

Kur Korumalı Mevduat Sisteminin Yapısı, İşleyişi, Maliyeti ve Bileşenlerinin Analizi

An Analysis of the Structure, Mechanism, Cost, and Components of the FX-Protected Deposit System

AXIS World**Journal of Applied Cross-disciplinary Insights****Cilt / Volume: 2****Sayı / Issue: 2****Ağustos / August 2026****Makale ilk gönderim tarihi / Received (First):**
26.06.2026**Revizyon / Revision:**
01.07.2026**Makale kabul tarihi /Accepted:**
15.07.2026

¹Corresponding Author: Assoc. Prof. Dr., Ostim Technical University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Türkiye, e-mail: kartal.fikret@gmail.com

Anahtar Kelimeler: Kur Korumalı Mevduat, Bankacılık Sektörü, Döviz Rezervleri, Merkez Bankası, Para Politikası.

JEL Kodu:

Keywords: Currency-Protected Deposit, Banking Sector, Foreign Exchange Reserves, Central Bank, Monetary Policy.

JEL Codes:

Citation / Atıf: Kartal, F. (2026). Kur Korumalı Mevduat Sisteminin Yapısı, İşleyişi, Maliyeti ve Bileşenlerinin Analizi. *Axis World Journal of Applied Cross-disciplinary Insights*, 2(2), 125-151. <https://doi.org/10.71284/axisw.2026224>

Axis World Journal is a journal of the Academic Studies Group.
<https://journals.academicianstudies.com/axis>

Fikret Kartal¹ 

Öz

Türkiye’de Eylül 2021 döneminde başlatılan geleneksel olmayan para politikası kapsamında politika faizi düşürülmeye başlandı. Bu durumun dövize talebi artırması sonucu döviz kuru ve takiben enflasyonda keskin yükselişler meydana geldi. Düşük nominal ve yüksek negatif reel faiz oranlarının muhafazası amacıyla Kur Korumalı Mevduat (KKM) sistemi ve makro ihtiyati tedbirlere başvuruldu. Bu çalışmada, Aralık 2021’de uygulamaya konulan ve 2025 yılında yeni hesaplara kapatılan, 2026 yılı ortaları itibarıyla bakiyesi sıfır düzeyine doğru gerileyen KKM’nin uygulama sürecinde faiz, mevduat, enflasyon, rezervler gibi temel finansal göstergelerdeki gelişim analiz edilmektedir. Ayrıca KKM’nin sebebiyet verdiği fark ödemeleri kaynaklı 58,7 milyar USD’lik zarar gösterilerek bütçe içindeki faiz gideri ile birlikte değerlendirmelere konu edilmektedir. KKM lehine dile getirilen ve özünde bu sistemin zarar doğurmadığını iddia eden argümanlar ayrı bir başlıkta teknik ve finansal açıdan yanıtlanmaktadır. KKM ve ilgili dönemde kullanılan farklı makro ihtiyati tedbirlerin serbest piyasa sistemine uygun araçlar olmadığı ve para politikasında etkisiz kılınmak istenilen faiz oranının yerini dolduracak bir kimlik taşımadıkları çalışmada açıklanmaktadır.

**Telif Hakkı & Lisans | Copyright & License / <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>**

Dergide yayımlanan çalışmaların telif hakları, yazarlar tarafından AXIS World: Journal of Applied Cross-Disciplinary Insights dergisine devredilir. Yayımlanan tüm çalışmalar, Creative Commons Atıf 4.0 Uluslararası Lisansı (CC BY 4.0) kapsamında açık erişim olarak sunulur. Bu lisans; yazara/yazarlara ve çalışmanın yayımlandığı orijinal kaynağa uygun biçimde atıf yapılması, lisans bağlantısının verilmesi ve yapılan değişikliklerin açıkça belirtilmesi koşuluyla çalışmanın ticari amaçlar dâhil olmak üzere her türlü ortam ve formatta kullanılmasına, paylaşılmasına, uyarlanmasına, dağıtılmasına ve çoğaltılmasına izin verir.

The copyright of works published in the journal is transferred by the authors to AXIS World: Journal of Applied Cross-Disciplinary Insights. All published works are made available as open access under the Creative Commons Attribution 4.0 International License (CC BY 4.0). This license permits the use, sharing, adaptation, distribution, and reproduction of the work in any medium or format, including for commercial purposes, provided that appropriate credit is given to the author(s) and the original publication, a link to the license is provided, and any changes made are clearly indicated.

Abstract

In September 2021, as part of the unconventional monetary policy initiated in Türkiye, the policy interest rate began to be lowered. This situation increased demand for foreign currency, resulting in sharp rises in the exchange rate and subsequently in inflation. To maintain low nominal and high negative real interest rates, the Currency Protected Deposit (KKM) system and macroprudential measures were employed. In this study, the developments in key financial indicators such as interest rates, deposits, inflation, and reserves during the KKM (Currency Protected Deposit) process, which was closed to new accounts within 2025 and whose balance declined toward zero

by the mid-2026, are analyzed. Additionally, the 58.7 billion USD loss caused by the KKM due to difference payments is demonstrated and evaluated alongside interest expenses within the budget. Arguments made in favor of the KKM, which essentially claim that this system did not cause harm, are addressed under a separate heading from a technical and financial perspective. The study explains that KKM and different macroprudential measures used in the relevant period are not instruments suitable for the free market system, and that they do not possess an identity capable of replacing the interest rate that was intended to be rendered ineffective in monetary policy.

1. GİRİŞ

Eylül 2021, keskin bir kırılma ile enflasyon hedeflemesi stratejisinin pratikte uygulamadan kaldırıldığı dönemin başlangıcıdır. %20'lerin altındaki enflasyon ve politika faizinin bulunduğu ve artmakta olan enflasyonda bir süre sonra gerilemenin beklendiği bir ortamda politika faizi düşürülmeye başlanmış, bu durumun dövize talebi artırması sonucu keskin şekilde artan döviz kurları ve takiben aynı keskinlikte yükselen enflasyona rağmen politika faizindeki indirimler ısrarla devam ettirilmiştir.

Ekonomi yönetimi, söz konusu süreçte amaçlarını ifade ederken gündeme bağlı olarak büyüme, ihracat, sermaye girişi, istihdam, fiyat istikrarı gibi farklı amaçları dile getirmiş ve yüksek negatif reel faizin bu amaçları gerçekleştireceğini iddia etmiştir. Önceki dönemlerde fiyat istikrarına odaklanan ve bu amaca ulaşarak diğer ekonomik hedeflere zemin ve destek sunmayı önceliğine alan para politikasından, aynı anda çok sayıda hedefe yönelen, gücünü (zayıflığını) ve araçlarının etkinliğini ölçemeyen bir politikaya geçiş yapılmıştır.

Düşük nominal faiz ve yüksek negatif reel faiz politikasının ilk adımdan itibaren istenmeyen sonuçlara yol açmasına rağmen izlenen politikayı geçerli kılmak için makro-mikro ihtiyati tedbirler, döviz müdahaleleri, bankaların mevduat-kredi faiz oranlarının baskılanması, bankalar için zorunlu menkul kıymet alımı, ihracatçılara döviz satım zorunluluğu gibi piyasa işleyişine aykırı araçlara başvurulmuştur. Yüksek negatif reel faiz oranının yol açtığı boşluğu ve tahribatı onarmak amacıyla öne çıkarılan ve etkileri oldukça geniş olan ana araç ise Aralık 2021'de uygulamaya konulan Kur Korumalı Mevduat (KKM) sistemidir. Eylül 2021 döneminden itibaren izlenen geleneksel olmayan para politikasının taşıyıcısı ve bu politikaya karakterini ve rengini veren esas kimlik enflasyonun oldukça altındaki nominal faiz oranları, dolayısıyla yüksek negatif reel faiz oranlarıdır. Politika uygulamasında bir araç olan KKM'yi izlenen politikaların üstünde ya da bu politikalardan ayrı olarak düşünmek mümkün değildir. Faiz politikasının bir ürünü olan KKM'nin maliyeti de faiz politikasının maliyeti içinde düşünülmelidir.

Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde izlenen para politikası "geleneksel olmayan politika olarak ifade edilse dahi, izlenen politikanın literatürde yer alan geleneksel olmayan politikalarla

bir ilgisi bulunmamaktadır. Genelde ücret ve fiyat kontrollerine dayalı politikaları tarifte kullanılan “geleneksel olmayan politika” nitelemesi bir kurgu ve araç-ara hedef-nihai amaç tutarlılığı içerdiğinden dolayı Türkiye deneyimine tekabül etmemektedir. Tanımı ve kurgusu ortaya konulamayan, uygulandığı iki yıla yakın zaman diliminde kısa sürelerle amaç ve araçları değiştirilen bu politika kitabi anlamda geleneksel olmayan politika değildir. Söz konusu politikalar için bu çalışmada kullanılan “geleneksel olmayan politika” kavramı, literatüre ve uluslararası deneyimlere değil, daha önce Türkiye’de izlenmiş yerleşik politikalarından kopuşa işaret etmektedir.

Geleneksel ekonomi politikalarına kademeli geçişe paralel olarak 2024’ün başlarından itibaren kapsamı ve cazibesi aşamalı olarak daraltılan ve Ağustos 2025 döneminden itibaren yeni girişlere kapatılan KKM’nin 136 milyar USD’lik zirve hacmi Mayıs 2026’da sıfır noktasına doğru gerilemiştir. Bu çalışmanın öncülü olan ilk çalışmada (Kartal, 2024), KKM sisteminin uygulamaya konulması, yapısı, gelişimi, oluşan kamu zararı 2023 sonuna kadarki dönem için incelenmiştir. Söz konusu çalışmanın yayımlandığı tarihe kadar KKM’ye ilişkin istatistikler ile Hazine ve TCMB üzerinde oluşan yüke dair somut bilgilerin tüm açıklığıyla resmî kurumların yayımlarında ve raporlarında yer almaması bazı büyüklüklerle ilgili tespitlerin finansal rapor ve istatistiklerin satır aralarından üretilmesine neden olmuştur. TCMB, geriye dönük verileri de içerecek şekilde KKM stok bakiyelerini 31 Mayıs 2024 tarihinden itibaren aylık frekansta sunmaya başlamıştır.

Ulaşılan yeni ve güncel veriler kapsamında, negatif reel faiz politikasına geçişin başlatıldığı Eylül 2021’den KKM’nin sonlandırıldığı 2025 sonuna kadar geçen sürecin konu edildiği bu çalışma KKM’nin gelişimi, enflasyon ve faiz oranlarının seyri, mevduat ve rezervlerdeki değişim, KKM kaynaklı maliyet gibi dinamikleri odağına alarak süreci analiz etmektedir. Merkez bankası ve ticari bankaların bilançolarının finansal analizi yapılmaktadır. KKM lehine dile getirilen ve ağırlıklı bu sistemin maliyet doğurmadığına dönük çok sayıda argüman ise son ana başlıkta kapsamlı olarak yanıtlanmaktadır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

KKM uygulamasının akademik açıdan görece yeni bir konu olması ve diğer ülkelerde benzer uygulamaların bulunmaması bu alanda yapılan çalışmaların henüz sınırlı düzeyde kalmasına yol açmaktadır. Yüksek negatif reel faiz ortamında uygulanan bir araç olması, KKM ile ilgili değerlendirmelerin faiz politikasına odaklanmasına yol açmıştır.

Geleneksel yaklaşım (Fisher etkisi), beklenen enflasyondaki artışın nominal faiz oranlarında da artışa neden olduğunu, dolayısıyla enflasyondan nominal faize doğru bir nedenselliğin bulunduğunu kabul ederken, nominal faiz oranlarındaki artışın reel faiz oranlarını yükselterek ekonomik aktivite ve fiyat artışlarını baskılayacağı görüşüne dayanmaktadır.

Özellikle 2008 krizi sonrasında faiz oranlarındaki düşüşe karşın ekonomide canlanma olmaması ve negatif faiz oranları ile çok düşük enflasyon oranlarının birlikte uzun süre devam etmesi Neo-Fisher yaklaşımı gündeme getirmiştir. Neo-Fisher yaklaşım, faiz oranı ve enflasyon arasındaki işaret edilen akışı ve nedenselliği tersine çevirerek yükselen nominal faizlerin enflasyonun da yükselmesine neden olacağını iddia etmektedir. Neo-Fisher etki, enflasyonun hedefin oldukça altında, nominal faizin sıfır ve negatif düzeylerde bulunduğu gelişmiş ülkelerde gündeme gelmiş ve çok düşük olan enflasyonun artırılması için merkez bankalarının nominal faiz oranı hedeflerini yükseltmelerini önermiştir (Williamson, 2016). ABD için 1954-2018 dönemini kapsayan bir çalışmada (Uribe, 2018); nominal faiz oranlarındaki kalıcı artışların enflasyon ve çıktıda ani artışlara yol açarak reel faizi düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Diğer yandan enflasyon ve politika faizi arasındaki ilişkide mali disiplin, dış açık, para politikasının kredibilitesi ve bağımsızlığı, politik istikrar gibi faktörlerin belirleyiciliği de açıktır. Türkiye %20'nin altında çift haneli enflasyon oranının ve sıfır düzeyine yakın reel faizin bulunduğu, işaret edilen faktörler bakımından ciddi kırılmalıkların taşındığı bir ortamda geleneksel Fisher etkisini tersten kurmaya yönelmiştir. Zaman zaman Türkiye'nin Neo-Fisher yaklaşımını tatbik etmek istediği ifade edilse dahi, bu durum resmî ve yetkili ağızlarca belirtilmemiştir. Çok düşük enflasyonu artırmak için (yükselen faiz ve yükselen enflasyon) tartışmalı bir yöntem öneren Neo-Fisher yaklaşım, çıkış noktası ve hedefleri bakımından 2021 yılı veya herhangi bir dönemdeki Türkiye koşullarına uymamaktadır.

Yüksek faiz oranlarının enflasyona sebebiyet verdiği dönük yaklaşım nedeniyle Taylor kuralını göz ardı ederek faiz oranını düşüren Türkiye'nin başarısızlıkla sonuçlanan deneyimini ele alan Gürkaynak, Kısacıkoğlu ve Lee (2023: 521-522, 554); para politikasındaki dışsal bir kural değişiminin ekonominin tüm alanını etkilediğine vurgu yaparak, uygulanan politikayı talihsiz olarak nitelemiş ve zayıf para politikası uygulamasının çok ciddi olumsuz sonuçlara sebebiyet verdiğini belirtmiştir.

Salgın krizi sonrasında çoğu gelişmekte olan ülkenin gelişmiş ülkelerden daha önce faizleri artırarak yükselen enflasyon baskısıyla başa çıkmaya çalıştığını, Türkiye'nin ise faiz oranlarının düşürülmesini ve sınırlayıcı araçları içeren kendine özgü bir politika seti ile hareket ettiğini belirten Kara ve Sarıkaya (2024: 267, 282); 2023 genel seçimlerine kadarki dönemde üretim ve istihdamı çok düşük faiz oranları ile desteklemeyi amaçlayan politikanın yüksek büyüme sağlarken yüksek enflasyon, artan dış açık, zayıflayan rezervler, para otoritesinin kredi kaybı gibi makro dengesizliklere yol açtığını açıklamıştır.

Salgın krizi sonrasında dünyada merkez bankalarının faiz oranlarını yükselterek yükselen enflasyona tepki göstermelerine karşın Türkiye'nin geleneksel politikalardan keskin bir kopuşa karşılık gelen bir politika izlediğini belirten Kara ve Şimşek (2025: 1, 35-36); Türkiye'nin geçirdiği bu deneyimin çok yüksek negatif reel faiz oranlarına, finansal mühendislik araçlarına, döviz müdahalelerine ve piyasalar üzerinde finansal baskılara dayandığını, politikaların merkezinde ise mevduat sahiplerini döviz kurlarındaki artışa karşı korumayı taahhüt eden KKM sisteminin bulunduğunu, siyasi etkilerle izlenen para politikasının nihai olarak giderek artan istikrarsızlaştırıcı bir sürece yol açtığını ifade etmiştir.

IMF'nin gözden geçirme çalışmaları kapsamında hazırladığı 2022 yılı raporunda (IMF, 2023: 1); Türkiye'de faiz oranlarının düşürülmesinin TL üzerinde yarattığı baskının KKM ve diğer karmaşık makro finansal tedbirle azaltılmaya çalışıldığı, şarta bağlı döviz yükümlülüğü içeren KKM'nin ülkeyi potansiyel bir döviz şokuna maruz bırakabileceği belirtilmiştir. OECD'nin 2023 Türkiye raporunda (OECD, 2023), ekonomide yaratacağı sorunlar nedeniyle şartlı bir yükümlülük olan KKM'den kademeli çıkışın gerektiği yönünde görüş açıklanmıştır.

TCMB bünyesinde hazırlanan çalışmada Aydın ve Korkmaz (2023); vadeli mevduatı içeren KKM'nin aynı zamanda TL'nin değer kaybını telafi eden bir opsiyon sağladığını, standart TL mevduat hesaplarının KKM hesaplarına konu faiz ve opsiyon fiyatını aşan bir getiri sunması hâlinde KKM yerine standart TL mevduatın tercih edilebileceğini belirtmiştir.

2022 yılı 7. haftası ile 2024 yılı 12. haftası arası dönemdeki verileri kullanan Günel ve Deniz (2024: 2667-2668); KKM'nin mevduatın krediye dönüşüm oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde uzun dönemli etkisinin bulunduğunu, KKM'nin toplam mevduat içindeki payı artıkça mevduatın krediye dönüşümünün azaldığını açıklamıştır. KKM'nin döviz kurlarına etkisini değerlendiren Zuhal ve Göcen (2023: 313); KKM'nin kurlardaki volatilitenin azaltılmasında etkili olduğunu, kurların değişim hızına etkisinin ise sınırlı kaldığını ifade etmiştir.

Şubat 2022-Haziran 2023 döneminde Türkiye’de dolarizasyonu etkileyen faktörleri inceleyen Gayaker, Ağaslan ve Türe (2024: 29-20); KKM, net rezervler ve mevduat faiz oranlarındaki artışların dolarizasyonu azaltıcı etkisinin bulunduğu, döviz kurlarındaki artışın ise dolarizasyonu artırdığını açıklamıştır. Şubat 2022-Nisan 2024 dönemine ait verileri kullanan Işık, Kılınç ve Yılmaz (2024); KKM’den mevduat faiz oranlarına ve döviz kurlarından para arzına doğru tek yönlü nedenselliğin bulunduğu sonucuna ulaşmıştır. Şubat 2022-Kasım 2023 verilerini kullanan Ilgın ve Sarı (2025: 231-233); KKM ve alternatif yatırım araçlarının birbirini etkilediğini, KKM’yi etkileyen faktörlerin etki derecelerine göre Euro kuru, mevduat faiz oranları, borsa endeksi, para arzı ve dolar kuru olarak sıralandığını, KKM’nin borsa endeksini ve mevduat faizini negatif yönde etkilediğini belirtmiştir.

2011-2024 dönemini konu alan Güvenoğlu (2025: 292-293); borç yükü ve TL’nin değerlendirilmesi bakımından olumsuz etkileri olan reel faiz oranından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru tek taraflı nedensellik ilişkisinin bulunduğunu, yüksek reel faizin ülkeye sermaye çekmede etkin bir araç olduğunu açıklamıştır.

KKM’nin uygulamaya girmesiyle birlikte TCMB’nin ileriye dönük sadece faiz getirisini aşan kur artışları için fark ödemesini değil, talep hâlinde döviz tutarını iade etme yükümlülüğünü de taşıması bu hesaplar üzerinden devralınan dövizin muhafazasını önemli hale getirmiş olup, KKM konusu rezervlerin farklı amaçlarla kullanılmasının yaratabileceği risklere uygulamanın ilk günlerinde işaret edilmiştir (Kartal, 2021).

KKM sisteminden önemli farklılıklar taşımakla beraber yurt dışı yerleşiklere ait döviz hesapları üzerinden rezervleri artırmayı amaçlayan bazı ürünler geçmişte Türkiye’de uygulamaya konulmuştur. Serbest piyasa sisteminin tatbik edilmediği, sermaye ve döviz kontrollerinin bulunduğu bir ortamda Türkiye’ye döviz girişi sağlamak için 1967 yılında uygulamaya konulan Döviz Çevrilebilir Mevduat (DÇM), 1976 yılında uygulamaya konulan Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı ve bu hesapların 1994 kriziyle birlikte yeni adı olan Süper Döviz Hesapları belirli sürelerle kullanılmıştır (Dönek, 1995; Akbulak, 2021; Delice, 2015; TCMB, 1991) KKM, bu hesaplardan farklı olarak gerek hedef kesim (yurt içi ve yurt dışı yerleşik gerçek kişiler ile tüzel kişiler), gerekse kapsam (yurt içi döviz ve TL hesapları, gerçek kişi ve tüzel kişi hesapları) bakımından çok daha geniş bir kesim, tutar ve riski bünyesine almıştır.

KKM’nin niteliği, kurgusu, gelişimi, etkileri ve sonuçları konusunda detaylı analizler içeren, Eylül 2023 dönemine kadar ki süreci değerlendiren Kartal (2024), reel sektör ve finansal kesim için olumsuz sonuçlar doğuran politikaların bir aracı olan KKM’nin kamu kesimine ucu açık bir yükümlülük getirdiğini ve iktisadi birimler adına güven ve öngörülebilirliği azalttığını ifade etmiştir.

Bu çalışmada, TCMB tarafından paylaşılan KKM verileri kullanılarak sistemin başlangıcından sonlandırılmasına kadar geçen süreçteki gelişmeler, bankacılık sektörünün mevduat yapısı ve TCMB rezervlerindeki değişim, katılan maliyet sunulmuş; ayrıca KKM lehine sunulan argümanlara ilişkin değerlendirmelere ayrı bir ana başlıkta yer verilmiştir.

3. ÇALIŞMANIN YAPISI

Türkiye’nin serbest piyasa ekonomisine geçişinden sonra izlediği ekonomi politikalarından keskin bir sapmaya tekabül eden 2021 sonrasındaki dönemde aynı zamanda KKM’nin ilk defa kullanımına tanıklık edilmiştir. İzlenen geleneksel olmayan para politikası ve bu politikanın bir aracı olan KKM’nin finansal açılarından etkilerine dönük henüz yeterli düzeyde akademik çalışmanın yapılmaması ve etkileri devam etmekte olan krizin önemi bu çalışmanın temel motivasyonudur.

Enflasyon, nominal ve reel faiz oranları, rezervler, bankacılık sektörünün mevduat büyüklükleri gibi çok sayıda finansal veriyi kullanan bu çalışma TCMB ve ticari bankaların bilanço, kar/

zarar tablosu ve finansal verilerinin finansal analizini esas almaktadır. İncelenen dönemdeki temel değişkenlerin (faiz oranı ve döviz kuru) piyasa koşullarında belirlenmemesi ve ilgili kamu otoritelerinin müdahalesine açık tutulması ekonometrik modeller yerine finansal analizin seçiminde belirleyici olmuştur. Ayrıca KKM sisteminin yarattığı etki ve maliyetin belirlenmesi ilgili kurumların finansal tablolarının analizini gerektirmiştir.

KKM lehine dile getirilen ve ağırlıklı bu sistemin maliyet doğurmadığına dönük çok sayıdaki argüman ise son ana başlıkta kapsamlı olarak yanıtlanmaktadır. Söz konusu argümanların değerlendirilmesinde merkez bankası ve bankacılık sektörü bilançolarının teknik analizine dayalı yaklaşımlar kullanılarak bazı yorumlar dile getirilmiştir.

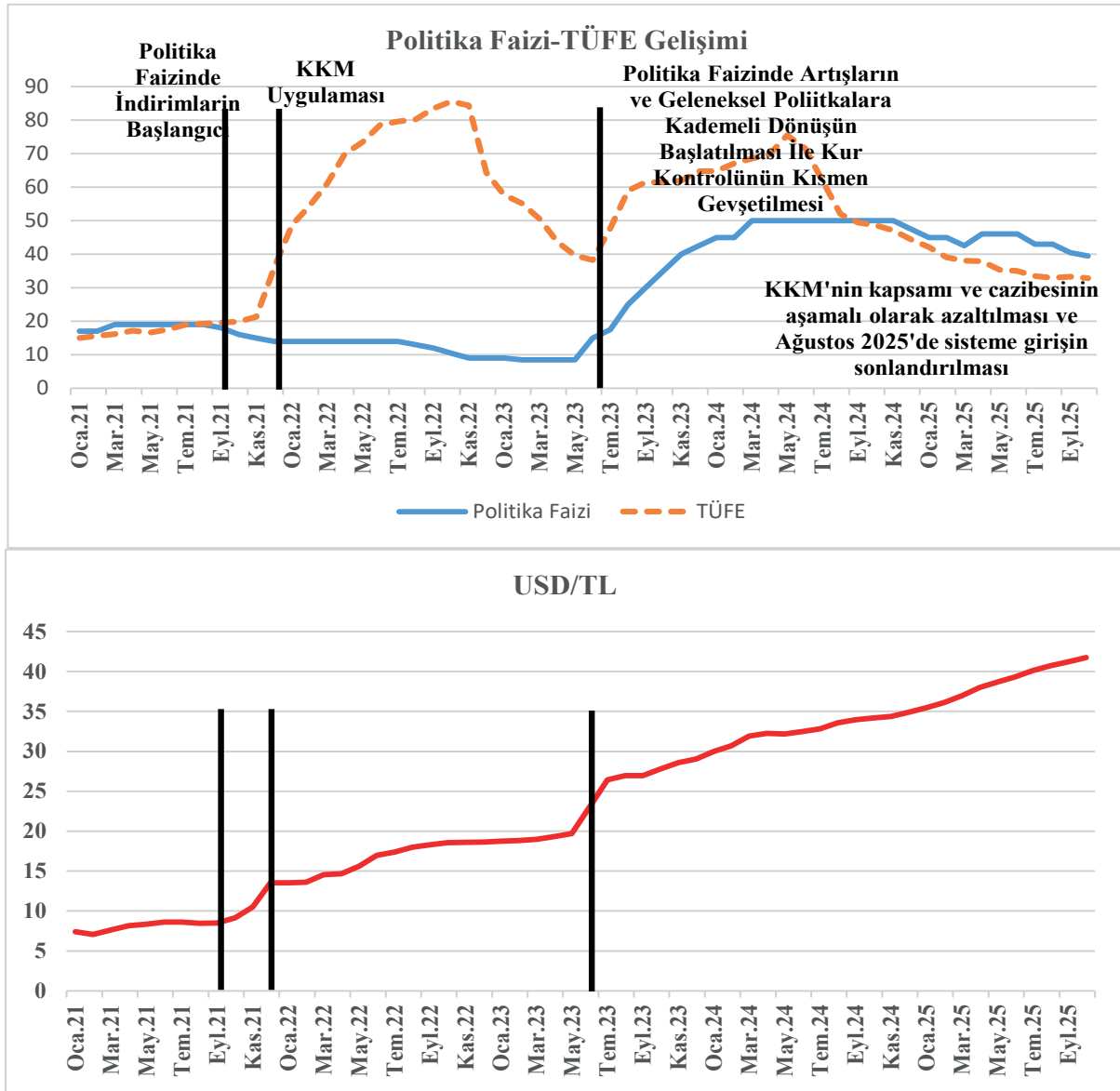
Çalışmada, TCMB, BDDK, TÜİK ve Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın rapor ve istatistiki verileri kullanılmış ve ağırlıklı 2021-2025 dönemine odaklanılmıştır.

2021 sonrasına konu para politikasını ve özellikle KKM'yi ele alan çalışma sayısının azlığı nedeniyle bu çalışmada ulaşılan sonuç ve değerlendirmelerin ilerleyen süreçte yapılacak çalışmalara bir zemin hazırlaması amaçlanmaktadır.

4. KKM'YE GEÇİŞ SÜRECİ

Eylül 2021 döneminden itibaren izlenmeye başlanılan yüksek negatif reel faiz politikasının şekil ve karakter verdiği geleneksel olmayan para politikasının başlangıcında kontrol dışına çıkan ekonomik gelişmelere müdahale etmek gayesiyle makro-mikro ihtiyati tedbirlere ve Türkiye için ilk olma özelliği taşıyan KKM'ye başvurulmuştur. Bu süreçte enflasyon (TÜFE), politika faizi oranı ve dolar kurunda meydana gelen değişim Aşağıdaki şekil üzerinde izlenebilmektedir.

Şekil 1. Enflasyon, Politika Faizi ve USD/TL Kur Gelişimi



Kaynak: TÜFE verileri için TÜİK, Enflasyon ve Fiyat İstatistikleri; USD/TL kuru için TCMB, EVDS, Döviz Kurları, ABD Doları Alış Kuru; Politika faizi verisi için TCMB.

Politika faizinde indirim başlatıldığı Eylül 2021 döneminde gerçekleşen yıllık TÜFE %19,6 ve politika faizi %19'dur. Eylül 2021 döneminde 1 yıl sonrasına ilişkin TÜFE beklentisi ise %13'dür (TCMB, Piyasa Katılımcıları Anketi). 23 Eylül 2021 tarihli toplantısında Para Politikası Kurulu, enflasyonda son aylarda arıza unsurlardan kaynaklı yükselişin meydana geldiğini belirterek ve güçlü parasal sıkılaştırmanın mevcudiyetine atıfta bulunarak politika faizinde 1 puanlık indirim (%19'dan %18'e) kararı almıştır. Politika faizi indirimini takiben döviz kurunda başlayan yukarı yönlü hareket ve tepkilere karşın Kurul, 21 Ekim 2021 tarihli toplantısında; güçlü parasal sıkılığın iç talep ve krediler üzerinde yavaşlatıcı yönde etki gösterdiğini belirterek politika faizini %16'ya düşürmüştür. 28 Ekim 2021 tarihinde yayımlanan yılın son enflasyon raporunda ise TCMB; geçici ve arıza etkilerin ortadan kalkmasıyla TÜFE'nin 2021 sonunda (takriben 2 ay sonrası için yapılan tahmin) %18,4 seviyesine gerileyeceği tahminini ifade etmiştir (TCMB, 2021: 5). Politika faizi Kasım 2021'de %15'e, Aralık 2021'de %14'e düşürülmüştür.

Şekil 1’de görüldüğü üzere politika faizinin düşürülmesiyle beraber 2021 yılının son çeyreğinde enflasyon oranında keskin bir yükseliş başlamış ve bu yükseliş artan döviz kurları ve negatif reel faiz politikasına duyulan güvensizlikle bozulan enflasyon beklentilerinden kaynaklanmıştır. Eylül 2021’de %19,6 olan TÜFE, Aralık 2021’de %36,1’e yükselirken, Eylül 2021’de ortalama 8,51 TL olan USD/TL kuru (TCMB döviz alış kuru), Aralık 2021’de ortalama 13,53 TL’ye yükselmiş (3 aylık artış oranı: %59), 21 Aralık 2021 tarihinde (gün sonu) ise 17,47 TL düzeyine ulaşmıştır. Bu süreçte aşağıda ayrı bir başlıkta temas edileceği üzere TCMB’nin rezervlerinde keskin bir düşüş meydana gelmiştir.

Enflasyon ve döviz kurlarındaki keskin artışı durdurmak, döviz talebini frenlemek ve TL’ye geçişi teşvik etmek, eriyen rezervleri artırmak, finansal sistemin kırılganlığına dönük soru işaretlerini gidermek amacıyla TCMB ile Hazine ve Maliye Bakanlığı, 21 Aralık 2021 ve 24 Aralık 2021 tarihlerinde yaptıkları duyurular ve yayımladıkları tebliğler ile KKM sisteminin uygulamaya konulduğunu açıklamıştır. Enflasyonda belirleyici değişkenin döviz kuru, kurda belirleyici faktörün döviz talebi olması ve ekonomide dengeleme rolüne sahip faiz oranının kullanılmaması KKM’yi gündeme getirmiştir.

KKM, hesap açılış tarihindeki kur üzerinden mevduatın dövizde endekslenmesini, TL olarak izlenen hesaba işletilecek faiz oranının kur artışından düşük kalması hâlinde aradaki farkın tasarruf sahibine ödenmesini taahhüt eden bir sistemdir. Başka bir ifadeyle, hesaba işletilen faiz geliri ve döviz kurundaki değişim mukayese edilerek yüksek olanı müşteriye ödenmektedir.

KKM sisteminde kritik noktalardan biri, sisteme girişlerin döviz hesapları ve TL hesaplarından yapılmasının yarattığı etkilerdeki farklılıktır.

- Döviz/Altın mevduat hesaplarından sisteme yapılan geçişlerde (DDKKM-Kur korumalı döviz/altın dönüşümlü mevduat) ticari bankalar döviz mevduatını TCMB’ye aktararak, müşterinin döviz hesabını dövizde endeksli TL hesabına dönüştürmekte; hesabın vadesinde talep edilmesi durumunda, TCMB aldığı döviz müşteriye iade etmekle yükümlü kılınmakta, koşulların oluşması hâlinde (faiz ödemesini aşan kur artışı) fark ödemesi yapılmaktadır.
- Döviz mevduatından sisteme geçişte TCMB’nin bilanço içi döviz rezervleri ve bilanço dışı şarta bağlı döviz yükümlülükleri artmakta; ticari bankaların net döviz pozisyonu aynı kalmakta; müşterinin ise TL cinsinden izlenmeye başlanan mevduatı dövizde endekslenmektedir.
- TL mevduatlardan geçişte (TL KKM) hesabın açılışında döviz hareketi olmadığı için işlemin tarafı olmayan TCMB’nin rezervi değişmemektedir. TL mevduat hesapları dövizde endekslenmektedir.
- Dövizden ve TL’den sisteme geçişlerde hesabın vadesinde fark ödemesi yapılması hâlinde ödemeler TL olarak yapılmaktadır. Bu ödemeler gider-zarar niteliğindedir.
- Kur artışının faiz getirisini aşması hâlinde, TCMB kendi yarattığı ve bir ölçüde kontrol edebildiği para (TL) karşılığı fark ödemesi yaparken, hesabın döviz karşılığı değişmemekte; faiz getirisinin kur artışını aşması hâlinde ise fark ödemesi yapılmamakla birlikte hesabın döviz karşılığı artmakta ve TCMB kendisinin kontrol edemediği ilave döviz talebiyle karşı karşıya kalabilmektedir.

KKM sisteminin TCMB ve ticari bankaların bilançolarına ve pozisyonlarına yansımalarını Kartal (2004) bilanço şablonları üzerinden açıklamış, muhasebe ve raporlama konularına da ayrı bir alt başlıkta yer vermiştir.

Öngörülemeyen ve ölçülemeyen kur artışı kaynaklı riskin taşınması, KKM sahiplerine yapılacak ödemelerin bütçe üzerinde yaratacağı yük ve para basılmasının yol açacağı parasal genişleme gibi hususlar cari açık ve tasarruf açığı veren bir ekonomide bu sistemin sürdürülebilirliğine

dönük kaygıları artırmış, TL mevduata geçişin özendirildiği iddia edilirken, sadece sisteme giren döviz mevduatı değil, aynı zamanda TL mevduat da dövize endekslenmiştir. TCMB'nin sisteme giren dövizler üzerinden artırdığı rezervlerini diğer işlemler (döviz talebi) için kullanması ve ileride müşterilerin döviz mevduatlarını talep etmesi hâlinde oluşabilecek döviz sıkıntısı gibi belirsizlik ve riskler KKM ile birlikte gündeme taşınmıştır. TCMB ise, DDKKM açılışında rezerv artışı, dövize talebi baskılayacak bir ürünün sunumu, kur artışı kaynaklı enflasyonun dizginlenmesi gibi geçici faydalar elde etmiştir.

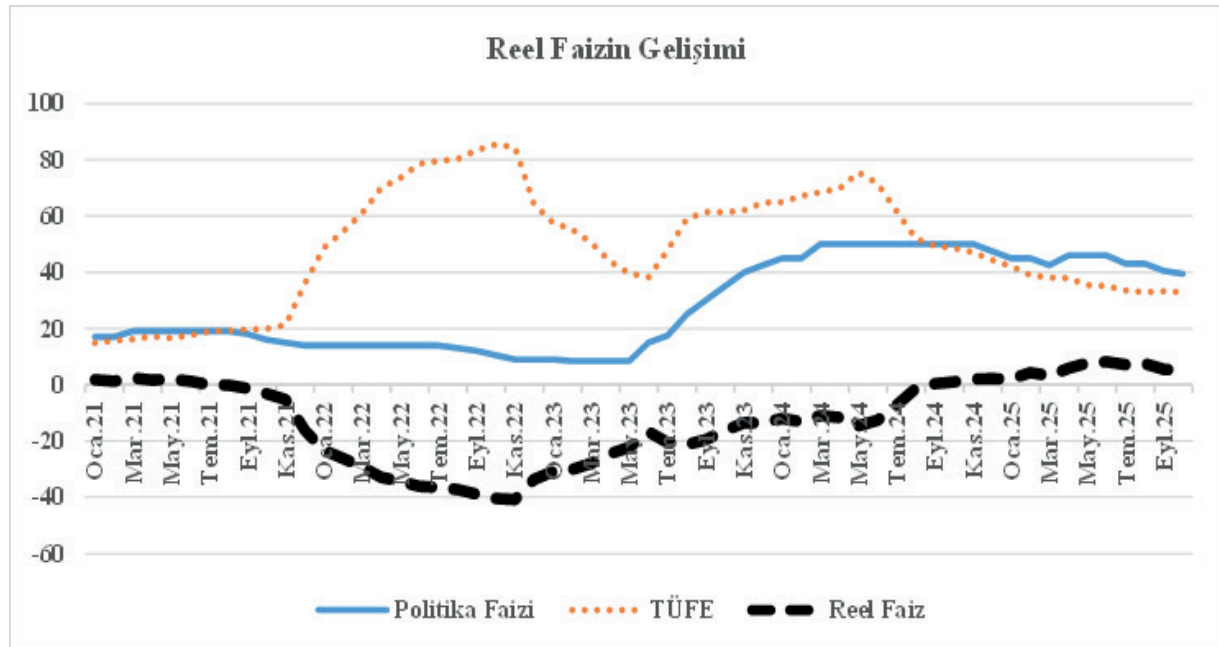
5. EYLÜL 2021-ARALIK 2025 DÖNEMİNDE KKM'NİN ETKİ VE SONUÇLARI

Uygulamaya konulmasından sonlandırılmasına kadar geçen süreçte KKM'nin niteliği, kapsamı ve KKM ile paralel olarak yürütülen diğer ihtiyati tedbirler değişkenlik göstermiştir (Kartal, 2024: 83; TCMB, 2023a: 3-6; TCMB, 2022: 20). Bu süreçte çok farklı düzeylere tekabül eden reel faiz oranlarının ve uygulanan politikaya konu amaç-araç setinin tutarlılık düzeyine bağlı olarak ekonomi yönetimine duyulan güven seviyesinin iktisadi birimlerin karar ve davranışlarında ana belirleyici faktörler olduğu belirtilebilir. Dolayısıyla, 2021-2025 döneminde elde edilen sonuç ve yaşanan gelişmeler sadece KKM üzerinden okunamamaktadır.

5.1. Enflasyon ve Reel Faizin Gelişimi

Ocak 2021-Ekim 2025 dönemine ait enflasyon (TÜFE) ve reel faiz oranındaki gelişim aşağıdaki grafikler üzerinden izlenebilmektedir. İlk grafikte politika faizi ve TÜFE üzerinden hesaplanan reel faiz oranları gösterilmiştir. Türkiye'de geriye dönük fiyatlandırma davranışının baskın olması (enflasyon ataleti-katılık) ve hedef enflasyon oranlarına duyulan güvensizlik nedeniyle reel faiz oranı hesaplaması gerçekleşen enflasyon oranları üzerinden yapılmıştır.

Şekil 2. Reel Faizin Gelişimi (Politika Faizi ve Gerçekleşen TÜFE)



Not: Reel faiz hesaplaması $\left[\frac{(1 + \text{Faiz Oranı})}{(1 + \text{TÜFE})} - 1 \right]$

Kaynak: Enflasyon verileri için TÜİK, Enflasyon ve Fiyat İstatistikleri, politika faizi verisi için TCMB.

2021 yılının ilk yarısında birbirine yakın düzeylerde bulunan politika faiz oranı (%19) ve TÜFE (takriben %14-17) nedeniyle reel faiz oranı takriben %2 düzeyinde iken, politika faizinde indirimin başlatıldığı Eylül 2021 döneminden itibaren enflasyonda meydana gelen keskin artış sonucu reel faiz oranı negatif düzeylere gerilemiş, örneğin Ekim 2022'de %85'lik TÜFE ve

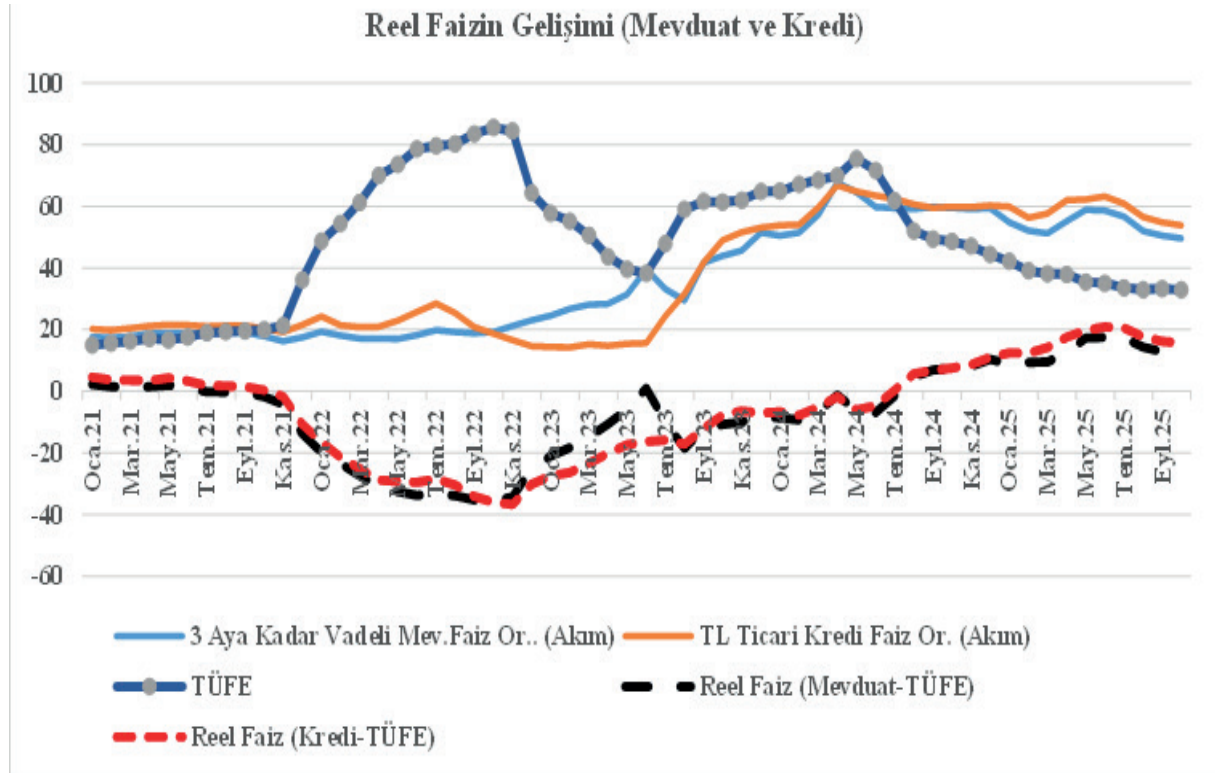
%10,5'luk politika faizi sonucu reel faiz -%40'ı aşarak negatif bölgenin en dip noktalarına kadar gerilemiştir. Enflasyonun %85 düzeyinde bulunduğu Ekim 2022'de, 20 Ekim 2022 tarihinde yapılan Para Politikası Kurulu toplantısında TCMB; "sanayi üretiminde yakalanan ivmenin ve istihdamdaki artış trendinin sürdürülmesi açısından finansal koşulların destekleyici olması gerekliliğine" atıf yaparak politika faizini %12'den %10,5'a indirmiştir. Devam eden faiz indirimleriyle birlikte 2023 yılının ilk yarısında politika faizinin %8,5'de bulunmasına karşın, baskılanan kurların katkısıyla gerileyen TÜFE, reel faiz oranının -%40'lardan -%20'lere doğru gelmesini sağlamıştır.

Mayıs 2023 seçimleri sonrasında geleneksel politikalara kademeli dönüşün başlatıldığı Haziran 2023'de yapılan ve yeni ekonomi yönetiminin yaklaşımını yansıtan Para Politikası Kurulu'nda (22 Haziran 2023 tarihli Para Politikası Kurulu Kararı); "dezenflasyonun en kısa sürede tesisi amacıyla parasal sıkılaştırma sürecinin başlatılmasına karar verildiği" açıklanarak politika faizi %8,5'dan %15'e yükseltilmiş, takip eden para kurulu toplantılarında da faiz artırımını devam etmiştir. Ancak reel sektör ve finansal kesim üzerindeki potansiyel olumsuz etkileri düşünülerek politika faizi enflasyonun altında tutulmaya devam edilmiş, reel faiz oranları negatif ve sıfıra doğru bir seyir izlemiştir. Yurt içi talebin güçlü duruşu, önceki dönemlerde baskılanan döviz kurlarında Haziran ve Temmuz 2023'de meydana gelen keskin yükseliş, ücret ve yönetilen-yönlendirilen fiyatlardaki artışlar, fiyatlama davranışlarındaki bozulma enflasyon üzerinde olumsuz etki yaratmaya devam etmiştir (TCMB, 20 Temmuz 2023 tarihli Para Politikası Kurulu Kararı). Politika faizi kademeli olarak Eylül 2023 döneminde %30, Aralık 2023 döneminde %42,5, Mart 2024 döneminde %50 düzeyine ulaşmıştır.

Eylül 2024'den itibaren TÜFE'nin %50'nin altına düşmesiyle birlikte reel faiz sıfır düzeyine yaklaşmış ve 2024'ün son çeyreğinden itibaren pozitif reel faiz bölgesine geçilmiştir. TCMB (26 Aralık 2024 tarihli Para Politikası Kurulu Kararı); dezenflasyon sürecinin güçlendiğini açıklayarak politika faizini Aralık 2024'de %50'den %47,5'e indirmiş, böylece Haziran 2023-Mart 2024 döneminde kademeli olarak %50'ye yükseltilen ve sonrasında sabit tutulan politika faizinde ilk aşağı yönlü adımı atmıştır. Politika faizi yapılan indirimleri takiben Aralık 2025'de %38 düzeyine gerilemiştir.

3 aya kadar vadeli TL mevduat ve TL ticari kredilere ait akım değerlere (yeni açılan hesaplar) konu faiz oranları üzerinden hesaplanan reel faiz oranları aşağıda sunulmuştur.

Şekil 3. Reel Faizin Gelişimi (Mevduat ve Kredi Faiz Oranları)



Not: Reel faiz hesaplaması $\left[\frac{(1 + \text{Faiz Oranı})}{(1 + \text{TÜFE})} - 1\right]$

Kaynak: 3 aya kadar vadeli mevduat faiz oranları (Akım) ve TL ticari kredi faiz oranları (akım) için TCMB, EVDS; TÜFE verileri için TÜİK, Enflasyon ve Fiyat İstatistikleri

Mevduata konu reel faiz oranları Temmuz 2021 döneminden itibaren sıfır düzeyine yakın negatif düzeylerde (-%0,1-0,4 gibi) ve kredilere konu reel faiz oranları %1-3 arasında pozitif iken, Eylül 2021 döneminde politika faizinin indirilmesi ve takiben enflasyon oranlarında yaşanan artış Kasım 2021'den itibaren reel faiz oranlarının düşmesine neden olmuş, Aralık 2021'de mevduata konu reel faiz oranı -%14, kredilere konu reel faiz oranı -%11 düzeyine gerilemiş ve negatif bölgede belirgin olarak konumlanmıştır. Nisan 2022-Kasım 2022 döneminde mevduat ve kredi faiz oranları üzerinden hesaplanan reel faiz oranları -%30 düzeyinin dahi altına düşmüştür.

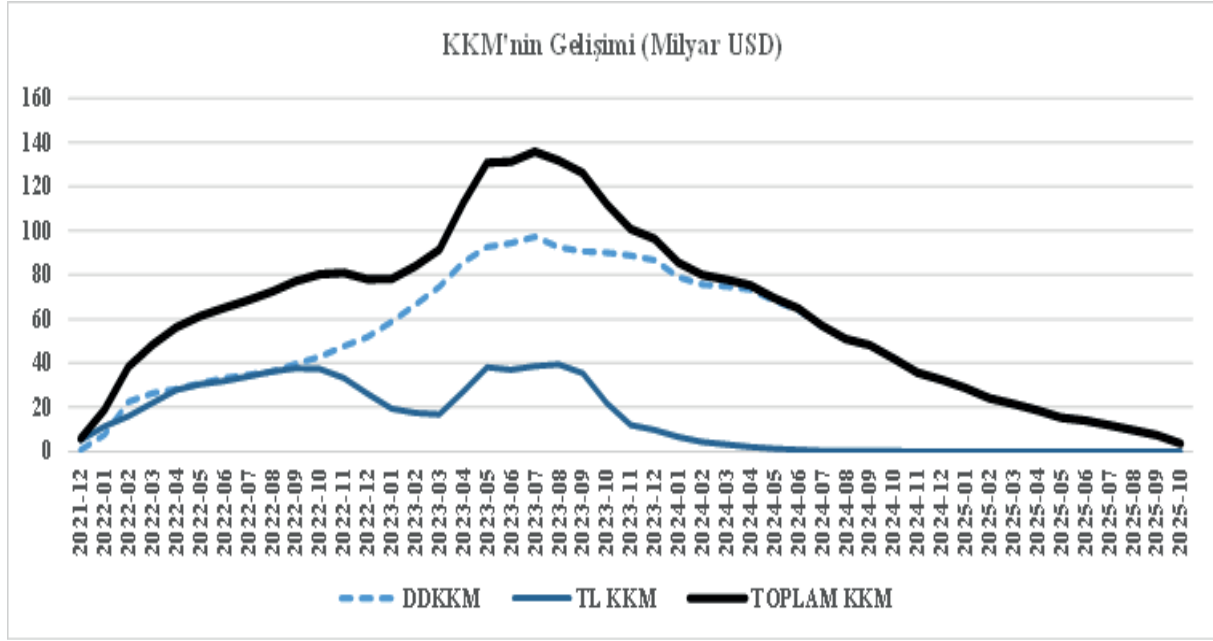
TÜFE'de ki gerilemeye paralel olarak 2023 yılının başından itibaren mevduat ve kredilere konu reel faiz oranları yükselirken (negatif değerler -%30 düzeyinden -%10 düzeyine çıkmıştır.), geleneksel politikalara dönüşün başlatıldığı Haziran 2023 döneminden itibaren reel faizler yükselmeye başlamış ve Ağustos 2024 döneminden itibaren reel faiz oranları pozitif bölgeye geçmiştir.

5.2. KKM'nin Gelişimi ve Sonlandırılması

21 Aralık 2021'de sadece gerçek kişiler için başlatılan, TL ve döviz hesaplarından geçişlere açık tutulan KKM, yüksek enflasyon karşısında mevduat faizlerinin negatif reel getiri sunması ve politikalara duyulan güvensizlik gibi nedenlerle hedeflenen büyüklüklere ulaşamamış, sonraki aylarda ticari mevduat ve YUVAM hesapları da kapsama dâhil edilmiştir. Uygulanmaya başlandığı ilk dönemden itibaren faiz üst sınırı getirilen KKM hesapları için bu üst sınır 2023'ün başında kaldırılmıştır.

Aralık 2021’de uygulamaya konulan ve Ağustos 2025’de sisteme yeni girişlere kapatılan ve vadesi gelen hesaplarla bakiyesi sıfıra yaklaşan KKM’nin Aralık 2021 ile Ekim 2025 dönemi için hacimsel gelişimi aşağıda sunulmaktadır. Döviz/altın hesaplarından sisteme giren tutarlar için Dövizden Dönüşümlü Kur Korumalı Mevduat (DDKKM) ve TL mevduatlardan girişler için TL KKM hesaplarına ait büyüklükler ayrı ayrı aşağıdaki şekilde yer almaktadır.

Şekil 4. KKM’nin Hacimsel Gelişimi



Kaynak: TCMB, EVDS.

Henüz TCMB raporlarına yansımamış olmakla birlikte, BDDK’nın 26 Mayıs 2026 tarihine ait haftalık bültenine göre KKM bakiyesi 6 milyon USD’ye düşmüştür.

Haziran 2023 döneminden itibaren başlatılan geleneksel politikalara kademeli dönüşün ilk aşamalarında daha önceden baskılanan kurların keskin şekilde yükselmesi, Şekil 1’de görülebildiği üzere ortalama aylık USD/TL döviz kurunun Mayıs 2023’de 19,68 TL, Haziran 2023’de 23,06 TL, Temmuz 2023’de 26,42 TL olması sonucu KKM’ye talep artmıştır. Aralık 2021 döneminde başlatılan KKM 2023 yılı ortalarında 136 milyar USD ile zirve düzeyine ulaşmıştır.

KKM’den çıkış stratejisi kapsamında ilk aşamada, 1 Ocak 2024 tarihinden itibaren TL dönüşümlü KKM hesap açılışı ve vade yenilemeleri durdurulmuştur (Anadolu Ajansı, 2023). Bu nedenle takip eden aylarda TL KKM sıfır düzeyine gerilemiş, yukarıdaki şekilde de görüldüğü üzere DDKKM ve toplam KKM aynı büyüklüğe tekabül etmiştir.

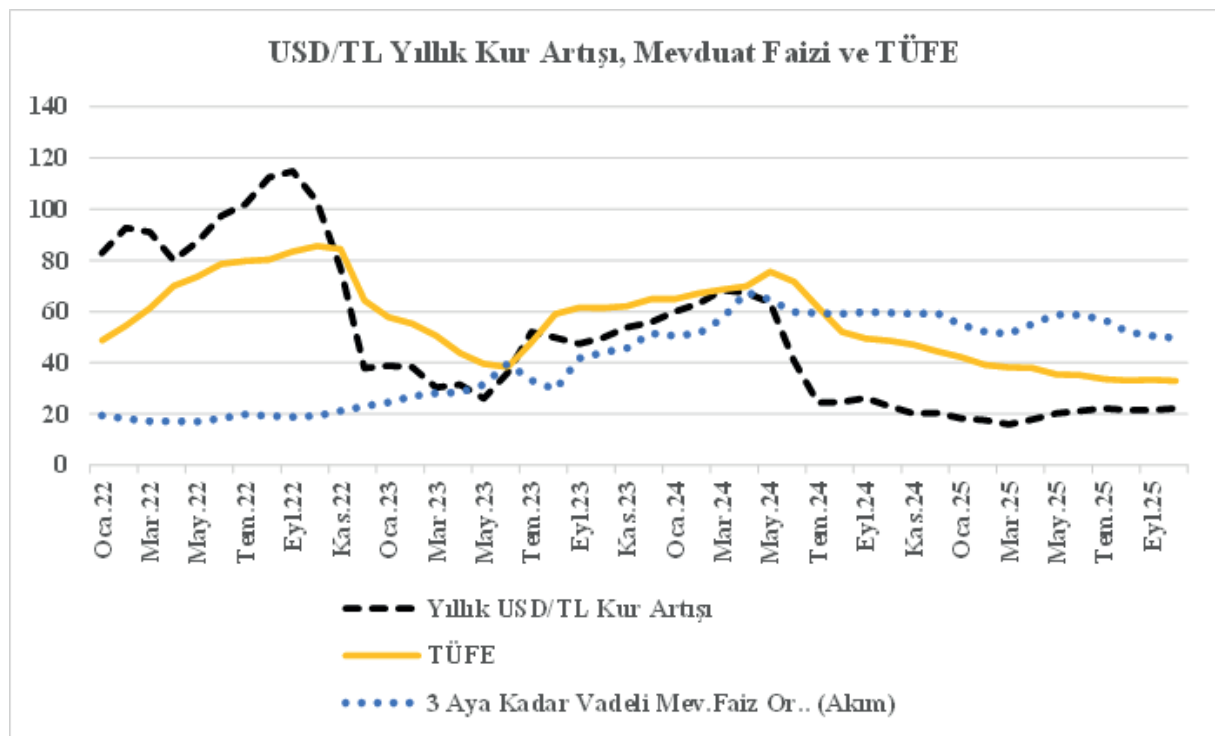
Kredibilitesi kısmen artan ekonomi yönetimi, görece yüksek TL faizi, para otoritesinin değerli TL vurgusu ve bu kapsamda enflasyonun altında seyreden döviz artış oranları KKM’ye talebi azaltmıştır. Örneğin, 2024 yılında %44,4 olan TÜFE’ye karşın, Aralık 2023 ve Aralık 2024 aylarına ait ortalama USD/TL döviz kurları arasındaki değişim %20 olup, mevduatın yoğunlaştığı 3 aya kadar vadeli hesapların faiz oranı ise TÜFE’yi aşmıştır. Ocak 2024’de TL hesaplardan KKM’ye geçişi sonlandıran TCMB, 20 Ocak 2025 tarihi itibarıyla 6 ve 12 ay vadeli KKM hesabı açma ve yenileme işlemlerini, 15 Şubat 2025 tarihi itibarıyla tüzel kişilerin hesap açma ve yenileme işlemlerini durdurmuş; nihai olarak 23 Ağustos 2025 tarihli duyuruyla KKM hesap açma ve yenileme işlemlerini, YUVAM hesapları hariç, tamamen sonlandırmıştır.

(TCMB, 20 Ocak, 15 Şubat ve 23 Ağustos 2025 Tarihli Basın Duyuruları)

KKM hesaplarına uygulanan asgari faiz oranlarının kademeli olarak aşağı yönlü revizesinin yanı sıra bu hesaplar için stopaj avantajının kaldırılması, TL'ye geçiş hedefleri ve zorunlu karşılık oranlarının farklılaştırılması, standart TL vadeli hesaplar ile KKM arasındaki faiz makasının KKM aleyhine genişlemesi ve KKM tercihinde öne çıkan unsurlardan olan döviz kurundaki oynaklığın azaltılması KKM hacminin düşmesinde belirleyici olmuştur (Dokumacı, Evli ve Güneş, 2025). Pozitif reel faiz alanına geçilmesi ile TL lehine oluşan ortam ve uygulanan politikaya güvendedeki görece artış KKM'nin cazibesini belirgin şekilde azaltmıştır.

KKM'nin hacimsel düşüşündeki nedenlerden biri kur artışının sınırlanması sonucu TL'de yaşanan reel değerlenmedir. Aşağıda USD/TL döviz kurunun yıllık değişimi, 3 aya kadar vadeli TL mevduatın faizi oranı (akım değerler için) ve TÜFE birlikte sunulmaktadır.

Şekil 5. Kur Değişimi, Faiz Oranı ve TÜFE'nin Gelişimi



Not: Kur değişimi, ilgili aydaki ortalama kurun bir önceki yılın aynı ayındaki ortalama kura göre değişimini ifade etmektedir.

Kaynak: TÜFE verileri için TÜİK, Enflasyon ve Fiyat İstatistikleri; Aylık ortalama USD/TL kuru için TCMB, EVDS, Döviz Kurları, ABD Doları Alış Kuru

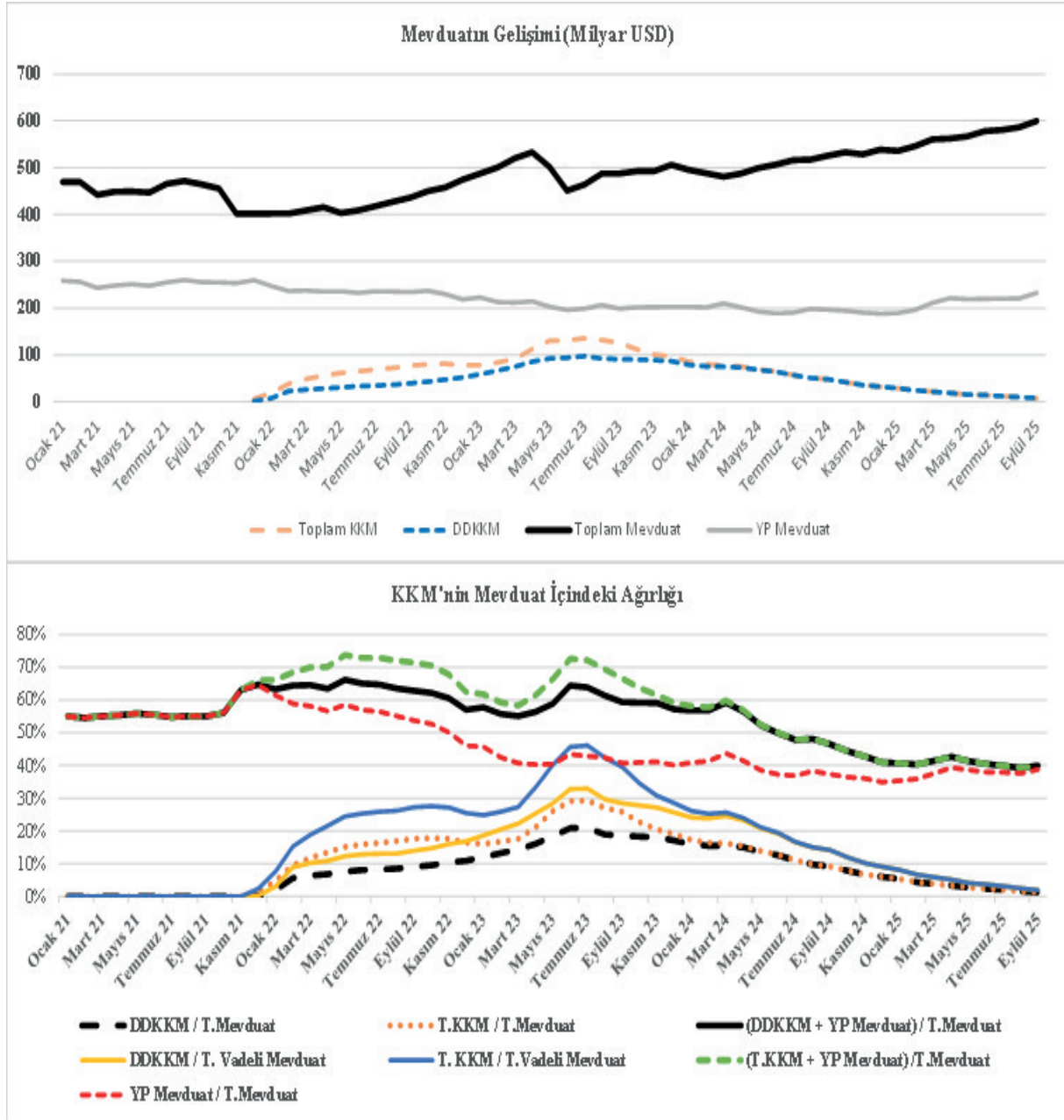
Şekilden izlenebildiği üzere kur artışının TÜFE'nin gerisinde kalması ve standart TL mevduat faiz oranlarının TÜFE'yi aşmasına paralel olarak ekonomi yönetiminin değerli TL vurgusu ve KKM'nin cazibesini azaltmak için attığı diğer adımlar KKM'deki azalışı desteklemiştir.

KKM'nin müşterilere sunduğu avantajlara rağmen yeterli talebi görmediği belirtilebilir. Bir sonraki alt başlıkta açıklandığı üzere yabancı para mevduat hacmi her zaman için KKM'yi aşmış ve toplam KKM büyüklüğü, 2023 yaz dönemi haricinde, genelde toplam mevduatın %20'sini aşamamıştır. Negatif reel faiz politikası ve baskılanan döviz kuru kaynaklı nedenlerle tasarrufların enflasyon karşısında erimesi ve fiyatları artan reel varlıklara yönelik talep işaret edilen düşük ilginin ana sebepleri olarak gösterilebilir.

5.3. KKM'nin Toplam Mevduat İçindeki Payı

Toplam KKM, TL KKM, DDKKM, toplam mevduat ve yabancı para mevduat büyüklükleri USD bazında aylık verileri içerecek şekilde aşağıda sunulmakta; ayrıca KKM'nin toplam mevduat içindeki ağırlığı farklı rasyolar üzerinden gösterilmektedir.

Şekil 6. KKM ve Toplam Mevduatın Gelişimi



Kaynak: KKM verileri için TCMB, EVDS, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>; mevduat verileri için BDDK, 2026, Aylık Bülten (Gelişmiş Gösterim)

Politika faizinin indirilerek geleneksel olmayan ekonomi politikalarına geçişin başlatıldığı Eylül 2021 döneminde 465 milyar USD'lik toplam mevduat büyüklüğü bulunurken, kur artışından kaynaklı olarak TL mevduatın dolar karşılığının gerilemesi sonucu Aralık 2021'de toplam mevduat büyüklüğü 402 milyar USD'ye düşmüştür. Eylül 2021'de %55 olan yabancı para mevduatın toplam mevduat içindeki payı Aralık 2021'de %65'e yükselmiştir. Aralık

2021’de KKM’ye geçiş sonrasında ise Kasım 2022 dönemine kadar DDKKM ve standart yabancı para mevduatının toplamının mevduat içindeki payı %60-65 arasında kalmıştır. Aynı dönemde TL KKM dâhil toplam KKM ve yabancı para mevduat hacmi toplamının mevduat içindeki payı ise %70-73 arasındadır.

Aralık 2022 sonrasında bu rasyolarda kısmi gerilemeler meydana gelmiş, ancak yukarıda açıklanan sebeplerle Haziran 2023 ve takip eden aylarda kurda meydana gelen artışa bağlı olarak Haziran-Temmuz 2023 döneminde DDKKM ve yabancı para mevduatının toplam payı %65’lere, toplam KKM ve yabancı para mevduatının payı ise %73’e kadar yükselmiştir. KKM’nin sonlandırılmasına dönük kademeli adımlar ve TL’nin değerlendirilmesine bağlı olarak söz konusu oranlar Ağustos 2024’den sonra %50’nin altına, Aralık 2024’den itibaren %40 dolayına gerilemiş ve 2025 yılını %39 ile kapatmıştır (BDDK, 2026, Aylık Bülten).

KKM dikkate alınmaksızın sadece yabancı para mevduatının toplam mevduat içindeki payı ise Aralık 2021’deki %65’lik orandan Aralık 2022’de %46’ya, Mayıs 2024’de %39’a gerilemiş; 2025 sonunda %39’luk rasyo muhafaza edilmiştir.

Bu süreçte dikkat çekici olan husus ise, KKM’nin toplam mevduat içindeki payının 2022 yılında %15-20 düzeyinde, 136 milyar USD ile en yüksek seviyesine ulaştığı Haziran-Temmuz 2023 döneminde ise %29’luk ağırlığa sahip olmasıdır. Bu tarihlerde yabancı para mevduatının payı ise %43’dür. Toplam KKM büyüklüğünün yabancı para mevduata oranı Temmuz 2023’de %68 ile en yüksek düzeyine ulaşmış olup, bu rasyo genelde %40’ın altında kalmıştır. Yabancı para mevduat büyüklüğü her zaman için toplam KKM büyüklüğünden daha fazla olmuştur.

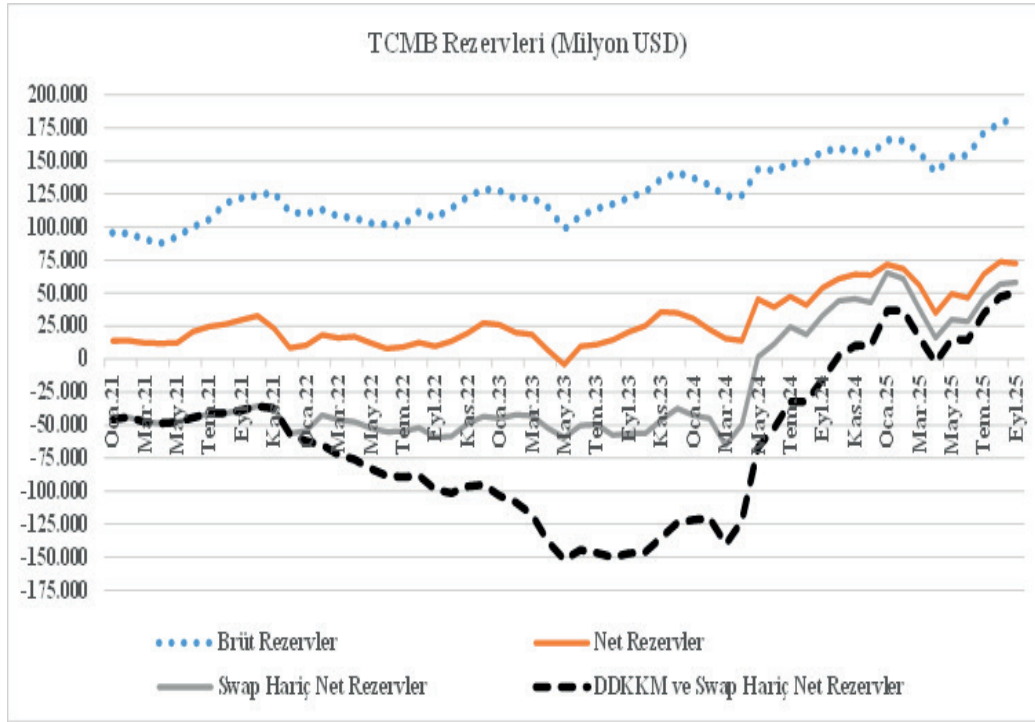
Toplam KKM büyüklüğünün toplam vadeli mevduat içindeki payı en yüksek düzeyine Haziran-Temmuz 2023 döneminde %46 ile ulaşmıştır. Yabancı para mevduatının genelde vadesiz hesaplarda kalması söz konusu rasyonun görece yüksek olmasını açıklamaktadır.

5.4. TCMB’nin Rezervleri

Dövizden dönüşümlü KKM hesaplarının (DDKKM) TCMB rezervlerine doğrudan katkısı bulunmaktadır. DDKKM hesap açılışlarında, müşterilerin döviz mevduatı TCMB’ye aktarılmakta ve TCMB’nin bilanço içi brüt ve net rezervleri artmakta, müşterilerin talebi hâlinde söz konusu döviz tutarlarını iade etmekle yükümlü olunması ise TCMB adına bilanço dışı şarta bağlı yükümlülük doğurmaktadır.

Aşağıda TCMB rezervlerinin gelişimi gösterilmekte, ayrıca DDKKM kapsamında oluşan rezerve konu bilanço dışı şarta bağlı yükümlülük de dikkate alınarak Swap ve DDKKM sonrası rezerv hesaplaması da sunulmaktadır.

Şekil 7. TCMB Rezervlerinin Gelişimi



Kaynak: TCMB, EVDS verilerinden derlenmiştir.

Eylül 2021’de 122 milyar USD’lik brüt, 30 milyar USD’lik net, negatif 39 milyar USD’lik swap sonrası rezerv bulunurken, negatif reel faiz politikasının yol açtığı döviz talebi nedeniyle Aralık 2021’de brüt rezervler 111 milyar USD, net rezervler 8,5 milyar USD, swap sonrası rezervler negatif 56 milyar USD’ye gerilemiştir. Aralık 2021’de devreye alınan KKM kapsamında rezerv girişi meydana gelmesine rağmen brüt ve net rezervler bir bant içinde hareket etmiş ve zaman zaman azalmış, Swap ve DDKKM sonrası net rezervler ise keskin şekilde gerilemiştir. Bu durum rezervlerin satış yönlü döviz müdahaleleri ve dış ticaret-sermaye çıkışları gibi piyasa talebinin karşılanmasında kullanıldığını göstermektedir. Negatif reel faiz politikasının enflasyon, döviz kurları, sermaye çıkışı, artan ithalat gibi alanlarda yol açtığı kayıplar DDKKM kapsamında alınan dövizlerin de tüketilmesine neden olmuştur. Başka bir ifadeyle, izlenen politikanın bir aracı olan KKM üzerinden sağlanan rezerv girişi, politikanın diğer alanlarda yarattığı kayıplar için kullanılmış ve başlangıç noktasından daha kötü bir düzeye düşülmüştür.

Geleneksel politikalara Haziran 2023’den itibaren kademeli dönüşle birlikte istisnai bazı aylar haricinde brüt rezervler artarken önceki başlıklarda açıklanan süreç kapsamında KKM hesaplarında gerileme başlamıştır. Aralık 2023’de 141 milyar USD, Aralık 2024’de 155 milyar USD, Eylül 2025’de ise 183 milyar USD’lik brüt rezerv bulunmaktadır. Mayıs 2023’de negatif 4 milyar USD’ye gerileyen net rezervler ise benzer bir süreci izleyerek artmaya başlamış, Aralık 2023’de 40 milyar USD, Aralık 2024’de 64 milyar USD, Eylül 2025’de 72,5 milyar USD’ye yükselmiştir.

Swap ve DDKKM sonrası net rezervler ise Mart 2024’de negatif 140 milyar USD iken zaman içinde artarak ilk kez Ekim 2024’de pozitif alana geçmiş ve 2 milyar USD’ye ulaşmış, Ocak 2025’de 37 milyar USD, Eylül 2025’de 51 milyar USD’ye ulaşmıştır. KKM’deki azalışa karşın rezervlerdeki artış geleneksel politikalara dönüşün sunduğu katkılardan biridir.

Rezervlerdeki gelişimin TCMB adına ifade ettiği anlam bir açıdan Değerleme Hesabı üzerinden de izlenebilmektedir. TCMB, kendi iç mevzuatı gereği net döviz pozisyonu

kaynaklı değerlendirme farklarını bilançosunda taşımakta, kâr/zarar hesaplarına aktarım yapmamaktadır. Analitik bilançoda yer alan Değerleme Hesabı, Eylül 2021’de 75 Milyar TL kâr bakiyesi taşırken (bilanço aktifinde negatif), rezervlerde başlayan erimeye paralel olarak bu tutar Aralık 2021’de 53 milyar TL’ye gerilemiş ve Mart 2023’den itibaren zarara dönüşmüş (bilanço aktifinde pozitif); bu zarar Eylül 2023’de 800 milyar TL’ye ulaşmış, Mayıs 2024’de 912 milyar TL olmuş ve akabinde rezervlerdeki iyileşmeye ve altındaki değerlenmeye bağlı olarak Nisan 2025’den itibaren yeniden kâra dönüşmüş ve Ekim 2025 itibarıyla 772 milyar TL’lik kâr seviyesine ulaşmıştır (TCMB, EVDS).

5.5. KKM Kaynaklı Maliyet

Hazine ve TCMB’nin katlandığı ve finansal tablolar üzerinden izlenebilen KKM kaynaklı fark ödemelerini içeren maliyet, nakit çıkışı doğuran gerçek bir maliyet niteliğinde olup, bir sonraki başlıkta bu maliyetin varlığını sorgulayan ve KKM lehine dile getirilen argümanlar yanıtlanmaktadır. KKM kaynaklı maliyeti; ‘(i) Doğrudan ölçülebilen, (ii) Sadece kamu kesimince ölçülebilecek olan ve (iii) Ölçülmesi zor olan’ şeklinde üçlü bir ayırıma tabii tutmak mümkündür.

- Ölçülebilen maliyet, Hazine ve TCMB tarafından hesap sahiplerine ödenen ‘faiz getirisini aşan kur artışı’ kaynaklı fark ödemeleridir.
- İkinci tür maliyet, tüzel kişilere dövizden dönüşümlü KKM hesapları için getirilen kurumlar vergisi istisnası ve diğer mevduattan farklı olarak KKM hesapları için bir süreliğine geçerli olan sıfır stopaj gibi dolaylı kamusal yüklerdir. KKM ile piyasaya çıkan paranın sterilizasyonu için TCMB’nin yaptığı faiz ödemeleri de bu kapsamda değerlendirilebilir.
- Ölçülmesi zor olan üçüncü maliyet türü ise; reel kesimde sebebiyet verilen kayıplar (yoksullaşma, sermaye ve satın alma gücünde kayıp gibi) nedeniyle hâlihazırda tüm kesimlerin ödemeye devam ettiği faturaya konu kalemlerdir. Negatif reel faiz politikası ve KKM sonlandırılmış olup, kesilen faturaların ödemesi ise devam etmektedir.

Bir araç niteliğindeki KKM’ye ait farklı nitelikteki maliyetler doğrudan faiz politikası ile ilintilidir. Aşağıda sadece maliyetin ilk başlığı olarak işaret edilen fark ödemelerine konu maliyet sunulmaktadır.

KKM’nin uygulanmaya başlandığı Aralık 2021’den Temmuz 2023’e kadar TL hesaplara konu KKM için fark ödemeleri Hazine, döviz hesaplarına konu DDKKM için fark ödemeleri TCMB tarafından yapılmış, Ağustos 2023’den itibaren ise tüm ödemeler TCMB’nin uhdesinde kalmıştır. Fark ödemeleri Hazine bakımından bütçeye kaydedilen bir gider, TCMB açısından ise para tabanında artışa ve dolayısıyla parasal genişlemeye neden olan bir zarar niteliğindedir.

KKM ilk olarak 21 Aralık 2021’de uygulamaya konulmuş, en kısa vade 91 gün olduğu için ilk fark ödemeleri Mart 2022’de yapılmıştır. Mart 2022 ile sistemin sonlandırılması ve KKM bakiyesinin sıfır düzeyine yaklaşmasına tekabül eden 2025 sonu arasında oluşan KKM maliyeti Hazine ve TCMB kaynaklı olarak TL ve USD bazında aşağıda sunulmaktadır.

Tablo 1. Fark Ödemesi Kaynaklı KKM Maliyeti

Hazine Tarafından Yapılan KKM Ödemesi				
Yıl/Ay	Milyon	USD/TL Alış	Milyon	Kaynak
	TL	Kuru	USD	
Mar.22	11.700	14,57	803	
Nis.22	4.500	14,68	306	
May.22	4.800	15,62	307	
Haz.22	16.100	16,96	949	
Tem.22	23.400	17,39	1.346	
Ağu.22	15.000	17,99	834	
Eyl.22	9.300	18,28	509	
Eki.22	6.700	18,56	361	
Kas.22	0	18,59	0	Hazine ve Maliye Bakanlığı, Aylık Bütçe Bültenleri
Ara.22	973	18,64	52	
Oca.23	1.553	18,76	83	
Şub.23	632	18,82	34	
Mar.23	0	18,97	0	
Nis.23	650	19,30	34	
May.23	1.634	19,68	83	
Haz.23	20.600	23,06	893	
Tem.23	34.500	26,42	1.306	
Toplam	152.042		7.899	
TCMB Tarafından Yapılan KKM Ödemesi				
Yıl	Milyon	Ort. USD/TL	Milyon	Kaynak
	TL	Kuru	USD	
2022	72.843	17,35	4.198	TCMB, 2023 Yılı Faaliyet Raporu, s.92
2023	833.419	23,74	35.106	TCMB, 2023 Yılı Faaliyet Raporu, s.92
2024	240.167	32,79	7.324	TCMB, 2024 Yılı Faaliyet Raporu, s.96
2025	166.531	39,48	4.218	TCMB 2025 Yılı Faaliyet Raporu, s.38
Toplam	1.312.960		50.847	
HAZİNE VE TCMB TOPLAM ÖDEMESİ				
	Milyon			
	TL	Milyon USD		
	1.465.002	58.746		
Yıllar İtibarıyla Toplam Maliyet				
2022	165.316	9.666		
2023	892.988	37.538		
2024	240.167	7.324		
2025	166.531	4.218		
Toplam	1.465.002	58.746		

Not: TCMB'nin yaptığı ödemeleri yıllık bazda açıklaması nedeniyle yıla ait ortalama USD/TL alış kuru (2022 için 22 Mart-31 Aralık, 2025 için 1 Ocak- 30 Eylül arası dönem dikkate alınmıştır.), Hazine'nin yayımladığı aylık ödemeler için ise ilgili aya ait ortalama kur kullanılarak TL ödemelerin dolar karşılığı hesaplanmıştır (TCMB, EVDS, Döviz Kurları, ABD Doları Alış Kuru)

KKM'nin fark ödemeleri konulu toplam maliyeti (yapıldığı tarihteki nominal ödemeler üzerinden) 1,5 trilyon TL ve tabloda yer alan usulle hesaplanan dolar karşılığı 58,7 milyar USD'dir. Söz konusu ödemelerin 152 milyar TL'si (7,9 milyar USD) Hazine, 1,3 trilyon TL'si (50,8 milyar USD) TCMB tarafından karşılanmıştır. KKM'nin TCMB ve Hazine adına yarattığı maliyet özellikle 2023 yılında yüksek düzeydedir (893 milyar TL karşılığı 37,5 milyar USD). Bu ödeme ağırlıklı olarak Haziran 2023-Temmuz 2023 dönemindeki kur artışlarından kaynaklı olarak belirtilen aylarda ve takip eden aylarda vadesi gelen hesaplara yapılan ödemelerden oluşmuştur (TCMB, 2024a: 35).

KKM maliyetinin merkezi bütçe gelir ve giderleri karşısındaki konumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 2. Fark Ödemesi Kaynaklı KKM Maliyeti

Bütçe Gerçekleşmeleri / Milyon TL	2021	2022	2023	2024	2025	Toplam
Bütçe Giderleri	1.603.545	2.942.748	6.588.016	10.777.009	14.634.607	34.942.380
Faiz Hariç Giderler	1.422.693	2.631.845	5.913.401	9.506.553	12.580.225	30.632.024
Faiz Giderleri	180.852	310.903	674.615	1.270.455	2.054.382	4.310.355
Bütçe Gelirleri	1.402.038	2.800.088	5.207.566	8.670.863	12.835.477	29.513.994
Vergi Gelirleri	1.164.98	2.353.438	4.501.109	7.304.863	11.049.467	25.208.877
KKM Maliyeti	-	165.316	892.988	240.167	166.531	1.465.002
Faiz Giderleri + KKM Maliyeti	180.852	476.219	1.567.603	1.510.622	2.220.913	5.775.357
KKM Maliyeti / Faiz Gideri	-	53,2%	132,4%	18,9%	8,1%	34,0%
KKM Maliyeti / Faiz Hariç Giderler (Hazine KKM Maliyeti Düşüldü)	-	6,5%	15,3%	2,5%	1,3%	4,8%
KKM Maliyeti / Vergi Gelirleri	-	7,0%	19,8%	3,3%	1,5%	5,8%
(KKM+Faiz Gideri) / Bütçe Giderler	11,3%	16,2%	23,8%	14,0%	15,2%	16,5%
Faiz Gideri / Bütçe Giderleri	11,3%	10,6%	10,2%	11,8%	14,0%	12,3%

Kaynak: Bütçe verileri için Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın (2026a) ilgili yıllara ait Aralık ayı Aylık Bütçe Gerçekleşme Raporları ; KKM maliyet verileri için bu çalışmada yer alan Tablo 1.

Faiz politikasının yarattığı boşluğu gidermeyi amaçlayan KKM'nin TCMB ve Hazine adına yarattığı fark ödemesi kaynaklı maliyetin 2023 yılında bütçeye konu faiz giderini aştığı (%132), faiz hariç giderlerin ise %15'ini oluşturduğu görülmektedir. 2022 yılında KKM ödemeleri faiz giderinin %53'ünü, 2024 yılında ise %19'unu oluştururken, bu oran 2025 yılında %8'e gerilemiştir. 2022-2025 dönemi için bütçe gerçekleşme rakamlarının toplamı dikkate alındığında KKM kaynaklı ödemeler faiz giderinin %34'üne denk gelmektedir.

KKM kaynaklı maliyetin faiz giderine ilave edilerek bütçe açısından fonlama maliyetinin bulunması hâlinde, KKM maliyetinin bulunmadığı 2021 yılında bütçe gerçekleşme büyüklüğü içinde %11,3'lük pay alan maliyet, 2023 yılında %23,8'e yükselmiş, 2025 yılında ise %15,2'lik pay edinmiştir. Sadece faiz gideri kaleminin bütçe içindeki payı dikkate alındığında 2021'de %11,3 olan rasyo, 2025 yılında %14'dür. Dolayısıyla, ekonominin dinamiklerinden ve değişkenler arasında var olan ilişkilerden kopuk düşük nominal faiz politikası, geline nokta itibarıyla faiz oranı ve enflasyonun çok daha yüksek noktalara ulaştığı, faiz giderinin büyüdüğü bir sonuç yaratmıştır.

6. KKM'YE DESTEK İÇİN SUNULAN TEMEL ARGÜMANLAR

KKM'nin yarattığı etki ve maliyeti genel kabul gören anlayışın dışında değerlendirmelere tabii tutan ve özünde 'KKM'nin maliyet yaratmadığını' iddia eden argümanlara yönelik tespit ve görüşlerimiz aşağıda maddeler hâlinde sunulmuştur.

a) "KKM'nin gerçekte bir maliyet yaratmadığı ya da finansal tablolarda görünen maliyetin gerçek bir maliyet niteliğinde olmadığı" görüşü: Hazine ve TCMB'nin KKM hesapları için hesap sahiplerine yaptığı fark ödemeleri finansal tablolara 'gider-zarar' kalemleri altında yansımış ve tüm bu ödemeler doğal olarak bir gider özelliği taşımıştır. Muhasebe ve raporlama dilinde ve aynı zamanda iktisadi anlayışta tüketilen ve fayda sağlanan mal-hizmet-işlemler için ödenen tutarlar gider olup, KKM ile rezervlerin artması ve dövize talebin azalması şeklinde bir fayda sağlandığı görüşü, katlanılan maliyetin gerçek bir maliyet, bu maliyete konu ödemelerin gerçek bir ödeme olduğu ve bu nedenlerle finansal tablolara yansıtıldığı gerçeğini değiştirmemektedir.

b) “KKM’ye geçen müşterilere koşulların oluşması hâlinde fark ödemesi yapıldığı ve neticede fark ödemesi sonrasında aynı miktarda döviz bulunan müşterilerin kazanç sağlamadığı, bu nedenle KKM ile rezervini artıran TCMB’nin de zarar edemeyeceği” iddiası: Eğer hesapların açılış ve kapanış tarihlerindeki döviz tutarları dikkate alınıyorsa, ki bu bakış açısı doğrudur, konunun kritik bir noktası ihmal edilmektedir. KKM uygulamasında çoğunlukla gerçekleşen ama fark ödemesine konu olmaması nedeniyle göz ardı edilen noktalardan biri; kur artışının faiz getirisinin altında kalması hâlinde TCMB’nin fark ödemesi yapmaması ve bu durumda hesabın vade sonundaki faizli bakiyesinin döviz karşılığının hesap açılış tarihine göre artmış olmasıdır. KKM’nin uygulamada kaldığı dönemin büyük kısmında bu durum gerçekleşmiştir. Kur artışı faiz getirisinden düşük kaldığında bir açıdan döviz olarak da faiz ödenmekte, hatta kur sabit kaldığında ödenen TL faizi doğrudan döviz faizine dönüşmektedir. Bu durumda faiz ödemesini ticari banka karşıladığı için TCMB fark ödemesi yapmamakta ve ölçülebilir doğrudan bir maliyet üstlenmemektedir. Ancak bu müşterilerin hesapta oluşan faizli TL bakiyesini vadede dövizde dönüştürmek istemesi hâlinde TCMB hesap açılışında aldığı dövizden daha fazlasını iade etmek zorunda kalmakta; bu ise döviz çıkışı ve rezerv erimesine yol açmaktadır.

İkinci olarak, bu iddia sadece TCMB’ye rezerv girişi sağlayan DDKKM hesaplarına fark ödemesi yapılması halindeki duruma yöneliktir. Oysaki TCMB’ye rezerv girişi sağlamayan TL hesapları üzerinden açılan TL KKM hesaplarına da fark ödemesi yapılmıştır. Diğer yandan, DDKKM hesaplarına fark ödemesi yapıldığı hâllerde hesap bakiyesinin hesap açılışındaki döviz tutarı ile aynı olması, yapılan fark ödemesinin bir gider olduğu gerçeğini değiştirmemektedir. TCMB, DDKKM üzerinden rezervine aldığı döviz meblağlarını muhafaza etmemiş, dolayısıyla kendisinde bulunmayan döviz için fark ödemesi yapmıştır.

c) “TCMB, KKM üzerinden aldığı dövizden değerlendirme farkı elde etmiştir; bu nedenle kur artışından kaynaklı fark ödemelerinden dolayı kaybı olmadığı gibi nette kârının bulunduğu” iddiası: Teorik olarak mümkün olabilecek bu iddia Türkiye pratiğinde gerçekleşmemiştir. Öncelikle KKM’de fark ödemeleri sadece döviz mevduat hesaplarından değil, TL hesaplarından yapılan geçişlerle açılan KKM hesaplarını da kapsamıştır. TL KKM hesapları TCMB açısından rezerv artışına neden olmadığı için, bu hesaplardan kaynaklı olarak değerlendirme farkı hesaplanamaz. Döviz mevduat hesapları üzerinden açılabilen DDKKM’de ise, hesap açılış tarihinde TCMB’nin hesaba konu döviz alması nedeniyle bu dövizler değerlendirme artışına konu olabilme potansiyeli taşımaktadır. Türkiye deneyiminde KKM hacmi büyüdükçe TCMB’nin brüt ve net rezervleri artmamış, belirli bir bantta aşağı yukarı yönlü bir seyir izlemiş, ancak swap ve DDKKM dâhil net rezervleri ciddi ölçüde gerilemiştir (Çalışmadaki şekillerde bu durum izlenebilmektedir.).

KKM hacmi büyürken azalan rezervler nedeniyle Değerleme Hesabı yüksek düzeyde zarar bakiyesi vermiştir. Eğer TCMB, KKM üzerinden edindiği dövizin tamamını ya da yüksek bir miktarını bünyesinde muhafaza edebilseydi, KKM hesap sahiplerine yapılan fark ödemelerinden daha yüksek bir değerlendirme kazancının elde edilmesi mümkün olabilirdi. Haziran 2023 sonrasında geleneksel politikalara dönüşle birlikte KKM hacmi azalırken artan rezervlere paralel olarak değerlendirme farkı kâra dönüşmüştür.

Değerleme kazancını öne çıkaran görüşlerin hatırdta tutması gereken diğer bir nokta ise, değerlendirme farkının hesaben oluşması (nakit akışı doğurmaması), ancak KKM hesaplarına yapılan fark ödemelerinin nakit çıkışı doğurarak (karşılıksız para basılması) piyasadaki para arzını artırmasıdır. Para arzı artışı yüksek ve oynak enflasyon dönemlerinde arzu edilmeyen bir husus olup, açık piyasa işlemleri yoluyla fazla likiditenin sterilize edilmesi ilave bir maliyet doğurmaktadır.

ç) **“Net döviz pozisyonu ve değerlendirme farkları KKM dışı işlemleri ve döviz çıkışlarını da içerdiğinden KKM kaynaklı rezerv girişleri ayrı değerlendirilmeli ve TCMB’nin bu yolla döviz ihtiyacını karşılaması nedeniyle yapılan fark ödemelerinin dövizde ait bir ödeme olduğu” tezi:** Cari açık, sermaye çıkışı ve diğer kanallardan gelen döviz talebinin karşılanmasında TCMB’nin KKM kaynaklı döviz girişlerini kullandığı açıktır. Önceki maddelerdeki açıklamalar bu teze de yanıt niteliğindedir. Nasıl ki bir ticari bankanın fonlama ihtiyacını karşılamak için topladığı mevduata ödediği faiz tutarı bir faiz gideri ise, TCMB’nin KKM için yaptığı fark ödemeleri de gider niteliğindedir. Kur artışı nedeniyle ödenen farkın alınan dövizde ait olması da yapılan ödemenin neticede bir gider/maliyet olduğu gerçeğini değiştirmemektedir. Bu gideri karşılayacak bir değerlendirme farkı oluşmadığı gibi, fark ödemelerinin yapılmadığı durumlarda ise TCMB’nin KKM üzerinden aldığı dövizden daha fazlasını iade etme riski oluşmuştur. TL KKM hesapları ise döviz hareketi ve rezerv artışı yaratmadığı için bu hesaplara yapılan fark ödemeleri karşılıksızdır.

d) **“Kur artışı kontrol edildiğinde sistemin maliyet yaratmadığı” tezi:** Bu tez, pratikte gerçekleşmemiş olsa da belirli koşullar altında geçerlidir. Sistemin maliyet ve risk yaratmaması için aynı anda iki koşulun sağlanması gerekmektedir. Birincisi, kur artış oranı ile KKM hesabına ödenen faiz oranının aynı olmasıdır. Kur artışı faiz getirisini geçtiğinde TCMB fark ödemesi yapmakta, kur artışı faiz getirisinin altında kaldığında ise hesabın döviz karşılığı yükselmekte ve hesaptan dövizde dönüşün talep edilmesi hâlinde TCMB hesap açılışında aldığı dövizden fazlasını iade etmek zorunda kalmaktadır. Bu nedenle sistemin en sağlıklı hali kur artışı ve faiz getirisinin aynı oranda kalmasıdır. Sistemin maliyet yaratmamasının ikinci yolu ise, TCMB’nin KKM üzerinden aldığı döviz karşılayacak düzeyde ilave rezerv bulundurmasıdır. Bu durum bir yandan kur artışında değer artış kazancı sağlayacak ve varsa fark ödemelerini telafi edecek, diğer yandan KKM hesaplarından dövizde geçişin talep edilmesi hâlinde yeterli döviz varlığı bulunacaktır.

e) **“Merkez bankalarının amacı kâr elde etmek değildir. Esas olan para politikasını uygulamak olup, kâr/zarar önemli değildir; diğer merkez bankaları da zarar etmektedir” görüşü:** Bir merkez bankası, serbest rekabet ortamında faaliyet gösteren, kâr ve büyümeyi amaçlayan olağan bir şirket gibi kâr/zarar amaçlı çalışamaz ve faaliyet sonucunu şirketler gibi değerlendiremez. Örneğin, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla izlenen para politikası sonucunda elde edilen zarar, eğer hedefe tatmin edici ölçüde ulaşılmışsa bir önem taşımayabilir. Zarara sebebiyet veren araçlar (faizin artırılması, açık piyasa işlemleri yoluyla faiz ödenerek likiditenin çekilmesi gibi) ile amaç arasındaki uyum ve hedefe ulaşma derecesi dikkate alınmaktadır.

Genel kabul gören bu açıklamalara karşın merkez bankalarının elde ettiği kâr/zararın varlığı tartışılmaz. Neticede kâr veya zarar vardır ve merkez bankalarının farklı fonksiyon ve amaçlara sahip olması kâr/zararın varlığını ortadan kaldıramaz. Nasıl ki merkez bankalarınca elde edilen kâr bazı dönemler Hazine’ye aktarılacak mal ve hizmet alımında ya da borç ödemesinde kullanılmakta ve nakit akışına sebebiyet vermekte ise, zarar da aynı şekilde nakit akışlarından kaynaklı olarak oluşmaktadır. Merkez bankalarının kârı da zararı da gerçektir. Sadece işaret edildiği üzere yorumlanması olağan bir şirkete göre çok farklıdır.

Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri’nin merkez bankası olan Fed, 2023 yılında 114 milyar USD, 2024 yılında 77 milyar USD zarar etmiştir (31.12.2023 tarihli aktif büyüklüğü 7,8 trilyon USD, 31.12.2024 tarihli aktif büyüklüğü 7,1 trilyon USD). Fed’in finansal tablolarının detayları incelendiğinde, faiz giderinin belirgin şekilde yüksek olduğu, net faiz gelirinin negatif düzeyinin ise belirtilen zarar rakamlarına yakın olduğu görülmektedir (The Fed, 2025: 3-4). Bu zararlar enflasyonla mücadele sürecinde oluşmuştur. ABD’de Aralık 2020’de %1,4 olan yıllık enflasyon oranı (CPI) Aralık 2021’de %7’ye, Mayıs 2022 döneminde %9,2 ile zirveye ulaşırken,

uygulanmaya başlanan sıkı para politikası kapsamında faiz artırımı döngüsüne girilmesiyle birlikte %0,25 olan politika faizi Mart 2022'den itibaren kademeli olarak artırılmaya başlanmış ve Temmuz 2023'de %5,5 ile en yüksek düzeye ulaşan politika faizine paralel olarak enflasyon oranı Aralık 2022'de %6,5, Aralık 2023'de %3,1, Eylül 2025'de %3 düzeyine gerilemiştir (Trading Economics, 2025a ve 2025b). Fed'in manşet enflasyonu düşürmek için artırdığı faiz oranları kendisi için faiz giderlerinde artışa neden olmuş, 2023 ve 2024 yıllarında FED belirtilen zararları kaydetmiştir. Neticede Fed'in zararı ticari bankalara ödenen faizden kaynaklanan gerçek bir zarardır ve 'zarar yok, merkez bankaları zarar etmez' gibi bir görüş dile getirilmemiştir. Enflasyonda sağlanan düşüş nedeniyle FED'in zararı sorgulanmamış ve olağan merkez bankacılığı faaliyeti kapsamında değerlendirilmiştir.

FED yaptığı zarar karşılığında enflasyonu %9'lardan %3'e indirirken, Türkiye'de izlenen geleneksel olmayan para politikası başlangıç noktasında (Eylül 2021) %19'luk TÜFE'den hareket etmiş ve Ekim 2022'de %85'lik enflasyon oranına ulaşmıştır. Aralık 2025 itibarıyla %31'lik bir enflasyon söz konusudur. TCMB'nin kendi iç mevzuatına konu standartları esas alan 2024 ve 2023 yılı bağımsız denetim raporlarına göre TCMB, 2022 yılında 72 milyar TL kâr elde ederken, 2023 yılında 818 milyar TL, 2024 yılında 700 milyar TL zarar etmiştir. Zararların kaynağı ise; 2023 yılında finansal tablolarda 'faiz dışı gider' olarak sınıflandırılan KKM ödemeleri, 2024 yılında ise KKM ödemelerinin yanı sıra geleneksel politikalara dönüşle birlikte artırılan politika faizi kaynaklı faiz giderleridir (TCMB, 2024b, s. 3; TCMB, 2025b, s. 3).

"TCMB'nin kâr veya zararının gerçek ve filli bir sonuç oluşturmadığı" iddiası üzerinden gerçek kâr/zarar, fiktif ya da sanal düzeye indirgenmemelidir.

f) "Negatif reel faiz politikası ile Hazine'nin borçları için negatif reel faiz ödediği, TCMB'nin katlandığı maliyeti değerlendirirken bu durumun da dikkate alınması gerektiği" tezi: KKM, izlenen faiz politikasının yarattığı olumsuz sonuçları gidermek amacıyla uygulamaya konulan araçlardan biri olduğu için KKM'nin maliyeti faiz gideri ile birlikte ele alınmalıdır. Çalışmada ayrı bir tabloda gösterildiği üzere, 2023 yılında merkezi bütçeden ödenen faiz giderini %132 aşan bir KKM maliyeti söz konusudur. KKM kaynaklı maliyet ve faiz gideri birlikte dikkate alındığında oluşan maliyetin bütçe büyüklüğü (gerçekleşen toplam giderler) içindeki payı 2021 yılında %11,3 iken, 2023 yılında %23,8'e yükselmiş, Ekim 2025 itibarıyla ise %16,1 düzeyinde gerçekleşmiştir. Sadece faiz gideri kaleminin bütçe içindeki payı dikkate alındığında 2021'de %11,3 olan rasyo, Ekim 2025 itibarıyla %15,7'dir. Dolayısıyla, düşük faiz politikasının başlangıç noktasından daha olumsuz bir profil mevcuttur.

g) "KKM uygulanmaya konulmasaydı TCMB faizleri artıracak ve faiz gideri oluşacaktı, şimdi ise KKM gideri oluştu, ikisi de benzer niteliktedir" iddiası: İzlenen politikanın merkezini ve çatısını oluşturan ve ekonominin her noktasına tesir eden, fiyat ve dengeleme mekanizması özelliği taşıyan faiz oranı ile sadece bir araç niteliğinde olan KKM eşitlenmemelidir. Serbest piyasa sistemi içinde faiz oranının işlevini görebilecek, yanlış kullanımının yarattığı boşluğu ve tahribatı giderebilecek herhangi bir alternatif araç bulunmamaktadır. Başlangıç ve varış noktası arasında enflasyon ve faiz oranlarının yükselişi ve her alanda oluşan tahribat açıktır.

h) "KKM'nin kurda istikrar sağladığı" tezi: Geçici ve yapay şekilde sağlanan koşullar bir politikanın ulaştığı sonuçlara değil, bu politikanın güzergâhındaki bir evreye tekabül etmektedir. KKM'nin yetersiz kalması nedeniyle TCMB, piyasa dışı müdahalelerle döviz kurunu yapay olarak baskılamıştır. Eğer KKM başarılı olsaydı çok sayıda piyasa dışı tedbir devreye alınmazdı.

ı) "KKM zarar doğurmayan bir araç olup, sorunların kaynağı izlenen faiz politikasıdır" tezi: Türkiye'nin acı deneyimine konu politikanın adı yüksek negatif reel faiz politikasıdır. İzlenen politikayı yanlış bulup, bu politikanın kullandığı en önemli araç olan KKM'yi

savunmak mümkün değildir. Politikanın yanlış (zararlı) ama politikaya konu temel aracın doğru (zararsız) olarak aynı anda tanımlanması mümkün değildir.

i) “KKM zarar ve risk yaratmayan bir ürün olup, serbest rekabet kurallarına uymadığı için kaldırılmalıdır” iddiası: KKM’ye katılım tüm ticari bankalara ve hesap sahiplerine açıktır. Para otoritesi nasıl ki piyasadaki likidite düzeyine ve döviz piyasasına doğrudan ve dolaylı olarak müdahale edebiliyorsa, benzer durum KKM içinde geçerlidir.

7. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Eylül 2021 sonrasında izlenen para politikası, Türkiye’nin serbest piyasa sistemine geçişten itibaren izlediği politikalardan sapma ve özellikle 2001 sonrasında örtük ve açık şekilde uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinden radikal kopuş yönünde bileşenler içerdiği için geleneksel olmayan politika olarak tanımlanmaktadır. Araç-amaç seti belirsiz, gelişmelere göre araç ve amaçları değiştirilen, serbest piyasa koşulları içinde piyasa karşıtı bir güzergâhta ilerleyen ve hedef noktası olan negatif reel faiz ve düşük enflasyon yerine yüksek faiz-yüksek enflasyon sonucunu üreten bu politika geniş kesimler için gelir, sermaye ve satın alma gücünde ciddi kayıplara neden olmuştur.

Geleneksel olmayan politikaya tonunu ve karakterini veren düşük nominal ve yüksek negatif reel faiz oranlarının sürdürülmesine destek vermek amacıyla uygulamaya konulan bir araç olan KKM 21 Aralık 2021’de uygulamaya konulmuş, ancak alınan olumsuz sonuçlar ve daha da önemlisi politikaların sürdürülemez noktaya gelişi Haziran 2023 tarihinden itibaren kademeli olarak geleneksel politikalara dönüşü zorunlu kılmıştır. Aşamalı olarak kapsamı daraltılan ve cazibesi azaltılan KKM, nihai olarak Ağustos 2025’de yapılan duyuru ile yeni girişlere kapatılmış ve vadesi gelen hesaplarla birlikte bakiyesi sıfır noktasına doğru gerilemiştir.

Faiz oranında indirimlerin başlatıldığı Eylül 2021 ve KKM’nin sonlandırıldığı 2025 yılı arasındaki dönemi kapsayan bu çalışmada, KKM’nin gelişimine paralel olarak nominal faiz, reel faiz, enflasyon, mevduat büyüklükleri ve rezervlerin değişimi analiz edilmekte ve KKM’nin yarattığı fark ödemeleri kaynaklı maliyet ortaya konulmaktadır.

2021 yılının ilk yarısında birbirine yakın düzeylerde bulunan politika faiz oranı (%19) ve TÜFE (takriben %14-17) nedeniyle reel faiz oranı takriben %2 düzeyinde iken, politika faizinde indirimin başlatıldığı Eylül 2021 döneminden itibaren reel faiz oranı negatif düzeylere gerilemiş, örneğin Ekim 2022’de %85’lik TÜFE ve %10,5’luk politika faizi sonucu reel faiz -%40’ı aşarak negatif bölgenin en dip noktalarına kadar gerilemiştir. Haziran 2023 sonrasında kademeli olarak görece sıkılaşan para politikası ve dezenflasyon sürecinde, 2024 yılının ikinci yarısında pozitif reel faiz oranı alanına geçilmiştir.

2023 yılı ortalarında 136 milyar USD ile zirvesine ulaşan KKM’nin yeterli ilgiyi göremediği düşünülmektedir. Yabancı para mevduat hacmi her zaman için KKM’yi aşmış ve toplam KKM büyüklüğü, 2023 yaz dönemi haricinde, genelde toplam mevduatın %20’sini aşamamıştır. TCMB’nin rezervlerinin artırılması hedefini de içeren KKM’nin hacmi büyürken, brüt rezervler belirli bir bantta kalmış ve swap-KKM sonrası net rezervler gerilemiş ve 152 milyar USD’lik negatif net rezerv düzeyine kadar düşülmüştür. Negatif reel faiz politikasının enflasyon, döviz kuru, sermaye çıkışı, artan ithalat gibi alanlarda yol açtığı kayıplar KKM kapsamında rezervlere ilave edilen dövizlerin tüketilmesine neden olmuştur.

KKM’nin fark ödemeleri konulu toplam maliyeti 1,5 trilyon TL ve bu maliyetin çalışmada yer alan usulle hesaplanan dolar karşılığı 58,7 milyar USD’dir. KKM’nin maliyet yaratmadığını iddia eden farklı görüşlere yönelik açıklamalarımız ayrı bir başlıkta sunulmuştur. KKM’nin somut bir maliyet yarattığı, ancak bu maliyetin esasında negatif reel faiz oranları üzerinden tanımlanan para politikasının bir sonucu olduğu düşünülmektedir.

KKM, olağan şekilde işleyen bir ekonomide ve özellikle Türkiye gibi finansal sistemi güçlü şekilde serbest piyasa koşullarına adapte edilmiş ekonomilerde istenmeyen sonuçlar üreten, sistemin parametrelerine aykırı bir üründür. Ekonomide denge kurucu role sahip olan, farklı parçaları bir araya getirmede harç işlevi gören, aynı zamanda paranın fiyatı özelliğini taşıyan, diğer fiyatları da dengeye getiren faiz oranlarına dönük oluşturulan yapay seviyeler ve KKM türü araçlar var olan güvensizliği ve tereddütleri artırmıştır. KKM'nin tek başına varlığı dahi bir ekonomi için sadece mevcut darboğaza işaret etmekle kalmamakta, ileriye dönük beklenti, karar ve davranışları olumsuz yönde etkilemektedir. Serbest piyasa koşullarının özüne ve doğasına aykırı piyasa bozucu araçların olumsuz sonuçlar üretmesinin kaçınılmazlığı deneyimlenmiştir.

Finansal Destek: Yazarlar bu makalenin araştırma, yazarlık ve/veya yayınlanması için herhangi bir finansal destek almamıştır.

Financial Support: The authors received no financial support for the research, authorship, and/or publication of this article.

Çıkar Çatışmaları: Yazar(lar) bu makaleyle ilgili herhangi bir akademik, finansal, ticari veya kişisel çıkar çatışması olmadığını beyan eder. Bu çalışmanın hazırlanması sırasında sonuçları etkileyebilecek herhangi bir destek alınmamıştır.

Conflicts of Interest: The author(s) declare that there is no academic, financial, commercial, or personal conflict of interest related to this article. No support that could influence the results was received during the preparation of this study.

Teşekkürler: Yazarların beyan edecek herhangi bir teşekkürü yoktur.

Acknowledgments: The authors have no acknowledgments to declare.

Yazar Katkıları: Kavramsallaştırma: [FK], Metodoloji ve Yazılım: [FK], Doğrulama: [FK], Biçimsel Analiz: [FK], Araştırma: [FK], Kaynaklar ve Veri Derleme: [FK], Yazma – Orijinal Taslak Hazırlama, İnceleme ve Düzenleme: [FK]. Tüm yazarlar makalenin son halini okumuş ve kabul etmiştir.

Author Contributions: Conceptualization: [FK], Methodology ve Software: [FK], Validation: [FK], Formal Analysis: [FK], Investigation: [FK], Resources ve Data Curation: [FK], Writing – Original Draft Preparation, Review ve Editing: [FK], All authors have read and agreed to the final version of the manuscript.

Etik Onay: Bu çalışma insan katılımcıları, hayvanları veya herhangi bir kişisel veriyi içermemektedir. Bu nedenle etik kurul onayı gerekmemiştir.

Ethical Approval: This study does not involve human participants, animals, or any personal data. Therefore, ethical approval was not required.

Bilgilendirilmiş Onam: Bu çalışma insan katılımcılar, anket veya deneysel veri toplama süreçleri içermediğinden bilgilendirilmiş onam alınmasını gerektirmemektedir.

Informed Consent: Not applicable. This study does not involve human participants, surveys, or experimental data collection; therefore, informed consent was not required.

Veri Erişilebilirliği Beyanı: Bu çalışmanın bulgularını destekleyen veriler, talep üzerine ilgili yazardan temin edilebilir.

Data Availability Statement: The data that support the findings of this study are available from the corresponding author upon reasonable request.

KAYNAKÇA

Akbulak, Y. (2021). Döviz Çevrilebilir Mevduat Hesaplarına Dair Mevzuat Sürecine Kısa Bir Bakış. <https://legal.com.tr/blog/genel/dovize-cevrilebilir-mevduat-hesaplarina-dair-mevzuat-surecine-kisa-bir-bakis/>

Anadolu Ajansı. (2023, 29 Aralık). TL dönüşümlü KKM'de yeni hesap açılmaya-cak. <https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/tl-donusumlu-kkmde-yeni-hesap-acilamayacak/3095623#:~:text=%C4%B0stanbul,vade%20sonunda%20yenileme%20devam%20edecek.>

Aydın, H.İ. & Korkmaz, H.İ. (2023). Kur korumalı ve geleneksel mevduatlara yatırımcı perspektifinden bir bakış. *TCMB, Merkezın Güncesi*. <https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/kur-korumali+ve+geleneksel+mevduatlara+yatirimci+perspektifinden+bir+bakis>

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2025, 26 Mayıs). Haftalık bülten. <https://www.bddk.org.tr/BultenHaftalik/>

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2026). Aylık bülten (gelişmiş gösterim). <https://www.bddk.org.tr/BultenAylık/tr/Home/Gelismis>

Delice, G. (2015). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 85 yıllık bir geçmişin izlerinden tarihe kayıt düşmek. *Ekonomi İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 1(2), 21-55. <https://izlik.org/JA53GB96MK>

Dokumacı, M.A., Evli, O. & Güneş, D. (2025). KKM hesaplarından çıkış. *TCMB, Merkezın Güncesi*. <https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/kkm-hesaplarindan+cikis>

Dönek, E. (1995). Türkiye'nin dış borç sorunu ve 1980 sonrası boyutları. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 50 (1), 173-186. https://doi.org/10.1501/SBFder_0000001801

Gayaker, S., Ağaslan, E. & Türe, H. (2024). Türkiye'de dolarizasyon dinamikleri: kur korumalı mevduat ve makroekonomik faktörlerin etkisi. *Ekonometride İleri Araştırmalar*, 15-34.

Günel, M. & Deniz, F. (2024). Kur korumalı mevduat sistemi ve kur riskinin mevduatın krediye dönüşüm oranına etkisi: Türk bankacılık sektörü üzerine bir araştırma. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 16 (4), 2659-2670. <https://doi.org/10.20491/isarder.2024.1939>

Gürkaynak, R.S., Kısacıkoğlu, B. & Lee, S. S. (2023). Exchange rate and inflation under weak monetary policy: Turkey verifies theory. *Economic Policy*, 38 (115), 519 560. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiad020>

Güvenoğlu, H. (2025). Reel faiz oranlarının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisi: Türkiye üzerine bir analiz. *International Journal of Social Inquiry*, 18(2), 274-297. <https://doi.org/10.37093/ijisi.1612555>

Hazine ve Maliye Bakanlığı. (2021). Kur korumalı TL vadeli mevduatlara ve katılma hesaplarına ilişkin uygulama esasları hakkında 24 Aralık 2021 tarihli basın açıklaması.

Hazine ve Maliye Bakanlığı. Aylık bütçe gerçekleştirme raporları. <https://www.hmb.gov.tr/bumko-aylik-butce-bulteni>

Hazine ve Maliye Bakanlığı. Kamu finansmanı istatistikleri, Merkezi yönetim borç stoku istatistikleri. <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>

İlgın, K.S. ve Sarı, S.S. (2025). The causality relationship between exchange rate protected deposits and investment instruments: Evidence from Türkiye. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 33(1), 211-238. <https://doi.org/10.31436/ijema.v33i1.1478>

IMF. (2023). "Republic of Türkiye, 2022 article IV consultation—Press release and staff report" *IMF Country Report* (No. 23/303). <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/08/17/Republic-of-Trkiye-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-and-Staff-Report-538023>

İşık, N., Kılınç, E.C. & Yılmaz, S.S. (2024). An analysis of the relationship between foreign exchange rate-protected deposit implementation and exchange rates. *The law of Riba in Islamic banking*, 160-190.

Kara, A.H. & Şimşek, A. (2025). Türkiye's homemade crises. *NBER Working Paper Series*, 34287.

Kara, H. & Sarıkaya, Ç. (2024). Türkiye's (unique) response to post-pandemic inflation. B. English, K. Forbes ve A. Ubide (Ed.), *Monetary policy responses to the post-pandemic inflation* (içinde ss. 267-288), CEPR Press.

Kartal, F. (2024). Kur korumalı mevduat sistemi ve sonuçları. *İşletme Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 7(1), 73-95. <https://doi.org/10.33416/baybem.1411835>

Kartal, F. (2021, 27 Aralık). Yeni mevduat sisteminin kısa ve orta vadeli riskleri ve bilinmezleri. *Nasıl Bir Ekonomi (Dünya) Gazetesi*. <https://www.ekonomim.com/kose-yazisi/yeni-mevduat-sisteminin-kisa-ve-orta-vadeli-riskleri-ve-bilinmezleri/644037>

OECD. (2023). OECD economic surveys: Türkiye 2023. <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/61fcf403-en/index.html?itemId=/content/component/61fcf403-en>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2026). 2025 yılı faaliyet raporu. <https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2025/>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2025a). 2024 yılı faaliyet raporu. <https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2024/index.html>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2025b). TCMB 31 Aralık 2024 tarihi itibarıyla finansal tablolar ve bağımsız denetçi raporu. <https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+-Hakkinda/Kurumsal+Yapi/Bagimsiz+Denetim+Raporlari/>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2024a). 2023 yılı faaliyet raporu. <https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2023/index.html>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2024b). TCMB 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla finansal tablolar ve bağımsız denetçi raporu. <https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+-Hakkinda/Kurumsal+Yapi/Bagimsiz+Denetim+Raporlari/>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2023a). Enflasyon Raporu 2023-II. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2023/Enflasyon+Raporu+2023+-+II>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2022). Finansal istikrar raporu-Mayıs 2022. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/finansal-istikrar+raporu/2022/sayi+34>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2021). Enflasyon raporu 2021-IV. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2021/Enflasyon+Raporu+2021+-+IV>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2021). Türk Lirası Mevduat ve Katılma Hesaplarına Dönüşümün Desteklenmesi Hakkında Tebliğ (Sayı: 2021/14). <https://resmigazete.gov.tr/eskiler/2021/12/20211221M1-1.htm>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (1991). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası I-M sayılı genelgesi. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/548b1431-db2d-469a-a-a64-d965efd2d222/1-Msayilibankamizgenelgesi.pdf?MOD=AJPERES>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2025, 23 Ağustos). Kur Korumalı Mevduat Hesaplarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2025-45). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2025/DUY2025-45>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2025, 15 Şubat). Kur Korumalı Mevduat Hesaplarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2025-12). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2025/DUY2025-12>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2025, 20 Ocak). Kur Korumalı Mevduat Hesaplarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2025-04). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2025/DUY2025-04>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2024, 26 Aralık). Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2024-70). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2024/duy2024-70>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2024, 30 Mayıs). Kur Korumalı Mevduat İstatistiklerinin Yayınlanmasına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2024-31). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2024/DUY2024-31>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2023, 20 Ağustos). Kur Korumalı Mevduat Hesaplarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2023-31). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2023/DUY2023-31>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2023, 20 Temmuz). Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2023-25). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2023/duy2023-25>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2023, 22 Haziran). Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2023-22). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2023/duy2023-22>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2022, 20 Ekim). Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2022-42). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2022/duy2022-42>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2021, 21 Aralık). Döviz Tevdiat Hesaplarından Türk Lirası Vadeli Mevduata Dönüşümün Desteklenmesine İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2021-62). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2021/DUY2021-62>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2021, 16 Aralık). Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2021-59). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2021/duy2021-59>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2021, 21 Ekim). Faiz Oranlarına İlişkin Basın Du-

yurusu (Sayı: 2021-45). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2021/duy2021-45>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2021, 23 Eylül). Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu (Sayı: 2021-42). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2021/duy2021-42>

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası). Piyasa Katılımcıları Anketi. <https://evds3.tcmb.gov.tr/>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. EVDS. <https://evds3.tcmb.gov.tr/>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. <https://www.tcmb.gov.tr/>

The Fed. (2025). December 31, 2024 and 2023 Independent auditors' report. <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/combinedfinstmt2024.pdf>

Topkaya, A.T., Tunç, B. & Zeybek, C.G. (2019). Parasal göstergelerdeki kur etkisi: nasıl arındırıyoruz? *TCMB, Merkez'in Güncesi*. <https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/parasal+gostergelerdeki+kur+etkisi+nasil+arindiriyoruz>

Trading Economics. (2025a). United States inflation rate. <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>

Trading Economics. (2025b). United States Fed funds interest rate. <https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>

Türkiye İstatistik Kurumu. (2025). Enflasyon ve fiyat istatistikleri. <https://data.tuik.gov.tr/>

Uribe, M. (2018). The Neo-Fisher effect: Econometric evidence from empirical and optimizing models. *NBER Working Paper Series*, 25089.

Williamson, S. (2016). Neo-Fisherism: A radical idea, or the most obvious solution to the low-inflation problem? *The Regional Economist*, July 2016, 5-9. https://www.stlouisfed.org/-/media/project/frbstl/stlouisfed/Publications/Regional-Economist/2016/July/neo_fisherism.pdf