

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE PARA
POLİTİKASINDAKİ GELİŞMELER VE
EKONOMİK ETKİLERİ : TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Kanan GOJAYEV

2501181534

TEZ DANIŞMANI

Dr. Öğr. Üyesi Sinem KUTLU HORVATH

İSTANBUL - 2022

ÖZ

KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE PARA POLİTİKASINDAKİ GELİŞMELER VE EKONOMİK ETKİLERİ : TÜRKİYE ÖRNEĞİ

KANAN GOJAYEV

Türkiye Cumhuriyeti, 1923 yılından bu yana farklı para politikaları ve kur rejimleri kullanmaktadır. Kur rejimleri ve para politikalarına etkili olan, ondan fazla faktör sayılabilir. Bunlardan biri, küreselleşme anlamında para politikalarında görülen değişimlerdir. Bu yüksek lisans tezinde, küreselleşme sürecinde para politikasındaki gelişmeler, dünya ülkeleri ve Türkiye Cumhuriyeti karşılaştırılarak analiz edilmesi amaçlanmıştır.

Bu anlamda, Türkiye'nin geçmişten günümüze para politikaları analiz edilmiştir. Bunun yanı sıra, 1980 yılından önce ve sonra Türkiye'nin takip ettiği para politikaları takip edilmiş ve kriz dönemlerinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikaları ve krizlerin merkez bankası kararlarına olan etkileri araştırılmıştır. Burada, COVID - 19 pandemi döneminin Türkiye para politikasına olan etkileri de vurgulanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Küreselleşme, Para politikası, Ekonomi, Kriz, Para

ABSTRACT

DEVELOPMENTS IN MONETARY POLICY AND ITS ECONOMIC EFFECTS IN THE GLOBALIZATION PROCESS: THE CASE OF TURKEY

KANAN GOJAYEV

The Republic of Turkey has been using different monetary policies and exchange rate balances since 1923. More than ten factors can be counted as effective on exchange rate balances and monetary policies. One of them is the changes in monetary policies in terms of globalization. In this master's thesis, it is aimed to analyze the developments in monetary policy in the globalization process by comparing the world countries and the Republic of Turkey.

In this sense, Turkey's monetary policies from past to present have been analyzed. In addition, the monetary policies followed by Turkey before and after 1980 were followed and the monetary policies implemented by the Central Bank of Turkey during the crisis periods and the effects of the crises on the central bank decisions were investigated. Here, the effects of the Covid-19 pandemic period on Turkey's monetary policy are also emphasized.

Keywords: Globalization, Monetary policy, Economy, Crisis, Money

ÖNSÖZ

Çalışma esnasında bana önderlik ederek yol gösteren sayın danışmanım Dr. Öğr. Üyesi SİNEM KUTLU HORVATH tezimin yapım aşamasındaki değerli fikirleri ve görüşleri için, ayrıca akademik kariyerime yön vererek derin bilgilere sahip olmayı sağladığı için sonsuz teşekkürlerimi bildirmek isterim.

Ayrıca, tezimin yapım süresi boyunca gerek literatür, gerekse diğer konularda katkıda bulunduğu için sayın hocam Prof. Dr. AHMET İNCEKARA derin minnettarlık hissimi bildirmeği kendime borç bilirim.

Yüksek Lisans, hayatım boyunca bana eğitimimde ve akademik kariyerimde dolgun bilgiler ve bilimsel hakikatlarla kendime yer edinmemi sağlayan İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsündeki değerli hocalarım ve tüm herkese teşekkürlerimi bildirmek isterim.

Ve son olarak, tüm eğitim hayatım boyunca bana maddi ve manevi olarak destek çıkan değerli babam Gojayev Oktay, annem Gojayeva Elza ve ablam Gojayeva Şebneme sonsuz teşekkürlerimi bildiriyorum.

Kanan Gojayev
İSTANBUL, 2022

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
ÖNSÖZ.....	iv
TABLolar LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR.....	x
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1.1. Küreselleşmenin tanımı.....	3
1.2. Küreselleşmenin tarihi.....	4
1.3. İkinci dünya savaşı sonrası küreselleşme.....	10
1.4. Ekonomik olayların birleşmesi olarak küreselleşme.....	12
1.5. Küreselleşmenin avantajları.....	14
1.6. Küreselleşmenin dezavantajları.....	16
1.7. Küresel Keynesçilik.....	18
1.8. Para sistemleri.....	20
1.8.1. Otomatik altın standardı.....	20
1.8.2. Bretton wood sistemi.....	21
1.8.3. Uluslararası para fonu (IMF).....	24

İKİNCİ BÖLÜM

2.1. Para politikasının amaçları.....	26
2.1.1. Fiyat istikrarı.....	27

2.1.2. Yüksek (tam) istihdam.....	28
2.1.3. Ekonomik büyüme.....	29
2.1.4. Finansal piyasalarda istikrar.....	30
2.1.5. Faiz oranı istikrarı.....	31
2.1.6. Döviz piyasalarında istikrar.....	31
2.2. Para politikasının araçları.....	32
2.2.1. Doğrudan para politikası.....	32
2.2.1.1. Faiz oranı ayarlanması.....	32
2.2.1.2. Kredi tavanı.....	32
2.2.1.3. Disponibilite uygulaması.....	33
2.2.2. Dolaylı para politikası.....	33
2.2.2.1. Zorunlu karşılıklar politikası.....	33
2.2.2.2. Açık piyasa işlemleri.....	34
2.2.2.3. Reeskont oranları.....	34
2.3. Para politikasının türleri.....	34
2.3.1. Genişletici para politikası.....	35
2.3.2. Daraltıcı para politikası.....	35
2.4. Para politikası yaklaşımları.....	35
2.4.1. Para politikasına keynesyen yaklaşım.....	35
2.4.2. Para politikasına monetarist yaklaşım.....	36
2.4.3. Para politikasına yeni klasik yaklaşım.....	37
2.5. Para politikasının strateji hedeflemesi.....	39
2.5.1. Enflasyon hedeflemesi.....	40
2.5.2. Taylor kuralı.....	41
2.5.3. McCallum kuralı.....	42
2.5.4. Parasal durum endeksi (MCI).....	43
2.6. Para politikasında imkansız üçlem.....	45
2.6.1. ERM krizi.....	47
2.6.2. Eurozone.....	48
2.7. 2008 krizi ve AB para politikası.....	49
2.7.1. Finansal kargaşa (2007 Ağustos – 2008 Eylül dönemi).....	55
2.7.2. Devlet borç krizi (2012 Mayıs – 2014 Haziran dönemi).....	57

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.1. 1980 yılından önce ve sonra Türkiye'de para politikası.....	62
3.2. Türkiye'de 2008 krizi ve para politikası.....	65
3.3. Küresel finansal kriz sonrası TCMB para politikası.....	78
3.4. Yeni politika karması.....	79
3.5. Ağustos 2011 sonrası politika – euro bölgesinde devlet borç sorunları.....	80
3.6. Türkiye kriz yönetimi, merkez bankacılığı ve tüketim planlaması deneyiminin özelliği.....	81
3.6.1. Faiz koridoru politikası.....	82
3.6.2. Rezerv opsiyon mekanizması (ROM).....	84
3.6.3. Yeni politika paketinin etkinliği.....	86
3.7. 2010 – 2018 dönemi TCMB faiz koridoru uygulamalarının etkileri.....	88
3.8. Türkiye'de Covid – 19 pandemisine para politikasının tepkisi.....	94
SONUÇ.....	97
KAYNAKÇA.....	98

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Bazı euro bölgesi ülkelerinde uzun vadeli yabancı para birimi egemen derecelendirmeleri	58
Tablo 2: Makroekonomik gelişmeler ve kısa vadeli beklentiler	68
Tablo 3: TCMB'nin krizden çıkış stratejisi doğrultusunda uyguladığı para politikası	74
Tablo 4: TCMB faiz koridoru gecelik faiz oranları (2011-2018).....	90



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: İmkansız üçlemenin grafiksel görünümü	46
Şekil 2: Para iletim kanalları	52
Şekil 3: Devlet tahvili getirileri (10 yıl vadeli)	59
Şekil 4: ECB bilançosu (Toplam varlıklar / Milyar Euro)	61
Şekil 5: Yıllar göre USD – TRY kuru	65
Şekil 6: Yıllara göre büyüme oranları	72
Şekil 7: 2010 Ocak - 2011 Aralık tarihleri arasında enflasyondaki aylık değişim (%)	76
Şekil 8: 2010 Ocak - 2011 Aralık tarihleri arasında yurtiçi kredi hacmindeki değişim	77
Şekil 9: Faiz koridorunun uygulanması. (TCMB)	82
Şekil 10: Rezerv opsiyonu katsayıları	83
Şekil 11: 12 ve 24 aylık enflasyon beklentileri ve gerçekleştirmeleri	86
Şekil 12: Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru oynaklığı (yüzde, gelecek 12 ay için zımnî oynaklık)	87
Şekil 13: TCMB faiz koridoru gecelik faiz oranları (2010-2018)	88
Şekil 14: Türkiye'de faiz oranı (%), para tabanı (bin TL) ve TL krediler (bin TL) (27 Mart 2020 – 16 Ekim 2020)	95

KISALTMALAR

ABD - Amerika Birleşik Devletleri

AB – Avrupa Birliği

BDDK – Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

CBPP – Bütçe ve Politika Öncelikleri Merkezi (Center on Budget and Policy Priorities)

DYY – Doğrudan Yabancı Yatırım

ECB – Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank)

ERM – Döviz Kuru Mekanizması (Exchange Rate Mechanism)

Fed – Amerika Birleşik Devleti Merkez Bankası

GSYİH – Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

İMF – Uuslararası Para Fonu

İBRD – Uluslararası Yeniden Yapılanma ve Yeniden Kalkınma Bankası
(International Bank for Reconstruction and Development)

LTRO – Uzun Vadeli Yeniden Finansman Operasyonu

OMT – Doğrudan Parasal Alımlar

OPEC – Petrol İhraç eden Ülkeler Örgütü (Organization of Petroleum Exporting Countries)

OECD – Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)

ÖTV – Özel Tüketim Vergisi

PPK – Para Politikası Kurulu

ROM – Rezerv Opsiyon Mekanizması

ROK – Rezerv Opsiyon Katsayısı

TL – Türk Lirası

TCMB – Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

XDR – Genişletilmiş Algılama ve Yanıt



GİRİŞ

Küreselleşmenin iç enflasyonun doğası ve para politikasının yürütülmesi etkileri üzerinde genel bir inceleme yapılmıştır. Küreselleşme, ulusal ekonomilerin artan karşılıklı bağımlılığı olarak tanımlanır ve ulusal sınırlar boyunca malların, hizmetlerin, sermayenin ve emeğin daha büyük ve daha serbest akışına yansır. Özellikle, araştırmamız son para politikası ve küreselleşme tartışmalarındaki ana konuların birkaçını ele almaktadır.

Küreselleşmenin 1990 yılının başından bu yana hızlandığına inanılmaktadır. Dünya piyasaları, bilgi teknolojisi devrimi ve finansal piyasalardaki deregülasyonlar nedeniyle şimdi her zamankinden daha entegredir. Uluslararası ticaret önemli ölçüde artmıştır. Dünya ticareti, 1961 yılından bu yana 2007 yılında iki katından fazla arttı ve ardından Küresel Finansal Kriz sırasında marjinal olarak azaldı ve ardından yükseliş eğilimi izledi. Mal piyasasının entegrasyonu, gelişmekte olan ekonomilerden gelişmiş ülkelere düşük maliyetli ithalata, işgücü arzının artmasına, verimliliğin artmasına ve yerli firmalar üzerindeki rekabet baskılarının artmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, finansal, mal ve hizmet piyasalarının uluslararası entegrasyonu, para politikasının faaliyet gösterdiği ortamı değiştirdiği için para politikası açısından son derece önemlidir.

Küreselleşme, para politikasının işlediği finansal ve ekonomik ortamın yapısını ve işleyişini etkilemektedir. Bu nedenle para politikasının yürütülmesi, para politikasının iletildiği kanalların göreceli önemi değişebileceğinden de etkilenir. Teori, enflasyon süreci ve aktarım mekanizması gibi para politikası çerçevesinin temel unsurlarının, finansal ve mal piyasalarının çeşitli kanallardan küresel entegrasyonundan etkilenebileceğini öne sürmektedir. Entegre bir ekonomik ortamda, gerçek bağlantıların nominal değişkenler üzerinde etkileri olduğu için şoklar sınırlar arasında kolay ve hızlı bir şekilde iletilebilir.

Bu nedenle, küreselleşmenin para politikası üzerindeki etkilerini anlamak, Merkez Bankacıları için çok önemlidir. Para politikası ve para politikasının çalıştığı çevre üzerindeki uluslararası etkilerin anlaşılmasının önemi, birçok önde gelen Merkez Bankası tarafından vurgulanmaktadır.

Birinci bölümde ilk olarak, küreselleşme tanımı, tarihi hakta bilgi verilmiş, küreselleşmeye keynesçilerin yorumları gösterilmiş, aynı zamanda küreselleşme döneminde, yani 19. yüzyıldan yaranmaya başlayan ve dünya ülkelerinde önemli rolü olan para kuruluşları hakkında geniş bilgiler verilmiştir. Bu para kuruluşları içerisinde altın standardı, Bretton Woods sistemi, Uluslararası Para Fonu (yani, IMF) önem arz etmektedir. Bu kuruluşların dünya ülkelerine verdiği olumlu ve olumsuz durumlar, bu sistemlerin çökme sebepleri belirtilmiştir.

İkinci bölümde, dünya ülkelerinin para politikası hakkında, 2008 krizinde AB ülkelerinin politikası hakkında geniş bilgi verilmiştir. Para politikasının amaçları, para politikasına olan yaklaşımlar, yani keynesçilerin, monetaristlerin, yeni klasiklerin yaklaşımları anlatılmıştır. Aynı zamanda, para politikasında yaranan “İmkansız üçlem” hakkında, aynı zamanda yaranan ERM krizi ve Eurozone hakkında bilgi verilmiştir.

Üçüncü bölümde ise, Para politikasının Türkiye Cumhuriyeti için 1980 yılının öncesi ve sonrası, aynı zamanda 2008 krizi baz alınmış, sonrasında ise, TCMB'nin kriz sonrasında uygulamış olduğu para politikası stratejisi anlatılmıştır. Son olarak ise, COVID-19 pandemisi döneminde, Türkiye'nin para politikasına olan tepkisi ve yapmış olduğu uygulamalar değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.1. Küreselleşmenin Tanımı

Küreselleşmenin doğru anlamı tartışmalı bir konudur ve farklı kişilere ve farklı disiplinlere göre farklılık gösterebilir. Küreselleşmeyi tanımlama alanında kapsamlı bir araştırma yapılmıştır. Küreselleşme terimi, bir ülke içindeki dinamik ve çok boyutlu ekonomik entegrasyon sürecini ifade eder ve ulusal kaynakların giderek daha fazla uluslararası hareketli hale gelmesiyle açıklanabilir. Ayrıca, küreselleşme uzun zamandır finansal piyasaların artan uluslararasılaşmasını ve farklı mal ve hizmet piyasalarını tanımlamak için kullanılmaktadır. Küreselleşme sürecine 3 faktör etki etmektedir ki, bu faktörler, serbest sermaye hareketliliği, küresel pazarların yatırım ve ticarete açılması, son olarak ise teknoloji kullanımının artmasıdır. Ekonominin küreselleşmesi anlamında uluslararası kuruluş ve hükümetler büyük önem taşımıştır.

Aynı tanım, küreselleşmeyi, sırasıyla iki güç tarafından yönlendirilen, ekonomilerin sınırları aşan pazarlar aracılığıyla entegrasyonu olarak açıklayan Martin Wolf tarafından yapılmıştır: “ulaşım ve iletişim maliyetlerinin azaltılması ve ekonomik liberalleşme”¹. Küreselleşme süreci, ticaret engeli, üretim faktörü ve döviz kuru dalgalanmaları yolu ile dünya çapında ekonominin kademeli olarak bütünleşmesine yol açan uluslararası ekonomik düzendir². Küreselleşme, ulaşım ve iletişim maliyetlerinin muazzam ölçüde azalması ve mal, hizmet, sermaye, bilgi ve insanların sınır ötesi akışına yapay engellerin yıkılmasıyla ortaya çıkan dünya ülkeleri ve halklarının daha yakın entegrasyonudur. Küreselleşmeye, sınırlar ötesinde çalışmak üzere mevcut kurumlarla birleşen yeni kurumların yaratılması eşlik etti. Küreselleşme, uzak mesafelerde daha fazla insanın daha fazla ve farklı şekillerde birbirine bağlanması gerçeğini ifade eder.³

Küreselleşme ve bölgeselleşmenin geri döndürülemez güçlerinin son çeyrek yüzyılda dünya ekonomik manzarasını önemli ölçüde yeniden şekillendirdiğini kimse iddia edemez. Küreselleşme, artan yayılmayı, karşılıklı bağımlılığı

¹ Wolf, Martin. "Will globalization survive?." World Economics - Henley on thames - 6.4, 2005, s. 1.

² Bhandari, Amit K., and Almas Heshmati. "Measurement of globalization and its variations among countries, regions and over time." Regions and Over Time, April 2005.

³ Lechner, Frank J., and John Boli. World culture: Origins and consequences. John Wiley & Sons, 2008.

genişletmeyi, daha fazla ulusötesi kurumu ve yükselen dünya kültürü ve bilincini içerir ⁴.

Aslında, küreselleşme, rasyonel bireylerin mükemmel bilgi ışığında çıkarlarını takip ettiği, hükümet ve coğrafi engellerden nispeten özgür olduğu klasik teorik kapitalizm modeline yakın bir ekonominin yaranmasına destek sağlamaktadır. Ayrıca, liberal siyaset teorisyenlerinin tasavvur ettiği, gücün hükümetlerden ziyade bireylerde toplandığı ve insanların sınırlar içerisinde yaşadığı ve kendi isteklerini aramakta özgür olduğu modele daha yakın bir toplum yaratmaya yardımcı oluyor.⁵

Özet olarak, küreselleşme toplumlar, kültürler ve ulusal ekonomilerin küresel göç, ulaşım ve iletişim aracılığıyla bütünleştiği bir süreçtir. Teknolojik yeniliklerin körüklediği küresel bilgi, sermaye, ticaret alışverişinde yaranan yükseliş, bu terimi ilgi odağı haline getirdi. Daha yakın geçmişte, küreselleşme genellikle, öncelikle ekonomik alana odaklanıyordusa, şimdi ticaret, doğrudan yabancı yatırım ve uluslararası sermaye akışları gibi dünyanın diğer tarafında, terim son zamanlarda kültür, medya, teknoloji, sosyo-kültürel, politik ve hatta biyolojik gibi daha geniş bir alan ve faaliyet yelpazesini içerecek şekilde genişletilmiştir.

1.2. Küreselleşme Tarihi

Küreselleşme terimi, uluslararası ekonomik aktivitede 1980 yılının sonlarından itibaren başlayan yeni bir dönemi tanımlamak için kullanılmaktadır. Bununla birlikte, küreselleşme zaten uzun süredir gerçekteşiyor. Birçok bilim adamı, küreselleşmenin orijinal kaynağı olarak on altıncı yüzyıl Avrupa'sına işaret ediyor. Ne de olsa Avrupalılar dünya çapında ticaret bağlantıları kurdular, geniş alanlara yerleşerek kültürlerini farklı bölgelere taşıdılar ve farklı halkların birbirleriyle etkileşim yollarını tanımladılar. Ekonomik ve kültürel olarak, modern dünya sistemi yaklaşık beş yüzyıl önce zaten mevcuttu.⁶ Bazı dünya tarihçileri küreselleşme büyük patlamanın önemini 1492 yılına (Christopher Colombus baharat aramak için

⁴ Lechner, Frank J., and John Boli., a.g.e., s 17.

⁵ Wooldridge, Adrian, and John Micklethwait. The fourth revolution: The global race to reinvent the state. Penguin UK, 2014.

⁶ Lechner, Frank J., and John Boli, a.g.e., s. 21.

Amerika'ya gelir) ve 1498 yılına (Vasco da Gama Afrika'da bir son verir ve Arap ve Venedik baharat tüccarlarından tekel kiralarnı kapar) bağlar. Bu tür bilginler, bunların kayıtlı tarihteki en önemli iki olay olduğuna inanan Adam Smith'in tarafındadır. Adam Smith'in kendisi bu kelimeyi hiç kullanmamış olsa da, küreselleşme “Ulusların Zenginliği”nde anahtar bir temadır. Onun ekonomik kalkınma tanımının altında yatan ilke, piyasaların zaman içinde bütünleşmesidir. A.Smith'in tanımladığı süreç, bugün çoğu insanın terim hakkında düşündüğünden çok coğrafi alanda sınırlı olsa da kulağa daha çok “küreselleşme” gibi geliyor. Diğer dünya tarihçileri, küreselleşmenin daha da eskiye uzandığı konusunda ısrar ediyor. 19. yüzyıldan önce dünya ekonomisinin parçalanmış ve tamamen küresellikten arındırılmış olduğunu savunan üçüncü bir görüş daha vardır. Bu üç rakip görüşün hiçbirini, ticaret ekonomilerinde artan talep ve arz tarafından yönlendirilen ticaret genişlemesi ile ticaret ekonomileri arasındaki piyasaların entegrasyonu tarafından yönlendirilen ticaret genişlemesi arasındaki farkı açıkça göstermedi (örneğin, küreselleşmenin merkezi tezahürü, emtia fiyatları yakınsaması)⁷. İmmanuel Wallerstein, “kapitalist üretim tarzına dayalı Avrupa dünya-ekonomisinin 16. yüzyılda ortaya çıktığına” inanırken, aynı zamanda dünyanın çeşitli bölgelerinin (Hindistan, Rusya, Osmanlı İmparatorluğu ve Batı) olduğuna inanıyor. Afrika bu dünya ekonomisine ancak 1750 ile 1850 yılları arasında bir süre dahil oldu, çünkü bu bölgeleri merkeze bağlayan lüks mal ticaretinin yerini dökme mal ticareti aldı.⁸

Bazı ekonomistler, küreselleşmenin teknoloji ve siyasete bağlı olduğunu ve tarihsel olarak teknolojinin sınırları açan en önemli güç olduğunu belirtiyor. 1800 yıllarında küreselleşmeyi hızlandıran şey, buharlı gemi ve buzdolabının yaygınlaşması, demiryollarının genişlemesi ve telgrafın icadıydı. 1980 ve 1990 yıllarında nakliye konteyneriydi ve daha yakın zamanda bilgi ve hizmetlerin göz açıp kapayıncaya kadar değiş tokuşunu sağlayan internet oldu.⁹

⁷ Orourke, Kevin H. "Tariffs and growth in the late 19th century." The economic journal 110.463, 2000, s. 456-483.

⁸ Orourke, Kevin H, a.e., s. 2.

⁹ Almeida, M. & Barral, W. & Batson, E. et al., 2013. The gated globe. Economist, 12-18 Oct 2013, s. 3-20.

İlk transatlantik kablo 1866 yılında döşendi. Profesör Kevin O'Rourke, bunun sermaye piyasaları için "son 200 yılın en önemli atılımı" olduğunu savunuyor. "19. yüzyılın sonlarındaki buluş, telefon veya 20. yüzyılın sonlarında eşdeğeri olan internet dahil olmak üzere başka hiçbir yenilik, bilgi akışlarının hızı ve sermaye piyasası entegrasyonu üzerinde karşılaştırılabilir bir etkiye sahip olmamıştır" diye yazıyor.¹⁰

Küreselleşme, yerel faktör fiyatlarını ve yaşam standartlarını değiştirerek ve kaynakların ulusal ekonomiler içinde yaygın bir şekilde yeniden tahsis edilmesini teşvik ederek, genel yaşam standartlarını ve gelir dağılımını etkilemeye başlayacak kadar ne zaman yeterince gelişmiş hale geldi? Birçok çalışma, küreselleşmenin 19. yüzyılın başlarında yeterince ilerlediğini ve kesinlikle daha önce olmadığını gösteriyor. Bu nedenle, büyük ölçekli küreselleşme 19. yüzyılda başlamıştır. Ve 19. yüzyılın sonları, milyonların göç ettiği, ticaretin büyük ölçüde genişlediği ve uluslararası davranışları yönetmek için yeni normların ve organizasyonların geldiği yoğun bir küreselleşme dönemi olarak tanımlanmaktadır.¹¹

Küreselleşme bu kadar güçlüyse, küreselleşme neden savaşın patlak vermesini durdurmak için daha fazla bir kontrol görevi görmedi? Yoksa küreselleşme en azından savaşa neden olmada dolaylı bir rol oynadı mı? Ve eğer küreselleşme ve Birinci Dünya Savaşı en iyi ihtimalle dolaylı ve karmaşık bir ilişkiye sahipse, Birinci Dünya Savaşının küreselleşme tarihi üzerindeki etkisi neden bu kadar uzun sürdü? Küreselleşme, uluslararası işbirliğini teşvik ederek ve ekonomik entegrasyonun fetihten çok daha büyük kazanımlar vaat ettiğini göstererek barış için bir güç olarak hareket etti. Geçmişteki bitmek bilmeyen diplomatik anlaşmazlıklar ve imparatorluk inşasından çok daha farklı bir dünya vaadini yerine getiriyordu. Gerçekten de, Avrupa ekonomilerinin artan entegrasyonu, birçok gözlemciyi savaşın imkansız olmasa da olası olmadığına inandırdı. Modern sanayi toplumları birbirine o kadar

¹⁰ O'Rourke, Kevin H, a.g.e., s. 75.

¹¹ O'Rourke, Kevin H, a.e., s. 77.

bağımlı hale gelmişti ki, herhangi bir savaşın kısa sürmesi gerekecekti, çünkü savaş sırasında hiçbir büyük güç kendi yaşam tarzını sürdüremezdi.¹²

Aynı zamanda, küreselleşme, kesinlikle kaçınılmaz olmasa da, I. Dünya Savaşı'nı daha olası hale getirdi. Bu iki nedenden dolayıydı. Küreselleşme, farklı ülkelerin ekonomilerini barışçıl bir şekilde bütünleştirse de, ekonomik çıkar gruplarının konumunu da çarpıcı biçimde değiştirdi. Geleneksel toprak sahipleri, küçük çiftçiler, perakendeciler ve zanaatkarlar yeni rekabete uyum sağlamak, yöntemlerini değiştirmek veya işletmelerinin ölçeğini büyütmek için mücadele ettiler. İçinde bulundukları kötü durum onları popülist, milliyetçi ve emperyalist programların temel dayanağı haline getirdi. Savaş öncesi küreselleşme, altın standardını korumanın bedeli olarak deflasyonu katı bir şekilde empoze ederek toplumsal hoşnutsuzluğu şiddetlendirdi. Küreselleşme barışçıl entegrasyonu teşvik etme etkisini ancak militarist seçkinler¹³ iktidarı kaybederse, yeni fikirleri kabul ederse veya küreselleşmeyi destekleyen ve militarizmi reddeden güçler tarafından kuşatılırsa uygulayabilirdi.¹⁴

Birinci Dünya Savaşı emperyalist büyük güçler arasında bir mücadele olarak başlasa da, mücadelesi 20. yüzyılın çoğunu tanımlayan iki vizyon arasındaki ilk savaş oldu: Artan ekonomik entegrasyonun geçmişin imparatorluklarını, fetihlerini ve militarizmini önemsiz kıldığı ve otokratik devletlerin daha güçlü otarşik rejimler yaratmak için Sanayi Devrimi'nin teknolojisini ve bürokrasisini kullandığı bir yer. Çağdaşların bunu fark etmesi yıllar alsa da, savaş 19. yüzyılın sonlarındaki gayri resmi küreselleşmeyi sona erdirdi. 1920 yılında savaş öncesi ekonomiyi diriltmeye çalışmak sadece daha fazla karışıklığa neden oldu. Diktatörlük, otarşi ve ithal ikamesi rejimleri, savaşın ardından ekonomik entegrasyona ve liberal, kapitalist modellere alternatif olarak ortaya çıktı. Uluslararası kurumların küreselleşmeyi ve liberal kapitalizmin büyümesini mümkün kıldığı yeni, daha resmi bir dünya ekonomisi, on yıllarca süren ekonomik kargaşa ve yenilenen savaşın ardından 1945

¹² Robertson, Roland, and Kathleen E. White. "What is globalization." The Blackwell companion to globalization, 2007, s. 54-66.

¹³ Militarist seçkinler, demokrasinin kurumsallaşmadığı ülkelerde siyasal iktidarın ortağı, çoğu zaman da bizzat sahibi konumundadır.

¹⁴ Beck, Ulrich. What is globalization?. John Wiley & Sons, 2018.

yılından sonra ancak düzensiz ve acılı bir şekilde ortaya çıktı. Savaş, rakip vizyonlar üzerinde böylesine temel bir çatışmayı başlattığından, etkileri benzersiz bir şekilde uzun sürdü.

Geleceğe ilişkin kaygı, kısmen, bugün küreselleşme olarak adlandırdığımız, sınırlar arasında artan ve benzeri görülmemiş ekonomik bağlardan geldi. Dünya ticaretinde tarım ürünlerinin yüzdesi, göç düzeyi, yabancılara ait kamu hizmetlerinin oranı ve milli gelirin payı olarak sermaye akışı açısından, Birinci Dünya Savaşı öncesi dönem bugün dünyamızdan daha küreseldi.

Bu küresel ekonomik bağlar ağı, I. Dünya Savaşı'nın embriyonik kadrosuna tekabül etmiyordu. “Birinci Dünya Savaşı'ndan önceki yıllarda Almanya, Rusya'nın tüm ihracatının yaklaşık üçte birini alarak ve yarısını tedarik ederek, Rusya'nın açık ara en aktif ticaret ortağıydı. 1904 ile 1914 yılları arasında İngiltere, Almanya'nın en iyi müşterisi oldu ve Almanya, İngiltere'nin en iyi ikinci pazarıydı. Belçikalı, Fransız, Alman ve Lüksemburglu sanayiciler, Batı Avrupa'da yatırım ağları, kartel anlaşmaları ve kömür ve demir cevheri mübadelesi ördüler.

1914 yılının Ağustos ayında, küreselleşmenin savaşa neden olduğunu veya ekonomik karşılıklı bağımlılığın savaşa karşı güçlü bir caydırıcı etki göstermediğini göstermek yerine, siyasi ve askeri liderlerin zihniyetini değiştirmede ekonomik karşılıklı bağımlılığın sınırlarını gösterdi. Yüzyıllar boyunca liderler, askeri ve ekonomik gücün el ele gittiğini varsaydılar. Askeri güç, bir ülkeye toprak fethetme ve böylece nüfusunu ve kaynaklarını artırma veya başka bir ülkenin deniz ticaretini yok etme fırsatı verdi. Sanayi Devriminin kıtayı kasıp kavurduğu on dokuzuncu yüzyılın “uzun barışı” sırasında, bu fetih ve zenginlik denklemi giderek daha sorgulanabilir görünüyordu. Devasa Rus İmparatorluğu, yoksulluğu ve geri kalmışlığı nedeniyle Kırım Savaşını kaybetti.

1914 yılı öncesi, dönemin en başarılı iki sanayi gücü, büyük güçler arasında en az emperyalist olan ABD ve Almanya idi. 1913 yılında sömürgeleriyle ticaret, Almanyanın dış ticaretinin yüzde birinden daha azını temsil ediyordu. Birinci Dünya Savaşından önceki yıllarda, tarifelere rağmen, Alman malları hızla Fransız kolonilerine girdi. Alman malları daha düşük tarifelerle daha da hızlı nüfuz edebilirdi

ya da sömürgeler Fransız yerine Alman olsaydı, ancak Almanyanın dünya pazarlarından dışlanması tehlikesi veya açık pazarları zorlamak için bir savaş ihtiyacı asla yoktu.¹⁵

Birinci Dünya Savaşı, eski moda büyük güç politikalarının küreselleşmenin yeni dünya ekonomisiyle çarpışması yoluyla modern tarihte bir duraklama yarattı. Küreselleşme ne I. Dünya Savaşına neden oldu, ne de patlak vermesinin önlenmesine yardımcı oldu. Yine de, savaşa yol açan hem rekabetleri hem de sosyal çatışmaları derinden şekillendirdi. Küreselleşmenin sunduğu artan karşılıklı bağımlılık vaadi, birçoğunu düşmanlık olasılığı konusunda rehavete kaptırdı. Küreselleşmenin yükselen dalgası, savaş çığırkanlarını, ekonomik kazançlar elde etmek için güç kullanabileceklerine ve yine de liberal bir dünya ekonomisinin faydalarından yararlanabileceklerine inanmaya teşvik etti. Aynı zamanda küreselleşme, rekabetçi bir dünya sisteminde kendi güçlerini veya uluslarının gücünü şiddet kullanmadan nasıl sürdüreceğini göremeyen yerleşik çıkarları tehdit etti.

Küreselleşmenin kendine özgü kırılabilirliği ve katılığı, büyük güçler arasındaki gerilimi artırdı. Serbest akışlı uluslararası ekonomi, merkez bankalarını birbirine bağlayan yazılı olmayan kısıtlamalara, 1914 yılında bir gecede ortadan kaybolan gayri resmi kurallara dayanıyordu. Parasal çalkantıların ortasında bitmeyen müzakereler, iki savaş arası yıllarda onları eski haline getiremedi. Savaş öncesi küreselleşme, aynı zamanda, altın standardının sert deflasyonu ve acımasız bir sosyal refah eksikliği yoluyla acımasız bir bedel ödedi. 1918 yılından sonra, savaş yorgunu bu bedeli ödemeyi reddetti. Liberal bir dünya ekonomisi, kurumlar gayri resmi kuralların yerini almadıkça ve sosyal refah üzerindeki savaşlar, en azından Batı Avrupa ve Amerika Birleşik Devletleri'nde, durgunluğun en sert etkilerine karşı nüfusları koruma taahhütlerini getirmediği restore edilemezdi. Diktatör rejimlerde, I. Dünya Savaşı, izleri bugün hala görülen devletçi politikalara yol açtı.¹⁶

Küreselleşme kendi çöküşünü üretebilir. Savaş ne kadar korkunç ve onu takip eden on yıllar kadar sıkıntılı olsa da, yirminci yüzyılın ortalarında Batı Avrupa ve

¹⁵ Clark, Ian. "Globalization and the post-cold war order." The globalization of world politics: An introduction to international relations, 2001, s. 634-648.

¹⁶ Duffield, Mark. "Globalization and war economies: Promoting order or the return of history." Fletcher F. World Aff. 23, 1999, s. 21.

Kuzey Amerika'nın çoğu, eşitsizliği azaltmada ve sosyal refahı artırmada ilerleme kaydetti. 20. yüzyılın talihsizliklerinden biri, küreselleşmenin birbiriyle bağlantılı olmasıdır. hükümetlerin vatandaşlarına yatırım yapmak ve uluslararası ekonomik bağların faydalarını paylaşmak için adımlar atmadığı ülkelerde artan eşitsizliğe. Bunun tehlikeleri, I. Dünya Savaşı ve sonrasındaki hikayeden açıkça anlaşılmalıdır. Küreselleşmeye karşı çıkmak büyük çatışmalara yol açabilir. Liderler, istihdam ve eşitlik üzerindeki zararlı etkilerini başarılı bir şekilde hafifletirse, küreselleşme devam edebilir ve olumlu etkileri olumsuzlardan daha ağır basabilir.¹⁷

Birinci Dünya Savaşı'nın diğer önemli dersi, yönetilmeyen çok kutuplu bir dünyanın doğasında bulunan tehlikelerle ilgilidir. İngiltere ve Almanya, müttefikleriyle birlikte, gücün paylaşıldığı bir sisteme geçemediklerini kanıtladılar. Bugün, demokrasinin yayılması ve devletler arasındaki ticaretin büyümesi, çatışma olasılığını önemli ölçüde azaltmaktadır. Devletler uluslararası hükümet örgütlerinin ağına düşerse bu etki daha da güçlüdür.

1.3. İkinci Dünya Savaşı Sonrası Küreselleşme

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde, üretim ve ticaret sapması yoluyla yapısal etkilerin ve yabancı yatırım stoklarındaki değişikliklerin nispeten sınırlı olması beklenebilir. Bunun nedeni, Birinci Dünya Savaşı ve bunalım nedeniyle yaşanan benzer şokların, bir zamanlar kapsamlı olan uluslararası işbölümü ve yatırım ağını, ulusal kendi kendine yeterliliğe ve özel ticaret bloklarına doğru uzun bir yol katetmiş olmasıdır. Öte yandan, aynı akıl yürütme, başlangıç koşullarının korumacı sektörel koalisyonları güçlü bir şekilde desteklemesi gerektiğini ima ediyor. Mübadele ve ticaret kontrollerinin savaş sonrası gücü ve kapsamı göz önüne alındığında, döviz kurunun aşırı ve düşük değerlendirilmesinin sektörel rekabet gücü üzerinde daha sınırlı etkilerinin olması da beklenebilir.¹⁸

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra bir dizi gelişmekte olan ülke eski sömürge yöneticilerinden bağımsızlık kazandı. Bağımsızlık hareketi liderlerinin ortak

¹⁷ Bagnato, Bruna. The Globalization of the Cold War. Ed. Max Guderzo. Taylor & Francis, 2009.

¹⁸ Berger, Suzanne. "Globalisation and politics.", 2000.

iddialarından biri, sömürgelerdeki düşük yaşam standartlarının sürdürülmesinden sömürgeciliğin sorumlu olduğuydu. Böylece, bağımsızlıktan sonra ekonomik kalkınma, yalnızca yaşam standartlarını yükseltmeye yönelik insani istek nedeniyle değil, aynı zamanda siyasi vaatler verildiği ve kalkınma yönünde ilerleme kaydedilememesinden korkulduğu için, politikanın bir hedefi haline geldi. Latin Amerika'da ve sömürge olmamış veya yakın zamanda sömürge olmuş başka yerlerdeki gelişmekte olan ülkeler, sanayi ülkelerinin ekonomik egemenliğinin kalkınmalarını engellediği inancını benimsediler ve onlar da hızlı büyüme arayışına katıldılar.

Bu erken dönemde, kalkınma ve kalkınmayı sağlayacak politikalar hakkında teoriler geliştirmek, gelişmekte olan ülkelerin yoksulluğundan sanayileşmiş ülkelerin politikalarının sorumlu olduğu varsayımını kabul ediyordu. Gelişmekte olan ülkelerin ticaret hadlerinin belirgin bir şekilde kötüleştiği ve kişi başına gelirden keskin düşüşlere neden olduğu Büyük Buhran anıları, birçok politika yapıcının peşini bırakmadı.¹⁹

Bu ortamda, azgelişmişliğin nedeninin “sermaye kıtlığı” olduğu düşünülüyordu. Politikanın hızlandırılmış bir yatırım oranını hedeflemesi gerektiğini izledi. Kişi başına düşen geliri düşük olan çoğu ülke aynı zamanda ağır bir şekilde tarımsal olduğundan (ve yurt içinde tüketilen mamul malların çoğunu ithal ettiğinden), sanayileşmeye yönelik yatırımların hızlandırılmasının ve “ithal ikamesi” yoluyla ithalatın yerini alacak imalat sanayilerinin gelişmesinin, bunun yolunun “ithalat ikamesi” olduğu düşünülüyordu. Ayrıca, piyasalara karşı temel bir güvensizlik vardı ve bu nedenle hükümete yatırımların tahsisinde büyük bir rol verildi. Piyasalara duyulan güvensizlik özellikle uluslararası ekonomiye yayıldı.

Gelişmeyle ilgili deneyimler, sürece ve onu etkileyen politikalara ilişkin algıları önemli ölçüde değiştirmiştir. Bununla birlikte, daha önceki fikirlerin bazılarında önemli doğruluk unsurları vardır ve bunların altında yatan düşünceyi anlamak önemlidir.

¹⁹ Dreher, Axel, Noel Gaston, and Pim Martens. "Measuring globalisation." Gauging its Consequences Springer, New York, 2008.

1.4. Ekonomik Olayların Birleşmesi Olarak Küreselleşme

Alternatif olarak, küreselleşme, işlevsel olarak özünde ilişkili bir dizi ekonomik fenomen tarafından karakterize edilebilir. Bunlar, piyasaların serbestleştirilmesi ve kuralsızlaştırılması, varlıkların özelleştirilmesi, devlet işlevlerinin geri çekilmesi (özellikle refah işlevleri), teknolojinin yayılması, imalat üretiminin ülkeler arası dağılımı (doğrudan yabancı yatırım) ve sermaye piyasalarının entegrasyonunu içerir. Bu terim, en dar formülasyonu, tümü uluslararası işbölümünü yeniden oluşturan satışların, üretim tesislerinin ve üretim süreçlerinin dünya çapında yayılmasına atıfta bulunur.²⁰

Birçok analist, daha önceki küreselleşme dönemlerine tanık olduğumuzu veya bunun uzun bir sürecin doruk noktası olduğunu öne sürüyor. Bununla birlikte, bu kişilerin çoğu, tartışmaları özellikle uygulamada dar olan ekonomistlerdir. Genellikle küreselleşme, büyük ölçüde büyüme açısından ölçüldüğü gibi, ulusal gelirin birbirine yaklaşıp yaklaşmadığı veya farklılaştığı tartışmasına yoğunlaştırılır. Bir yakınsama ölçüsü olarak şu ya da bu göstergenin uygunluğuna ilişkin görece belirsiz düşünceler, gelir dağılımının küreselleşmenin anlamlı bir göstergesi olup olmadığına ilişkin daha geniş değerlendirmelerden önce gelir. Ne aradığına bağlı olarak, yakınsama veya ayrılma iddialarını desteklemek için destekleyici argümanları ve verileri bulmak çok kolaydır.

Örneğin, küreselleşmeyi ekonomik entegrasyon süreçleriyle ilişkilendiren Robert Z. Lawrence, “ekonomik entegrasyon genellikle daha fakir ekonomilerin zengin ekonomilerden daha hızlı büyümesiyle yakınlaşmaya yol açar” şeklinde geniş bir açıklama yapar.²¹ Harvard ekonomisti ve ünlü ekonomist Jeffrey G. Williamson, Ekonomi Tarihi Derneğinin o zamanki Başkanı, başkanlık konuşmasında, küreselleşmenin yakınlaşmaya yol açtığını ve önceki tarihsel dönemlerde de yaptığını savundu. Bu argümanın özü, dedi ki, “benim için kritik olan, zengin ve

²⁰ Dale, Roger. "Globalisation, knowledge economy and comparative education." Comparative education 41.2, 2005, s. 117-149.

²¹ Lawrence, Robert Z. "Scenarios for the world trading system and their implications for developing countries.", 1991.

fakir ülkeler arasındaki yaşam standardı farkının zaman içinde düşüp düşmediğidir. Yakınsama, bu uçurumun en azından yüzdesel olarak aşınmasına işaret ediyor.” Veri setinin oldukça sınırlı olduğu ve Avrupa menşeli OECD ülkeleriyle sınırlı olduğu ortaya çıktı.

Bununla birlikte, bu fenomenler hakkında benzersiz olabilecek ve dolayısıyla küreselleşme ile ekonomik öncülleri arasındaki bir ayrımı haklı çıkaran şey, bunların kümelenmesi, kapsamı ve alanıdır. Bu olaylar derlemesi, daha önce hiç bu kadar geniş, bu kadar hızlı ve sistematik olarak birbirine bağlı bir temelde gerçekleşmemiştir. Geçmişte piyasa reformu ve devletin geri çekildiğini görmüş olsak da, bunlar doğrudan yabancı yatırımdaki eşzamanlı patlama, çok taraflı kurumsallığın büyümesi ve demokrasinin yayılması ile birleştirilmemiş olabilir. Dolayısıyla küreselleşme, yeni bir sürecin gelişmesinden ziyade bir dizi eski sürecin yoğunlaşmasını ve birbirine bağlanmasını karakterize eder.²²

Bu tür bir yanıtın ruhu, R.J. Küreselleşmenin basitçe uluslararası karşılıklı bağımlılık sürecinin yoğunlaşması, teknolojinin yayılmasıyla yoğunlaşan uluslararası bir serbest ticaret sisteminde rekabetin büyümesinin bir işlevi olabileceğini öne süren Barry Jones, “bu nedenle, uluslararası etkileşimlerin yoğunluğundaki ve karmaşıklığındaki artışın bir işlevidir” demektedir. Jones, küreselleşmeyi karmaşık, katmanlı, birbirine bağlı ve eşitsiz olarak nitelendiriyor. Finans, üretim ve ekonomik işlemlerin hacminde ve uluslararasılaşmasında niceliksel bir büyümeye yansır. Bu süreçlerin yoğunlaşması, aktörlerin, özellikle de devletlerin karşılaştığı kısıtlamalar ve fırsatlar modelinde niteliksel bir değişikliğe sahiptir.

Wilfried Ruigrok ve Rob van Tulder, küreselleşmeyi artan uluslararası sermaye hareketliliği ve artan bir birleşme ve satın alma vakası ve stratejik ittifaklar ile ilişkilendirerek, küreselleşmeyi karakterize etmede spesifiktir. Değişim göstergeleri olarak finans, üretim, teknoloji, düzenleme ve otoritenin dağılımına odaklanan küreselleşmenin üç yorumunu (mikroFordist, Toyotacı ve makro-Fordist) ana hatlarıyla belirtiyorlar. Bununla birlikte, hepsi, firma ve pazarın yanı sıra yoğun bir küresel entegrasyon sürecine vurgu yapıyor. Bu nedenle, Ruigrok ve van Tulder'ın

²² Sardak, O. Bilskeya S. "Potential of economy socialisation in the context of globalisation." *Economic Annals-XXI* 164.3-4, 2017.

küreselleşmenin determinist doğası ve politik karakteri hakkındaki bariz şüpheciliğine rağmen, küreselleşmenin süreç odaklı ve ekonomik olarak tanımlanmış olduğu görüşünü paylaşıyorlar.²³

1.5. Küreselleşmenin Avantajları

Genellikle, küresel Batılılaşma olarak görülen küreselleşme hakkında, birçok savunucu ve muhalif arasında önemli anlaşmazlıklar yaranmaktadır. Küreselleşmeye iyimser bakanlar, bunu Batı medeniyetinin dünyaya harikulade katkısı olarak görüyorlar. Ters bir bakış açısıyla, Batı egemenliği, bazen Batı emperyalizminin bir devamı olarak görülür. Bu görüşe göre, Avrupa ve Kuzey Amerika'daki açgözlü ve kapkaççı Batılı ülkeler tarafından yönlendirilen ve yönetilen çağdaş kapitalizm, dünyadaki daha yoksul insanların çıkarlarına hizmet etmeyen ticaret ve iş ilişkileri kuralları oluşturmuştur²⁴. Aslında, bunların hiçbirisi gerçekten doğru değil. Binlerce yıl boyunca küreselleşme, seyahat, ticaret, göç, kültürel etkilerin yayılması ve bilgi ve anlayışın (bilim ve teknolojininki dahil) yayılması yoluyla dünyanın ilerlemesine katkıda bulunmuştur. Bu küresel karşılıklı ilişkiler, farklı ülkelerin ilerlemesinde genellikle çok verimli olmuştur²⁵. Ve son küresel mali krize rağmen, neredeyse tüm ülkeler hala uluslararası ticaret ve yatırım ilkelerini benimsiyor. Küreselleşmenin faydalarından yararlanmak istiyorlar, ancak artık ister değişken sermaye akışları, ister artan ithalatlar olsun, kendilerini küreselleşmenin olumsuz yönlerinden yalıtılmak istiyorlar.²⁶

Gelişmekte olan ülkeler üzerinde küreselleşmenin, bir sıra olumlu etkileri olmaktadır. Dollar ve Kraay'ın iddialarına istinaden, gelişmekte olan ülkelerin küreselleşmeye katılabildikleri yerlerde, gelişmiş ülkelere göre daha yüksek büyüme oranları yaşamaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için küreselleşmenin olumlu etkilerinden bir kısmı, önceki dönemlerde, serbest ticaret savunucularının ileri

²³ Van Tulder, Rob, and Alex Van der Zwart. International business-society management: Linking corporate responsibility and globalization. Routledge, 2005.

²⁴ Şen, Bülent. "Küreselleşme: Anlamlar ve söylemler." Süleyman Demirel Üniversitesi Fen-Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi 18, 2008, s. 135-150.

²⁵ Şen, Bülent., a.e., s. 147.

²⁶ Almeida, a.g.e., s. 17.

sürmüş olduğu argümanlara dayanırken, diğerleri, daha yakın tarihli küreselleşme döneminde kanıtlanan belirli eğilimlerden kaynaklanmaktadır.²⁷

Küreselleşme, bazı gelişmekte olan ülkeler için DYY ve çok uluslu işletme (ÇÜİ) faaliyetlerini artırmış, teknoloji, yönetim uygulamaları, sermayeye erişim ve üretim teknikleri gibi dinamik faydalar sağlamıştır. Aynı zamanda, bazı gelişmekte olan ülkelere, kalkınmaya doğru kritik yolun bir parçasını oluşturan imalat çıktılarını artırma fırsatı verdi. Daha genel olarak, DYY ve ÇÜİ faaliyetleri, işsiz veya işsiz kaynakları üretime sokmuş ve ithalat yoluyla iç talebi canlandırmıştır.²⁸

Ülkeler arasındaki ekonomik düzenlemelerdeki değişiklik ve farklılıklardan şirketler yararlanabilir. Örneğin, mülkiyet hakları, finansal altyapı ve kurumsal yönetim yasaları, çalışma uygulamalarının düzenlenmesi veya vergilendirme ve bürokrasi ile ilgili konular bu tür finansal sistemler arasında farklılık gösterir. Şirketler, bu tür düzenlemeleri uygularken bilgi ve bağlantılar geliştirerek deneyim geliştirir ve sıklıkla bunlardan faydalanabilir.²⁹

Küreselleşme, ulusal yönetim ve politikalara kısıtlamalar getirme konusunda da çok olumlu etkilere sahiptir. Ulusal özerklik, Kuzey Kore ve Burm'ada olduğu gibi (uç örnekler vermek gerekirse), genellikle kötü yönetim ve politikalar izlemek için kullanılır. Uluslararası ticaret ve faktör hareketlerine maruz kalma ve uluslararası işbirliği ve kurumlara katılım, hükümetin kötü yönetimini önleme eğilimindedir. Örneğin, Avrupa Para Birliği'nin yaratılması, kötü ulusal para ve maliye politikalarına çok ihtiyaç duyulan disiplini yerleştirmiştir.³⁰

Dünyanın tüm bölgeleri küreselleşmeden etkilenmekle birlikte, değişimin tam gücü nispeten az sayıda üst ve orta gelirli ülkede hissedilmektedir. Çoğu ekonomi hala küresel sisteme sadece kısmen entegredir. Bu, onları kısa vadeli değişken sermaye akışlarıyla ilişkili türbülans riskinden bir dereceye kadar yalıtırken, aynı

²⁷ Dollar, D., and A. Kray. "Growth is good for the poor" WB, Washington, marzo 2000 Eade D. e Ligteringen E.(eds.) "Debating development"., 2001.

²⁸ Rodrik, Dani. The globalization paradox: why global markets, states, and democracy can't coexist. Oxford University Press, 2011.

²⁹ Elliot, Kimberly Ann, Debayani Kar et J. David Richardson. « Assessing Globalization's Critics: "Talkers are no Good Doers???" », in Challenges to Globalization: Analyzing the Economics, 2007, s. 17-37.

³⁰ Elliot, Kimberly Ann, Debayani Kar et J. David Richardson., a.e., s. 24.

zamanda bu ülkelerin küreselleşmenin doğasında var olan kaynaklardan, enerjiden ve fikirlerden yararlanmalarını da engeller.³¹

1.6. Küreselleşmenin Dezavantajları

Ülkelerin küreselleşmeye doğru ilerleme derecesi büyük ölçüde değişmektedir. Hem sanayileşmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde şüpheler, faydaları ve kayıpları sorguluyor ve çoğu durumda daha fazla entegrasyona karşı önemli bir direnç var. Küreselleşme literatürünün çoğu, küreselleşme süreçlerinin eşitsiz olduğuna atıfta bulunur. Küreselleşme deneyimi, gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler arasında farklılık göstermektedir.

Küreselleşmenin dezavantajları esas olarak küreselleşmenin sosyal etkisine ve bunun insanların zenginliği, kültürü, değerleri ve gelenekleri ile çevre üzerindeki etkisine odaklanır. IMF, 2007 yılında, yeni teknolojinin getirilmesi ve gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermaye yatırımının getirilmesiyle eşitsizlik düzeylerinin artmış olabileceğini kabul etti. Gelişmiş ülkelerdeki diğerleri de küreselleşmeye güvenmiyor. Bunun genellikle işverenlerin işleri daha ucuz yerlere taşınmasına izin vermesinden korkuyorlar. Çalışanların ulusal sınırların ötesinde birbirlerinin yerine daha kolay ikame edilebilmesi gerçeği, birçoğunun, çalışanlar ve işverenler arasında, çalışma barışı karşılığında ücretlerde ve yan haklarda istikrarlı bir artış elde edeceği, savaş sonrası bir sosyal pazarlık olarak tasavvur ettiği şeyin altını oyuyor. Bunun nedeni, çalışanların artık çalışma koşullarındaki ve sosyal yardımlardaki iyileştirmelerin maliyetinden daha büyük bir pay ödemek zorunda olmaları, işgücü talebine veya işgücü verimliliğine yönelik şoklara yanıt olarak kazançlarında ve çalışılan saatlerde daha büyük bir istikrarsızlığa maruz kalmaları ve pazarlık güçleri aşındığı için pazarlık, istihdam koşullarının belirlenmesinde bir unsur olduğunda daha düşük ücretler ve sosyal haklar elde edinmesidir.³²

³¹ Yusuf, Shahid. Globalization and the challenge for developing countries. Vol. 2618. World Bank Publications, 2001.

³² Rodrik, Dani. "Globalization and the Beautiful Game." Article available at [http://www. project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org) 13, 2008.

Ülkenin uluslararası ticarete ve daha genel olarak dünya pazarlarına açık olması, ülke içindeki gelir dağılımını etkiler. Şaşırtıcı olmayan bir şekilde, pek çok gelişmekte olan ülkenin son otuz yılda küresel dünya pazarına girişi, bu ülkelerdeki çeşitli eşitsizlik ölçülerindeki değişikliklerle örtüşmektedir.³³ Daha şaşırtıcı olan, dağılım değişikliklerinin geleneksel görüşün önerdiğinin tersi yönde ilerlemesidir. Ticaret liberalizasyonunun, gelişmekte olan ülkelere nispeten bol faktör olduğu varsayılan daha az vasıflılara yardım etmesi beklenirken, ezici kanıtlar vardır. Genellikle daha yüksek beceri veya eğitim düzeyine sahip işçilere göre daha iyi durumda değiller. Bazı gruplar için, artan ticaret ve sermaye akışı, kırılganlık duygusunu artırdı. Sanayileşmiş ülkelerdeki mavi ve birçok beyaz yakalı işçi, gelişmekte olan ülkelere daha ucuz işgücü tarafından yerinden edilmekten korkuyor. Sermaye akımlarının hacmi ve oynaklığı, bankacılık ve kur krizlerinin risklerini olduğu kadar maliyetlerini de artırmıştır. Üretim ve ticaret, küreselleşmenin sunduğu seçenekleri kendi avantajları için kullanan ve tek tek ülkelerin uzun vadeli kalkınma hedeflerini fazla dikkate almadan kullanan ulusötesi şirketler tarafından giderek daha fazla domine ediliyor. Maddi ilerlemeye aşırı odaklanmanın, kalkınmanın sürdürülebilirliğini ve toplumların kültürel temellerini tehdit ettiğinden korkanlar da var. Zevklerin, inançların ve kültürel belirteçlerin yeni başlayan homojenleşmesinin bir sonucu olarak çevre geri döndürülemez bir şekilde bozuluyor ve “kültürel sermaye” kayboluyor.³⁴

Küreselleşmenin sunacağı çok şey var; ama bunu savunurken bile, herhangi bir çelişki olmaksızın, küreselleşme karşıtı protestocuların sorduğu birçok sorunun meşruiyetini de görmeliyiz. Ana sorunların nerede yattığına dair yanlış teşhisler olabilir, ancak bu soruları ortaya çıkaran etik ve insani kaygılar, çağdaş dünyayı karakterize eden ulusal ve küresel kurumsal düzenlemelerin yeterliliğinin ciddi şekilde yeniden değerlendirilmesini gerektirir ve küreselleşen ekonomik ve sosyal ilişkileri şekillendirir.³⁵

³³ Goldberg, Pinelopi Koujianou, and Nina Pavcnik. "Distributional effects of globalization in developing countries." *Journal of economic Literature* 45.1, 2007, s. 39-82.

³⁴ Yusuf, Shahid., a.g.e., s. 5.

³⁵ Şen, Bülent., a.g.e., s. 144.

1.7. Küresel Keynesçilik

Küresel Keynesçilikten küresel neoliberalizme bir alternatif olarak bahsedilmiştir, ancak küresel Keynesçiliğin tanımını bulmak zordur.. Küresel Keynesçilik, belki de, bir dünya sistemi bağlamında ekonomik sorunlar ile ilgili sorumlu kamu yönetimini vurgulayan bir ekonomi yaklaşımı olarak tanımlanabilir. Küresel Keynesçiliğin ortak temaları arasında kamu yönetiminin önemi, karma ekonomi, demokratik siyaset, küresel gelir dağılımı, yatırım ve para, küresel talebin yönetimi, ekolojik sürdürülebilirlik ve çoklu kamu yönetiminin yerel, ulusal, bölgesel ve küresel olarak oluşumudur.

"Küresel Keynesçilik" (veya "uluslararası Keynesçilik") ifadesi literatürde 1980 yılının başında ortaya çıktı ve başlangıçta eleştirmenler tarafından Üçüncü Dünya için bir tür Marshall Planı öneren Brandt Raporu'nu tanımlamak için kullanıldı³⁶. Sağ ve sol eleştirmenler o dönemde bu yaklaşımı reddettiler³⁷, ancak küresel Keynesçilik fikri, kısmen, beyenilmeyen, ama aynı zamanda bir ilham kaynağı olarak oyalandı. Bu açık etiketle küresel Keynesçiliğe katkılar geliştiren iki yazarın varlığı vurgulanmalıdır - biri Amerikalı, yani Mead'in küresel Keynesçiliği³⁸ ve diğeri Avrupalı, Elsenhans'ın küresel sol Keynesçiliği³⁹. Bir post-Keynesyen ekonomist, 1995 yılı gibi yakın bir tarihte, küresel Keynesçiliğin "sadece bir sistem - henüz işlenmemiş bir mekanizma" olduğunu gözlemledi⁴⁰.

Geçtiğimiz birkaç on yılın küreselleşmesi, dünyanın bu türden ilk deneyimi olmadığı gibi, pek çok açıdan en derin olanı da değildir. Birinci Dünya Savaşı'ndan hemen önceki dönem, o zamanlar bu isimle anılmasa da, eşi benzeri görülmemiş bir mali ve ekonomik "küreselleşme" dönemiydi. John Maynard Keynes'in büyüdüğü, eğitimini ve profesyonel başlangıcını yaptığı ve çöküşünü gördüğü dünya buydu. Keynes'i 1930 ve 1940 yıllarındaki akademik ve kurumsal çalışmaları açısından düşünmeye meyilli olsak da, hayatındaki biçimlendirici dönem daha erkendi: Birinci

³⁶ Brandt Report, a.g.e. 1980.

³⁷ Corden, W.M. "How Valid is International Keynesianism?" International Monetary Fund, Research Department: IMF Working Paper WP, 1987, s. 87 - 56.

³⁸ Mead, W.R. "American Economic Policy in the Antemillennial Era," World Policy Journal (USA), vol. 6, no. 3, 1989, s. 385-468.

³⁹ Elsenhans, H. State, Class and Development. New Delhi, India: Radiant Publishers 1996.

⁴⁰ Mead, W.R., a.g.e. s. 401.

Dünya Savaşı ve Britanya'nın darboğazlarına geri dönmesinin ardından başına bela olan ekonomik sorunlar sırasında, 1920 yılında altın standartı, Keynes'in teorilerini motive eden şey, bir barış ve ekonomik entegrasyon döneminin ardından askeri çatışmaya ve ekonomik kargaşaya tanık olmaktı.

18. yüzyıldan beri yorumcular, serbest ticaretin, ekonomik karşılıklı bağımlılık yoluyla ulusların kaderlerini birbirine bağlayarak barışa yol açacağını savunuyorlardı. Bugün küreselleşme üzerine iyimser yorumculardan hala duyduğumuz gibi. Keynes'in kuşağının – 1920 ve 1930 yıllarının perspektifinden geriye bakıldığında, tam tersini gördükleri için çok saf ve tehlikeli düşünmesi özellikle bu fikirdi. Avrupa'nın ekonomik olarak birbirine bağımlı ulusları, dünya barışını sağlamak yerine, birbirlerini yok etmişlerdi.⁴¹

"Savaş öncesi 19. yüzyıl dünyası"nın bu doğmaları ile Soğuk Savaş sonrası neoliberalizmin retoriği arasındaki paralellik dikkat çekicidir, ancak Keynes on dokuzuncu yüzyıl kapitalizm görüşünün böyle bir intikamla geri döneceğinden şüphelenen son kişi olacaktır. 1932 yılında "Hala eski fikirlere bağlı kalanlar var" diye yazmıştı, "ama bugün dünyanın hiçbir ülkesinde ciddi bir güç olarak kabul edilemezler." Bu "dünya güçlerini" evcilleştirmek Keynesin kelimenin tam anlamıyla ölüm günlerinde uygulandığını görmek için çalıştığı yeni bir dünya düzeninin inşasını gerektiriyordu.⁴²

İlk küreselleşme, ulus devletlerin kapsamı dışında ortaya çıktı, çünkü o zamanlar, en azından büyük Avrupa imparatorluklarının dışında, ulusötesi ticari aktörler üzerinde düzenleyici kontrolü genişletebilecek hiçbir uluslararası kurum yoktu. Buna karşılık, ikinci küreselleşmenin ortaya çıkışı, Dünya Savaşlarının ardından, açıkça Keynesyen gerekçelerle kurulan hükümet gözetim sisteminin kasıtlı olarak dağıtılmasını gerektirdi. Ancak ikinci küreselleşme düzensiz bir dünyaya yol açmadı. Amerika Birleşik Devletleri 1971 yılında altın standardını kapattıktan sonra, dolar dünyanın rezerv para birimi olarak işlev görmeye devam etti, diğer para birimleri ona karşı serbestçe dalgalanırken bile. Bu yeni ortamda, birçok Asya ülkesi,

⁴¹ Palley, Thomas I. "The theory of global imbalances: mainstream economics vs structural Keynesianism." *Review of Keynesian Economics* 3.1, 2015, s. 45-62.

⁴² Lin, Justin Yifu, and Doerte Doemeland. "Beyond Keynesianism: Global infrastructure investments in times of crisis." *Journal of International Commerce, Economics and Policy* 3.03, 2012.

ihracata yönelik kalkınma amacıyla istikrarlı bir değişim ortamını sürdürmek amacıyla dolara gayri resmi sabit tutturdu.

Küreselleşme, üretim sürecinin farklı kısımlarını (ve bundan elde edilen farklı kazanımları) birçok farklı ülkenin vatandaşları arasında bölüştürür ve bunu Keynes'in zamanında olduğu kadar bugün de yapmıştır. Bunu yaparken, toplam refahı artırabilir ve yatırımcılara ve küreselleşmiş pazarlarda para kazanmak için en iyi konumdakilere kesinlikle yardımcı olur. Ama aynı zamanda, üretimle ilgili kararları yalnızca "bazı finansal hesaplamalara" göre alınabilecekleri ve işler kötüye giderse doğrudan bir siyasi çarenin bulunmadığı bir alana taşıyarak, piyasayı siyasetin üzerine yükseltmek gibi bir sonucu da vardır. Bu gerçeği düşünmek, Keynes'in küresel ekonomik entegrasyon konusunda temkinli olmasına yol açtı: "Bu nedenle, uluslar arasındaki ekonomik karışıklığı maksimize edenlerden ziyade en aza indirenlere sempati duyuyorum."⁴³

1.8. Para Sistemleri

1.8.1. Otomatik Altın Standardı

Altın standardı, 19. Yüzyıldan başlayarak I Dünya savaşı'nın sonuna kadar devam etmiştir. Altın standardı, Amerika ve Avrupa'dan uygulanmış bir para sistemi idi. Altın standardı, Altın sikke veya Tek metal para sistemi olarak bilinmektedir. Merkantilizm yerine liberal ekonomi görüşü, Altın standardı döneminde itibar kazanmıştır.

Altın standardı, her hangi bir ülkenin para birimi değerinin doğrudan altına bağlı olan parasal sistemidir. Ülkeler, altın standardı döneminde kendi para birimlerini altına değiştirmeyi onaylamışlardır.

Her hangi bir ülke altın standardını kullandığı zaman, bir altın için sabit bir fiyat belirlemektedir. Bununlada, alım ve satım işlemleri o ülkede, bu belirlenen fiyat üzerinden yapılmaktadır. Para biriminin değerini belirlemek için altına sabit bir fiyat

⁴³ Arslan, M. Oguz. "Küresel Keynesçilik ve Küresel Ekonomik Kriz/Global Keynesianism and Global Economic Crisis." Ege Akademik Bakis 10.4, 2010, s. 1231.

konulmaktadır. Örneğin, ABD altın başına fiyatı 300\$ olarak belirlerse, bu zaman doların sabit olduğu değer bir altının 1/300 – ü olacaktır.

Altın standardını 1821 yılında resmi olarak kabul eden ilk ülke İngiltere olmuştur. 1900 yıllarına gelindiği zamanlarda gelişmiş ülkelerde altın standardını benimsedi. Altın standardına katılan en son ülke ise Amerika Birleşmiş Devletleri olmuştur. Altın standardının en yüksek dönemleri 1871 – 1914 yılları oldu. 1914 yılında yaranan Büyük Savaş nedeni ile, durum değişmiştir.

Altın standardını 1931 yılında İngiltere kullanmayı bıraktı. ABD ise 1933 yılından takipte kalsada, 1973 yılında tamamen altın standardını bırakan ülkeler sırasına girdi. Altın standardı çökümünden sonra onun yerini itibari para tutmuştur. Ödeme aracı artık itibari para olmuştur. Örneğin, ABD'nin itibari parası dolar ise, İngiltere'nin itibari parası pound olmuştur.

1.8.2. Bretton Woods Sistemi

Bretton Woods para yönetimi sistemi, 1944 yılında Bretton Woods anlaşması'ndan sonra Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Batı Avrupa ülkeleri, Avustralya ve Japonya arasındaki ticari ve finansal ilişkilerin kurallarını belirledi. Bretton Woods sistemi, bağımsız ülkeler arasında parasal ilişkileri düzenlemeyi amaçlayan ve müzakere edilmiş para rejiminin ilk örneklerindendir. Bretton Woods sistemi, ülkelerin para birimlerinin ABD dolarına dönüştürülebilirliğini sabit parite oranlarının% 1'i içinde garanti etmelerini gerektiriyordu. Yabancı hükümetler ve merkez bankaları için külçe altına dönüştürülebilir dolar, troy ons ince altın başına 35 ABD Doları (veya dolar başına 0.88867 gram ince altın) olarak kabul edilmiştir. Ayrıca, gelecekteki rekabetçi devalüasyonları önlemek için ülkeler arasında daha fazla işbirliği öngördü ve böylece döviz kurlarını izlemek ve ödemeler dengesi açığı olan ülkelere rezerv para birimleri ödünç vermek için Uluslararası Para Fonu'nu (IMF) kurdu.⁴⁴

⁴⁴ Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter M. Garber. "An essay on the revived Bretton Woods system.", 2003.

II. Dünya Savaşı devam ederken uluslararası ekonomik sistemi yeniden inşa etmeye hazırlanan 44 Müttefik ülkenin tamamından 730 delege, Bretton Woods Konferansı olarak da bilinen Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı için Bretton Woods, New Hampshire, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Mount Washington Hotel'de toplandı. 1944 yılının 1-22 Temmuz tarihlerinde görüş yapılmış ve bu delegeler Bretton Woods anlaşmasının son gününde imzalanmıştır. Bu anlaşmalar, kurallar ve kurumlar sistemi oluşturarak Uluslararası para sistemini düzenlemekte ve aynı zamanda, İMF'yi ve Uluslararası Yeniden Yapılandırma ve Kalkınma Bankası'nı (IBRD) oluşturmuştur. Dünya altınının üçte ikisini kontrol altına alan ABD, Bretton Woods sisteminin hem altın, hem de ABD doları üzerinde durmasını talep etti. Konferansa Sovyet temsilcileri katılsada, sonrasında yaratmış oldukları kurumların "Wall Street'in şubeleri" olduğunu iddia ederek nihai anlaşmaları onaylamayı reddettiler. 1945 yılında, yeterli sayıda ülkenin bu anlaşmaya onay vermesi sonucunda faaliyete geçmiştir. Barry Eichengreen'e göre, Bretton Woods sistemi üç faktör nedeniyle başarılı bir şekilde işledi: "düşük uluslararası sermaye hareketliliği, sıkı finansal düzenleme ve ABD ile doların baskın ekonomik ve finansal durumu." ⁴⁵

Bretton Woods sisteminin siyasi temeli, Birinci dünya savaşının ardından yaranan ekonomik sorunlarla mücadelenin zorlaşması ile iki dünya savaşının birleşik deneyimleri ve gücün devlette çok az oranda toplanmasında yer almaktadır.

Güçlü ülkeler arasında, savaşlar arası dönemde döviz kurlarının koordine edilmemesinin siyasi gerilimleri daha da kötüleştirdiği konusunda yüksek düzeyde bir anlaşma vardı. Bu, Bretton Woods Konferansı tarafından varılan kararları kolaylaştırdı. ⁴⁶ Dahası, Bretton Woods'taki tüm katılımcı hükümetler, savaşlar arası dönemin parasal kaosunun birçok değerli ders verdiği konusunda hemfikir idi.

Bretton Woods sistemindeki planlamacılar, I. Dünya Savaşından sonra Versay Antlaşması'nın tekrarlanmasına karşı idiler. I. Dünya Savaşı'ndan sonra İngiltere, ABD'ye, savaş sürecinde müttefikleri olan Fransa'yı desteklemek için

⁴⁵Bordo, Michael D., and Barry Eichengreen, eds. A retrospective on the Bretton Woods system: lessons for international monetary reform. University of Chicago Press, 2007.

⁴⁶ Bordo, Michael D. The operation and demise of the Bretton Woods system; 1958 to 1971. No. w23189. National Bureau of Economic Research, 2017.

kullanmış olduğu fonları geri ödeyemediği için yüksek miktarda borçlanmıştı. Müttefikler İngiltere'ye geri ödeme yapamadığı için İngiltere ABD'ye karşı olan borcunu kapatamadı. Versay'da Fransızlar, İngilizler ve Amerikalılar için çözüm, Almanya'nın borçları için ücret talep etmesini gerektiriyor gibi görünüyordu. Eğer Almanya'ya yönelik talepler gerçekçi değilse, Fransa'nın İngiltere'ye, İngiltere'nin de ABD'ye geri ödeme yapması mümkün değildi. Bu yüzden, uluslararası banka bilançolarında yer alan birçok "varlık" gerçek anlamda 1931 yılında bankacılık krizi nedeni ile ortaya çıkan kurtarılamaz kredilerdi. Alacaklı ülkelerin Müttefik savaş borçlarını ve tazminatlarını ödeme konusundaki tavizsiz ısrarı, tecrit eğilimi ile birleştiğinde, uluslararası finansal sistemin çökmesine ve ülkeler arasında ekonomik bir krize sebep oldu. Devam eden krizin ardından ortaya çıkan sözde "komşuna dilenci" politikaları, bazı ticaret yapan ülkelerin rekabet güçlerini artırmak (yani ihracatı artırmak ve ithalatı azaltmak) için para birimi devalüasyonlarını kullanmasına neden oldu, lakin son araştırmalar bu fiili enflasyonist politikanın dünya fiyat seviyelerindeki daraltıcı güçlerin bir kısmının dengelenmesi muhtemeldir.⁴⁷

1920 yıllarında, uluslararası finansal sermaye akışları yükseliş göstermiş ve bir çok Avrupa ülkeleri ve ABD'de ödemeler dengesinde aşırı yükselişlere neden olmuştur. 1930 yıllarında, dünya piyasaları yatırım hacmi ve uluslararası ticarete yaranan engelleri hiç bir zaman aşmadı. On yılın ilk yarısında, yurtiçi ithal ikamesini teşvik etmek, yurtiçi ihracatı artırmak ve yabancıları çekmek için çeşitli anarşik ve genellikle kendi kendine yeterli, korumacı ve neo-merkantilist ulusal politikalar belirli kategorileri doğrudan etkileyerek tutarsız ve kendini yenilgiye uğratacak bir şekilde çalıştı. Küresel merkez bankacıları durumu yönetmek için birbirleri ile görüştüler, ancak durumu anlamaları ve uluslararası iletişim kurmadaki zorluklar yeteneklerini engelledi. Çıkarılacak ders, sadece sorumlu merkez bankacılarına sahip olmanın yeterli olmadığıydı.⁴⁸

⁴⁷ Igwe, Isaac OC. "History of the international economy: The Bretton Woods system and its impact on the economic development of developing countries." Athens JL 4, 2018, s. 105.

⁴⁸ Panic, Mica. "The Bretton Woods system: concept and practice." Globalization and National Economic Welfare. Palgrave Macmillan, London, 2003, s. 228-244.

1971 yılı 15 Ağustos tarihinde Amerika Birleşik Devletleri, ABD dolarının altına dönüştürülebilirliğini ve aynı zamanda Bretton Woods sistemini sona erdirdi ve doları itibari bir para birimi haline getirdi. ABD’i bu duruma getiren sebep, dış ticarete büyük oranda açık verilmesi ile borçlu ülkeler sırasına girmesi oldu. Kısa bir zaman sürecinde, birçok sabit para birimi de serbest dolaşımda hale geldi. 1973 yılında Bretton Woods sistemi sona erdi ve ondan sonraki dönem, dalgalı döviz kurları ile karakterize edilmiştir.

1.8.3. Uluslararası Para Fonu (İMF)

Uluslararası Para Fonu (IMF), merkezi Washington, D.C.'de bulunan ve 190 ülkeden oluşan uluslararası bir finans kuruluşudur. Belirtilen misyonu "küresel parasal işbirliğini teşvik etmek, finansal istikrarı güvence altına almak, uluslararası ticareti kolaylaştırmak, yüksek istihdamı ve sürdürülebilir ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve dünyadaki yoksulluğu azaltmak için çalışmak" tır. 1944 yılında kurulan, 27 Aralık 1945 yılında Bretton Woods Konferansı'nda esas olarak Harry Dexter White ve John Maynard Keynes'in fikirleriyle başlayan, 1945 yılında 29 üye ülke ve uluslararası para sistemini yeniden inşa etme hedefiyle resmen ortaya çıktı. Artık uluslararası finansal krizlerin ve ödemeler dengesi zorluklarının yönetiminde merkezi bir role sahip olmuştur. Ülkeler, ödemeler dengesi sorunu yaşayan ülkelerin borç alabileceği bir kota sistemi aracılığıyla bir havuza fon sağlamaktadır.⁴⁹

IMF, fon ve istatistik ve analizlerin toplanması, üyelerinin ekonomilerinin gözetimi ve belirli politikalara olan talep gibi diğer faaliyetler aracılığıyla, üye ülkelerinin ekonomilerini iyileştirmek için çalışır. Örgütün Anlaşma Maddelerinde belirtilen hedefleri şunlardır: uluslararası parasal işbirliğini, döviz kuru istikrarını, uluslararası ticareti, yüksek istihdamı, sürdürülebilir ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve mali zorluk içindeki üye ülkeler için kaynak sağlamak. IMF fonları iki ana kaynaktan oluşmaktadır: kotalar ve krediler. Üye ülkelerin bir araya getirilmiş fonları olan kotalar, IMF fonlarının büyük kısmını oluşturmaktadır. Üyelerin dünyada sahip

⁴⁹ Steinwand, Martin C., and Randall W. Stone. "The International Monetary Fund: A review of the recent evidence." The Review of International Organizations 3.2, 2008, s. 123-149.

oldukları ekonomik ve finansal önemine bağlı olarak kotasının büyüklüyü bilinmektedir. Ekonomik önemi yüksek olan ulusların daha büyük kotaları vardır. Kotalar, IMF'nin kaynaklarını özel çekme hakları şeklinde artırmanın bir aracı olarak periyodik olarak artırılmaktadır.

IMF, 1945 yılı 27 Aralık tarihinde 29 ülkenin Anlaşma Maddelerini onaylaması ile ortaya çıkmıştır. IMF, 1946 yılının sonlarında 39 üyeye ulaşmıştır. 1 Mart 1947 yılında IMF finansal faaliyetlerine başladı. 8 Mayıs tarihinde Fransa IMF'den borç alan ilk ülke olmuştur.⁵⁰

IMF, uluslararası ekonominin önemli örgütlerinden biriydi. Tasarımı, sistemin uluslararası kapitalizmin yeniden inşasını, insan refahının ve gömülü liberalizm olarak da bilinen ulusal ekonomik egemenliğin maksimize edilmesiyle dengelemesine izin verdi. Daha fazla üye oluşturarak, IMF, küresel ekonomideki etkisini önemli bir ölçüde artırdı. Artış, özellikle, Sovyetler Birliği'nin 1991 yılında dağılmasını yansıtıyordu, çünkü Sovyet etki alanındaki bir çok ülke IMF'ye katılmadı.⁵¹

Bretton Woods döviz kuru sistemi, ABD hükümetinin ABD dolarının altına dönüştürülebilirliğini askıya aldığı 1971 yılına kadar hüküm sürdü. Bu Nixon Şoku olarak bilinmektedir. IMF anlaşma maddelerinde değişiklikler 1976 yılında Jamaika Anlaşmaları ile onaylandı. Daha sonra 1970 yılında, büyük ticari bankalar devletlere borç vermeye başladı çünkü petrol ihracatçıları tarafından yatırılan nakit parayla doluydular. Sözde para merkezi bankalarının borç vermesi, IMF'yi küresel finansal yönetime geri getiren bir krize neden olan bir dünya durgunluğunun ardından IMF'nin 1980 yılında rolünü değiştirmesine sebep oldu.

⁵⁰ Reinhart, Carmen M., and Christoph Trebesch. "The international monetary fund: 70 years of reinvention." *Journal of Economic Perspectives* 30.1, 2016, s. 3-28.

⁵¹ Gabor, Daniela. "The International Monetary Fund and its new economics." *Development and Change* 41.5, 2010, s. 805-830.

İKİNCİ BÖLÜM

2.1. Para Politikasının Amaçları

Para politikasının kötü yanlarından biri, maliye ve vergi politikalarından farklı olarak, aktarım mekanizmaları aracılığıyla ekonomi üzerindeki etkisini dolaylı yolla belirlemektedir. Bildiğimiz üzere, para politikası merkez bankasının sorumluluğundadır. Merkez bankası, kredilerini arttırmak veya azaltmak için ticari bankalar üzerinde sık - sık dolaylı olarak etki yapmaktadır. Bu durum parasal dolaşımın güçlendirilmesi, finansal istikrar, yatırımın genişlemesi ve ülkedeki ekonomik büyümeye katkıda bulunur.

Kısaca, para politikasının amaçları aşağıdaki gibidir:⁵²

1. Ekonomideki döngüsel dalgalanmaların azaltılması
2. Enflasyonu kontrol altına almak ve onu azaltmak
3. Yatırımı teşvik etmek
4. Tam istihdamı sağlamak
5. Ekonomik büyüme oranlarının düzenlenmesi
6. Ödemeler dengesinin istikrarını sağlamak

Yukarıdaki başlıkları aşağıda verilen başlıklar ile geniş bir şekilde inceleye biliriz:⁵³

1. Fiyat İstikrarı
2. Yüksek istihdam
3. Ekonomik büyüme
4. Finansal piyasalarda istikrar
5. Faiz oranı istikrarı
6. Döviz piyasalarında istikrar

⁵² “Para politikasının amaç ve araçları”, (Çevrimiçi) <https://anlikdoviz.co/makale/para-politikasi-araclari-kim-tarafindan-uygulanir.html>, 04.07.2021.

⁵³ Zeki Tüyen, “Türkiyede Para Politikalarının Geleceği”, Gümrük ve Ticaret Dergisi, 2014, s. 22.

2.1.1. Fiyat İstikrarı

Para politikasının temel amaçlarından biri fiyat istikrarını, yani, devamlı olarak düşük olan enflasyonu korumaktır. İnsanların yaşaması ve iş yapması için fiyat istikrarı önemli bir unsurdur.

Ekonomik birimlerin kararlarını verirken (yatırım, tasarruf ve tüketim gibi konularda) fiyat düzeyindeki değişiklikleri göz ardı etmesi durumuna, fiyat istikrarı denmektedir. Enflasyonun, gelişmekte olan ülkelerde %5'lik oranı normal karşılanırken, gelişmiş ülkelerde enflasyonun %1-2'lik oranı fiyat istikrarını sağlamaktadır.

Fiyat istikrarı enflasyon ve deflasyon şeklinde oluşa bilir.⁵⁴ Süreç içerisinde ortamdaki para miktarının artması ve satın alınabilecek şeylerin fiyatlarının devamlı olarak artış göstermesi durumuna enflasyon denmektedir. Ekonomide, genel fiyat seviyesinin belirli bir süre boyunca devamlı olarak düşüş eğilimi izlemesi durumuna ise, deflasyon denmektedir. Enflasyon ve deflasyona genel olarak baktığımız zaman, her ikisinin de ekonomi üzerinde yıkıcı ve istikrarsızlaştırıcı etkileri vardır. Fiyat istikrarını sağlamak için, Merkez Bankası bu karşısında bazı önlemler almaktadır. Oluşan bu durum ve Merkez Bankası'nın sağlamaya çalıştığı önlem, fiyat istikrarının sabit kalması değil, dalgalanmanın enflasyon ve deflasyon açısından minimum seviyede olması ve dengenin korunmasıdır.⁵⁵ Başka bir deyişle, amaç, paranın satın alma gücünü sabit tutmaktır.

Fiyat istikrarını sağlamak, gelişmiş ülkelerde daha önemli bir amaç durumuna gelmiştir. Bunun aksine, gelişmekte olan ülkelerde tam bir uzlaşa sağlanamamıştır. Çünkü, gelişmekte olan ülkelerde, bazı hedefler yani, yüksek istihdam, ekonomik büyüme ve finansal piyasaların istikrarını sağlamak için her zaman önem arz etmiştir. Oluşan bu durum, para politikasının tek amacı olan fiyat istikrarının belirlenmesinde, Merkez Bankası ve hükümetin ortak karara varmasını zor bir hale getirmektedir.

⁵⁴ Sefa Işık, “2008 Küresel Ekonomik Kriz sonrası Türkiye’de uygulanan yeni Para Politikası stratejisi ve sonuçları”, İstanbul Üniversitesi yüksek lisans tezi, 2015, s. 18.

⁵⁵ TCMB, “Fiyat istikrarı ve enflasyon”, 08.2021.

Fiyat istikrarı:

1. Yerel para birimindeki tasarrufların ve geliri öngörülemeyen değer kaybından korur. Bu, hem yaşam standartlarını korumaya, hem de günlük ve uzun vadeli harcamaları daha güvenli bir şekilde planlamaya olanak tanır.
2. Geliri düşük olan vatandaşları korur. Düşük gelirli vatandaşlar genellikle ucuz temel ürünleri satın almaktadır. Sürekli olarak düşük enflasyon, tüketim seviyesinin korunmasına izin verir.
3. İş için finans ve yatırım planlamışını basitleştirir.
4. Ulusal para birimine olan güveni artırır. Hem de, ekonomideki yükümlülüklerin ve varlıkların değerini düşürmek için koşullar yaratır. Bu da dış koşullardaki değişikliklerin ekonomi üzerindeki etkisini azaltır.

2.1.2. Yüksek (Tam) İstihdam

Para politikasının önemli amaçlarından olan yüksek istihdam, iki nedenden ortaya çıkmaktadır:⁵⁶

1. Yüksek işsizlik. Bu durum mutsuz insan topluluğunun yaranmasına neden olmaktadır.
2. Yüksek işsizlikten doğan, işgücü ve kaynakların atıl kalması. Bununla beraber, milli gelir seviyesinin önemli şekilde düşük olmasına yol açmaktadır.

Yüksek istihdam durumunda, yüksek anlamda hangi seviyenin kabul edildiğini belirlemek zordur. İlk bakışta, ekonomideki sıfır işsizlik durumu bu seviyeyi gösteriyor şeklinde görünebilir. Lakin, oluşan bu durum işsizlik türleri olarak adlandırılan yapısal ve friksiyonel işsizliği göz ardı eder. Friksiyonel işsizlik, geçici bir süreliğine işçilerin her hangi sebepten dolayı veya daha iyi iş arama nedeni ile işsiz kalması durumuna denilmektedir. Yapısal işsizlik ise, işçinin becerileri ile iş gereksinimlerinin uyumsuzluğundan dolayı yaranan işsizlik durumuna denmektedir.

⁵⁶ Gökçen Çınar Mustafaoğlu, “Para Politikası araçlarının ekonomi üzerindeki rolü ve Türkiye uygulaması”, Trazya Üniversitesi yüksek lisans tezi, 2019, s. 28-29.

Bu nedenle, yüksek istihdam hedefi sıfır işsizlik değildir. Lakin, yüksek istihdam emek arz ve talebinin dengede olduğu tam istihdam doğrultusunda sıfırın üstündedir. Bu seviye, doğal işsizlik oranı şeklinde ifade edilmektedir.

Ekonomide maksimum verimliliği sağlayacak tüm kaynakların üretimde olmasına, genel anlamda tam istihdam denmektedir. Yalnız doğal kaynaklara sahip olmakla, verimliliğin maksimum olduğu söylenemez. Çünkü, verimliliğin maksimum olması için, yalnız bu yetmiyor. Onunla birlikte, bu kaynaklarla çalışan faktörlerinde olması gerekiyor. Bu faktörler; tüm sermaye, emek, sermaye sahipleri ve doğal kaynaklar üretimde çalışmalı ve azami emekte hiçbir üretim faktörü engellenmemeli ve üretimden dışlanmamalıdır.

Kısaca, tam istihdam iş gücüdür. Yani, çalışma çağındaki her bireyin çalışması, üretimde yer bulması ve ekonomiye girmek için sahip olduğu kapasite söz konusudur.

2.1.3 Ekonomik Büyüme

Belirli bir süre aşamasında, ekonomide üretilen mal ve hizmetlerin toplam parasal değerine ekonomik büyüme denir. Kısaca, ülkenin kişi başına düşen geliri pozitif olarak artmaktadır. Lakin, tamamen kişi sayına ve devlet gelirine bağlı olmayarak bir artış göstermektedir. Gelir ve insan sayına göre bir büyüme hedeflenirse, bu gerçek bir büyüme sağlamayacaktır. Bunu nominal büyüme olarak adlandırabiliriz. Para kurları, emtia kurları, enflasyon ve deflasyon yıl boyunca değişebileceğinden, bu durum kişi başına net geliri göstermez.

Gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik büyüme 3 sebepten dolayı önemli bir hedeftir:⁵⁷

1. Refah düzeyini korumak için, ekonomide Gayri Safi Milli Hasıla'nın (GSMH) reel bir atışın en az nüfus artış hızında olması gerekir;
2. Zamanla, toplumlar refah düzeyinin artış göstermesine istekli olduğundan, nüfus artış oranından, büyüme hızının fazla olması gerekmektedir;

⁵⁷ Sefa Işık, a.g.e., s. 19-20.

3. Gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelerle yaşam standartları arasında büyük farklar olduğundan, gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları gelişmiş ülkelerin büyüme oranının üzerinde olursa, bu açıkları kapatabilirler.

2.1.4 Finansal Piyasalarda İstikrar

Para politikası için önemli amaçlarından biri, finansal piyasaları istikrara kavuşturmadır. Çünkü, finansal piyasaların istikrarsızlığından kaynaklanan finansal krizler ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, bu durum verimli yatırımlara tasarrufların yönlendirilmesi engellenmekte ve toplam harcamalardaki düşüşle ekonomik durgunluğa neden olmaktadır.

Parasal sistemler, kurumlar, anlaşmalar vb. finansal sistem denilince akla gelen ifadelerdir. Bu ifadelerin işbirliği halinde, genel istikrar sağlanmaktadır. Finansal sistemlerde, hassas bir uyuma sahip kişi (kişilerin) veya kurumların eşzamanlı hareketleri, istikrarın sağlanması veya sağlanabilmemesi durumunu göstermektedir. Finansal sistemin yalnız kendisinin sorunsuz çalışması yeterli değildir. Aynı şekilde, finansal sistem ile beraber, onun alt sistemleri de sorunsuz çalışmalıdır. İstikrarlı bir finansal sistemin, olumlu yönde ekonomik performansına etkileri olmaktadır. Aksine olarak, istikrarsız bir finansal sistemin olumsuz yönde etkileri olacaktır.

Merkez Bankası, finansal sistemde istikrarı sağlamak amacıyla almış olduğu önemli görevler aşağıdakilerdir:⁵⁸

1. Finansal istikrar için risk oluşturabilecek makroekonomik ve yapısal gelişmelerin belirlenmesi ve izlenmesi;
2. Diğer kurumlarla beraber bir şekilde hareket ederek finansal istikrar için risk olabilecek durumlara karşı tedbirlerin görülmesi;
3. Finansal sektörün ve gereken durumlarda kuruluşların finansal istikrar için etkinliğini ve sağlamlığının izlenmesi;
4. Ülkemiz için, finansal istikrarın uluslararası bağlamda hareketlerinin incelenmesine ve değerlendirilmesine ciddi bir önem verilmektedir.

⁵⁸ TCMB, Merkez Bankası ve Finansal İstikrar, 08.2021.

2.1.5 Faiz Oranı İstikrarı

Faiz, kişinin (kişilerin) veya kurumların kullanımı karşılığında, banka veya benzeri yerden borç olarak alınan paranın kullanılması karşılığında ödenen ücrettir.⁵⁹ Faiz, hatta kar bırakabilir ki, bu durum bazı koşullar altında değişebilir. Ekonomiyi doğrudan etkileyen durumlara uygun olarak faiz oranları hesaplanmaktadır. Merkez Bankası'nın kararları ve uygulamaya koyduğu politikalar çerçevesinde faiz oranlarını belirleyen unsurlar modellenmektedir.

Kişilere veya kurumlara, bankalar veya benzeri yerler tarafından para getirmek için ödünç verilen varlıklardan elde edilen gelire faiz denmektedir. Burada elde edilen gelirin yüzdesine ise, faiz oranı denmektedir.

Bu bağlamda diğer önemli soru, faiz oranlarının nasıl hareket edeceğidir. Bu değişimden, yatırımcılar daha çok etkilenmektedir. Yatırımların işleyişi, faiz oranlarının olumlu ve olumsuz etkileri tarafından değişiklik göstermektedir.

Üretim, tüketim miktarı, istihdam, ekonomik denge ve bunlar gibi bir çok hususlar sonucunda ülkede oluşan enflasyon veya deflasyon belirlenir ve bir veya daha fazla politika sonucunda faiz oranlarına karar verilir. Alınan kararlara istinaden, faiz oranlarını yükselten veya düşüren politikalar uygulanmaktadır. Faiz oranlarındaki değişiklikler, vatandaşlara ve yatırımcılara etki etmektedir.

2.1.6 Döviz Piyasalarında İstikrar

Ülkenin dış ticaret üzerindeki rekabetine, ulusal paranın değerindeki hareketlilik etki etmektedir. Örnek olarak, aşırı değerli ulusal para, ülkenin ihraç mallarının nispeten pahalı olmasına sebep olurken, ithal malların nispeten düşük fiyatlı olmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, yerli paranın değerli olması, ithalatı teşvik ederken, ihracatı caydırır ve dış ticaret dengelerine etki eder. Ticari ve finansal faaliyetlerin kolay şekilde planlamasının yapılması, döviz piyasalarında sağlanan

⁵⁹ Gökçen Pınar Mustafaoğlu, a.g.e., s. 27 – 28.

istikrara bağılıdır. Para politikasının amaçlarından biri, ulusal paranın yabancı paraya karşı istikrarını sağlamaktan ibarettir.

2.2 Para Politikasının Araçları

Para politikasının uygulamasına yönelik araçların seçimi ve kullanımı, her şeyden önce, ekonomik kalkınmanın belirli bir aşamasında merkez bankasının çözmesi gereken görevler dizisi tarafından belirlenir. Belli bir araç kombinasyonunun kullanımı, devletin genel ekonomik politikasının önceliklerine ve yönüne, ekonominin açıklık derecesine, mevcut geleneklere ve belirli görevlere bağılı olarak değişir. Para politikasının araçlarını 2 başlık altında toplamak mümkündür:

1. Doğrudan para politikası
2. Dolaylı para politikası

2.2.1. Doğrudan Para Politikası

Doğrudan yöntemler, her şeyden önce, merkez bankasının para arzının hacmine ve finansal piyasada hakim olan fiyata ilişkin direktifleri şeklinde uygulanan idari yöntemlerdir.

2.2.1.1. Faiz Oranı Ayarlaması

Merkez bankası, iskonto oranını değiştirerek faiz oranlarını etkileyebilmektedir. İskonto oranı, merkez bankasının kısa vadeli krediler için bankalara uygulamış olduğu faiz oranıdır. Örnek olarak, bir merkez bankası iskonto oranını yükselttiği zaman, bankaların borçlanma maliyetide yükselecektir. Sonrasında ise bankalar müşterilerine uygulamış oldukları faiz oranını yükseltecektir. Bununla ekonomide borçlanma maliyeti yükselecek ve para arzı azalacaktır.

2.2.1.2. Kredi Tavanları

Belirlenen enflasyon hedefleri dahilinde, genellikle kredi tavanları hükümet ve ekonomik kanallara açılan toplam kred büyümesini hesaplamak için kullanılır. Merkez Bankaları verdikleri kredilere, ticari bankaların farklı ekonomik faaliyetler

için bazı kısıtlamalar yapa bilir. Sektörlerde kredi limitleri yüksek tutularak, bu sektörlere krediyi teşvik etmeyi ve yönlendirmeyi amaçlamaktadır. Kredi tavanı limiti banka düzeyinde de uygulanabilir. Bu limitler mevcut krediler, borçlular, bankaların sermayesine ve banka mevduatlarına uygun belirlenmektedir.

2.2.1.3. Disponibilite Uygulaması

Bankaların likiditesini ve özkaynak yapısını düzenleyen disponibilite uygulaması, önemli bir araçtır. Bu nedenle bankaların finansman maliyetleri artmaktadır. Aksi takdirde bankaların finansman maliyetleri düşecektir. Disponibilite uygulaması, bankalara hareket alanı bırakmayan (tüm yükümlölükler dahil) doğrudan bir araç, bankalara kaçınacak alan bırakarak (bazı yükümlölükler dahil) dolaylı bir araçtır.

2.2.2. Dolaylı Para Politikası

Dolaylı yöntemlerin kullanılması, ekonomik birimlerin davranışlarının piyasa yöntemleriyle motivasyonunu etkilediğinden, piyasa ekonomisi sisteminin bozulmasına yol açmaz. Bu yöntemlerin etkinliğı, doğrudan para piyasasının gelişme derecesine bağılıdır. Doğrudan etki yöntemlerinin aksine, kullanımlarının sonuçları daha az tahmin edilebilir, ayrıca karakteristik önemli bir zaman gecikmesidir.

2.2.2.1. Zorunlu Karşılıklar Politikası

Merkez bankaları genellikle ticari bir banka tarafından tutulması gereken minimum rezerv miktarını belirler. Merkez bankası gerekli miktarı değıştirerek ekonomideki para arzını etkileyebilir. Para otoriteleri zorunlu karşılık tutarını arttırırsa, ticari bankalar müşterilerine ödünç vermek için daha az para bulur ve dolayısıyla para arzı azalır.

Ticari bankalar rezervleri kredi vermek veya yeni işletmelere yatırım yapmak için kullanamazlar. Ticari bankalar için kaçırılmış bir fırsat olduğu için merkez bankaları onlara rezerv faizi ödüyor. Faiz, IOR veya IORR (rezerv faizi veya zorunlu rezerv faizi) olarak bilinir.

2.2.2.2. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankası, para arzını etkilemek için hükümet tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri satın alabilir veya satabilir. Örneğin, merkez bankaları devlet tahvili satın alabilir. Sonuç olarak, bankalar ekonomideki borç verme ve para arzını artırmak için daha fazla para elde edeceklerdir.

2.2.2.3. Reeskont Oranları

Merkez bankaları tarafından, bankaların portföyünde bulunan senetlerin iskonto edilmesi durumuna reeskont oranları denilmektedir. Bankalar banknotları delirli bir indirimle müşterilerden almakta ve bu banknotları merkez bankalarına sattıklarında tekrar indirime girmektedir. Bu endekste ki bir artış kredinin daralmasına, düşüş ise kredinin genişlemesine neden olmaktadır.

Reeskont oranlarındaki değişiklikler, piyasa faiz oranlarında değişikliklere sebep olur. Kredinin fiyatı faiz oranı olduğu için, reeskont oranlarındaki değişimle bağlantılı olarak piyasa faiz oranlarını ve kredi arz ve talebi etkilemektedir.

2.3 Para Politikasının Türleri

Para politikaları, amaçlarına bağlı olarak 2 yere ayrılmaktadır.⁶⁰

1. Genişletici para politikası
2. Daraltıcı para politikası

⁶⁰ Masuch, Klaus, Huw Pill, and Caroline Willeke. "Framework and tools of monetary analysis." Monetary analysis: tools and applications 117, 2001.

2.3.1. Genişletici Para Politikası

Faiz oranlarını indirerek, merkez bankaları tarafından devlet iç borçlanma senetleri satın alarak ve bankalar için zorunlu karşılıkları azaltarak ekonomideki para arzını yükseltmeyi hedefleyen para politikasıdır. Genişletici bir politika işsizliği azaltmakta, tüketici harcamalarını ve ticari faaliyetleri teşvik etmektedir. Ekonomik büyümeyi desteklemek genişletici para politikasının temel hedefidir. Bununla beraber, yüksek enflasyona da yol açmaktadır.

2.3.2 Daraltıcı Para Politikası

Ekonomideki para arzını düşürmek daraltıcı para politikasının temel hedefidir. Devlet tahvili satarak, faiz oranlarını yükselterek, ve bankalar için zorunlu karşılıkları çoğaltarak hedefe ulaşılabilir. Hükümet enflasyon seviyelerini kontrol etmek istediği zaman daraltıcı para politikasını kullanmaktadır.

2.4. Para Politikası Yaklaşımları

2.4.1. Para Politikasına Keynesyen Yaklaşım

Keynesyenler, para arzı ile klasik para miktarı teorisinden ortaya çıkan fiyat düzeyi arasındaki doğrudan bağlantıya inanmazlar. Ekonominin her zaman reel Gayri safi yurtiçi hasıla'nın doğal seviyesinde veya yakınında olduğu fikrini reddederler, böylece değişim denklemindeki Y sabit olarak kabul edilebilir. Ayrıca, paranın dolaşım hızının sabit olduğu önermesini de reddederler ve kendi durumlarını desteklemek için kanıtlar sunabilirler.⁶¹

Keynesyenler, para arzı ile reel GSYİH arasında dolaylı bir bağlantı olduğuna inanırlar. Genişletici para politikasının bankacılık sistemi aracılığıyla verilen ödünç verilebilir fon arzını artırarak faiz oranlarının düşmesine neden olduğuna inanıyorlar. Daha düşük faiz oranlarıyla birlikte, yatırım ve faize duyarlı tüketim malları

⁶¹ Galí, Jordi. "The New-Keynesian approach to monetary policy analysis: Lessons and new directions." The science and practice of monetary policy today. Springer, Berlin, Heidelberg, 2010, s. 9-19.

üzerindeki toplam harcamalar genellikle artar ve bu da reel GSYİH'nın yükselmesine neden olur. Dolayısıyla, para politikası reel GSYİH'yı dolaylı olarak etkileyebilir.

Ancak Keynesyenler, para politikasının etkinliği konusunda şüpheli olmaya devam ediyor. Bankacılık sisteminin rezervlerini artıran genişletici para politikalarının, bankaların fazla rezervlerini ödünç vermeyi reddede bilecekleri için, para arzının çoklu genişlemesine yol açması gerekmediğine dikkat çekiyorlar. Ayrıca, genişleyici bir para politikasından kaynaklanan düşük faiz oranlarının, firmaların ve hanehalklarının yatırım ve tüketim mallarına yönelik talepleri düşük faiz oranlarına duyarlı olmayabileceğinden, toplam yatırım ve tüketim harcamalarında bir artışa neden olması gerekmez. Bu nedenlerden dolayı Keynesyenler, reel GSYİH üzerinde daha doğrudan bir etkiye sahip olduğunu düşündükleri para politikasının etkinliğine daha az, maliye politikasının etkinliğine daha fazla vurgu yapma eğilimindedir.⁶²

2.4.2. Para Politikasına Monetarist Yaklaşım

1950 yılından bu yana, para politikasının nispeten etkisiz olduğuna dair Keynesyen görüşe karşı çıkan parasalcılık adı verilen yeni bir para politikası görüşü ortaya çıktı. Monetaristler olarak adlandırılan monetarizmin taraftarları, para talebinin istikrarlı olduğunu ve faiz oranındaki değişikliklere çok duyarlı olmadığını savunuyorlar. Bu nedenle, genişletici para politikaları yalnızca hanehalklarının hızla harcayacakları bir para fazlası yaratmaya hizmet eder ve böylece toplam talebi artırır. Klasik iktisatçıların aksine, parasalcılar ekonominin her zaman reel GSYİH'nın tam istihdam düzeyinde çalışmayabileceğini kabul ederler. Bu nedenle, kısa vadede parasalcılar, genişletici para politikalarının toplam talebi artırarak reel GSYİH seviyesini artırmayabileceğini savunuyorlar. Bununla birlikte, uzun vadede, ekonomi tam istihdam düzeyinde çalışırken, parasalcılar klasik miktar teorisinin para arzı, fiyat düzeyi ve reel GSYİH arasındaki bağlantının iyi bir yaklaşıklığı olarak kaldığını ileri

⁶² Gali, Jordi, a.e., s. 13.

sürerler. Uzun vadede, genişletici para politikaları yalnızca enflasyona yol açar ve reel GSYİH düzeyini etkilemez.⁶³

Monetaristler, özellikle para politikasının kötüye kullanılması ve fiyat seviyesinin istikrarsızlaştırılması potansiyeli ile ilgilenirler. Sık sık, Büyük Buhran sırasında Fed'in daraltıcı para politikalarından, o dönemin muazzam deflasyonu için suçladıkları politikalardan bahsediyorlar. Monetaristler, kalıcı enflasyonların (veya deflasyonların) tamamen kalıcı genişletici (veya daraltıcı) para politikalarının neden olduğu parasal fenomenler olduğuna inanırlar. Kalıcı enflasyon veya deflasyon dönemleriyle mücadele etmenin bir yolu olarak, parasalcılar sabit bir para arzı kuralı lehinde tartışırlar. Fed'in para politikasını, para arzının büyüme oranını, ekonominin zaman içindeki reel büyüme oranına eşit bir oranda sabit tutacak şekilde yürütmesi gerektiğine inanıyorlar. Bu nedenle, parasalcılar, para politikasının enflasyona veya deflasyona neden olmadan reel GSYİH'deki artışları karşılamaya hizmet etmesi gerektiğine inanırlar.⁶⁴

2.4.3. Para Politikasına Yeni Klasik Yaklaşım

Modern para politikasının gerçek kökeni, 1880 yılından 1914 yılına kadar geçerli olan klasik altın standardı altında gerçekleşti. Altın standardı, daha önceki iki metalli rejimden evrildi. Altın standardına göre, tüm ülkeler para birimlerini sabit bir altın ağırlığı cinsinden tanımlayacak ve ardından tüm güvene dayalı paralar altına çevrilebilecekti. Merkez bankalarının kilit rolü, altının konvertibilitesini korumaktı. Merkez bankalarının da iskonto oranlarını, ödemeler dengesine dış şoklara uyum sağlamayı hızlandırmak için kullanmaları gerekiyordu, yani "oyunun kurallarına" uymaları gerekiyordu. Ödemeler dengesi açığı durumunda, altın yurtdışına akma ve merkez bankasının altın rezervlerini azaltma eğiliminde olacaktır. Kurallara göre, merkez bankası iskonto oranını yükseltecek. Bu, toplam talebi düşürmeye ve açığı

⁶³ Williamson, Stephen D. "Liquidity, monetary policy, and the financial crisis: A new monetarist approach." American Economic Review 102.6, 2012, s. 2570-2605.

⁶⁴ Williamson, Stephen D. a.e., s. 2584.

dengelemeye hizmet edecektir. Aynı zamanda, faiz oranlarındaki artış, sermaye girişini teşvik edecektir. Fazlalık durumunda bunun tersi politikalar izlenecekti.⁶⁵

Kurallara gerçekten uyulup uyulmadığı konusunda önemli tartışmalar vardır . Merkez bankalarının altın akımlarını sterilize ettiğine ve ayarlama mekanizmasının çalışmasını engellediğine dair kanıtlar var.⁶⁶ Diğerleri, fiyat istikrarı veya istikrarlı faiz oranları veya çıktıyı stabilize etme gibi yerel hedeflere dikkat etti. Ayrıca, büyük merkez bankalarının altın konvertibilitesini sürdürmeye inandırıcı bir şekilde bağlı olduklarından, faiz oranlarını faiz oranı paritesinden saptırmak ve iç hedefleri takip etmek için bir miktar politika bağımsızlığına sahip olduklarına dair kanıtlar da vardır.⁶⁷

Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra altın standardı restore edildi, ancak değişen bir politik ekonomi karşısında - oy hakkının ve örgütlü emeğin genişletilmesi - merkez bankaları tarafından fiyat istikrarı ve istikrarlı çıktının iç hedeflerine daha fazla vurgu yapıldı. Bu nedenle, örneğin yeni oluşturulan Federal Rezerv altın akışlarını sterilize etti ve 1920 yılındaki iki durgunluğu dengelemek için konjonktür karşıtı politikalar izledi.⁶⁸

1929 yılında başlayan bunalım, muhtemelen uygun olmayan para politikasından kaynaklandı. Federal Rezerv, gerilemeyi şiddetlendiren kusurlu reel bono doktrinini izledi ve Fed ve Banque de France tarafından izlenen altın sterilizasyon politikaları, altın standardının ayarlama mekanizmasını büyük ölçüde zayıflattı. Yukarıda bahsedildiği gibi, bunalımdan merkez bankaları sorumlu tutulmuş ve 1950 yılının ortalarına kadar para politikasının notu düşürülmüştür.

⁶⁵ Twinoburyo, Enock Nyorekwa, and Nicholas M. Odhiambo. "Monetary policy and economic growth: A review of international literature." *Journal of Central Banking Theory and Practice* 7.2, 2018, s. 123-137.

⁶⁶ Bloomfield, Arthur Irving. *Monetary policy under the international gold standard: 1880-1914*. Federal Reserve Bank of New York, 1959.

⁶⁷ Bordo, Michael D., and Ronald MacDonald. "Interest rate interactions in the classical gold standard, 1880–1914: was there any monetary independence?." *Journal of Monetary Economics* 52.2, 2005, s. 307-327.

⁶⁸ Meltzer, Allan H. "A Monetary History as a model for historians." *Cato J.* 23, 2003, s. 357.

2.5. Para Politikasının Strateji Hedeflemesi

Dünya çapında ve özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde para politikası stratejileri, açıklanmış esnek döviz kurları politikası ile karakterize edilir. Bunun nedeni, 1990 - lı yılların deneyimlerinin, finansal krizler sırasında merkez bankalarının sabit kurları tutamaması nedeniyle, sabit döviz kurlarındaki eksiklikleri ortaya çıkarmasıdır. Üstelik, spekülasyon saldırıları, yumuşak mandalların kırılmasını zorladı. Bu bölümlerden çıkan sonuç, yalnızca “köşe çözümlerinin” sürdürülebilir olabileceğiydi. Bu görüşe göre, ya sabit ya da saf dalgalı döviz kuru rejimleri spekülasyon saldırıları sürdürebilir.⁶⁹

Para kurulu, dolarizasyon ve parasal birlik gibi sert bir sabitleme altında ulusal merkez bankaları kendi para politikalarını yürütmezler. Ulusal bir merkez bankasının para politikası, çapa ülkenin merkez bankasına veya ortak merkez bankasına bağlıdır ve çıkışlar pek mümkün olmadığından, bu para politikası stratejileri spekülasyon saldırılara karşı dayanıklıdır. Arjantin'deki son kriz, sabit döviz kuru rejimlerinin yüksek risk içerdiğini ve yüksek derecede mali konsolidasyon talep ettiğini ortaya koymuştur.⁷⁰

Saf dalgalı döviz kuru rejimi altında nominal çapa yoktur ve her ulusal merkez bankası kendi politikasını yürütmekte özgürdür. Ancak böyle bir ortamda özellikle yükselen piyasa ekonomilerindeki merkez bankalarının itibar kazanması gerekiyor. Burada en son strateji olarak enflasyon hedeflemesi, finansal piyasaların ihtiyatlı para politikası kriterlerini karşılaması beklenen para politikası için çekici bir çerçeve sağlıyor gibi görünmektedir. Ancak eleştirmenler, bu yeni para politikası stratejisini sadece “muhafazakar vitrin” olarak adlandırıyor⁷¹ veya para politikasına eklenen etiketten bağımsız olarak, döviz kurunun yükselen piyasalardaki makroekonomik kurumlar için ara rejimler talebindeki önemini iddia ediyor.⁷²

⁶⁹ Mishkin, Frederic S. “Monetary policy strategy. Mit press”, 2007.

⁷⁰ Mussa, Michael. “Argentina and the Fund: From triumph to tragedy”, Peterson Institute, 2002.

⁷¹ Hsieh, Chang-Tai, and Christina D. Romer. “Was the Federal Reserve fettered? Devaluation expectations in the 1932 monetary expansion.”, 2001.

⁷² Williamson, John. “The Role of the IMF: A Guide to the Reports”, No. PB00-5, 2000.

2.5.1. Enflasyon Hedeflemesi

1990 yılında enflasyon hedeflemesi giderek daha popüler hale geldi. Pek çok sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankası enflasyon hedefi ilan ederek para politikalarını enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yürüttüklerini iddia ettiler. Uluslararası Para Fonu 2001 yılı sonunda enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkeleri sınıflandırmıştır.

Bofinger bir enflasyon hedeflemesi rejimini merkez bankasının aşağıdaki örtük tepki işleviyle karakterize eder⁷³:

$$i_t = \iota + \gamma \left(\pi_{(t+T|t)} - \bar{\pi} \right)$$

Ortalama kısa vadeli faiz i ile verilir ve geçerli faiz oranına bağlı olan T dönemi için enflasyon tahmini $(\pi_{t+T|t})$ ile verilir. Parametre, merkez bankasının tahmin edilen enflasyonun enflasyon hedefinden sapmasına ne kadar güçlü tepki vereceğini belirtir. Enflasyon hedefinden bu sapma ve ortalama kısa vadeli faiz, birlikte, gerçek faiz oranını, ι belirler. Fiyat istikrarına odaklanmanın para politikasının ve ilişkili kurum olarak merkez bankasının kredibilitesini artıracığı düşünülmektedir. Merkez bankasının tepki fonksiyonunda tek hedef olarak enflasyon, karşıt hedefler arasında çatışmaların ortaya çıkmamasını sağlamalıdır.

Enflasyon hedeflemesi, fiyat istikrarına odaklanmanın yanı sıra kurumsal çerçeveyi vurgulayan bir para politikası stratejisidir. Kurumsal çerçeve bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik üzerine kuruludur. Böyle bir kurumsal ortamın arka planı, sırasıyla Kydland ve Prescott ve Barro ve Gordon tarafından türetilen dinamik tutarsızlık sorunu ve enflasyon yanlılığı sorunudur. Her iki sorun da merkez bankasının istihdamı artırmak için sürpriz enflasyon yaratmaya yönelik teşviklerinden kaynaklanmaktadır. Bu teşvikleri tanıyan rasyonel birimlerin bir

⁷³ Bofinger, Peter, Julian Reischle, and Andrea Schächter. "Monetary policy: goals, institutions, strategies, and instruments", Oxford University Press on Demand, 2001.

sonucu olarak, para politikasını keyfi bir şekilde yürüten merkez bankaları, optimal olmayan yüksek enflasyon oranları ile sonuçlanır.⁷⁴

Rogoff, bu sorunları halktan daha muhafazakar, yani enflasyonu düşük tutmayı daha çok önemseyen bir merkez bankacısı atayarak çözmeye çalışır. Ne yazık ki, bu strateji istihdamda daha yüksek oynaklığa yol açmaktadır.⁷⁵ Walsh ve Svensson, hükümet ile merkez bankası arasında para politikasının amaçları, yani enflasyon hedefleri hakkında sözleşmeler önermektedir. Walsh'ın önerisi, merkez bankasının sözleşmeyi yerine getirmemesi durumunda bir tür ceza talep etmektedir.⁷⁶ Böyle bir kural, belirtilen enflasyon hedef aralığının kaçırılması durumunda merkez bankası başkanının görevden alınabileceği Yeni Zelanda'da uygulanmaktadır. Svensson'un alternatif önerisinde hükümet, enflasyon eğilimi için zaten düzeltilmiş olan merkez bankasına bir enflasyon hedefi atar. Her iki öneride de merkez bankasının “hedef bağımsızlığı” yoktur, ancak “araç bağımsızlığına” sahip olmaya devam etmektedir.⁷⁷ Uygun enstrümanın ne olduğuna ve bu enstrümanın ne zaman değiştirileceğine merkez bankası kendisi karar verir.

2.5.2. Taylor Kuralı

Akademik literatürdeki en yaygın faiz oranı kuralı, Taylor kuralı olarak adlandırılan kuraldır. Taylor (1993), faiz oranını para politikası enflasyonu ve çıktının iki hedefiyle ilişkilendirir.

$$r_t = \bar{r} + b (\pi_t - \bar{\pi}) + c (y_t - \bar{y}_t)$$

İlk olarak Taylor, gerçek para politikasının kurallarla tanımlanıp tanımlanamayacağını yanıtlamaya çalışır. Merkez bankasının para politikasının belirli bir faiz oranı kuralı ile iyi tanımlanabilmesi durumunda, kamuoyu para

⁷⁴ Barro, Robert J., and David B. Gordon. "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy." *Journal of monetary economics* 12.1, 1983, s. 101-121.

⁷⁵ Rogoff, Kenneth S. "Reputational constraints on monetary policy.", 1986.

⁷⁶ Walsh, Carl E. "Recent central-bank reforms and the role of price stability as the sole objective of monetary policy." *NBER macroeconomics annual* 10, 1995, s. 237-252.

⁷⁷ Svensson, Lars. "Monetary policy and inflation targeting." *Research summary, NBER Reporter*, 1997, s. 5-8.

politikasını daha kolay tahmin eder. Taylor öngörülebilirliğin artmasının para politikasının şeffaflığını artırdığı sonucuna varır.

Böyle bir kurala dayalı para politikası tahminine bir örnek olarak Taylor 2001 yılında Bank of England'ın politikasına ilişkin Price Waterhouse Coopersın analizini verir. Bu analizde, Taylor kuralına dayalı koşullu tahminler, merkez bankasının nasıl davranacağını tahmin eder, farklı büyüme senaryolarına tepki verir. Judd ve Rudebusch, Taylor kuralının 1987 yılından beri Greenspan yönetimindeki Fed'in para politikasını özellikle nasıl iyi tanımladığını gösteriyor. Gerlach ve Schnabel, Taylor kuralının Avrupa para birliğinin ortalama faiz oranlarını da iyi tanımladığını bildiriyor.⁷⁸

2.5.3. McCallum Kuralı

McCallum kuralı, GSYİH hedeflemesinde, politika aracı olarak parasal tabanı kullanılmıştır. Parasal tabanı ölçmek ve yayınlamak McCalluma göre zor değildir. Aynı zamanda, politika aracı olarak paranın dolaşım hızıda kullanılmıştır.

McCallum kuralı, aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:⁷⁹

$$\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t + \beta (\Delta x^* - \Delta x_{t-1})$$

Bu denklemde, Δb_t para tabanının büyüme oranı, Δv_t ise geçmiş dört yılın değerlerinin ortalaması ile para tabanının dolaşım hızının büyüme oranı olmaktadır. Δx_{t-1} nominal GSYİH'nin hedeflenen büyüme oranını göstermektedir.⁸⁰ Denklemde bulunan $(\Delta x^* - \Delta x_{t-1})$ nominal gelir açığı olarak gösterilmektedir. β katsayısı ise, nominal GSYİH açığındaki değişimi durumunda parasal tabana yapacağı etkinin boyutunu gösterir. McCallum, bu katsayının sürüklenmeyi hesaba katacak kadar büyük olması gerektiğini, ancak dinamik kararsızlığa neden olacak bir büyüklüğe

⁷⁸ Gerlach, Stefan, and Gert Schnabel. "The Taylor rule and interest rates in the EMU area." *Economics Letters* 67.2, 2000, s. 165-171.

⁷⁹ Hakan Naim Ardor, Serdar Varlık, "İleriye dönük yeni keynesyen para politikası reaksiyon fonksiyonunun tahmini: Taylor Kuralı'nın, McCallum Kuralı'nın, Taylor – McCallum melez Kuralı'nın Türkiye ekonomisinde geçerliliği", *Ekonomik yaklaşım*, 24(89), 45-71, 2014, s. 55.

⁸⁰ A.e. s.55.

sahip olmaması gerektiğini açıklamıştır. 1988 yılı çalışmasında katsayı değerini 0,25 olarak belirlemesine rağmen, 2002 çalışmasında bu değeri 0,5 olarak belirlemiştir.

Enflasyon oranını, π ve GSYİH'nın büyüme oranının uzun vadeli ortalamasını, McCallum'a göre Δx^* temsil etmektedir. Verilen bu değerlere göre, enflasyon oranı %2, GSYİH'nın büyüme oranı %3, Δx^* 'in toplam değeri ise %5 seviyesinde gelirlenmiştir.⁸¹

Parasal tepki katsayısı için yüksek değerler ekonomiyi istikrarsızlaştırmakta, düşük değerler ise para politikası etkinliğini azaltmaktadır.

2.5.4. Parasal Koşullar Endeksi

Parasal koşullar endeksi, bundan böyle MCI, sadece bir çıktı hedefi değil, aynı zamanda döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisini de dikkate alan para politikasının duruşunun bir göstergesidir. Freedman, MCI'yi, çıktının, y'nin reel faiz oranına, r'ye, reel döviz kuruna, q'ya ve diğer değişkenlere bağlı olduğu bir toplam talep ilişkisi varsayımı üzerine inşa eder.⁸²

$$y_t = \alpha r_t + \beta q_t$$

MCI'nin çeşitli ölçüleri mevcut olmasına rağmen, esas olarak bazı nötr seviyelerden, r ve q'dan reel faiz oranı ve reel döviz kuru sapmalarının ağırlıklı bir kombinasyonuna bağlıdır. MCI daha sonra şu şekilde yazılabilir:

$$MCI_t = r_t - \bar{r} - \delta(q_t - \bar{q})$$

MCI, para politikasının duruşunun sadece faiz oranından değil, aynı zamanda döviz kurundan da nasıl etkilendiğini dikkate alır. MCI'deki artışlar daha kısıtlayıcı bir para politikasına karşılık gelirken, MCI'deki düşüşler daha az kısıtlayıcı bir para politikasına karşılık gelir. Merkez bankaları, ekonomiyi vuran ve enflasyon hedefini etkileyen başka hiçbir şokun olmadığı dışsal değişkenlerin tahminlerine dayanarak

⁸¹ Selim Kayhan, "Taylor kural: Teori ve Türkiye üzerine bir uygulama", Erciyes Üniversitesi, Doktora tezi, 2011, s. 84.

⁸² Freedman, Charles. "The role of monetary conditions and the monetary conditions index in the conduct of policy." The Transmission of Monetary Policy in Canada 1, 1996, s. 81-86.

optimal bir MCI, MCI^{opt} yolunu hesaplar. Böylece, gerçek MCI ile MCI^{opt} arasındaki fark, para politikasındaki değişiklikleri motive eder. MCI^{opt} nominal faiz oranı, i_t , gerçek MCI ile optimal MCI'yi eşitlemek için belirlenir.

Bu nedenle faiz oranı belirlenirken döviz kurunun para politikasının duruşuna etkisi dikkate alınmaktadır. Örneğin, faiz oranındaki bir artışın yalnızca doğrudan daha kısıtlayıcı bir para politikasına yol açmadığını, aynı zamanda kapsanmayan faiz oranı paritesi aracılığıyla döviz kurunun değerlenmesine yol açtığını ve bunun da bir para politikasının daha kısıtlayıcı duruşu. Sonuç olarak, her iki kanal da gerçek MCI'yi artırır.

MCI iki nedenden dolayı eleştirilmiştir. İlk olarak, Stevens, faiz oranı ile döviz kuru arasında önerilen takasın kaba bir basitleştirme olduğuna işaret eder. MCI aslında bir para politikası aracı olan faiz oranı ile para politikasının aktarım mekanizması olan döviz kurunun bir karışımıdır. Yabancı faiz oranları verilmişse ve teminatsız faiz oranı paritesi tutulmuşsa, faiz oranındaki herhangi bir değişiklik anında döviz kurunda bir değişikliğe yol açacaktır. Böylece döviz kuruna bakmak gerekli olmayacaktır. Döviz kuru, MCI'de gereksiz olacaktır.⁸³

İkincisi, MCI, döviz kurundaki değişiklikler, yani fiyatlardaki bir değişiklik nedeniyle para politikasının ayarlanmasını önerir. Bu, para politikasının fiyatlardaki değişimin kendisine değil, yalnızca fiyatlardaki bir değişimin altında yatan nedenlere tepki vermesi gerektiği bilgeliğine aykırıdır. Örneğin, yabancı faiz oranlarındaki bir değişiklik, faiz oranı yayılımında bir değişikliğe yol açar. Yeni faiz oranı farkı, yeni bir döviz kuruna yansıtacak ve dolayısıyla MCI'de bir değişikliğe yol açacaktır. Ancak, dış faiz oranlarındaki değişimin verdiği dış para politikasındaki değişiklik, MCI tarafından önerildiği gibi otomatik olarak iç para politikasındaki bir değişikliği haklı çıkarmayabilir. Yerel merkez bankası, yerel para biriminin fiyatındaki değişimden sonuç çıkarıp çıkarmayacağına karar vermelidir.

Eleştirinin ilk noktası, dış istikrarın rolünü, yani örtülü faiz paritesinin tutmadığı ve dolayısıyla döviz kurunun belirlenmesinin o kadar açık olmadığı

⁸³ Berentsen, Aleksander. "Monetary policy implications of digital money." *Kyklos* 51.1, 1998, s. 89-118.

durumu dikkate almıyor. Burada döviz kurunun dengeden sapması merkez bankası için önemli bilgiler içerebilir. Eleştirinin ikinci noktası, merkez bankasının döviz kurunun enflasyon üzerindeki geçişkenliği konusunda biraz deneyimi varsa, uygulamada bu kadar önemli bir sorun olmayabilir. O zaman merkez bankası döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisini bilir ve yeterince tepki verir.

Özetle, MCI para politikasını yönlendirmek için önemli bilgileri toplar. Ancak gösterge, araç ve aktarım mekanizmasının karışımına ve döviz kurundaki değişikliklerin altında yatan nedenlere ilişkin sadeleştirmelerinde riskler içermektedir.

2.6. Para Politikasında İmkansız Üçlem

Politika üçlemi, bir hükümetin uluslararası para politikasına karar verirken karşılaştığı ödünleri ifade eder. Özellikle, politika üçlemi, aynı anda üç hedefe birden sahip olmanın mümkün olmadığını, ancak aşağıdaki üç seçenekten ikisini seçmesi gerektiğini iddia eder:⁸⁴

1. Sermayenin serbest dolaşımı
2. Bağımsız (özerk) para politikası
3. Sabit (yönetilen) döviz kurları

⁸⁴ Aizenman, Joshua. "The impossible trinity—from the policy trilemma to the policy quadrilemma." Global Journal of Economics 2.01, 2013.



Şekil 1. İmkansız Üçlemenin Grafiksel Görünümü⁸⁵

Bu basit diyagram, bir hükümetin aşağıdakiler arasında seçim yapması gerektiğini göstermektedir.

A = Sabit döviz kuru + serbest sermaye hareketliliği

B = Serbest sermaye hareketliliği + parasal özerklik

C = Sabit Döviz kuru + parasal özerklik

Hükümet sabit bir döviz kuru belirler ve sermayenin serbest dolaşımına izin verirse, dış baskılara göre faiz oranlarını değiştirmesi gerekecektir. Örneğin, Birleşik Krallık hükümeti Pound'u Euro karşısında sabit tutmak istiyorsa, hükümetin ECB'ye benzer faiz oranlarını değiştirmesi gerekecektir. Piyasa, Pound'un aşırı değerli olduğunu düşünürse, sermaye İngiltere'den Euro Bölgesi'ne akacak ve Pound üzerinde aşağı yönlü bir baskı yaratacaktır. Bu nedenle, karşılık olarak, Birleşik

⁸⁵ Fatih Cam, "İmkansız üçleme nedir?", (Çevrimiçi) <https://sorhadi.net/d/152801-imkansiz-ucleme-nedir>, 20.08.2021.

Krallık hükümetinin Pound'un değerini ve sabit döviz kuru sabitini korumak için faiz oranlarını artırması (ve sıcak para akışlarını çekmesi) gerekecektir.⁸⁶

B = Serbest sermaye hareketliliği + parasal özerklik

Hükümet parasal özerkliği elde etmek istiyorsa ve sermayenin serbest dolaşımına izin veriyorsa, dalgalı bir döviz kuruna izin vermesi gerekir. Örneğin, hükümet enflasyondan endişe duysa, faiz oranlarını yükseltebilir. Bu yüksek faiz oranları para biriminde değerlenmeye neden olacaktır. Büyümeyi teşvik etmek isteyen ülkeler faiz oranlarını düşürecek, ancak daha düşük faiz oranları ekonomiden sıcak para çıkışına neden olacak ve döviz kurunun düşmesine neden olacaktır.

C = Sabit Döviz kuru + parasal özerklik

Hükümet sabit bir döviz kuruna sahip olmak ve faiz oranlarını da kendi tercihlerine göre değiştirmek istiyorsa, para çıkışını kontrol etmesi gerekir. Örneğin, Çin'in döviz kurunu sabit tutmak istediğini, ancak büyümeyi artırmak için faiz oranlarını düşürmek istediğini varsayalım. Bu durumda Yuan üzerinde aşağı yönlü bir baskı var. Yatırımcılar Çin para birimini satın dolar satın almak istiyor. Ancak Çin hükümeti sermaye akımlarını kısıtlarsa, Çin'in dolar almasını ve ülke dışına para çekmesini engellerse, yapay olarak Yuan'ın değerini yüksek tutabilir.

2.6.1. ERM Krizi

1992 yılında Birleşik Krallık döviz kuru mekanizması içindeydi ve Pound'un değerini D işareti karşılığında sabit tutmaya çalışıyordu. Ancak bu süre zarfında sermayenin serbest dolaşımı vardı. 1992 yılında piyasalar Pound'un aşırı değerli olduğunu hissetti ve bu nedenle yatırımcılar Pound satarak değer düşmesine neden oldu. Buna karşılık, hükümet faiz oranlarını artırdı (bir noktada %15 - e kadar). Ancak faizlerdeki bu artış ekonomiye zarar verdi (derin bir durgunluğa neden oldu). Bu nedenle, Birleşik Krallık hükümeti para politikasının kontrolünü yeniden kazanmak için döviz kurunu yönetmekten vazgeçmeye karar verdi. ERM'den ayrıldılar ve faiz oranları düşürüldü. Bu ekonomik bir toparlanmaya neden oldu.

⁸⁶Jansen, W. Jos. "Inside the Impossible Triangle: Monetary Autonomy in a Credible Target Zone." De Nederlandsche Bank Monetary and Economic Working Paper, 2003, s. 13.

2000 - 2012 döneminde Çin, ihracatı artırmak ve güçlü ekonomik büyümeyi sürdürmek için nispeten zayıf Yuan'ı korumak istedi. Ayrıca büyümeyi sürdürmek için faiz oranlarını nispeten düşük tutmak istiyor. Bu kombinasyonu mümkün kılmak için, Çin vatandaşlarının satın alabileceği döviz miktarını sınırlayan sermaye kontrolleri kurmak zorunda kaldı. Çin, daha serbest piyasa durumuna geçişin bir parçası olarak sermaye kontrollerini kaldırmak istiyor, ancak 2006 – 2012 yılından itibaren ihracatçılar için kötü haber olan Yuan'ın aşırı değer kazanmasından endişe duyuyordu.

2016 yılında Çinliler yine sermaye kontrollerini gevşetmeye çalıştı, ancak bu sefer piyasalar Çin'in büyümesinin zayıflığından endişe duydu ve Yuan düşmeye başladı. Bu, hükümetin sermaye kontrollerini yeniden güçlendirmesine neden oldu.

Gelişmekte olan birçok piyasa, para birimini dolara sabitleyerek düşük enflasyon ve ekonomik istikrar elde etmeye çalışıyor. Yatırımcıların yatırım konusunda güven kazanmalarının ve enflasyonist baskıları önlemenin bir yoludur. Bununla birlikte, gelişmekte olan bir ekonomi para birimini dolar karşısında sabitlediğinde, sermaye özgürlüğünden veya özerk para politikasından vazgeçmesi gerekecektir.

Bununla birlikte, bir ülke bir döviz kuru sabitine sahip olduğunda, faiz oranları öncelikle ekonomik büyüme için değil, döviz kuru hedefine ulaşmak için belirlenecektir. Bu (1992 yılında Birleşik Krallık gibi), gelişmekte olan bir ekonominin, para birimini sabit tutmak için bir düşüşte bile faiz oranlarını artırması gerektiği anlamına gelebilir.

Gelişmekte olan bir ekonomi, döviz kuru sabit tutmak ve faiz oranlarını düşürmek istiyorsa, sermaye kontrolleri yoluyla sermayenin ekonomiden çıkmasını önlemesi gerekir.

2.6.2. Eurozone

Eurozone, Euro'yu (€) birincil para birimi ve tek yasal ihale olarak kabul eden, 19 Avrupa Birliği (AB) üye ülkesinden oluşan, Euro bölgesi olarak adlandırılan parasal birliktir. Euro Bölgesi'nin para otoritesi Eurosystemdir. Avrupa Birliği'nin sekiz

üyesi kendi ulusal para birimlerini kullanmaya devam etsede, bu ülkelerden çoğu ileri dönemlerde avroyu kabul ettiler.

Euro bölgesi Avusturya, Belçika, Kıbrıs, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Letonya, Litvanya, Lüksemburg, Malta, Hollanda, Portekiz, Slovakya, Slovenya ve İspanya'dan oluşmaktadır. Hırvatistan'ın 1 Ocak 2023 yılında 20. üye olması bekleniyor. Diğer AB ülkeleri (Danimarka hariç), kriterleri karşıladıklarında katılmak zorundadır. Andorra, Monako, San Marino ve Vatikan'ın AB ile Euro'yu resmi para birimi olarak kullanmak ve kendi madeni paralarını çıkarmak için resmi anlaşmaları vardır. Kosova ve Karadağ avroyu tek taraflı olarak kabul etmiş, lakin bu ülkeler resmi olarak avro bölgesinin bir parçasını oluşturmamakta ve Avrupa Merkez Bankası'nda (ECB) veya Avro Grubunda temsil edilmemektedir.

Ulusal merkez bankalarının başkanlarından oluşan kurul tarafından yönetilen ECB, bölgenin para politikasını belirlemektedir. Enflasyonu kontrol altında tutmak ECB'nin temel amaçlarından biridir. Para birimi birliği için ortak bir temsil, yönetişim veya maliye politikası olmamasına rağmen, bazı işbirlikleri Euro Bölgesi ve Euro ile ilgili siyasi kararlar alan Euro Grubu aracılığıyla gerçekleşmektedir. Euro Grubu, Euro Bölgesi devletlerinin maliye bakanlarından oluşur, ancak acil durumlarda ulusal liderler de Euro Grubu'nu oluşturur.

2007 – 2008 yıllarında, mali krizinden bu yana, Euro Bölgesi, ekonomik reformların yürürlüğe girmesi karşılığında üye devletlere acil durum kredileri verilmesi için hükümler oluşturdu ve kullandı. Euro Bölgesi ayrıca bazı sınırlı mali entegrasyonları da yürürlüğe koydu. Mesele siyasidir ve Euro Bölgesi'nin değişmesi için hangi hükümlerin kararlaştırılacağı konusunda bir akış halindedir.

2.7. 2008 Krizi ve AB Para Politikası

Önceki krizlerde olduğu gibi, 2007 yılında ABD'de başlayan ekonomik krizden önce de varlık fiyatlarının keskin bir şekilde arttığı, uzun vadeli kredilerin genişlediği, düşük riskli prim ve likidite bolluğundan kaynaklanan riskli kredilerin finanse edildiği bir dönem yaşandı. Ancak bu krizi öncekilerden ayıran şey, tüm

ekonomileri etkilediği için küresel bir boyut kazanmış olmasıydı. 2007 krizini farklı kılan faktörler, son yıllarda hızla ortaya çıkan finansal yeniliklerin piyasaları birbirine bağımlı hale getirmesi ve gelişmiş ülkelerdeki finansal piyasaların o dönemde yeterince izlenmemesi veya denetlenmemesidir.⁸⁷

Merkez bankaları, 2007 yılının Ağustos ayından başlayan ancak 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'ın çöküşüyle küresel krize dönüşen krize, standart ve standart dışı para politikası araçlarını benimseyerek yanıt verdi. "Büyük Ilımlılık" sırasında, ülkeler arasında para politikasının uygulanması konusunda bir tür anlaşma sağlanmış ve kısa vadeli faiz oranları politika aracı olarak benimsenmiştir. Ancak, bu standart politika aracı kriz sırasında yetersizdi. Birçok merkez bankası gibi, Avrupa Merkez Bankası (ECB) da standart dışı para politikası araçlarını benimsemiştir. Ancak bu araçlar finansal sistemlerin yapısı ve iletim kanallarının işlevselliği açısından birbirinden farklılık göstermektedir.

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, 2007 mali krizine yanıt olarak çeşitli önlemler almıştır. Gelişmiş ülkelerin benimsediği standart dışı para politikalarını analiz eden çalışmalarda farklı sınıflandırmalar görmek mümkündür. Örneğin, Lenza, standart dışı para politikalarını iki kategori altında analiz etmiştir: Lehman Brothers'ın çöküşünden önceki ve sonraki politikalar. Benzer bir sınıflandırma Cecioni ve Thronton tarafından da benimsenmiştir. Bununla birlikte, Euro bölgesi göz önüne alındığında, Euro bölgesinin bazı üye ülkelerinin kamu borç seviyelerinin oldukça yüksek seviyelere ulaştığı 2010 yılının Mayıs ayında ek önlemlerin ortaya çıkmasından bu yana ek bir sınıflandırma da gereklidir. ECB tarafından hazırlanan raporlarda kriz dört dönem altında incelenmektedir.^{88 89} Sınıflandırmaları, Lehman Brothers'ın çöküşünden önce ve sonra benimsenen politikalara, bazı standart dışı politikaların kaldırılmasına ve egemen borç krizinin ortaya çıkmasına odaklanmıştır.

⁸⁷ Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones. "The global financial crisis: How similar? How different? How costly?." *Journal of Asian Economics*, 2010, s. 247-264.

⁸⁸ European Central Bank, "Annual report", 2010, (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf>, 12.09.2021.

⁸⁹ European Central Bank, "Annual report", 2011, (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf>, 13.09.2021.

ECB'nin temel amacı orta vadede fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu hedef doğrultusunda hedef enflasyon "yüzde 2'nin altında ama bu orana yakın" olarak belirlenmiştir.⁹⁰ Bu amaca ulaşmak için ECB iki ayaklı bir strateji benimsemiştir: tamamlayıcı olan ekonomik analiz ve parasal analiz. Ekonomik analiz, ekonomideki reel faaliyet ve finansal gelişmeleri takip ederek kısa vadede fiyat istikrarına yönelik riskleri belirlemeye çalışır. Bununla birlikte, parasal analiz, fiyat istikrarına yönelik orta ve uzun vadeli risklere odaklanarak orta ve uzun vadede ekonomik analizi çapraz kontrol etmeyi amaçlamaktadır.

ECB'nin fiyat istikrarını sağlamak için benimsediği para politikasının etkinliği, iletim kanallarının düzgün çalışıp çalışmadığına bağlıdır. Para politikası kararlarının toplam talebi ve enflasyonu etkilediğini açıklayan parasal aktarım mekanizması, çeşitli kanallar içinde çalışır. Ancak iletim kanallarının çalışması için, politika faiz oranındaki bir değişikliğin piyasa faiz oranını etkilemesi gerekir⁹¹. Faiz oranı kanalı, kredi kanalları, döviz kuru kanalı ve varlık fiyatları kanalından oluşan iletim mekanizması, Euro bölgesindeki faiz oranı kanalı ile etkin bir şekilde çalışmaktadır⁹². Bununla birlikte, döviz kuru kanalı, Euro bölgesi gibi büyük bir kapalı alanda, küçük ve açık ekonomilere kıyasla daha az etkilidir .

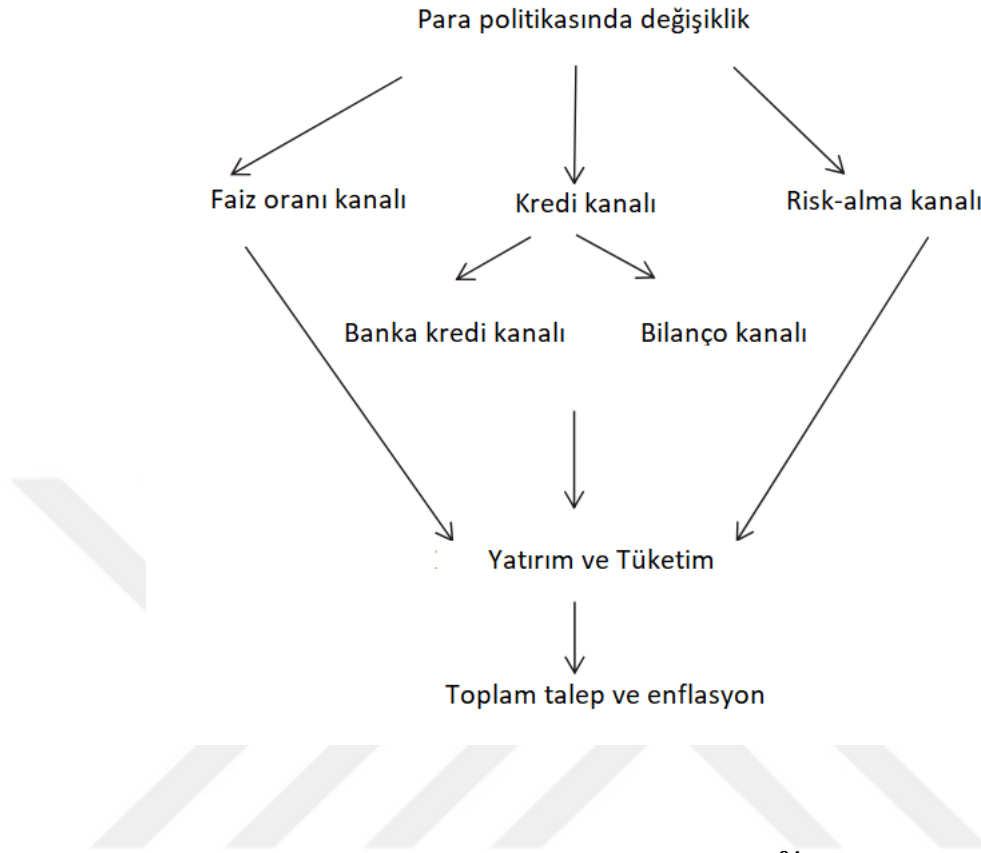
Euro bölgesindeki bankalar para politikasının iletilmesinde önemli bir role sahiptir. Para politikaları, bankaların yardımıyla faiz oranı, kredi kanalları ve risk alma kanalı olmak üzere çeşitli kanallar üzerinden toplam talebi ve enflasyonu etkilemektedir.⁹³ Aşağıdaki tabloda, bu kanallara şematik bir genel bakış sunulmaktadır ve daha sonra bunlar tek tek açıklanmaktadır.

⁹⁰ Trichet, Jean-Claude. "The euro zone and the global crisis." International Herald Tribune, 2013, s. 16-17.

⁹¹ Taylor, John B. "The monetary transmission mechanism: an empirical framework." Journal of Economic perspectives 9.4, 1995, s. 11-26.

⁹² European Central Bank, "Economic and monetary developments in non-euro area EU member states", 2011, s.70, (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf>, 17.09..2021.

⁹³ European Central Bank, "Annual report", 2009, (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf>, 18.09..2021.



Şekil 2. Para iletim kanalları⁹⁴

İki aşamadan oluşan faiz kanalı ile kısa vadeli nominal faiz oranları, yapışkan ücretler ve beklentiler teorisi üzerinden uzun vadeli reel faiz oranlarını etkilemektedir. Hanehalklarının ve firmaların tüketim ve yatırım konusundaki kararları üzerinde belirleyici bir etkiye sahip olan uzun vadeli reel faiz oranları, toplam talep ve enflasyon üzerinde bir etkiye sahiptir.⁹⁵ Bankalar, büyük paylarıyla, Euro bölgesindeki finansal sistemde etkili bir role sahiptir. Bu nedenle, banka faiz oranı geçişi, faiz oranı kanalının ana belirleyicisidir.⁹⁶ Faiz oranı kanalı, burada, banka kredilerine olan talebi etkilemektedir.⁹⁷ Ancak finansal kriz, politika aracı

⁹⁴ European Central Bank, "Transmission mechanism of monetary policy", (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>, 23.09.2021.

⁹⁵ Égert, Balázs, and Ronald MacDonald. "Monetary transmission mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the surveyable." *Journal of Economic Surveys*, 2009, s. 277-327.

⁹⁶ European Central Bank, "Annual report", 2008, (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf> 29.09.2021.

⁹⁷ European Central Bank, "Annual report", 2009, (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf>, 30.09.2021.

olarak kullanılan faiz oranlarından para piyasası faiz oranlarına ve banka faiz oranlarına geçişi zayıflatmıştır.⁹⁸

Kredi kanalı, banka borç verme kanalı ve bilanço kanalından oluşmaktadır. Bernanke ve Blinder tarafından geliştirilen banka borç verme kanalına göre, bankaların borç hesaplarındaki mevduatları daralan para politikasının bir sonucu olarak azalmaktadır. Mevduattaki azalma, bankaların varlık hesaplarında tutulan banka kredilerinde düşüşe yol açarak ekonomiyi yavaşlatmakta, böylece toplam talebi ve enflasyonu etkilemektedir. Ancak bu kanalın çalışması için, banka mevduatlarındaki azalmanın menkul kıymetlerle telafi edilmemesi gerekmektedir. Bilanço kanalı, para politikasındaki değişikliklerin borçluların finansal pozisyonları üzerindeki etkisini analiz eder.⁹⁹

Bununla birlikte, finansal yenilikler, menkul kıymetleştirmeyi ve yeni finansal araçların tanıtımını artıran günümüz dünyasında daha yaygın hale gelmiştir. Sonuç olarak, farklı finansal kaynaklara erişim kolaylaşmış ve banka kredilerine bağımlılık azalmıştır.¹⁰⁰ Finansal yenilikler bankaların risk alma tutumlarını artırdıkça, iletim kanalına yeni bir kanal eklenmiştir. Risk alma kanalı sayesinde, düşük kısa vadeli faiz oranları bankaların risk alma potansiyelini çeşitli şekillerde artırmaktadır. İlk olarak, düşük faiz oranları riskli varlıkları tüm yatırımcılar için daha cazip hale getirir. İkincisi, bankalar ayrıca faiz oranlarının düşük olduğu ve likidite bolluğunun olduğu durumlarda gereğinden fazla borç vererek riskli projeleri finanse etmektedir.^{101 102} Tüm bu gelişmeler 2007 yılından önce Euro bölgesinde banka kredi kanalını daha az etkili hale getirmiştir. Bu görüş doğrultusunda Altunbaş, Euro'nun tek para birimi olarak kabul edilmesinden sonra menkul kıymetleştirmenin arttığını ve bunun sonucunda Euro bölgesinde banka borç verme kanalının zayıfladığını savunmuştur. Bu iki mekanizmaya dayanarak açıklandı.

⁹⁸ European Central Bank, "Annual report", 2011, (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf>, 30.09.2021.

⁹⁹ Cecchetti, Stephen G. "Distinguishing theories of the monetary transmission mechanism." Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis 77, 1995, s. 83-83.

¹⁰⁰ Bernanke, Ben S., and Mark Gertler. "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission." Journal of Economic perspectives, 1995, s. 27-48.

¹⁰¹ European Central Bank, "Annual report", 2008, (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf>, 07.10.2021.

¹⁰² European Central Bank, "Annual report", 2009, (çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf>, 08.10.2021.

Birincisi, varlık menkul kıymetleştirme bankaların likiditesini artırdıkça, daralan bir para politikası olduğunda bankaların finansal ihtiyacı azalmaktadır. İkincisi, bankalara belirli bir miktarda kredi riskini piyasalara kanalize etme fırsatı verir.¹⁰³

ABD'de 2007 yılı ekonomik krizinin patlak vermesi ile 2007 yılının ikinci çeyreğinde parasal aktarım mekanizması işlevini yitirmiştir. 2007 yılının Ağustos ayında, subprime mortgage krizi olarak başlayan süreç, kısa sürede likidite krizine dönüşerek diğer tüm ülkelere yayılmıştır. Bu kriz Euro bölgesini iki mekanizma üzerinden etkiledi. İlk olarak, bölgede faaliyet gösteren bankalar ipotek destekli menkul kıymetlere yatırım yaptıkları için krizden etkilendiler. İkincisi, bankalar böyle belirsiz bir ortamda muadillerine bankalararası para piyasasında fon sağlamayı büyük ölçüde durdurdular. Bu, bankalararası para piyasasındaki işlemlerin azalmasıyla sonuçlandı.¹⁰⁴

Euro'nun AB üyeleri tarafından tek para birimi olarak kabul edilmesinden sonra, Avrupa Merkez Bankasına Euro bölgesi üye ülkeleri tarafından para politikasını takip etme görevi verildi. ECB, para politikasını bağımsız bir kurum olarak uygulamak üzere kurulmuştur. Bu, ECB'yi gelişmiş ülkelerin diğer merkez bankalarından farklı kılmaktadır, çünkü ECB tarafından uygulanan politikalar, diğer ülkelerde (ABD, Japonya ve Kanada gibi) gözlemlenenlerden farklı olarak tek bir ülkeye özgü değildir.¹⁰⁵ Esasen, ECB'nin finansal krizle mücadele için benimsediği para politikalarını değerlendirirken iki faktörü göz önünde bulundurmak önemlidir. Bunlardan ilki, DAÜ'nün (Ekonomik ve Parasal Birlik) kurumsal yapısındaki spesifik koşulların ve farklılıkların etkisidir. İkincisi, Euro bölgesinin diğer büyük

¹⁰³ Altunbas, Yener, L. Gambacorta, and D. Marques-Ibanez. "Financial innovation, bank capital and the bank lending channel: A European empiricist's perspective." Conference Paper on monetary policy transmission mechanism in the euro area in its first 10 years, European Central Bank, Frankfurt. 2009.

¹⁰⁴ Fahr, Stephan, et al. "A monetary policy strategy in good and bad times: Lessons from the recent past." Economic Policy, 2013, s. 243-288.

¹⁰⁵ De La Dehesa, Guillermo. "Non-Standard and Unconventional Monetary Policy Measures." Non-Standard Monetary Policy Measures-An Update, European Parliament Directorate General for International Policies Policy Department, 2013, s. 43-54.

ekonomilerle karşılaştırıldığında göz ardı edilemeyecek kayda değer finansal farklılıklara sahip olmasıdır.¹⁰⁶

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'ın çöküşünün ardından küresel boyut kazanan ve tüm ekonomileri etkisi altına alan krize karşı çeşitli önlemler aldı. Euro bölgesindeki bankalar para politikasının iletilmesinde önemli bir role sahip olduklarından, ECB, bankaların bu işlevi yeniden kazanmalarını sağlamak için artırılmış kredi desteği politikasını uygulamaya koymuştur. 2010 yılının başlarında, Euro bölgesindeki bazı üye ülkelerde kamu borcunun finansmanı konusunda bazı belirsizliklerin ortaya çıkmaya başlamasıyla Menkul Kıymetler Piyasaları Programı yürürlüğe girmiştir. Başlangıçta Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'in borçlanma senetlerine odaklanan Menkul Kıymetler Piyasaları Programı, 2011 yılının Ağustos ayında İtalya ve İspanya'nın borçlanma senetlerini kapsayacak şekilde genişletildi. Buna ek olarak, Kesin Parasal İşlem (OMT) açıklandı; iki Uzun Vadeli Yeniden Finansman Operasyonu (LTRO) tanıtıldı ve ECB tarafından açık uçlu ileriye dönük rehberlik kabul edildi. ECB tarafından uygulamaya konulan tüm bu standart dışı para politikası araçları, standart para politikası araçlarından bağımsızdır ve standart politika araçlarını piyasalarda yeniden işlevsel hale getirmeyi amaçlamaktadır. Bu amacı gerçekleştirmek için geçici bir süre için kabul edilmişlerdir.¹⁰⁷ ECB tarafından krize karşı getirilen bu parasal önlemler, Cassola, Lane, Trichet ve Drudi takip eden üç dönem altında analiz edilmiştir.

2.7.1. Finansal Kargaşa (2007Ağustos – 2008 Eylül dönemi)

Finansal krizin ilk aşaması olan Ağustos 2007 ile Eylül 2008 arasındaki dönemde, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, bilançolarının büyüklüğünü değil, kompozisyonlarını değiştirerek piyasaları desteklemişlerdir.¹⁰⁸ ABD'de başlayan

¹⁰⁶ Cour-Thimann, Philippine. "Monetary policy and redistribution: information from central bank balance sheets in the Euro area and the US." *Review of Economics* 64.3, 2013, s. 293-324.

¹⁰⁷ Trichet, a.g.e., s. 238.

¹⁰⁸ Lenza, Michele, Huw Pill, and Lucrezia Reichlin. "Monetary policy in exceptional times." *Economic Policy* 25.62, 2010, s. 295-339.

mortgage krizi, bölgede faaliyet gösteren bankaların ipotek destekli menkul kıymetlere yatırım yapması nedeniyle Euro bölgesini etkiledi. Dahası, bankalar ortaya çıkan belirsiz ortamda bankalararası para piyasasındaki muadillerini finanse etmeyi büyük ölçüde durdurdular. Bu, bankalararası para piyasasında likidite sıkıntısına yol açtı. Avrupa Merkez Bankası, o dönemde piyasaya müdahale eden ilk bankalardan biriydi ve bankalara finansal ihtiyaçlarını karşılamaları için likidite sağladı. ECB, krizin ilk aşamasında aldığı önlemlerle kısa vadeli faiz oranını para politikası faiz oranına yakın tutmayı, ekonomiye olan güveni yeniden inşa etmeyi ve böylece para piyasasını işlevsel hale getirmeyi hedeflemiştir. Nitekim, alınan önlemler daha sonra kısa vadeli piyasa faiz oranlarını para politikası faiz oranlarına yakın tutmuştur.¹⁰⁹

Lehman Brothers'ın çöküşünden önce ciddi bir sorun olan likidite sıkıntısına yanıt olarak piyasaya likidite enjekte edildi. Finansal krizin ilk aşamasındaki likidite krizi, ikinci evrede yerini güven krizine bırakmıştır.¹¹⁰ Bu, Lehman Brothers'ın çöküşünden sonra piyasada ortaya çıkmaya başlayan borcun ödenmesiyle ilgili belirsizliklerin bir sonucuydu, çünkü finansal sistem kendi içinde çok fazla risk varlığına sahipti.¹¹¹ Bu bağlamda, Avrupa Merkez Bankası, Lehman Brothers'ın çöküşünü takiben standart olanlarla birlikte standart olmayan para politikası araçlarını da tanıttı. ECB, diğer gelişmiş ülkelerin merkez bankaları (Fed, İngiltere Merkez Bankası, Kanada Merkez Bankası, Sveriges Riksbank ve İsviçre Ulusal Bankası) ile koordineli olarak, standart politika araçları olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarını yedi ayda (Ekim 2008 - den Mayıs 2009 - a kadar) 325 baz puan azaltarak, %4,25'ten %1,00'e düşürmüştür.

Standart para politikası araçlarını desteklemek ve para politikasının ekonomiye aktarılmasına yardımcı olmak için standart dışı para politikası araçları

¹⁰⁹ Verdun, Amy. "Political leadership of the European central bank." *Journal of European Integration* 39.2, 2017, s. 207-221.

¹¹⁰ Durré, Alain, Angela Maddaloni, and Francesco Paolo Mongelli. "The ECB's experience of monetary policy in a financially fragmented euro area." *Comparative Economic Studies* 56.3, 2014, s. 396-423.

¹¹¹ Claessens, Stijn, et al. "Cross-country experiences and policy implications from the global financial crisis." *Economic policy* 25.62, 2010, s. 267-293.

benimsenmiştir.¹¹² Ancak, bir noktayı vurgulamak oldukça önemlidir. Özellikle ECB'nin, kısa vadeli faiz oranlarının en düşük seviyeye düşmesi ve böylece işlevini kaybetmesinin ardından standart dışı para politikası araçlarını devreye sokması söz konusu değildir. Fiyat istikrarını sağlamak için kısa vadeli faiz oranları belirlendiğinde, politika aracının ekonomiye aktarılması bir kriz durumunda gerçekleşmeyebilir. İletimi tekrar mümkün kılmak için standart dışı para politikası araçları kullanılmaktadır. Başka bir deyişle, Euro bölgesinde kullanılan standart ve standart dışı para politikası araçları büyük ölçüde bağımsız olarak belirlenmektedir. Standart politika araçları, orta ve uzun vadeli fiyat istikrarı dikkate alınarak belirlenir. İletim mekanizmasını harekete geçirmek için standart dışı para politikası araçları benimsenmiştir. Aslında, ECB tarafından getirilen standart dışı para politikası araçları, standart politika araçlarının yerini almak için değil, desteklemek için uygulanmıştır.

2.7.2. Devlet Borç Krizi (2010 Mayıs – 2014 Haziran dönemi)

Önceki iki dönemde, ECB diğer merkez bankalarınıninkine benzer sorunlarla karşılaştı. Bununla birlikte, küresel finansal krizin odağı, krizin üçüncü aşamasında Euro bölgesine kaymıştır.¹¹³ Finansal kriz sonrasında düşen büyüme oranları, azalan vergi oranları ve artan sosyal harcamalar, ülkelerin daha fazla bütçe sorunu yaşamasına neden olmuştur.¹¹⁴ Lehman Kardeşler'in çöküşünden sonra, bankacılık sektörünü desteklemek için Euro bölgesindeki ülkeler tarafından sağlanan devlet garantileri ve sermaye enjeksiyonları gibi teşvikler vardı. Bu tedbirler sonucunda, 2010 yılı başlarında, Euro bölgesindeki egemen tahvil piyasalarında bazı ülkelerin kamu borçlarının finansmanı konusunda bazı belirsizlikler ortaya çıkmaya başlamıştır.¹¹⁵ Euro bölgesindeki bazı ülkelerin artan kamu borçları vardı ve bu borçları sürdürme zorluğuyla karşı karşıya kaldılar ve hepsi ortaya çıkan

¹¹² Giannone, Domenico, et al. "The ECB and the interbank market." *The Economic Journal* 122.564, 2012, s. 467 - 486.

¹¹³ Trichet, a.g.e., s. 237

¹¹⁴ Fawley ve Neely, a.g.e., s. 72.

¹¹⁵ Drudi, ve diğerleri, a.g.e., s. 9.

belirsizliklere katkıda bulunan egemen risk spreadlerindeki artış nedeniyle kredi notlarının notu düşürüldü.

Tablo 1. Bazı euro bölgesi ülkelerinde uzun vadeli yabancı para birimi egemen derecelendirmeleri¹¹⁶

Ülke	2007 Yılı Kredi Notu	Kredi notu düşürüldüğü zaman	2009 Yılı Kredi Notu	Genel
Yunanistan	A	Aralık 17, 2009	BBB+	Negatif
İrlanda	AAA	Haziran 8, 2009	AA	Negatif
İspanya	AAA	Ocak 19, 2009	AA+	Sabit
Portekiz	AA-	Ocak 21, 2009	A+	Sabit

Yunanistan'da kamu borçlarının finansmanı konusunda bazı şüphelerin ortaya çıkmasıyla başlayan süreç, 2010 yılının ortalarında İrlanda ve Portekiz'i etkilemeye başladı. Bu süreç İspanya'yı da etkiledi ama bir dereceye kadar. Yunanistan ve İrlanda'nın kredi notu 2009 yılında BBB+ ve AA notu düşürülmüş ve görünüm her iki ülke için de negatife dönmüştür. İspanya ve Portekiz'in kredi notu AA+ ve A+'ya gerileyerek görünümü istikrarlı hale getirdi. Tüm bu gelişmeler, aslında iyileşmeye başlayan iletim kanalını tekrar tahrip etti.¹¹⁷ Sonuç olarak, ECB Menkul Kıymetler Piyasaları Programı'nı 10 Mayıs 2010 tarihinde yürürlüğe koymuştur. Bu programın amacı, borçlanma senetleri piyasalarına likidite enjekte ederek işlevsiz piyasa segmentlerini restore etmek ve parasal aktarım mekanizmasını yeniden işlevsel hale getirmektir.¹¹⁸

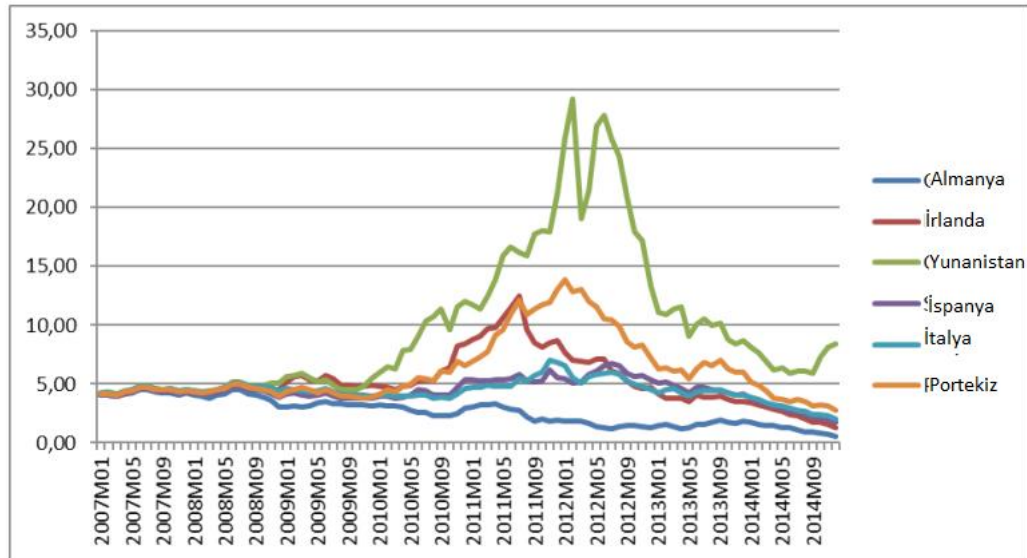
Alınan para politikası önlemleri ve hükümetler tarafından uygulanan banka kurtarma paketleri, finansal krizin yol açtığı yıkımı onarmaya çalıştı. Ancak zaten çarpık bir yapıya sahip finansal krize giren ülkelerin mali yapıları kurtarma paketleri

¹¹⁶ Erhart, Szilard, "The impact of euro adoption on sovereign credit ratings and long-term rates", JRC Technical Report, 2021, (Çevrimiçi) https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC123479/jrc123479_the_impact_of_euro_adoption_on_sovereign_credit_ratings_and_long.pdf, 23.12.2021.

¹¹⁷ Cassola ve diğerleri, a.g.e., s. 10 – 11.

¹¹⁸ Trichet, a.g.e. s. 237.

ile bozuldu. Dahası, yatırımcılar riskli finansal varlıklara olan güvenlerini kaybettikçe ve yol bulucu denedikten sonra düşük kazançlı ancak güvenli devlet tahvillerine geçtiler. Devlet tahvillerini seçerken, yatırımcılar seçimlerini ülkelerin kredibilitésine ve tahvil piyasalarının likiditesine dayandırmışlardır.¹¹⁹ Bu durumda, devlet tahvili spreadlerindeki en büyük dalgalanma, finansal krizle karşı karşıya kalan ülkelerde daha kötü finansal koşullarla gözlenmiştir. Bu, aşağıdaki şekilde açıkça görülebilir. Devlet tahvili spreadlerindeki en büyük dalgalanma Yunanistan'da, ardından Portekiz ve İrlanda'da gözlemlendi. Aslında, Ejsing ve Lemke, Ocak 2008 ile Haziran 2009 yılları arasında Euro bölgesindeki on ülkede banka ve devlet kredi riski primlerini analiz etmiştir. Bankaların risk primlerinin azaldığını, ancak çoğu hükümetin Ekim 2008 yılında banka kurtarma paketlerini açıklamasından sonra egemen risklerin arttığını belirttiler. Bu, yatırımcıların kredi riski hakkındaki algılarındaki değişime bağlandı: bankacılık sektöründen kamu sektörüne risk transferi.



Şekil 3. Devlet tahvili getirileri (10 yıl vadeli)¹²⁰

¹¹⁹ Attinasi ve diğerleri, a.g.e., s. 35 – 39.

¹²⁰ Researchgate, “Sovereign bond yields (10 year maturity) source: Eurostat”, 2017, (Çevrimiçi) https://www.researchgate.net/figure/Sovereign-Bond-Yields-10-year-maturity-Source-Eurostat_fig1_318766673, 05.01.2022.

Başlangıçta Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'in borçlanma senetlerine odaklanan Menkul Kıymetler Piyasası Programı, Ağustos 2011 yılında İtalya ve İspanya'nın borçlanma senetlerini kapsayacak şekilde genişletildi.

2012 yılının başlarında piyasa koşulları toparlanmaya başladığında, ECB tahvil alımını durdurdu. ECB tarafından Şubat 2012 yılında finansal stres altındaki ülkelerden 220 milyar € devlet tahvili satın alınmıştır.¹²¹ Ancak Menkul Kıymetler Piyasaları Programı, ECB'nin kararlarının aleyhte alındığı algısı nedeniyle çok etkili olmamıştır.¹²² Ayrıca, 40 milyar Euro'yu aşan ikinci Örtülü Tahvil Satın Alma Programı (CBPP) yürürlüğe girmiştir. Ancak, en önemli önlemin 6 Eylül 2012 yılında açıklanan Düpedüz Parasal İşlemler (OMT) programı olduğu belirtilmelidir.¹²³ Programın amacı, parasal aktarım mekanizmasını yeniden işlevsel hale getirmek ve Euro bölgesinde homojen kredi koşulları sağlamaktır. Programın en önemli unsuru, "sınırsız" ifadesini içermesiydi. Programın ilanından sonra, Euro bölgesindeki hükümete bağlı spreadler önemli ölçüde azalmıştır. Ayrıca, ECB, bankaların likidite koşullarını iyileştirmek amacıyla Aralık 2011 ve Şubat 2012 yılında iki LTRO (üç yıllık Uzun Vadeli Yeniden Finansman Operasyonları) uygulamıştır.¹²⁴ Bu iki operasyonla bankalar 1 trilyon Euro'dan fazla borçla karşı karşıya kaldı. Tüm bu süreç ECB'nin bilançosunun genişlemesiyle sonuçlandı.¹²⁵

Aşağıdaki şekil, ECB'nin bilançosunun özellikle 2012 yılında standart dışı para politikalarının yürürlüğe girmesinden sonra genişlediğini göstermektedir.

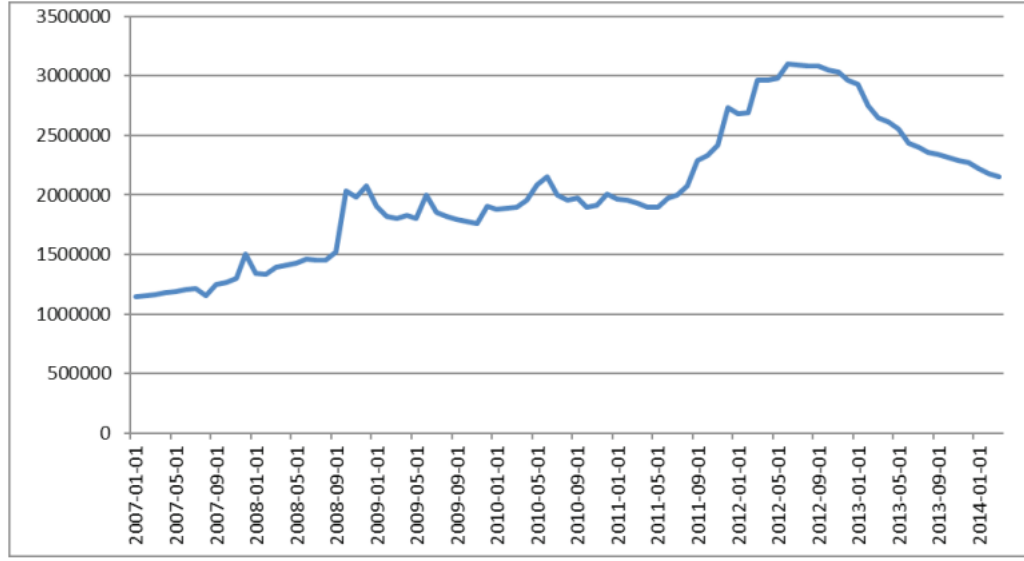
¹²¹ Fratzscher, et al, a.g.e., s. 6.

¹²² De La Dehesa, a.g.e., s. 48.

¹²³ Rodriguez ve Carrasco, a.g.e., s. 11.

¹²⁴ Pattipeilohy vd. a.g.e., s. 18.

¹²⁵ Peersman, a.g.e., s. 11.



Şekil 4. ECB bilançosu (Toplam varlıklar / Milyar Euro)¹²⁶

¹²⁶ Researchgate, “ECB balance sheet (total assets / billion euros) source: European Central Bank”, 2017, (Çevrimiçi) https://www.researchgate.net/figure/ECB-Balance-Sheet-Total-Assets-Billion-Euros-Source-European-Central-Bank_fig2_318766673, 19.01.2022.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3.1. 1980 Yılından Önce ve Sonra Türkiye'de Para Politikası

1980'lere kadar Türkiye'de sabit bir döviz kuru politikası vardı. Sabit döviz kuru sisteminde yerli paranın değeri yabancı para birimlerine karşı belirli bir döviz kuru üzerinden eşitlenir. Yani bu sistemde arz ve talebe bağlı olarak her gün dalgalanan döviz kurları sabittir. Ancak küresel ekonomideki değişimler ve ülkeden ülkeye ticaretteki dalgalanmalar Merkez Bankası'nın döviz kurunu sürdürülemez bir duruma sürükleyebilir. Bu durumda hükümet resmi döviz fiyatlarını yükseltebilir veya resmi döviz fiyatlarını düşürebilir.

1930 yılına kadar Türk lirasının değeri, yeni gelişen Türkiye Cumhuriyeti'ndeki arz ve talep değişimlerine göre belirlenirdi. Bunda, Lozan Antlaşması'na göre gümrük düzenlemelerinin beş yıl süre boyunca uygulanmaması ve bu sebeple devletin ithalat kısıtlamaları ve döviz kontrolü gibi araçlara sahip olmamasının payı olmuştur. Buna rağmen Türk lirası bu süre zarfında uluslararası döviz piyasalarında değerinden fazla bir şey kaybetmedi. 1929 yılında Dünya Ekonomik Buhranı ise döviz kuru oynaklığına neden olmuş ve hükümeti harekete geçmeye sevk etmiştir.

1930 yılı, ekonominin devletçiliğe yöneldiği ve ciddi döviz kısıtlamalarının uygulandığı bir dönemdi. İkinci Dünya Savaşı sırasında Türk lirası diğer para birimlerinden daha yüksek bir değerde tutuldu. Türkiye'nin ilk yüksek oranlı devalüasyonu, savaş döneminde gerçekleşen enflasyon ve savaş sonrası ekonomide deregülasyonu destekleyen bir atmosfer sonucunda gerçekleşti. 7 Eylül 1946 yılında Recep Peker hükümetinin politikaları sonucunda Türk lirasının değeri yaklaşık %40 oranında değer kaybetmiş ve 1 ABD doları 1,3 TL'den 2,8 TL'ye yükselmiştir.

Türkiye'de 1960 yılında, önceki on yılın deneyimlerinden alınan derslerle planlı bir ilerleme dönemi başladı. Beş yıllık kalkınma planlarında 1960 yılında kurulan Devlet Planlama Teşkilatı ve diğer devlet kurumları tarafından incelenen bu projeler için yatırım öncelikleri ve kaynak tahsisleri belirlenmiştir. Kısa vadeli

makroekonomik yönetimlerle üretilen planların uyumsuzluğu ise politika planlamasının önündeki en önemli engeli oluşturmuştur.

Türk lirasının özellikle 1964 yılından itibaren aşırı değerlenmesi ve buna karşı uygulanan döviz kuru düzenlemeleri, 1970 yılının başında başlayan bir ödemeler dengesi krizine neden oldu. Bunun sonucunda 10 Ağustos 1970 tarihinde Türk lirası %66 oranında değer kaybetmiş ve 1 ABD doları 15 TL olmuştur.

Türkiyede artan şiddet ve çeşitli kalemler için uzun kuyruklarla tanınan 1970 yılı, sadece Türkiye için değil, aynı zamanda sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkeler için de aşırı ekonomik güvensizlik yıllarıydı. İki kutuplu küresel düzenin savaş ortamı askeri harcamalarda bir artışa neden olurken, süper güçlerin kamplarındaki uluslar için kaynakları sürekli olarak kısıtlandı. Savaş sonrası ekonomik düzeni karakterize eden Bretton Woods sistemi, bu on yıllık krizin başlangıcında çöktü. 1971 yılının Ağustos ayında 1 ons altının değeri 35 dolar olunca, ekonomik öngörülebilirliği sağlayan sistem dağıldı ve para birimleri serbest dalgalanmaya başladı. OPEC'in 1973 yılı sonunda bilinçli bir kararla petrol fiyatlarını dörde katlaması, dünyanın yüksek büyüme rakamlarını sona erdirmiş ve başta Türkiye olmak üzere gelişmekte olan ülkeleri borca girmek zorunda bırakmıştır. Buna Kıbrıs Krizi ve ABD Ambargosu da eklenince Türkiye, özellikle 1977 yılından sonra sürekli bir kriz döngüsüne girdi. Türkiye, yükümlülüklerini ödeyemediği için 1978 yılında IMF ile anlaşmak zorunda kaldı. Kabul edilen program kapsamında bir ABD dolarının değeri 25 TL'ye yükseltilmiştir. Bir yıl sonra devalüasyondan sonra bir ABD doları 47 TL oldu.

Türkiye'de 1970 yılının sonunu karakterize eden temalar, temel mal kıtlığı, durgun bir ekonomi, artan enflasyon, sosyal ve politik çalkalantı ve uygulanmayan istikrar girişimleriydi. Bu on yılın son büyük ekonomik şoku, 1979 yılında İran - Irak Savaşı'nın ateşlediği İkinci Petrol Krizi sırasında yaşandı. Dünyanın geri kalanıyla uğraşırken Türkiye'nin ekonomisinin kontrolden çıkmasını önlemek için kredi bulması gerekiyordu. Türkiye ekonomisi, ABD'de Ronald Reagan ve Birleşik Krallık'ta Margaret Thatcher liderliğindeki liberalleşme hamlesi ile serbest piyasa koşullarında dışa açılmak zorunda kaldı. 24 Ocak 1980 yılı kararları da Türkiye'nin

Uluslararası Para Fonu'ndan (IMF) borç almak için aldığı bir ekonomik programdı. Bu adımlar, Türkiye'nin sonraki yıllarda ithal ikamesinden ihracata yönelik büyüme stratejisine geçişinde bir dönüm noktası olarak değerlendirildi. Türkiye'nin rekabet edebilirliğini sağlamak için yeni ekonomik modelde döviz kuru dalgalı olacak ve daha sonra serbestleşme başlayacak. Sonuç olarak, bir ABD dolarının değeri 47 TL'den 70 TL'ye yükseltilmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 1 Mayıs 1981 tarihinden itibaren Türk lirasının dış değerini ABD dolarının piyasa değerine göre günlük olarak açıklamaya başlamıştır.

Türkiye, Merkez Bankası'nın piyasaya çeşitli araçlarla müdahale ettiği ve döviz kurunu etkilediği 1980 yılı sonrasında sabit kur sisteminden araya giren dalgalı kur rejimine geçmiştir. Günlük açıklanan döviz kuru, Ağustos 1988 yılında Merkez Bankası'nın döviz ve efektif piyasaları kurmasıyla arz ve talepten etkilenen dalgalanmalara maruz kaldı. Merkez Bankası bu değişimi kontrol altında tutmak için zaman zaman müdahalelerde bulundu. Düzenli olarak uygulanan yüksek oranlı devalüasyonlar, sabit kur rejiminin çökmesi ile durmuştur. Ancak 1980 yılından sonra Türkiye ekonomisi, özellikle kriz anlarında günlük büyük döviz kuru değişiklikleri gördü.

22 Şubat 2001 yılında Türkiye, Türk lirasında son kırk yılın en büyük değer kaybını yaşadı. Ekonomik görünüm ve siyasi gerilimlerin körüklediği 2001 yılının Şubat ayında oluşan kriz döneminde ABD doları 685 bin TL'den 957 bin TL'ye yükselmiştir. Ekonomi, Türkiye siyasetinde ve ekonomisinde önemli değişikliklerin önünü açan kriz sonucunda yaklaşık %6 küçüldü. Mevcut ekonomik krizi sona erdirmek için 5 Nisan 1994 - de açıklanan tercihlerin ardından Türk lirasında rekor bir düşüş daha yaşandı. Bu kararlar sonucunda 6 ve 7 Nisan tarihlerinde Türk Lirası sırasıyla %28 ve %20 oranında değer kaybetmiştir.

Aşağıdaki şekil dolar – TL değişimini son 10 yıl için göstermektedir.



Şekil 5. Yıllara göre USD – TRY kuru¹²⁷

3.2. Türkiye'de 2008 Krizi ve Para Politikası

2007 – 2008 yıllarında ABD'de başlayan ve küresel ekonomik ve finansal sistemi sarsan küresel finans krizinin öncesinde aslında yirmi yıllık bir sakin dönem yaşandı: büyük ılımlılık. 1980 yılının başından itibaren ABD (ve bir dereceye kadar diğer gelişmiş ülkeler) daha istikrarlı bir reel GSYİH büyümesi ve düşük ve istikrarlı enflasyon yaşadı.

Büyük ılımlılığı neyin yarattığı konusunda farklı görüşler var. Stock ve Watson, çıktı ve enflasyon oynaklığındaki düşüşün çoğunun, bu dönemde daha küçük makroekonomik şoklardan (petrol fiyatı şokları veya verimlilik şokları gibi) kaynaklandığını öne sürüyor. Davis ve Kahn, gelişmiş envanter kontrolünün (teknolojik gelişmelerle desteklenen) ABD toplam çıktı oynaklığındaki düşüşe önemli bir katkıda bulunduğunu ileri sürmektedir. Clarida, Gali ve Gertler, bu dönemde daha iyi para politikalarının düşük enflasyon ve çıktı oynaklığı ile sonuçlandığını ileri sürmektedir. Bu noktanın altını çizmek için yazarlar, makroekonomik şokların eksikliğinin istikrarlı çıktı büyümesinin sağlanmasında da

¹²⁷ Investing, “USD/TRY historical data”, (Çevrimiçi) <https://www.investing.com/currencies/usd-try-historical-data>, 24.02.2022.

etkili olabileceğini belirtiyorlar, ancak istikrarlı düşük enflasyon elde etmek için daha iyi para politikası yapma uygulamaları gereklidir.¹²⁸

Daha iyi para politikaları büyük ılımlılığın ana kaynağı olarak kabul edildiğinden, iyi para politikası yapımından sapma, 2007 - 2008 yıllarında küresel mali krizin itici gücü olduğu kadar büyük ılımlılığı sona erdiren ana faktör olarak ortaya çıkıyor.

Daha spesifik olarak, konut kredilerine kolay erişim ile birlikte, gevşek para politikası ilk olarak ABD'de konut fiyatlarını şişirmeye yardımcı oldu. Fed politika faiz oranlarını artırmaya başladığında (enflasyonist baskılar nedeniyle) sonunda konut balonu patladı. Böylece, son birkaç on yılda finansal ürünlerdeki gelişmelerin ve düzenleyicilerin finansal yeniliklere ayak uyduramamasının finansal sistemi şoklara karşı savunmasız bıraktığı anlaşıldı. Buna göre, konut balonunun patlamasından sonra, dünyanın en büyük bankalarının çoğu, bankaların üstlenmek zorunda kaldıkları zararları karşılamaktan çok uzak olan, tehlikeli derecede düşük sermaye ile yakalandı. Buna karşılık, finansal piyasalardaki güvensizlik paniğe ve banka kaçışlarına neden oldu. En büyük küresel finans kurumlarından bazıları bile ya başka bankalar tarafından satın alındı, ya da hükümet tarafından devralındı.

1980 yılının sonu ile 2000 yılının başı arasındaki bir dizi patlama ve çöküşün ardından Türkiye, 2007 yılına kadar güçlü ve kesintisiz bir genişleme yaşadı. Bu, makroekonomik politikadaki önemli gelişmeler sayesinde mümkün oldu. Bütçe açıkları önemli ölçüde azaldı ve kamu borcu GSYİH'nın yüzdesi olarak azaldı. Merkez bankası bağımsız hale getirildi ve açık bir enflasyon hedeflemesi çerçevesi getirildi. Bu reformlar, enflasyonla mücadelenin başarılı bir şekilde başlatılmasına vesile oldu. Ayrıca, bankacılık sektörü yeniden yapılandırılmış ve bankacılık denetimi artırılmıştır. Bu, daha fazla siyasi istikrarla birleştiğinde, risk primlerinin ve sermaye maliyetlerinin azaltılmasına yardımcı oldu ve özellikle küresel odaklı büyük ve orta ölçekli şirketler arasında ticari faaliyetleri artırdı. Ayrıca Türkiye, Avrupa

¹²⁸ Guluzade, Faig, "Finansal Krizin Ardından Türkiyede Uygulanan Para Politikaları", Bursa Uludag University (Turkey), 2019.

Birliği ile ilişkilerini glendirmiş ve mktesebatı yerine getirmek için yatırımcı gvenini olumlu yönde etkileyen bir uyum süreci başlatmıştır.¹²⁹

2008 - 2009 yıllarının durgunluğu, uzun süreli genişlemeyi ve ardından gelen yakalama sürecini aniden kesintiye uğrattı. Bu kriz, önceki krizlerin aksine, eşi benzeri görülmemiş bir dış talep şoku ile tetiklenirken, yurt içi makroekonomik dengeler ve finans sektörü glyd. 2008 – 2009 yıllarındaki durgunluk, ihracatta ve ardından GSYİH'de büyük bir çöküşe yol açtı. Ancak, 2009 yılının ikinci çeyreğinden bu yana ekonomi hızla toparlanmaktaydı. İyileşme, maliye ve para politikası için zorluklar doğurmakta ve toparlanmayı desteklemek ile uzun vadede makroekonomik istikrarı sürdürmek arasında dikkatli bir denge kurulmasını gerektirmektedir.

2008 - 2009 krizinden önce, Türkiye bazı büyüme ılımlılığı belirtileri gösterdi. 2002 - 2005 yılları arasında ortalama %7,3 oranında büyüyen GSYİH büyümesi, 2007 yılında kademeli olarak yavaşlayarak %4,7'ye gerilemiştir (Tablo 2). Yavaşlama özellikle yatırımda ve daha az ölçüde özel tüketimde belirgindi ve üç faktörün bir kombinasyonunu yansıtıyordu. Birincisi, geleneksel emek yoğun ihracat sektörlerinin (zellikle giyim sanayi) diğer yükselen ekonomiler (zellikle Çin) karşısında rekabet gücünün devam eden bozulması ve ihracat yapısındaki (orta-teknoloji faaliyetleri) daha düşük istihdam ve karlar yoluyla ülke ekonomisine taşmaktadır. Bu etki, 2005 yılından sonra dış talepte yaşanan bir miktar yumuşama ile daha da ağırlaşmıştır. İkincisi, döviz kurundaki değer kaybı ve yüksek artıştan kaynaklanan enflasyonist şokun ardından 2006 yılının ikinci yarısında para politikası (borçlanma oranı için toplam 425 baz puan) sıkılaştırılmıştır. Üçüncüsü, 2007 yılında Türkiye, görece yüksek enerji yoğunluğu ve ithal enerjiye büyük bağımlılığı göz önüne alındığında özellikle keskin olan petrol fiyat şokundan etkilendi. Ek A1'de sunulan ekonometrik kanıtlar, ihracat pazar paylarındaki ve para politikasındaki gelişmelerin resesyona girerken GSYİH'yi açıklamaya yardımcı olmasına rağmen, ana itici glerin dış talep ve petrol fiyatları olduğunu göstermektedir.

¹²⁹ Serel, Alpaslan, and Musa Bayır, "2008 Finansal krizinde para politikası uygulamaları: Türkiye rneği." *Journal of Management and Economics Research* 11.19, 2013, s. 59-80.

Tablo 2. Makroekonomik gelişmeler ve kısa vadeli beklentiler¹³⁰

	2004 Fiyatları (TRY milyar)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
		Yüzde değişiklikleri, hacim (1998 fiyatları), aksi belirtilmedikçe						
Özel Tüketim	398.6	7.9	4.6	5.5	-0.3	-2.3	5.7	5.8
Devlet tüketimi	66.8	2.5	8.4	6.5	1.7	7.8	2.1	2.8
Brüt sabit sermaye oluşumu	113.7	17.4	13.3	3.1	-6.2	-19.2	13.2	8.1
Nihai iç talep	579.1	9.1	6.8	5.1	-1.3	-4.3	6.4	5.8
Stok geliştirme		0.0	-0.1	0.6	0.3	-2.3	2.3	0.0
toplam iç talep	573.8	9.2	6.7	5.7	-1.0	-6.4	8.8	5.9
Mal ve hizmet ihracatı	131.7	7.9	6.6	7.3	2.7	-5.4	8.4	8.8
Mal ve hizmet ithalatı	146.4	12.2	6.9	10.7	-4.1	-14.4	16.8	13.6
Net		1.3	-0.3	-1.3	1.7	2.8	-2.1	-1.6

¹³⁰ TCMB, "Macroeconomic Outlook and Monetary Policy in Turkey", 24 Mart 2022, (Çevrimiçi) https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1320c290-76c0-45ca-bacb-78f59ec1e96c/2022_03_24_Economic+Outlook+and+Monetary+Policy_web.pdf?MOD=AJPERES, 04.03.2022.

ihracat								
Piyasa fiyatlarında GSYİH	559.0	8.7	6.8	5.0	0.5	−4.9	6.8	4.5
GSYH deflatörü		6.8	9.5	5.9	12.1	5.5	7.1	6.5
Tüketici fiyat endeksi		8.3	9.8	6.6	10.8	5.4	8.7	5.7
Özel tüketim deflatörü		10.4	10.0	10.1	10.7	13.7	14.9	15.9
İşsizlik oranı		−4.6	−6.1	−5.9	−5.6	−2.2	−4.5	−5.9
Cari hesap bakiyesi		649	758	843	951	954	1 090	1 213
Nominal GSYİH (milyar TL)		6.8	9.5	5.9	12.1	5.5	7.1	6.5
Genel hükümet mali		8.2	9.6	8.8	10.4	6.3	9.5	6.6
denge (GSYİH'nın yüzdesi)		−0.7	−0.2	−1.6	−2.5	−5.8		
Kamu borcu (GSYİH'nın yüzdesi)		52.3	46.1	39.4	39.5	45.4		

Küresel şok ve belirsizliklerin yanı sıra üç faktörün bir araya gelmesi Türkiye'ye olan güveni sarsmış görünüyor. Birincisi, şirketlerin tepkisi, küresel likidite sıkışıklığı karşısında borçlarının çevrilmesi konusundaki belirsizlikler, yabancı yatırımcıların risk iştahındaki azalma ve yerli bankaların kredi verme konusundaki temkinli tepkisinin birleşiminden etkilenmiş olabilir. Nitekim, Banka Kredileri Eğilim Anketi, işletmelerin kredi talebindeki artışın temel nedenleri arasında borç yapılandırmasının yer aldığını ve bankaların kredi standartlarını önemli ölçüde sıkılaştırdığını göstermektedir. Mali olmayan özel sektörün dış borcu, kriz öncesinde düşük bir seviyeden de olsa hızla artmaktaydı. GSYİH içindeki payı 2004 yılından bu yana neredeyse iki katına çıkarak, 2008 yılında yaklaşık %16'ya (122.4 milyar dolar) ulaştı. Bu borcun yarısının 2009 ve 2010 yıllarında vadesi dolmuştur (sırasıyla toplamın %33'ü ve %17'si). Yenileme oranları, kısmen istatistiksel etkilerden etkilenmiş olsa da, gerçekten de hızlı bir şekilde düştü. İkinci olarak, IMF Stand-By Düzenlemesinin Mayıs 2008 yılında sona ermesinin ardından maliye politikasına ilişkin endişeler, belirsizlikleri artırdı. Üçüncüsü, geçmiş krizlerin canlı hatıraları göz önüne alındığında, ilk endişe verici ekonomik haberler işadamları ve tüketiciler arasında aşırı karamsarlık dalgasını ateşleyebilirdi.¹³¹

GSYİH düşüşünün derinliği, diğer OECD ülkeleriyle karşılaştırıldığında daha küçük otomatik dengeleyicilerle de bağlantılı olabilir. Veri eksikliği, Türkiye'deki otomatik stabilizatörlerin ayrıntılı bir analizinin yapılmasını engellemektedir. Ancak, kamu gelirlerinin ve harcamalarının GSYİH içindeki düşük payı, otomatik stabilizatörlerin Türkiye üretimini diğer OECD ülkelerinde olduğundan daha az oranda desteklediğini göstermektedir. Bu hipotez, özel tüketimdeki ilk büyük daralmayı açıklayabilir. Ayrıca, hizmet sektörlerinin (özellikle ulaşım ve iletişim) ihracat faaliyetine yoğun bağımlılığı, yüksek ihracat şoku esnekliğine katkıda bulunabilir.

Ekonomik büyümedeki hızlı ve büyük bozulma, hızlı bir para ve maliye politikası tepkisini tetikledi. Kriz öncesi gelişen makroekonomik çerçeve ve daha iyi

¹³¹ Eroğlu, Nadir, and Kara Funda. "Türkiyede makro ihtiyati para politikası araçlarının makroekonomik değişkenlere etkisinin var analizi ile incelenmesi." İstanbul İktisat Dergisi 67.2, 2017, s. 59-88.

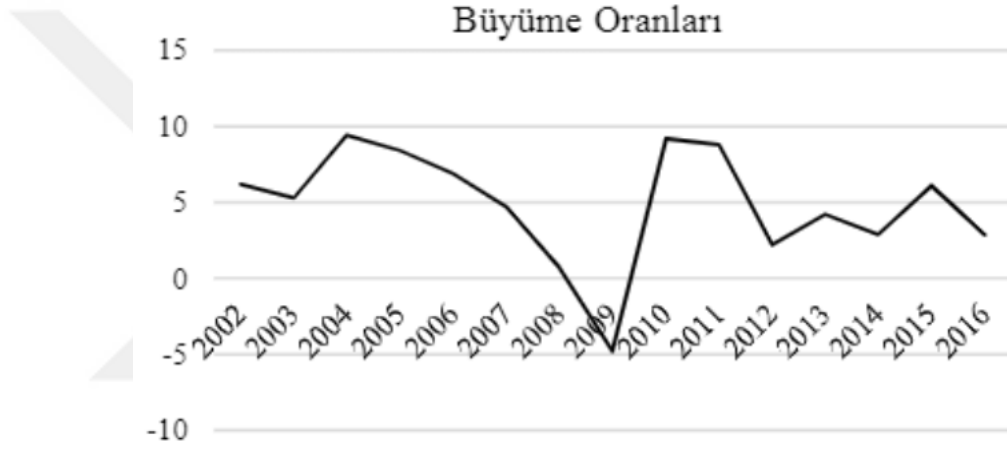
ekonomik durum, konjonktür karşıtı politikaların mümkün kılınmasında etkili oldu. Para politikası önlemlerinin hızı, özellikle krizin erken döneminde piyasaları sakinleştirme açısından önemliydi ve iç piyasa katılımcıları tarafından takdirle karşılandı.

Para politikası duruşu önemli ölçüde gevşetildi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), ana politika faiz oranını 2008 yılının Ekim ayından bu yana 1.025 baz puan indirerek 2009 yılının Kasım ayında %6.5'e indirdi. Bu indirimler OECD ve diğer gelişmekte olan piyasalar arasında en büyük olanıydı. Türkiye'de nominal faiz oranları rekor düşük seviyelere ulaştı ve reel faiz oranları sıfıra yaklaştı, bu 2002 başından beri görülmedi. Likiditeyi ve kredileri daha da desteklemek için Türk lirası zorunlu karşılık oranı 2009 yılının Ekim ayında %6'dan %5'e düşürüldü. Böylesine büyük bir para politikası teşviği, büyük bir negatif çıktı açığının açılması ve enerji fiyatlarındaki düşüş göz önüne alındığında, krizin erken evresinde enflasyon hedefini tehlikeye atmadan mümkün oldu.

Diğer birçok OECD ülkesinin aksine, finans sektörü krizi iyi atlattığı için finansal piyasaları istikrara kavuşturmak için alınan önlemler marjinaldi. Esas olarak döviz piyasasının düzgün işleyişini ve yeterli döviz likiditesini sağlamaya yönelik operasyonları içeriyordu. 2008 yılının Ekim ayında TCMB, döviz depo piyasasında aracılık faaliyetlerine yeniden başlamış, döviz işlemlerinin limitleri ve vadesi uzatılmış, faiz oranları düşürülmüştür. Daha sonra 2009 yılının Şubat ayında bu düzenlemelerin bazı koşullarında değişiklik yapılmıştır. Ayrıca, Ekim 2008 ve Ağustos 2009 tarihleri arasında döviz alım ihalelerine ara verilmiş, döviz satım ihaleleri ile ilave döviz likiditesi sağlanmış (Ekim 2008, Mart-Nisan 2009), ve yabancı para mevduatları için zorunlu karşılık oranları 2 puan indirilmiştir. Finansal çalkantının şirketler kesimine yansımaları azaltmak için de bazı önlemler alındı. 2008 yılının Aralık ayında ihracat reeskont kredisinin limitleri genişletilmiş ve koşulları hafifletilmiştir. Bu, 2009 yılının Mart ve Nisan aylarında daha fazla gevşeme izledi.¹³²

¹³² Göze Kaya, Dilek, and Ayşe Durgun Kaygisiz. "2008 küresel krizi ve sonrasında Türkiyede uygulanan maliye politikalarına genel bir bakış." *International Journal of Management Economics & Business/Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi* 11.26, 2015.

Büyüme açısından bakıldığında inşaat, ticaret ve hizmet sektörlerinde daralma, ihracatta düşüş yaşatdı. Sanayi ve hizmet sektöründe, 2006 yılında yüzde 8,3 olan büyüme oranı, 2007 yılında yüzde 5,8'e ve 2008 yılında yüzde 1,1'e gerilemiştir. İmalat sanayinin üretim artış hızı 2006 yılında yüzde 8,4 iken, 2007 yılında yüzde 5,6'ya ve yüzde 0,8'e gerilemiştir. Hizmet sektörü 2006 yılında yüzde 7,2 oranında artarken, 2007 yılında yüzde 6, 2008 yılında ise yüzde 0,4'e gerilemiştir.¹³³ Sektörel büyümenin gerilemesi sonucu kriz yılları boyunca daralmalar yaşanmıştır.



Şekil 6. Yıllara göre büyüme oranları¹³⁴

Şekil 6'da görüldüğü gibi, 2008 ve 2009 yıllarında dünya çapında yaşanan krizler sonucunda Türkiye'nin büyüme göstergesinde önemli düşüşler yaşanmıştır. 2006 yılında yüzde 6,9'luk bir düşüş yaşanmış, Türkiye ekonomisi kriz nedeniyle düşüş, 2007 yılında yüzde 4,7'den 2008 yılında yüzde 0,7'lik bir hızla genişledi. Türkiye ekonomisi, krizin tüm sonuçlarının ortaya çıktığı 2009 yılında yüzde 4,8 küçüldü. Krizden sonra ekonomi 2010 yılında yüzde 9,2'lik bir büyüme oranıyla hızlı bir şekilde toparlandı.

¹³³ Yıldırım, a.g.e., s. 51.

¹³⁴ TCMB, "Büyüme oranları (yıllık)", (Çevrimiçi) <https://d10-invdn-com.akamaized.net/content/picbc46a514968c2192d18133241be8ee3d.0154>, 28.03.2022.

2010 yılının başından bu yana gelişmekte olan ülkelerin ekonomik istatistiklerindeki toparlanma, bu ülkelerin krizden çıkış stratejileri planlamaları gerektiğini vurguladı. Sonuç olarak, TCMB 14 Nisan 2010 yılında yayınladığı çıkış planının temel amacını, küresel finansal kriz sırasında alınan tedbirleri tersine çevirme ve para politikasını yeniden tesis etme eylemleri olarak tanımlamıştır. Ancak bu süreçte kriz yönetimi kapsamında atılan adımların tersine döneceği vurgulanırken, çıkış stratejisinin dikkatli, aşamalı ve finansal istikrarın yanı sıra ülkemizde de finansal istikrar odaklı olacağı belirtildi.¹³⁵

Çıkış planı, gelecek dönemler için TCMB'nin para politikasına ilişkin yeni aksiyonların alındığı bir belge olarak da tanımlanabilir. Bu kapsamda politika faiz oranı olarak gecelik faiz oranı yerine bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı seçilmiştir. Ayrıca, zorunlu karşılık oranı aracı daha aktif olarak kullanılmış ve faiz koridoru aracı TCMB'ye daha fazla politika esnekliği sağlayacak şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

Tablo 3, çıkış planının açıklandığı Nisan 2010 yılından, para politikasının genel hedefinin değiştiği 2011 yılının ortasına kadar yürütülen para politikasını özetlemektedir. Tablo, fiyat istikrarının yanı sıra, 2010 yılında TCMB'nin temel hedeflerinin iç ve dış talepteki farklılaşmayı azaltmak, bunu finanse etmek için kullanılan yabancı sermayenin vadesini uzatmak, artan kredi büyümesi nedeniyle yüksek seviyedeki kredi büyümesini sınırlamak olduğunu göstermektedir.¹³⁶

¹³⁵ TCMB, “Yıllık Rapor”, 2010.

¹³⁶ TCMB, “Yıllık rapor”, 2010, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26d17342-1d99-4f36-be35-18363f43975b/10turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-26d17342-1d99-4f36-be35-18363f43975b-mgX2JB0>, 30.03.2022.

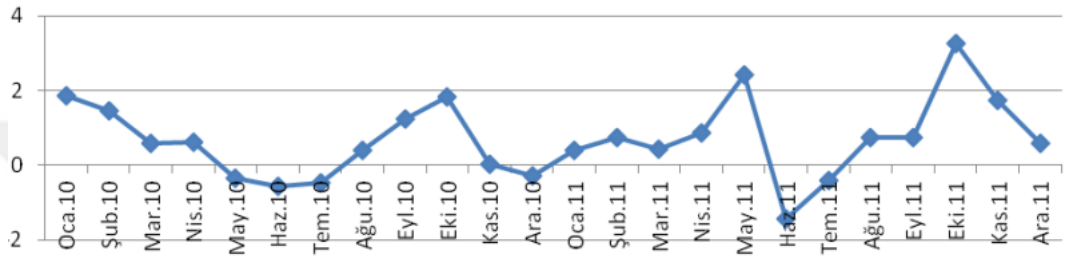
Tablo 3. TCMB'nin Krizden Çıkış Stratejisi Doğrultusunda Uyguladığı Para Politikası

Tarih	Kullanılan Politika Aracı	Amacı
Nisan 2011	Yabancı para zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilmiş, Türk lirası kısa vadeli zorunlu karşılık oranları sınırlı oranda artırılmıştır.	Ülkeye giriş yapan kısa vadeli yabancı sermayenin vadesinin uzatılması
Ocak, Mart, Nisan 2011	Zorunlu karşılık oranları kademeli olarak artırılmıştır.	Enflasyon üzerinde beliren yukarı yönlü riskleri sınırlamak
Aralık 2010- Ocak 2011	Politika faiz oranı %7'den %6,25'e düşürülmüştür.	Yabancı sermaye girişinin yurtiçi göstergelerle dengeli seyretmesini sağlamak
	Gecelik faiz oranlarının politika faiz oranlarından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek aşağı yönlü oynaklık sağlamak amacıyla gecelik borçlanma faiz oranı düşürülerek faiz koridoru genişletilmiştir.	Kısa vadeli yabancı sermaye girişini sınırlamak
Kasım 2010	Politika faiz oranı indirilerek, gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki koridor genişletilmiştir.	Sermaye girişlerinin vadesinin uzatılması
Eylül, Kasım 2010	Türk lirası zorunlu karşılık oranları % 6'ya yükseltilmiştir. Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir.	Kredi genişlemesini sınırlamak

Ekim 2010	TCMB D�v�z Depo Piyasasındaki aracılık işlemelerine son vermiştir. Bununla birlikte, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan alacakları döviz depo işlemlerinin vadesi 3 aydan 1 haftaya indirilmiştir.	Döviz piyasası likiditesini sınırlamak
Ekim 2010	Esnek bir döviz alım ihale yöntemi benimsenerek döviz alımları kolaylaştırılmıştır. 2010 yılında toplam 14.1 milyar ABD doları piyasadan alınmıştır.	Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin daha istikrarlı hale getirilmesi ve TCMB rezerv birikiminin beslenmesi
	Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmış ve daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan bazı fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır.	Bankacılık sisteminde, yükümlülüklerin vadesinin uzatılması ve yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi

Fiyat istikrarı amacını gözlemek için enflasyondaki aylık değişimi şekil 7-de gösterilmektedir. 2010 yılının ilk yarısında ılımlı seyreden fiyat artışı, yılın ikinci yarısında çarpıcı bir şekilde tırmadı. Bu senaryo, küresel ekonominin sürekli toparlanması sonucunda enerji fiyatlarının artması, talep artışı ve olumsuz hava koşulları sonucunda gıda fiyatlarının artması sonucu ortaya çıktı. 2010 yılı sonunda enflasyon, yıl sonu için belirlenen yüzde 6,5 hedefine yakın ve belirsizlik alanı içinde olan yüzde 6,4'e ulaştı. Enflasyon oranları 2011 yılının ilk yarısında önemli  l de arttı. Bu senaryo, Türkiye ekonomisinin toparlanmaya devam etmesi ve Orta Doğu-

Kuzey Afrika bölgesinde yaşanan siyasi zorluklar sonucunda emtia ve enerji fiyatlarındaki yükselişin bir sonucu olarak ortaya çıktı. Çin'in enflasyonist baskıları azaltmaya yönelik girişimleri sonucunda hammadde ve enerji talebindeki düşüş, uluslararası emtia fiyatlarındaki artışın etkilerini hafifletse de, özellikle Mayıs-Haziran döneminde büyük fiyat artışları dikkat çekti.¹³⁷

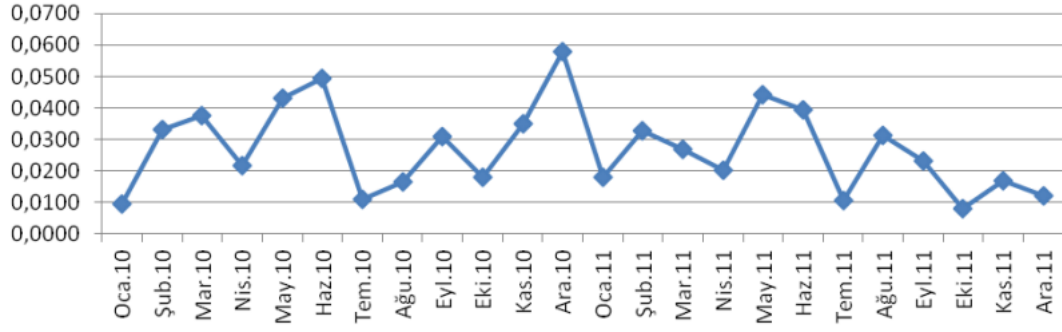


Şekil 7. 2010 Ocak - 2011 Aralık tarihleri arasında enflasyondaki aylık değişim (%)¹³⁸

Politikaların yabancı sermayenin vadesi üzerindeki etkisinin bu kadar kısa sürede gerçekleşmesi beklenmediğinden, bu göstergelerin hareketi öngörülebilir gelecek için incelenmelidir. Ancak 2009 yılında kredi hacminin azaltılmasına yönelik düzenlemeler uygulandığından, politikaların etkileri görülebilmektedir. Şekil 8, 2010-2011 döneminde yurt içi kredi hacminin gelişimini göstermektedir. Sonuç olarak, kredi hacmindeki aylık artış oranı 2010 yılının ilk yarısında %5'e ulaşırken, alınan tedbirlerin etkisiyle Temmuz ayından itibaren birkaç aylığına %1'e gerilemiştir.

¹³⁷ TCMB, "Yıllık rapor", 2012, (Çevrimiçi) <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/files/tr-full.pdf>, 10.04.2022.

¹³⁸ Alparslan Serel, Musa Bayır, "2008 Finansal krizinde para politikası uygulamaları: Türkiye örneği", Yönetim ve ekonometri araştırmalar dergisi, sayı:19, 2013, s.68.



Şekil 8. 2010 Ocak - 2011 Aralık tarihleri arasında yurtiçi kredi hacmindeki değişim¹³⁹

TCMB çıkış stratejisinin açıklanmasından 2011 yılı Ağustos ayına kadar uygulanan para politikası değişmemiştir. Çünkü küresel finans akımları gelişmekte olan ülkeler lehine kaymıştır. 2011 yılının Ağustos ayından bu yana Merkez Bankası, küresel büyüme ve çeşitli Avrupa ülkelerindeki kamu borç durumu ile ilgili artan endişelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının hızlanmasına yanıt olarak para politikasını değiştirmiştir.¹⁴⁰

Son olarak 2011 yılının ikinci yarısında uygulanan para politikalarının sonuçlarını inceleyeceğiz. Türk lirasında özellikle temel kalemlerin fiyatlandırılmasına yansıyan ciddi değer kaybı tüketici enflasyonunu artırdı. Ayrıca, yılın son çeyreğinde enerji fiyatlarındaki değişimler ve ÖTV oranlarındaki artışın etkisiyle yıllık tüketici enflasyonu yıl sonunda bir önceki yıla göre 4 puan artarak yüzde 10,45 olarak gerçekleşmiştir. Bu durumun bir sonucu olarak, temel hedef olan fiyat istikrarında enflasyon beklentilerin üzerine çıkmıştır. Bu durumda BDDK'nın taşıt ve konut kredileri dışındaki ihtiyaç kredilerine yönelik uygulamalarının katkısı göz ardı edilmemelidir. Faiz koridorunun genişletilmesi ve likidite koşullarının sıkılaşması, özellikle Ekim ayında yıl sonunda borç verme faiz oranlarında etkili olmuştur. Avrupadaki panik ortamının etkilerinin yabancı sermayede azalma

¹³⁹ Alparslan Serel, Musa Bayır, a.e.

¹⁴⁰ TCMB, "Yıllık rapor", 2012, (Çevrimiçi), <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/files/tr-full.pdf>, 14.04.2022.

şeklinde kendini gösterdiği 2011 yılının Ağustos ayına kadar istikrarlı bir seyir izleyen döviz kuru, TCMB'nin döviz piyasasına yaptığı müdahaleler sonucunda fazla dalgalanma göstermese de, bu tarihten sonra yükseliş eğilimi göstermiştir¹⁴¹.

3.3. Küresel Finansal Kriz Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası

Küresel finansal çalkantıların ardından gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından küresel krizin etkilerini sınırlamak amacıyla benimsenen genişletici para politikaları, gelişmekte olan ekonomiler için önemli sonuçlar doğurdu ve Türkiye'de bu dönemde bir istisna olmadı. Bu dönemde yeterli ve düşük maliyetli kısa vadeli dış finansmanın bulunması, hızlı kredi genişlemesine ve Türk lirası üzerinde değerlenme baskısına yol açmıştır. Bu durum, 2010 yılının ikinci yarısından itibaren makro-f finansal risklerin birikmesini ve artan dış dengesizliklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Finansal istikrara ilişkin artan risklerin orta vadede fiyat istikrarını bozma potansiyeline sahip olması nedeniyle, finansal istikrarın para politikası çerçevesine dahil edilmesine yönelik farklı yaklaşımlar akademik literatürde ve politika kurumlarında tartışılmaya başlanmıştır.¹⁴²

2001 yılında değiştirilen Merkez Bankası Kanunu, Banka'ya temel görevi olan fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmekle birlikte finansal istikrara katkıda bulunmak için gerekli önlemleri alma sorumluluğunu da vermektedir.¹⁴³ Bu doğrultuda, küresel dengesizliklerin yurt içi ekonomide oluşturduğu makro-f finansal riskleri sınırlamak amacıyla TCMB tarafından 2010 yılı sonuna kadar yeni bir politika stratejisi belirlenmiş ve uygulamaya alınmıştır. Yeni strateji, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek temel amacını korumaktadır. Bu kapsamda finansal

¹⁴¹TCMB, "Yıllık rapor" (Çevrimiçi), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26d17342-1d99-4f36-be3518363f43975b/10turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-26d17342-1d99-4f36-be35-18363f43975b-mgX2JB0>, 22.04.2022.

¹⁴² Şentürk, Mehmet, Selim Kayhan, and Tayfur Bayat. "Küresel finans krizi sonrasında merkez bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez bankası." Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 9.3, 2016, s. 147-160.

¹⁴³ Oktar, Suat, Nadir Eroğlu, and İlhan Eroğlu, "2008 global finans krizi, parasal aktarım kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez bankasının (TCMB) deneysel politika çabaları", Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi 35.2, 2008, s. 1-28.

dengelesizliklerle baş edebilmek için politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru gibi tamamlayıcı araçlar da kullanılmaktadır. Bu politikalar orta vadeli enflasyon görünümünü bozmadan kademeli olarak daha sağlıklı bir ekonomik büyüme sağlamayı amaçlamaktadır. Bu doğrultuda, döviz kurunun ekonomik temellerden aşırı derecede sapmasına engel olacak politikalar izlenmekte ve aşırı kredi büyümesinin önlenmesi için diğer düzenleyici kurumlarla işbirliği içinde gerekli tedbirler alınmaktadır.¹⁴⁴

3.4. Yeni Politika Karması

Yeni politika stratejisinin uygulamaya konduğu Kasım 2010 ile Avrupa ekonomisinde artan belirsizliklerin damgasını vurduğu Ağustos 2011 döneminde para politikası stratejisi iki eksen etrafında şekillenmiştir. Öncelikle sermaye girişlerinin uzun vadeli yatırımlara yönlendirilmesi ve Türk lirasının aşırı değerlenmesinin önüne geçilmesi hedeflendi. İkinci hedef ise iç ve dış talebi yeniden dengelerken iç kredilerde ve iç talepte daha kontrollü bir büyüme sağlamaktı. Bu dönemde, güçlü risk iştahı ve yoğun kısa vadeli sermaye girişleri nedeniyle faiz koridoru güneye doğru genişlemiştir. Bu nedenle, gecelik faiz oranlarının zaman zaman politika faizinin altına düşmesine izin verilerek kısa vadeli cari ticaretin önüne geçildi. Yine aynı dönemde, aşırı kredi büyümesinin önlenmesi ve iç talebin kontrol altına alınması amacıyla zorunlu karşılık oranları önemli ölçüde artırılmıştır. Ayrıca, rezerv oluşumundaki güçlü sermaye girişlerinden yararlanmak amacıyla düzenli olarak döviz alım ihaleleri gerçekleştirilmiştir. Bu tedbirler Türk lirası üzerindeki aşırı değerlenme baskılarının azalmasına önemli katkı sağlamıştır. Bu arada, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu başta olmak üzere diğer kamu kurumlarının da aldığı tedbirler sayesinde kredi büyümesinde 2011 yılı ortalarından sonra belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Sonuç olarak, toplam talebin kompozisyonu ve sermaye girişlerinin kalitesi iyileşmeye başlamış ve 2011 yılı ortalarından itibaren Türkiye ekonomisinin yeniden dengelenme patikasına girmesine olanak sağlanmıştır.

¹⁴⁴ Serel, Alpaslan, and Musa BAYIR, "2008 finansal krizinde para politikası uygulamaları: Türkiye örneği", *Journal of Management and Economics Research* 11.19, 2013, s. 59-80.

3.5. Ağustos 2011 Sonrası Politika – Euro Bölgesinde Devlet Borç Sorunları

Ağustos 2011 itibarıyla, küresel büyüme görünümüne ilişkin endişelerin artması ve bazı Avrupa ekonomilerinde kamu borcu sorunları nedeniyle küresel riskten kaçınma eğilimi artmış ve risk iştahındaki oynaklık tarihi zirvelere ulaşmıştır. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının hızlanmasıyla birlikte TCMB, aynı politika araçlarını ancak hızlı sermaye girişleri dönemindeki tersi yönde kullandılar. Gecelik borçlanma faizleri artırılarak faiz koridoru daraltılmış ve Türk lirası zorunlu karşılıklar bankacılık sektörünün likidite ihtiyacını azaltacak şekilde revize edilmiştir. Ayrıca, döviz piyasasındaki dalgalanmaları sınırlamak için bir dizi likidite önlemi alınmıştır.

Ancak, 2011 yılının Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahında gözlenen bozulmaya bağlı olarak Türk lirasında gözlenen aşırı değer kaybı ve son çeyrekte yönetilen mal fiyatlarındaki ayarlamalar nedeniyle enflasyondaki yükseliş beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. TCMB, orta vadeli enflasyon beklentileri ve görünümü üzerindeki olumsuz etkileri sınırlamak amacıyla Ekim 2011 yılında gecelik borç verme faiz oranlarını artırmış ve faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Böylece, piyasaya sağlanan fonlamada ayarlamalar yapılarak gecelik borç verme faiz oranlarının politika faizinin üzerinde gerçekleşmesine izin verilmiştir. Bu arada, gecelik faiz oranlarındaki artış nedeniyle likidite koşullarında istenmeyen bir sıkılaşmayı önlemek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında indirime gidilmiştir.¹⁴⁵

Bu doğrultuda, 2011 yılının Ağustos ayından itibaren alınan tedbirler, küresel sorunların Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin hafifletilmesine önemli katkı sağlamıştır. TCMB 'nin 2011 yılı Ağustos ve Ekim aylarında döviz piyasasına ilişkin aldığı tedbirler ve faiz koridoru ile ilgili kararları, diğer yükselen piyasa ekonomilerine kıyasla döviz kurundaki dalgalanmaların derecesini azaltmıştır. Öte yandan, 2011 yılının Ekim ayından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma da aşırı kredi büyümesinin kontrol altına alınmasına katkı sağlamıştır.

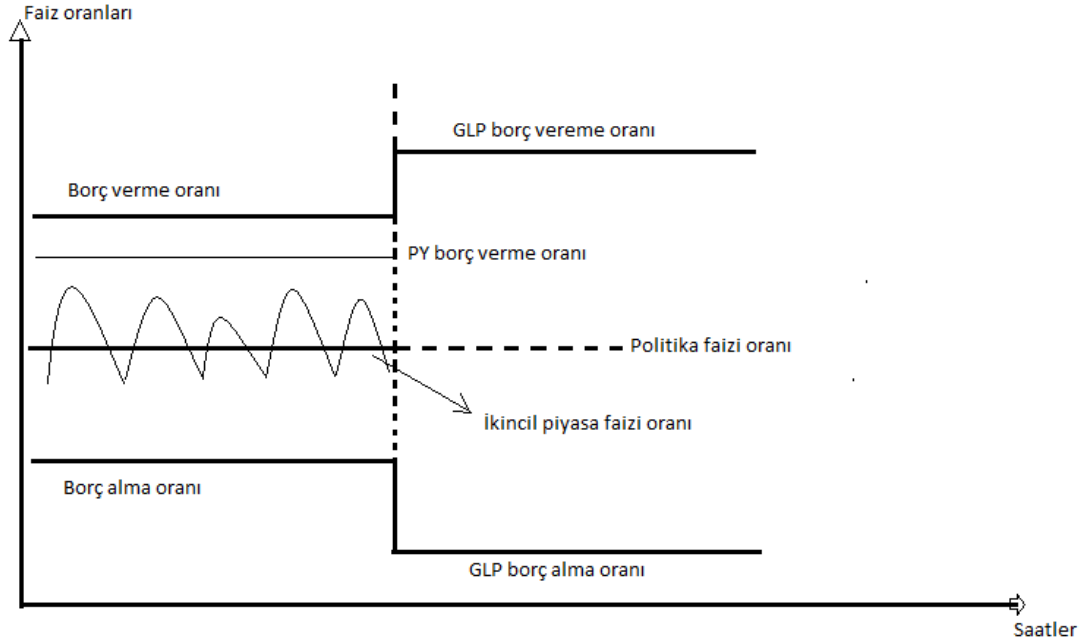
¹⁴⁵ Serel, Alpaslan and Musa Bayır, a.e., s. 63.

3.6. Türkiye'nin Kriz Yönetimi, Merkez Bankacılığı ve Tüketim Planlaması Deneyiminin Özelliği

Bu bölümde, stratejik düşünme ve tüketim planlamasının çeşitli aşamalarını ve boyutlarını göstermek için TCMB politikalarına daha ayrıntılı olarak odaklanmak istiyoruz. TCMB, yenilikçi para ve makroihtiyati politikalarla ekonomisini şekillendirmeye çalışan önde gelen merkez bankaları arasında yer almaktadır. Para piyasalarında faizin belirlenmesinde esneklik sağlayan faiz koridoru politikası ve ani duruş riskinin azaltılmasına yönelik Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), küresel kriz sonrasında TCMB'nin faiz oranlarını yönetmek için kullandığı iki temel araçtır.

Fiyat istikrarı, para politikasının geleneksel hedefi olmuştur. Ancak, küresel krizden çok kısa bir süre sonra, tarih boyunca merkez bankalarının kurulmasının temel nedeni olduğu için finansal istikrar yeniden gündeme gelmiştir. Bu yeni hatırlanan hedef, finansal istikrarı takip etmek için yeni göstergeler gerektiriyor. Türkiye yapılanmasında ise finansal sistemin istikrarı için izlenecek en iyi ölçü kredi büyüme oranları olarak karşımıza çıkmaktadır. Enflasyon beklentileri ve döviz kurları zaten yaygın olarak izlenen geleneksel göstergelerdir. 2010 yılı sonlarında açıklanan politika karması paketi ile küresel krizin ardından TCMB, kredi büyüme hızı referans değerlerini açıklamaya başlamış ve kredi büyüme oranlarını etkilemek için birçok makro ihtiyati tedbir hayata geçirilmiştir. Hem faiz koridoru hem de ROM'un yurt içi kredi büyümesini etkileme potansiyeli var. Makalenin takip eden kısımları, bu yeni araçların ne olduğunu ve kredi büyümesini frenlemek ve böylece zaman içinde tüketimi sorunsuz hale getirmek için nasıl kullanılabileceğini kısaca açıklamaktadır.¹⁴⁶

¹⁴⁶ Bakir, Caner, "Policy entrepreneurship and institutional change: Multilevel governance of central banking reform." Governance 22.4, 2009, s. 571-598.



Şekil 9. Faiz koridorunun uygulanması (TCMB)¹⁴⁷

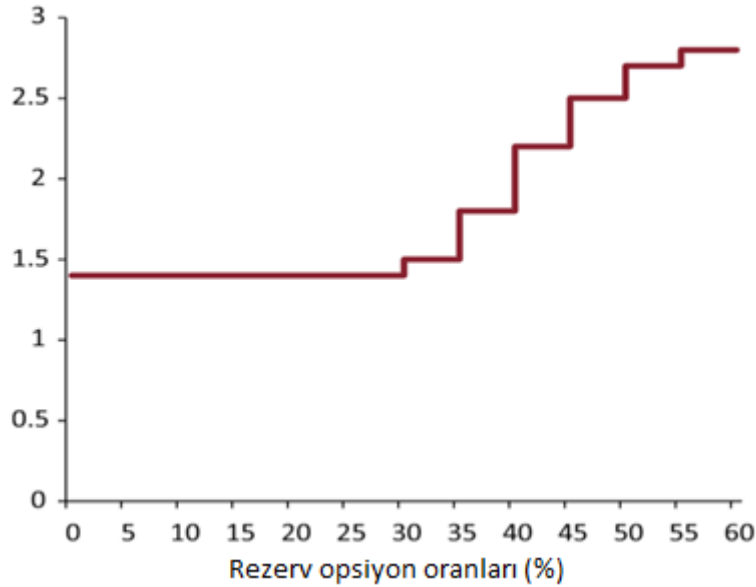
3.6.1. Faiz Koridoru Politikası

Gecelik para piyasalarında bankalar hem merkez bankalarından borç para alabilirler, hem de fazla likiditelerini merkez bankalarına yatırabilirler. Geleneksel olarak, borç verme ve mevduat oranları arasındaki mesafe, merkez bankaları tarafından çok simetrik ve dar bir şekilde belirlenir. TCMB, bu kamayı politika faizi etrafında asimetrik olarak genişleterek, esas olarak sermaye akımlarının yönetimine yönelik yeni bir araç sunmuştur. Borçlanma oranı koridorun tavanı, borçlanma oranı ise tabandır. Asimetrik faiz koridoru politikası, bankaların Merkez Bankası'ndan borçlanma ve Merkez Bankası'na borç verme teşviklerini etkilemektedir. TCMB, bankaların karşı karşıya olduğu belirsizliği kontrol etmek için koridorun genişliğini kullanmaktadır. Koridor politikası, kısa vadeli getiriler üzerinde kontrollü bir

¹⁴⁷ İsmail Cem Özkurt, Doç. Dr. Alpaslan Serel. “Geleneksel olmayan para politikası araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”, Yönetim ve ekonomi araştırmaları dergisi, sayı 22, 2014, s. 60

belirsizlik yaratarak, kısa vadeli sermaye akışlarını caydırabilir, kredi büyümesini azaltabilir ve yurt içi enflasyonu yumuşatabilir.¹⁴⁸

Örneğin gelişmiş ülkelerde gözlenen niceliksel genişleme, gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akışını artırıyor. Bu akış, yurtiçi para birimlerinin değerlendirilmesine ve yurtiçi kredi büyüme oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Bu durumda Merkez Bankası mevduat faizini düşürerek koridoru genişletmekte, koridorun tabanına doğru oynaklık artmakta ve kısa vadeli sermaye girişleri dengelenebilmektedir. Faiz koridoru politikası, kısa vadeli sermaye akımlarındaki dalgalanmaları engellemekte ve yurt içi kredi büyümesini frenlemek için makro ihtiyati bir araç olarak kullanılabilir. Özellikle politika faizi ile koridor tavanı arasındaki fark büyüdükçe bankaların fon maliyetinin beklenen değeri artmakta ve bu da bankaların merkez bankasından borçlanma ve kredi açma teşviklerini azaltmaktadır. TCMB likidite yönetimi araçlarını kullanarak ortalama fonlama faizini koridor içinde korumaktadır. (Şekil 10)



Şekil 10. Rezerv opsiyonu katsayıları¹⁴⁹

¹⁴⁸ Yücememiş, Başak Tanınmış, Ufuk Alkan, and Canan Dağıdır, "Yeni bir para politikası aracı olarak faiz koridoru: Türkiye'de para politikası kurulu faiz kararlarının enflasyon üzerindeki etkisi." Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi 7.13, 2015, s. 449-478.

¹⁴⁹TCMB, "Bülten" (Çevrimiçi), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/14cdae5a-4898-42c7a7dc4087642253e4/Bulten28.pdf?MOD=AJPERES>, 26.11.2021.

3.6.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Rezerv opsiyon mekanizması, değişken sermaye akımlarının finansal ve makroekonomik istikrar üzerindeki etkisini azaltmak için tasarlanmıştır. Ayrıca ekonominin dış finansal şoklara karşı bağımsızlığını güçlendirmeyi, döviz arz ve talep dengesizliklerini azaltmayı ve otomatik dengeleyici görevi görme amacını taşımaktadır. TCMB, ROM uygulamasını 2011 yılı sonlarında uygulamaya koymuştur. Bankalara, yerli para zorunlu karşılıklarının bir kısmını, yükümlülüklerinin bir kısmına kadar döviz veya altın olarak tutma seçeneği sunmaktadır. Rezerv Opsiyon Katsayıları (ROK), gerekli Türk Lirası rezerv başına Merkez Bankası'nda tutulabilecek döviz veya altın miktarını belirler. Örneğin, bir banka 50 TL'ye döviz tutmak istiyorsa ve buna karşılık gelen ROK 1,6 ise, banka zorunlu karşılık olarak 80 TL ($50 \text{ TL} \times 1,6$) tutarında döviz tutmalıdır. ROK'lar, bir bankanın döviz cinsinden tutmayı tercih ettiği zorunlu karşılıkların oranı ile artar.

Son dönemde TCMB, bankalara zorunlu karşılıklarının yüzde 60'a kadar döviz cinsinden tutma izni vermektedir. Şekil 10 - da görüldüğü gibi yükümlülüklerin ilk %30'una kadar olan ROK 1.4 ve %60'a kadar kademeli olarak artar ve bu seviyede katsayı 2.8'dir. TCMB bu katsayıları ekonominin likidite koşullarına göre değiştirmektedir.

Sermaye girişleri arttığında döviz dayalı varlıkların maliyeti Türk Lirası bazlı varlıkların maliyetine göre düşmektedir. Bu nedenle bankalar, Merkez Bankası'ndaki zorunlu karşılık yükümlülüklerini nispeten daha ucuz olan döviz cinsinden tutmayı tercih etmektedirler. Diğer bir deyişle, yabancı para cinsinden borçlanma maliyeti düştükçe ve bankalar ROM'dan daha fazla yararlanacaklardır. Benzer şekilde, ülkeden sermaye çıkışı olması durumunda da ters mekanizma ters yönde çalışacak ve bankalar opsiyon kullanımlarını azaltacaktır. Sonuç olarak, ülkeye akan yabancı sermaye fazlası merkez bankası rezervlerinde depolanacak ve yerli para üzerindeki salınım baskıları kontrol altına alınacaktır.¹⁵⁰

Bu mekanizma, piyasa likiditesi ve döviz kurlarındaki oynaklığı emme potansiyeline sahiptir. Fazla döviz para piyasalarının dışında tutulduğu için yerli

¹⁵⁰ Ergin, Ayşe, and Halil İbrahim Aydın. "finansal istikrarı sağlamaya yönelik bir araç: Rezerv opsiyon mekanizması." Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi 7.1/1, 2017, s. 63-75.

paranın aşırı değerlenmesi engellenmektedir. Aynı zamanda piyasa dostu bir enstrümandır. Bankaların Merkez Bankasında tutmaları gereken para birimi paketinin bileşimini en uygun şekilde seçmelerine olanak tanır. Farklı para birimleri ve altın cinsinden likidite pozisyonları bankaların kararlarını yönetir ve gönüllü olarak bu imkanı kullanmayı tercih eder ve yabancı rezervleri tutar veya serbest bırakır. Bu imkan, kredi büyümesinin yumuşatılmasında da araçsal bir rol oynamaktadır. Ancak ROM'un faydaları “ani durma” bölümlerinde daha da takdir edilmektedir. Sermaye ülkeyi terk ettiğinde ROM, bankaların merkez bankasındaki rezervlerini kullanmalarını sağlayarak kredi büyümesindeki ani düşüşlerin önüne geçiyor.

TCMB, politika bileşiminde birçok başka aracı da aktif olarak kullanmaktadır. Kalan araçlardan bazıları, vade, para birimi ve kaldırıca dayalı zorunlu karşılıklar, banka kredilerinde kredi - değer oranlarına ilişkin limitler ve kredi kartı limitleri gibi makro ihtiyati araçlar olarak kategorize edilebilir. İlk bakışta, TCMB'nin diğer bazı uygulamalarına, Türk firmalarının ticari işlemlerini finanse eden Merkez Bankasının Exim Bankasına verdiği kredilerin artması gibi kalkınma kaygılarının ön planda olduğu görülmektedir. Ancak ihracatçılara verilen destekler bile daha ucuz finansmanı ihracatçılara yönlendirerek cari açığın azaltılmasına ve dolayısıyla finansal istikrarın iyileştirilmesine yardımcı olmaktadır.¹⁵¹

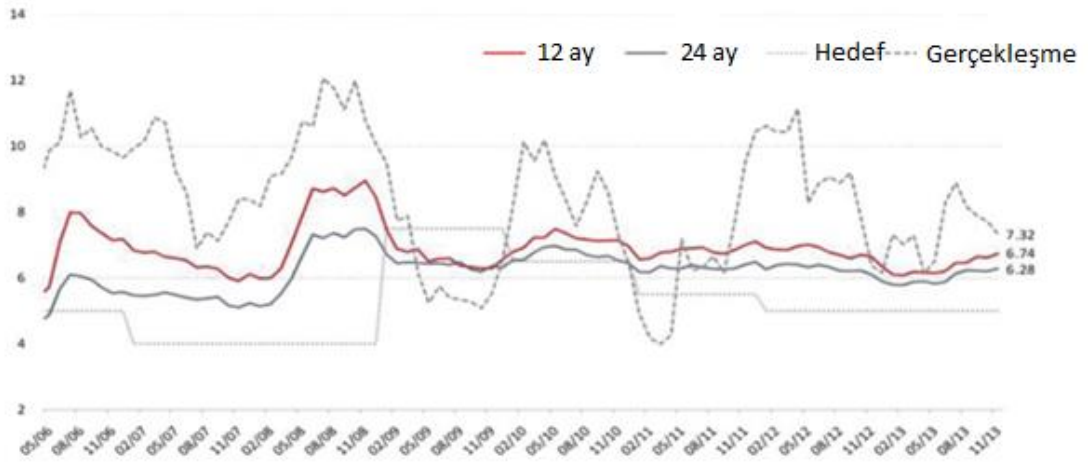
Makro ihtiyati araçlar ağırlıklı olarak finansal istikrarı hedeflemekte ve özellikle kredi büyüme oranlarını etkilemeye çalışmaktadır. Makro ihtiyati araçlar ağırlıklı olarak Finansal İstikrar Komitesi'nde görüşülür ve ilgili düzenleyici kurumlar tarafından eşgüdüm içinde uygulanır. Örneğin, 16 Aralık 2010 tarihinde Türkiye BDDK, kredi hacmini sınırlamak için ipotekli krediler için kredi-değer oranının en fazla %75 olmasını öngören bir kural getirmiştir. Benzer şekilde, ticari gayrimenkul alımlarının finansmanı için krediler için kredi - değer oranı %50 olarak belirlenmiştir. Daha sonra BDDK, Merkez Bankası ile koordineli olarak bireylerin kredi kartı limitlerine ve kredi sayısına da üst sınır getirmiştir. Tüm bu makro ihtiyati

¹⁵¹ TCMB, Bülten, “Rezerv opsiyon mekanizması”, sayı:28, Aralık 2012, s. 2/6, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu/Sozluk/R/Rezerv+Opsiyonu+Mekanizmasi+-+ROM+%28Reserve+Option+Mechanism+-+ROM%29>, 14.03.2022.

politikalar, kredi büyümesi, cari işlemler ve tüketimdeki dalgalanmaları azaltmak için finansal istikrarı artırmaya yönelik bazı stratejik düşünce ve planlamaların da sonucudur.¹⁵²

3.6.3. Yeni Politika Paketinin Etkinliği

Bu yeni politika paketinin etkinliğini kontrol etmek için temel göstergeler, temel olarak enflasyon beklentileri, döviz kuru oynaklığı ve kredi büyüme oranıdır. Şekil 11, enflasyon beklentileri ve gerçekleştirmeleri ile hedef enflasyonu sergilemektedir. Yeni politika bileşimi sürecinde enflasyon beklentileri ve gerçekleştirmeleri hedefin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Yeni vergiler ve döviz kuru geçişkenliği ile küresel emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar da bu sapmalara katkıda bulundu.¹⁵³

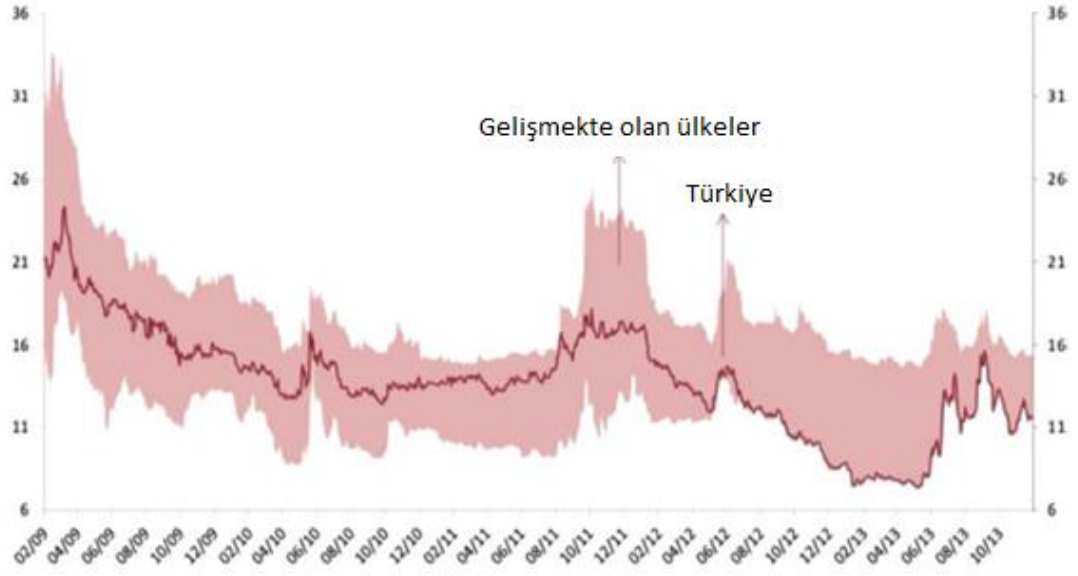


Şekil 11. 12 ve 24 aylık enflasyon beklentileri ve gerçekleştirmeleri¹⁵⁴

¹⁵² Altuntaş, Mehmet. "REZERV OPSİYONU MEKANİZMASI VE ULUSLARARASI REZERV İLİŞKİSİ." Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 19.3, 2019, s. 595-609.

¹⁵³ Şeker, Hilal, and Baki Demirel. "2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme." Politik Ekonomik Kuram 3.1, 2019, s. 1-18.

¹⁵⁴ TCMB, "Yıllık Rapor" (Çevrimiçi) <https://ars.els-cdn.com/content/image/1-s2.0-S130307011930068X-gr1.jpg>, 29.05.2022.



Şekil 12. Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru oynaklığı (yüzde, gelecek 12 ay için zımni oynaklık)¹⁵⁵

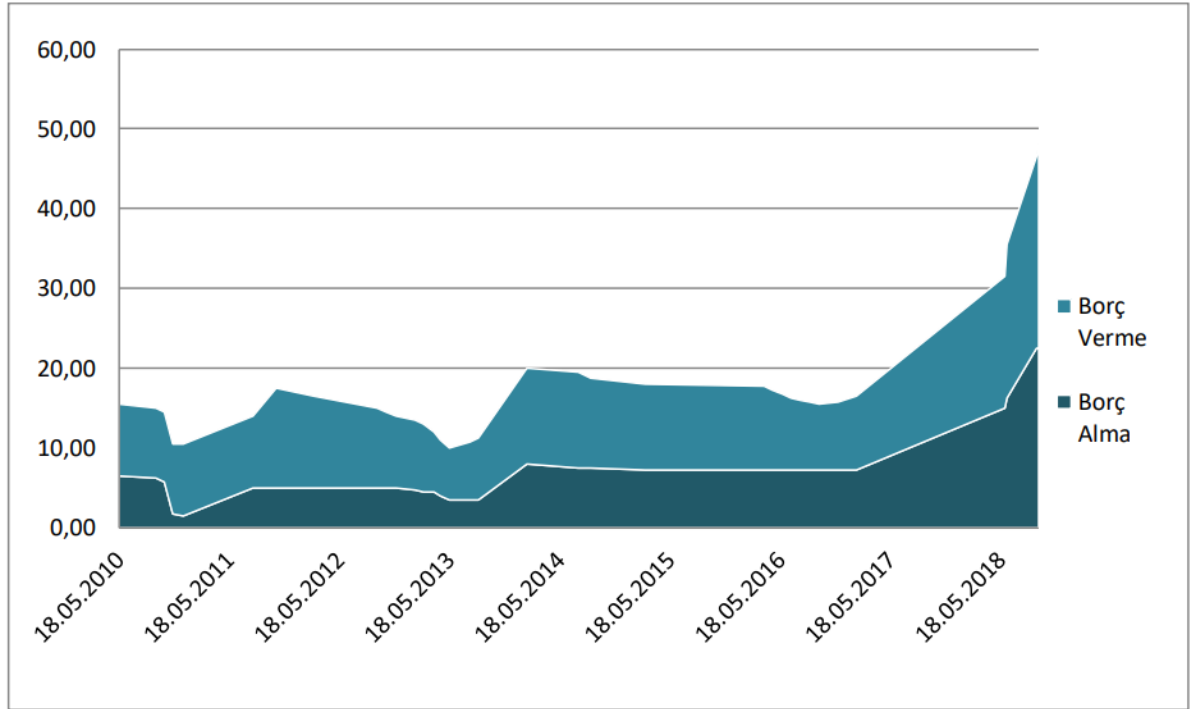
Türkiye, ROM ve faiz koridoru politikalarının etkin bir şekilde uygulanmasıyla döviz kurundaki oynaklık açısından diğer gelişmekte olan ülkelere göre önemli ölçüde farklılaşmıştır. Şekil 12 - de görüldüğü gibi, Türkiye 2012 ve 2013 yıllarında diğer gelişmekte olan ekonomilere göre en düşük kur oynaklığına sahip olmuştur.

Gelişmiş ülkelerdeki niceliksel genişleme sonucunda Türkiye'ye yönelik yüksek hacimli sermaye akımları, ülkedeki kredi büyüme oranlarını artırmıştır. Makro ihtiyati tedbirler 2011 yılı ortalarından itibaren etkisini göstermeye başlamış ve kredi büyümesi ivme kaybetmeye başladı.

¹⁵⁵ TCMB, “Yıllık rapor”, (Çevrimiçi) <https://ars.els-cdn.com/content/image/1-s2.0-S130307011930068X-gr1.jpg>, 07.05.2022.

3.7. 2010-2018 Dönemi TCMB Faiz Koridoru Uygulamalarının Etkileri

TCMB, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarına göre küresel kriz döneminde daha iyi bir durumdaydı. 2001 mali krizinin ardından bankacılık sisteminin yapısını güçlendirmeye yönelik girişimlerde bulunulmuştur. Piyasaya faiz oranları üzerinden müdahale etme imkanı da bulmuştur. Sonuç olarak gelişmiş ülkeler, uzun yıllar merkez bankalarının kullandığı bilanço politikalarını kullanmaktan kaçındı. Bu süreçte, faiz koridoru ve ROM dahil olmak üzere geleneksel olmayan para politikası araçlarını agresif bir şekilde devreye soktu. TCMB'nin ilk kez kullandığı 2010 yılı Mayıs ayından 2018 yılı sonuna kadar faiz koridoru aracının hedef politikalar kapsamındaki yaklaşımı ve uygulama şekli gözden geçirilecektir.



Şekil 13. TCMB faiz koridoru gecelik faiz oranları (2010-2018)¹⁵⁶

¹⁵⁶ TCMB, “Faiz oranları (%) gecelik” (çevrimiçi), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politikasi/merkez+bankasi+faiz+oranlari/faiz-oranlari>, 21.05.2022.

TCMB, asimetrik faiz koridoru aracını, Şekil 13 – de gösterildiği gibi, politika hedefleri doğrultusunda, ekonomik temellerle daha tutarlı ve uyumlu olacak şekilde aktif olarak kullanmaktadır. Tabloyu incelediğimizde ise PPK'nın aldığı kararlar doğrultusunda faiz koridoru aracının kullanılmaya başlandığı tarihten itibaren olmak üzere 2018 yılı sonuna kadar olan süreç içerisinde borç alma, yani taban faiz oranı toplam 16 kez, borç verme, yani tavan faiz oranı ise toplamda 31 kez değiştirilmiştir.¹⁵⁷

Faiz koridorunun alt ve üst bant oranlarındaki değişimlere bakıldığında, Merkez Bankası önce Kasım 2010'da bu koridoru yüzde 7,00'e, ardından Aralık 2010'da yüzde 0,50 artırarak yüzde 7,50'ye çıkardı. Para otoritesinin gecelik borçlanma ve borç verme faiz koridorunu genişletmesinin temel amacı, duruma bağlı olarak kısa vadeli faizlerin daha oynak görünmesini sağlamak ve kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yaymak, aynı zamanda da uzun vadeli sermaye girişlerini engellemektir.¹⁵⁸

¹⁵⁷TCMB, “Yıllık rapor”, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/10f843d3-2e9a-4652-880a54741d03a396/wp1608.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-10f843d3-2e9a-4652-880a-54741d03a396-m3fB9qA>, 29.04.2022.

¹⁵⁸ Tetik, Metin, and Resat Ceylan, "Faiz Koridoru Stratejisinin Hisse Senedi Fiyatları ve Döviz Kuru Üzerine Etkisinin İncelenmesi/Analysis of the Effect of Interest Rate Corridor Strategy on Common Stock and Exchange Rate", Business and Economics Research Journal 6.4, 2015, s. 55.

Tablo 4 : TCMB faiz koridoru gecelik faiz oranları (2011-2018)

Tarih	Borç Alma	Borç Verme	Fark
21.09.2018	22,50	25,50	3,00
14.09.2018	22,50	24,00	1,50
08.06.2018	16,25	19,25	3,00
01.06.2018	15,00	16,50	1,50
25.01.2017	7,25	9,25	2,00
25.11.2016	7,25	8,50	1,25
23.09.2016	7,25	8,25	1,00
24.08.2016	7,25	8,50	1,25
20.07.2016	7,25	8,75	1,50
22.06.2016	7,25	9,00	1,75
25.05.2016	7,25	9,50	2,25
21.04.2016	7,25	10,00	2,75
25.03.2016	7,25	10,50	3,25
25.02.2015	7,25	10,75	3,50
28.08.2014	7,50	11,25	3,75
18.07.2014	7,50	12,00	4,50
29.01.2014	8,00	12,00	4,00
21.08.2013	3,50	7,75	4,25
24.07.2013	3,50	7,25	3,75
17.05.2013	3,50	6,50	3,00
17.04.2013	4,00	7,00	3,00
27.03.2013	4,50	7,50	3,00
20.02.2013	4,50	8,50	4,00
23.01.2013	4,75	8,75	4,00
21.11.2012	5,00	9,00	4,00
19.10.2012	5,00	9,50	4,50
19.09.2012	5,00	10,00	5,00
22.02.2012	5,00	11,50	6,50

21.10.2011	5,00	12,50	7,50
05.08.2011	5,00	9,00	4,00

TCMB, 2010 yılının dördüncü çeyreğinde aşırı değerlenen TL'nin finansal istikrar üzerindeki tehlikeyi aşmak ve yoğunlaşan kısa vadeli sermaye akımları üzerinde caydırıcı bir etki yaratmak amacıyla koridoru aşağı yönlü genişletmiştir. Ekim 2010'da yüzde 5,75 olan borçlanma faiz oranı, Kasım 2010 - da yüzde 1,75'e ve Aralık 2010'da yüzde 1,50'ye indirilmiş ve 2011 yılının ilk yarısı sonuna kadar bu seviyelerde kalmıştır.

TCMB, Ağustos 2011'de faiz koridoru enstrümanını kullanarak parasal genişleme yaklaşımını revize ederek, Ekim 2011'deki yüzde 9,00'dan alt bant borçlanma faizini yüzde 5,00'e, üst bant borç verme faizini yüzde 12,50'ye yükseltmiştir. koridorun üst sınırı, bu süre boyunca yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Koridorun üst limitinin yükseltilmesi piyasalara likidite arzını azalttı ve likidite yönetimine yardımcı oldu. Ayrıca, 2011 yılında Avrupa bölgesinde ekonomik belirsizliğin artması TCMB - nin eylemlerini etkilemiştir.

TCMB'nin 2008 finansal krizi sonrası faiz koridoru uygulaması, operasyonel açıdan diğer ülkelerle benzerlikler gösterse de, hedeflerine ilişkin önemli farklılıklar barındırmaktadır. Birincisi, diğer ülkelerde olduğu gibi, koridorun üst ve alt sınırları politika faiz oranına eşit uzaklıkta değil. Ayrıca faiz koridorunun alt ve üst sınırları birbirinden bağımsız olarak değiştirilebilir. Bu özelliklerinden dolayı TCMB'nin çıkarımı asimetrik faiz koridoru olarak adlandırılmaktadır. TCMB, hem fiyat istikrarını, hem de finansal istikrarı hedefleyen asimetrik faiz koridoruna sahip bir politika aracına kavuşmuştur. Sermaye girişinin arttığı dönemlerde fiyat istikrarı için krediler azaltılmalı ve bu arada yerel para biriminin değeri ekonomik temellere uygun hale getirilmelidir. Bir para politikası sisteminde tek politika faiz oranı kullanılıyorsa, politika faiz oranındaki artış daha fazla yabancı sermaye girişi ve daha

değerli bir döviz kuru ile sonuçlanır. Ancak asimetrik faiz koridoru aşağıda da açıklanacağı üzere kredi ve döviz piyasalarını birlikte etkileyebilmektedir.¹⁵⁹

TCMB, 2013 yılının Temmuz ayında, PPK toplantısından sonra gecelik borçlanma faizini yüzde 3,50'de tutarken, gecelik borç verme faizini yüzde 6,50'den yüzde 7,25'e yükseltti. Geç likidite penceresi kredilerinin faiz oranı yüzde 9,50'den yüzde 10,25'e yükseltildi. Enflasyonu etkileyen birçok değişken aynı dönemde ortaya çıkmış ve PPK Yönetim Kurulu kararına göre enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkilemiştir. Kurul, petrol fiyatlarındaki yükselişin ve kurdaki oynaklığın kısa vadede enflasyonu olumsuz etkilemeye devam edebileceğini göz önünde bulundurarak, bu durumda ılımlı bir parasal sıkılaştırmanın finansal istikrarı koruyacağına karar verdi.

Türk parası 2014 yılının ilk ayında önemli bir devalüasyon gördü ve Türkiye'nin risk priminin değeri önemli ölçüde yükseldi. Makroekonomik istikrar ve enflasyon üzerindeki zararlı sonuçlardan kaçınmak için, PPK daha sıkı bir para politikası yürütmeyi seçti. Temmuz ayında Merkez Bankası, borçlanma faizini yüzde 3,50'den yüzde 8,00'e, fonlama faizini ise yüzde 7,75'ten yüzde 12,00'ye yükseltti.¹⁶⁰

Kısıtlayıcı para politikası duruşu, cari işlemler dengesindeki iyileşmeye yardımcı oldu. Para ve maliye politikalarının yanı sıra makroihtiyati tedbirlerin de başta çekirdek ve enerji enflasyon endeksleri olmak üzere enflasyon üzerinde olumlu etkisi olduğuna dikkat çekildi. Ayrıca, 24 Şubat 2015 tarihli PPK toplantısının ardından, PPK, bu düşüşün devam etmesi için gıda enflasyonundaki artan oynaklığı da dikkate alarak faiz indirimlerini ılımlı tutma kararı aldı. Sonuç olarak, borçlanma faiz oranı yüzde 7,50'den yüzde 7,25'e, marjinal fonlama oranı ise yüzde 11,25'ten yüzde 10,75'e düşürüldü. Merkez Bankası temkinli ve kısıtlayıcı duruşunu 2016 yılında da sürdürmüştür. PPK, enflasyon görünümündeki kötüleşmeyi önlemek için Ocak 2017'de para politikasını sıkılaştırmaya karar vermiş ve döviz kuru oynaklığının yukarı yönlü riskleri artırmasıyla enflasyonun yükselmeye devam edeceğini öngörmüştür. Bu strateji doğrultusunda marjinal fonlama oranını yüzde

¹⁵⁹ Kara, Hakan. "Küresel kriz sonrası para politikası." TCMB Çalışma Tebliği 12.17, 2012, s. 1-25.

¹⁶⁰ TCMB, "Yıllık rapor", 2014, (Çevrimiçi) <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2014/files/tr-full.pdf>, 09.05.2022.

8,50'den yüzde 9,25'e, borçlanma faizini ise yüzde 7,25'te tutma kararı aldı. Koridor, 2018 yılının ilk yarısı boyunca kararlaştırılan bu faiz seviyesinde sabit kalmıştır .¹⁶¹

162

TCMB'nin 7 Haziran 2018 tarihli PPK toplantısına göre enflasyondaki artış maliyet odaklı bir gelişmedir. Talepteki ılımlı öngörüye rağmen, enflasyonun yükseliş eğiliminde olmasına rağmen, yüksek enflasyon beklentilerinin ve enflasyonun fiyatlama davranışları üzerinde tehlike oluşturmaya devam ettiği ortaya çıktı. Son gelişmeler ışığında Kurul, fiyat istikrarını korumak ve sürdürmek için para politikasını daha da sıkılaştırmaya karar vermiştir. Toplantı öncesinde daha fazla parasal sıkılaştırma uygulanarak marjinal fonlama faizi yüzde 9,25'ten yüzde 16,50'ye, borçlanma faizi yüzde 7,25'ten yüzde 15,00'e yükseltildi. Yönetim Kurulu 7 Haziran 2018 tarihli toplantısında, marjinal fonlama oranının yüzde 16,50'den yüzde 19,25'e, borçlanma faiz oranının ise yüzde 15,00'den yüzde 16,25'e yükseltilmesini oyladı.

Merkez Bankası 13 Eylül 2018 tarihli PPK kararında daha fazla parasal sıkılaştırma talebinde bulunmuştur. Son aylarda enflasyon tahmininde yaşanan gelişmeler fiyat istikrarı açısından ciddi tehlikelere işaret etmiştir. Döviz kurundaki artan değişimler sonucunda fiyat artışları yaygın bir nitelik kazanmıştır. Açıklamaya göre, enflasyon görünümü önemli ölçüde iyileşene kadar güçlü parasal sıkılaştırma politikası sürdürülecek. Borçlanma faiz oranı yüzde 16,25'ten yüzde 22,50'ye, marjinal fonlama oranı ise yüzde 19,25'ten yüzde 24,00'e yükseltildi. Merkez bankası bu hamleyi hem döviz kurunu ve enflasyon oynaklığını sınırlamak hem de Türk lirasının değer kaybetmesini önlemek için yaptı. 21 Eylül 2018'de Merkez Bankası, marjinal fonlama faizini yüzde 24,00'den yüzde 25,50'ye yükselterek, borçlanma faizini yüzde 22,50'de tutarak daha da sıkılaştırdı.

Özetle, TCMB 2014 yılından itibaren söz konusu dönemde faiz koridoru sınırları içinde parasal sıkılaştırma politikası izlemektedir. Para otoritesinin, özellikle enflasyon tahminlerinin bozulduğu ve öncelikli hedefi olan finansal ve fiyat

¹⁶¹ TCMB, “Yıllık rapor”, 2016, (Çevrimiçi) <https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2016/files/tr-tcmb2016.pdf>, 12.05.2022.

¹⁶² TCMB, “Yıllık rapor”, 2017, (Çevrimiçi) <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/files/tr-full.pdf>, 15.05.2022.

istikrarının desteklenmesi gerektiği durumlarda nihai amaçları doğrultusunda koridoru aktif olarak kullandığı görülmektedir.

3.8. Türkiye'de COVID-19 Pandemisine Para Politikasının Tepkisi

2019 yılının Aralık ayında Çin'in Vuhan kentinde ortaya çıkan yeni tip koronavirüs hastalığı (COVID-19), birkaç ay içinde tüm dünyaya yayıldı. Bir kişiden diğerine oldukça basit bir şekilde bulaşma açısından özel bir yeteneğe sahip olduğundan, 5 Mart 2022 itibariyle yaklaşık 521,5 milyon vaka ve 6,5 milyondan fazla ölümle küresel bir salgın haline geldi..

COVID-19 pandemisi insanlar arasında endişe ve korku yaydı ve ekonomiler üzerinde ciddi etkiler yarattı.¹⁶³ Enfekte yüzünden çalışanlar işgücüne katılamadı, bunun da imalat ve hizmet sektörlerinde faaliyetlerin ciddi şekilde azalmasına, işten çıkarma ve işsizlik oranlarında artışa yol açmıştır. Ayrıca artan belirsizlik ve kötüleşen beklentiler ile birlikte borsalardaki kayıplar harcamaların azalmasına neden olmakta, bu da ekonomilerin talep taraflarının da zarar gördüğü anlamına gelmektedir. Uluslararası Para Fonu (IMF), Ekim 2020 - deki en güncel Dünya Ekonomik Görünümü raporunda, küresel ekonominin 2020 - de %4,4 küçüldüğü görülmektedir.¹⁶⁴

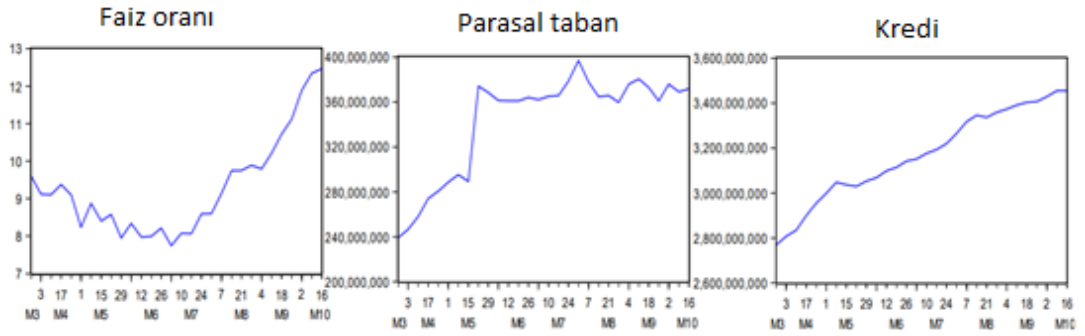
COVID-19 pandemisinden önce Türkiye'deki politika yapıcılar makroekonomik istikrarı sağlamaktan çok uzaktı. Örneğin, Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre 2019 yılı sonunda enflasyon ve işsizlik oranları sırasıyla %11,8 ve %13,7 olmuştur. Ayrıca Türkiyenin GSYİH'si 2018'in son çeyreğinden yılın ikinci çeyreğine kadar daralmıştır. 2019 yılı Türkiye ekonomisinin resesyona girdiğini ima ediyor. COVID-19'un ortaya çıkmasından sonra Türkiye'deki politika yapıcılar, diğer ülkelerdeki politika yapıcılar gibi pandeminin etkisini azaltmak için bazı önlemler aldı. Maliye politikası açısından bakıldığında, Türk hükümeti 18 Mart

¹⁶³ Rizwan, Muhammad Suhail, Ghufuran Ahmad, and Dawood Ashraf. "Systemic risk: The impact of COVID-19." Finance Research Letters 36, 2020.

¹⁶⁴ Kristalina Georgieva, "Annual Report", 2020, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2020/eng/>, 26.05.2022.

2020'de başta vergi yükümlülüklerinin ertelenmesi, sosyal güvenlik primleri ve kredi ödemeleri, işten çıkarma yasağı, üretimi durduran firmalarda çalışan personele destekler, ihtiyaç sahibi ailelere geçici yardım vb. geçici gelirler dahil olmak üzere 100 milyar Türk Lirası (TL) tutarında bir teşvik paketi açıkladı. Öte yandan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Mart-Mayıs döneminde politika faizini %9,75'ten %8,25'e indirdi. Ayrıca, TCMB, bankaların hanehalkı ve firmalara kredi verme faaliyetlerini canlandırmak için finansal sisteme oldukça likidite enjekte etti.¹⁶⁵

Şekil 14, bankalar arası faiz oranı (Borsa İstanbul Repo/Ters Repo Pazarı'nda belirlenen gecelik faiz oranı) ve para tabanı ile Türkiye'deki toplam krediler olmak üzere iki ana para politikası göstergesini göstermektedir.



Şekil 14. Türkiye'de faiz oranı (%), para tabanı (bin TL) ve TL krediler (bin TL) (27 Mart 2020 – 16 Ekim 2020)¹⁶⁶

Şekil 14 – de, Mart ayından Haziran ayına kadar faiz oranları düşerken para tabanının ve kredilerin hızla arttığı ve TCMB'nin genişletici bir para politikası izlediği görülmektedir. Özellikle Türk bankacılık sektöründe toplam aktifler içinde önemli bir paya sahip olan kamu bankaları, hanehalklarına ve firmalara bankalararası faiz oranının altında borç verme faiz oranları ile kredi vermiştir. Dolayısıyla, COVID-19 pandemisinin ekonomik etkileriyle mücadelede temel politika tedbir, tüketim ve yatırım harcamalarını desteklemek için özellikle kamu bankaları

¹⁶⁵ TCMB, “Yıllık rapor”, 2020, (Çevrimiçi) <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2020/files/tr-full.pdf>, 15.04.2022.

¹⁶⁶ TCMB, “Faiz oranları” (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politikasi/merkez+bankasi+faiz+oranlari>, 19.04.2022.

aracılığıyla kredilerin artırılması olmuştur. Bir başka deyişle, Türkiye'deki kredi kanalı pandemi sürecinde etkin bir şekilde kullanılmaya çalışıldı. Pandemi döneminde Türkiye'deki bu hızlı kredi büyümesini Şekil 13 - den gözlemleyebilir. Bu politika önlemi, ikinci çeyrekte %9,9 küçülen Türkiye ekonomisinin 2020 yılının üçüncü çeyreğinde hızla toparlanmasını ve %6,7 büyümesini sağlamıştır. Öte yandan, genişletici para politikası nedeniyle TL'nin yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi nedeniyle, TCMB politika faizindeki artışa bağlı olarak bankalararası faiz artmış ve para tabanı yatay bir seyir izlemiştir. Ancak Türkiye'de krediler artmaya devam etti.



SONUÇ

Sonuç olarak, bu çalışmada küreselleşme ve para politikası kavramına açıklık getirilmiş, daha sonra ilk olarak para politikası üzerinden Avrupa İttifakı ülkelerini ve sonrasında Türkiye Cumhuriyeti'ni ilgilendiren boyutları değerlendirilmiştir.

Türkiye, 2001 krizinden sonra iki ayrı ekonomi politikası ve faaliyet dönemi geçirdi. 2006-2009 yılları arasında sona eren ve para politikasındaki kırılma için ekonometrik olarak 2009 yılına tarihlenen ilki nispeten başarılı bir dönemdir. Bu dönemde hızlı dezenflasyon ve yüksek büyüme oranları gözlemliyoruz. Bu bölüm iyi anlaşıldı ve hükümet ve politika yapıcılar tarafından da iyi tanıtıldı. Enflasyonun yükselmesine ve yükselmeye devam etmesine, cari açığın artmasına ve finansal piyasaların yüksek oynaklığa maruz kalmasına izin veren genişlemeci maliye politikası ve zayıf para politikası ile karakterize edilen ikinci, düşük büyüme dönemi olduğunu savunuyoruz. Bu nedenle, anahtar bulgumuz, 2009 yılı civarında para politikasında yapısal bir kırılmadır. Bu dönemden sonra para politikası, enflasyonun sadece son dönemin çoğunda hedefin üzerinde olmasına izin vermekle kalmayıp, aynı zamanda nominal çıpayı zayıflatarak beklentilerdeki ve finansal piyasalardaki oynaklığa katkıda bulunan enflasyona verilen zayıf tepkilerle karakterize edildi.

Deflasyonist baskılar birçok merkez bankasının politika faizlerini sıfıra indirmesine ve ardından talebi daha da canlandırmak için yenilikçi para politikası eylemlerini denemesine neden olurken, Türkiye hiçbir zaman iyi anlaşılmış enflasyon dünyasını hedefin üzerinde bırakmadı. Son deneyimler, enflasyon ve varlık fiyatlarının Türkiye'de para politikasına ders kitabı tarzında cevap verdiğini göstermektedir. Para politikasındaki yapısal kırılmadan önce ve sonra enflasyonun davranışı, enflasyonu kontrol etmek için faiz oranlarının kullanılmasının başarılı olduğunu ve bunu yapmamanın enflasyonun ısrarla hedefin üzerinde olmasına yol açtığını göstermektedir.

2008 mali krizinden önce, Türkiye ekonomisinde, önceki dönemlere kıyasla TCMB'nin para politikasını kısıtlayacak çok az faktör vardı. Küresel kriz derinleşirken, ekonomik koşulların yarattığı güven, para politikasının fiyat istikrarı dışındaki ekonomik göstergelere karşı destekleyici bir duruş sağladı.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Almeida, M. & Barral, W. & Batson, E.:	"The gated globe," Economist , 12-18 Oct 2013, s. 3-20.
Altunbas, Yener, Gambacorta, and D. Marques-Ibanez:	"Financial innovation, bank capital and the bank lending channel: A European empiricist's perspective," Conference Paper on monetary policy transmission mechanism in the euro area in its first 10 years, European Central Bank , Frankfurt, 2009.
Arnett, Jeffrey Jensen:	"The psychology of globalization." American psychologist , 57.10, 2002, s. 774.
Arslan, M. Oguz:	"Küresel Keynesçilik ve Küresel Ekonomik Kriz/Global Keynesianism and Global Economic Crisis," Ege Akademik Bakis , 10.4, 2010, s. 1231.
Bagnato, Bruna:	"The Globalization of the Cold War," Ed. Max Guderzo, Taylor & Francis , 2009.
Bakir, Caner:	"Policy entrepreneurship and institutional change: Multilevel governance of central banking reform," Governance , 22.4, 2009, s. 571-598.
Beck, Ulrich:	"What is globalization?," John Wiley & Sons , 2018.
Berentsen, Aleksander:	"Monetary policy implications of digital money." Kyklos , 51.1, 1998, s. 89-118.
Berger, Suzanne:	"Globalisation and politics," 2000.
Bernanke, Chairman Ben S:	"Monetary policy under uncertainty," Cuaderno de documentacion , 2007, s. 87.
Bloomfield, Arthur Irving:	"Monetary policy under the international gold standard: 1880-1914," Federal Reserve Bank of New York , 1959.
Bofinger, Peter, Julian Reischle, and Andrea	"Monetary policy: goals, institutions, strategies, and instruments," Oxford University Press on Demand , 2001.

Schächter:	
Bordo, Michael D.:	"The operation and demise of the Bretton Woods system; 1958 to 1971," No. w23189, National Bureau of Economic Research , 2017.
Bordo, Michael D., Alan M. Taylor, and Jeffrey G. Williamson, eds.:	"Globalization in historical perspective," University of Chicago Press , 2007.
Bordo, Michael D., and Barry Eichengreen, eds.:	"A retrospective on the Bretton Woods system: lessons for international monetary reform," University of Chicago Press , 2007.
Cecchetti, Stephen G.:	"Distinguishing theories of the monetary transmission mechanism," Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis , 77, 1995, s. 83-83.
Clark, Ian:	"Globalization and the post-cold war order," The globalization of world politics: An introduction to international relations , 2, 2001, s. 634-648.
Corden, W.M.:	"How Valid is International Keynesianism?," International Monetary Fund, Research Department: IMF Working , 1987, s. 87 – 56.
Dale, Roger:	"Globalisation, knowledge economy and comparative education," Comparative education , 41.2, 2005, s. 117-149.
De La Dehesa, Guillermo:	"Non-Standard and Unconventional Monetary Policy Measures," Non-Standard Monetary Policy Measures-An Update, European Parliament Directorate General for International Policies Policy Department , 2013, s. 43-54.
Dollar, D., and A. Kray:	"Growth is good for the poor," WB, Washington , marzo 2000 Eade D. e Ligteringen E. "Debating development," 2001.

Dooley, Michael P., David Folkerts- Landau, and Peter M. Garber:	"An essay on the revived Bretton Woods system," 2003.
Dreher, Axel, Noel Gaston, and Pim Martens:	"Measuring globalization," Gauging its Consequences Springer , New York, 2008.
Duffield, Mark:	"Globalization and war economies: Promoting order or the return of history," Fletcher F. World Aff , 23, 1999, s. 21.
Elliot, Kimberly Ann, Debayani Kar et J. David Richardson:	"Assessing Globalization's Critics: "Talkers are no Good Doers?," In Challenges to Globalization: Analyzing the Economics , 2007, s. 17-37.
Elsenhans, H. State:	"Class and Development," New Delhi, India, Radiant Publishers , 1996.
Fahr, Stephan, et al.:	"A monetary policy strategy in good and bad times: Lessons from the recent past," Economic Policy , 28.74, 2013, s. 243-288.
Fisher, Richard W.:	"Challenges for monetary policy in a globalized economy," Federal Reserve Bank of Dallas , No. 34, 2008.
Freedman, Charles:	"The role of monetary conditions and the monetary conditions index in the conduct of policy," The Transmission of Monetary Policy in Canada , 1, 1996, s. 81-86.
Friedman, Benjamin M.:	"What Objectives for Monetary Policy?," Central Banks as Economic Institutions , 2008, s. 52-67.
Gabor, Daniela:	"The International Monetary Fund and its new economics," Development and Change , 41.5, 2010, s. 805- 830.
Gali, Jordi:	"The New-Keynesian approach to monetary policy analysis: Lessons and new directions," The science and practice of monetary policy today," Springer, Berlin, Heidelberg ,

	2010, s. 9-19.
Gerlach, Stefan, and Gert Schnabel:	"The Taylor rule and interest rates in the EMU area," Economics Letters , 67.2, 2000, s. 165-171.
Hsieh, Chang-Tai, and Christina D. Romer:	"Was the Federal Reserve fettered? Devaluation expectations in the 1932 monetary expansion," 2001.
Igwe, Isaac OC.:	"History of the international economy: The Bretton Woods system and its impact on the economic development of developing countries," Athens JL , 4, 2018, s. 105.
Jansen, W. Jos:	"Inside the Impossible Triangle: Monetary Autonomy in a Credible Target Zone," De Nederlandsche Bank Monetary and Economic Working Paper , 2003, s. 13.
Kara, Hakan:	"Küresel kriz sonrası para politikası," TCMB Çalışma Tebliği , 12.17, 2012, s. 1-25.
Lawrence, Robert Z.:	"Scenarios for the world trading system and their implications for developing countries," 1991.
Lechner, Frank J., and John Boli:	"World culture: Origins and consequences," 2008.
Masuch, Klaus, Huw Pill, and Caroline Willeke:	"Framework and tools of monetary analysis," Monetary analysis: tools and applications , 117, 2001.
Meltzer, Allan H.:	"A Monetary History as a model for historians," 23, 2003, s. 357.
Panic, Mica:	"The Bretton Woods system: concept and practice," Globalization and National Economic Welfare , Palgrave Macmillan, London, 2003, s. 228-244.
Rizwan, Muhammad Suhail, Ghufan Ahmad, and Dawood Ashraf:	"Systemic risk: The impact of COVID-19," Finance Research Letters , 36, 2020, 101682.

Robertson, Roland, and Kathleen E. White:	"What is globalization," The Blackwell companion to globalization , 2007, 54-66.
Rodrik, Dani:	"Globalization and the Beautiful Game," Article available , 13, 2008.
Rodrik, Dani:	"The globalization paradox: why global markets, states, and democracy can't coexist," Oxford University Press , 2011.
Rogoff, Kenneth S.:	"Reputational constraints on monetary policy," 1986.
Sardak, O. Bils kaya S.:	"Potential of economy socialisation in the context of globalisation," Economic Annals-XXI , 164.3-4, 2017.
Şeker, Hilal, and Baki Demirel:	"2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme," Politik Ekonomik Kuram , 3.1, 2019, s. 1-18.
Steinwand, Martin C., and Randall W. Stone:	"The International Monetary Fund: A review of the recent evidence," The Review of International Organizations , 3.2, 2008, s. 123-149.
Svensson, Lars:	"Monetary policy and inflation targeting," Research summary , NBER Reporter, 1997, s. 5-8.
Trichet, Jena-Claude:	"The euro zone and the global crisis," International Herald Tribune , 2013, s. 16-17.
TCMB;	"Fiyat istikrarı ve enflasyon," 2008.
Van Tulder, Rob, and Alex Van der Zwart:	"International business-society management: Linking corporate responsibility and globalization," Routledge , 2005.
Vousden, Neil:	"The economics of trade protection," Cambridge University Press , 1990.
Walsh, Carl E.:	"Recent central-bank reforms and the role of price stability as the sole objective of monetary policy," NBER macroeconomics annual , 10, 1995, s. 237-252.
Williamson, John:	"The Role of the IMF: A Guide to the Reports," No. PB00-

	5, 2000.
Wolf, Martin:	"Will globalization survive?," World economics-henley on Thames , 6.4, 2005, s. 1.
Wooldridge, Adrian, and John Micklethwait:.	"The fourth revolution: The global race to reinvent the state," Penguin UK , 2014.
Yusuf, Shahid:	"Globalization and the challenge for developing countries," World Bank Publications , Vol. 2618, 2001.

DERGİLER

Aizenman, Joshua:	"The impossible trinity—from the policy trilemma to the policy quadrilemma," Global Journal of Economics , 2.01, 2013.
Altuntaş, Mehmet:	"Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Uluslararası Rezerv İlişkisi," Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , 19.3, 2019, s. 595-609.
Bernanke, Ben S.:	"The new tools of monetary policy," American Economic Review , 110.4, 2020, s. 43-83.
Barro, Robert J., and David B. Gordon:	"Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy," Journal of monetary economics , 12.1, 1983, s. 101-121.
Bernanke, Ben S., and Mark Gertler:	"Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission," Journal of Economic perspectives , 9.4, 1995, s. 27-48.
Bordo, Michael D., and Ronald MacDonald:	"Interest rate interactions in the classical gold standard, 1880–1914: was there any monetary independence?," Journal of Monetary Economics , 52.2,

	2005, s. 307-327.
Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones:	"The global financial crisis: How similar? How different? How costly?," Journal of Asian Economics , 21.3, 2010, s. 247-264.
Cour, Thimann, Philippine:	"Monetary policy and redistribution: information from central bank balance sheets in the Euro area and the US," Review of Economics , 64.3, 2013, s. 293-324.
Ergin, Ayşe, ve Halil İbrahim Aydın:	"Finansal istikrarı sağlamaya yönelik bir araç: Rezerv opsiyon mekanizması," Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi , 7.1/1, 2017, s. 63-75.
Egert, Balazs, and Ronald MacDonald:	"Monetary transmission mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the surveyable," Journal of Economic Surveys , 23.2, 2009, s. 277-327.
Eroğlu, Nadir, ve Kara Funda:	"Türkiye'de makro ihtiyati para politikası araçlarının makroekonomik değişkenlere etkisinin var analizi ile incelenmesi," İstanbul İktisat Dergisi , 67.2, 2017, s. 59-88.
Gözde Kaya, Dilek, and Ayşe Durgun Kaygısız:	"2008 küresel krizi ve sonrasında Türkiye'de uygulanan maliye politikalarına genel bir bakış," Business/Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi , 11.26, 2015.
Goldberg, Pinelopi Koujianou, and Nina Pavcnik:	"Distributional effects of globalization in developing countries," Journal of economic Literature , 45.1, 2007, s. 39-82.
Hakan Naim Ardor, Serdar Varlık:	"İleriye dönük yeni keynesyen para politikası reaksiyon fonksiyonunun tahmini: Taylor Kuralı'nın, McCallum Kuralı'nın, Taylor – McCallum melez Kuralı'nın Türkiye ekonomisinde geçerliliği," Ekonomik yaklaşım , 24(89), 45-71, 2014, s. 55.
İsmail Cem Özkurt, Doç. Dr. Alpaslan	"Geleneksel olmayan para politikası araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası," Yönetim ve ekonomi

Serel.	araştırmaları dergisi , sayı 22, 2014, s. 60.
Lin, Justin Yifu, and Doerte Doemeland:	"Beyond Keynesianism: Global infrastructure investments in times o f crisis," Journal of International Commerce, Economics and Policy , 3.03, 1250015, 2012.
Mead, W.R.:	"American Economic Policy in the Antemillennial Era," World Policy Journal (USA) , vol. 6, no. 3, 1989, s. 385-468.
Mishkin, Frederic S.:	"Is monetary policy effective during financial crises?," American Economic Review , 99.2, 2009, s. 573-77.
Orourke, Kevin H.:	"Tariffs and growth in the late 19th century," The economic journal , 110.463, 2000, s. 456-483.
Oktar, Suat, Nadir Eroğlu, and İlhan Eroğlu:	"2008 Global finans krizi, parasal aktarım kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) deneysel politika çabaları," Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi , 35.2, 2008, s. 1-28.
Palley, Thomas I.:	"The theory of global imbalances: mainstream economics vs structural Keynesianism," Review of Keynesian Economics , 3.1, 2015, s. 45-62.
Serel, Alpaslan, and Musa Bayır:	"2008 finansal krizinde para politikası uygulamaları: Türkiye örneği," Journal of Management and Economics Research , 11.19, 2013, s. 59-80.
Şen, Bülent:	"Küreselleşme: Anlamlar ve söylemler," Süleyman Demirel Üniversitesi Fen-Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi , 18, 2008, s. 135-150.
Şentürk, Mehmet, Selim Kayhan, and Tayfur Bayat:	"Küresel finans krizi sonrasında merkez bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez bankası," Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi , Tüyen Zeki: 9.3, 2016, s. 147-160.
Tüyen Zeki:	"Türkiye'de Para Politikalarının Geleceği," Gümrük ve Ticaret Dergisi , 2014, s. 22.
Taylor, John B.:	"The monetary transmission mechanism: an empirical

	framework," Journal of Economic perspectives , 9.4, 1995, s. 11-26.
Tetik, Metin, and Resat Ceylan:	"Faiz Koridoru Stratejisinin Hisse Senedi Fiyatları ve Döviz Kuru Üzerine Etkisinin İncelenmesi/Analysis of the Effect of Interest Rate Corridor Strategy on Common Stock and Exchange Rate," Business and Economics Research Journal , 6.4, 2015, s. 55.
Twinoburyo, Enock Nyorekwa, and Nicholas M. Odhiambo:	"Monetary policy and economic growth: A review of international literature," Journal of Central Banking Theory and Practice , 7.2, 2018, s. 123-137.
Verdun, Amy:	"Political leadership of the European central bank," Journal of European Integration , 39.2, 2017, s. 207-221.
Williamson, Stephen D.:	"Liquidity, monetary policy, and the financial crisis: A new monetarist approach," American Economic Review , 102.6, 2012, s. 2570-2605.
Yücememiş, Başak Tanınmış, Ufuk Alkan, and Canan Dağıdır:	"Yeni bir para politikası aracı olarak faiz koridoru: Türkiye'de para politikası kurulu faiz kararlarının enflasyon üzerindeki etkisi," Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi , 7.13, 2015, s. 449-478.

TEZLER

Gökçen Çınar Mustafaoğlu:	"Para Politikası araçlarının ekonomi üzerindeki rolü ve Türkiye uygulaması," Trakya Üniversitesi yüksek lisans tezi , 2019, s. 28-29.
Guluzade, Faig:	"2008 Finansal Krizinin Ardından Türkiye'de Uygulanan

	Para Politikaları,” Bursa Uludag University (Turkey) , 2019.
Işık Sefa:	“2008 Küresel Ekonomik Kriz sonrası Türkiye’de uygulanan yeni Para Politikası stratejisi ve sonuçları,” İstanbul Üniversitesi yüksek lisans tezi , 2015, s. 18.
Mussa, Michael.:	“Argentina and the Fund: From triumph to tragedy”, Peterson Institute , 2002.
Selim Kayhan:	“Taylor kural: Teori ve Türkiye üzerine bir uygulama,” Erciyes Üniversitesi, Doktora tezi , 2011, s. 84.

ELEKTRONİK KAYNAKLAR

European Central Bank:	“Annual report”, 2010, (Çevrimiçi), https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf , 18.09.2021.
European Central Bank:	“Annual report”, 2011, (Çevrimiçi), https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf , 13.09.2021.
European Central Bank:	“Economic and monetary developments in non-euro area EU member states”, 2011, s.70, (Çevrimiçi), https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf , 17.09.2021.
European Central Bank:	“Annual report”, 2009, (Çevrimiçi), https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf , 18.09.2021.
European Central Bank:	“Transmission mechanism of monetary policy”, (Çevrimiçi), https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html , 23.09.2021.
European Central Bank:	“Annual report”, 2008, (Çevrimiçi),

Bank:	https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf , 29.09.2021.
European Central Bank:	“Annual report”, 2009, (Çevrimiçi), https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf , 30.09.2021.
European Central Bank:	“Annual report”, 2011, (Çevrimiçi), https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf , 30.09.2021.
European Central Bank:	“Annual report”, 2008, (Çevrimiçi), https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf , 07.10.2021.
European Central Bank:	“Annual report”, 2009, (Çevrimiçi), https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf , 08.10.2021.
Fatih Cam:	“İmkansız üçleme nedir?”, (Çevrimiçi), https://sorhadi.net/d/152801-imkansiz-ucleme-nedir , 10.2021.
İnvesting:	“USD/TRY historial data”, (Çevrimiçi), https://www.investing.com/currencies/usd-try-historical-data , 19.01.2022.
Kristalina Georgieva:	“Annual Report”, 2020, (Çevrimiçi), https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2020/eng/ , 26.05.2022.
Para Politikası:	“Para politikasının amaç ve araçları”, (Çevrimiçi), https://anlikdoviz.co/makale/para-politikasi-araclari-kim- tarafindan-uygulanir.html , 04.07.2021.
Researchgate, “ECB balance sheet (total assets / billion euros) source:	European Central Bank”, 2017, (Çevrimiçi), https://www.researchgate.net/figure/ECB-Balance-Sheet- Total-Assets-Billion-Euros-Source-European-Central- Bank_fig2_318766673 , 05.01.2022.
TCMB:	“Macroeconomic Outlook and Monetary Policy in

	Turkey,” 24 Mart 2022, (Çevrimiçi), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1320c290-76c0-45ca-bacb-78f59ec1e96c/2022_03_24_Economic+Outlook+and+Monetary+Policy_web.pdf?MOD=AJPERES , 04.03.2022.
TCMB:	“Büyüme oranları (yıllık)”, (Çevrimiçi), https://d10-invdn-com.akamaized.net/content/picbc46a514968c2192d18133241be8ee3d.0154 , 28.03.2022.
TCMB:	“Yıllık rapor”, 2010, (Çevrimiçi), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26d17342-1d99-4f36-be35-18363f43975b/10turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-26d17342-1d99-4f36-be35-18363f43975b-mgX2JB0 , 30.03.2022.
TCMB:	“Yıllık rapor”, 2012, (Çevrimiçi), http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/files/tr-full.pdf , 10.04.2022.
TCMB:	“Yıllık rapor” (Çevrimiçi), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26d17342-1d99-4f36-be3518363f43975b/10turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-26d17342-1d99-4f36-be35-18363f43975b-mgX2JB0 , 22.04.2022.
TCMB:	Researcgate, “Faiz koridoru uygulaması” (Çevrimiçi), https://www.researchgate.net/figure/Grafik-8-TCMB-Faiz-Koridoru-Uygulamasi-Kaynak-TCMB_fig8_331874332 , 17.11.2021.
TCMB:	“Bülten” (Çevrimiçi), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/14cdae5a-4898-42c7a7dc4087642253e4/Bulten28.pdf?MOD=AJPERES ,

	26.11.2022.
TCMB:	Bülten, “Rezerv opsiyon mekanizması”, sayı:28, Aralık 2012, s. 2/6, (Çevrimiçi), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu/Sozluk/R/Rezerv+Opsiyonu+Mekanizmasi+-+ROM+%28Reserve+Option+Mechanism+-+ROM%29 , 14.03.2022.
TCMB:	“Yıllık Rapor” (Çevrimiçi), https://ars.els-cdn.com/content/image/1-s2.0-S130307011930068X-gr1.jpg , 29.05.2022.
TCMB:	“Yıllık rapor” (Çevrimiçi), https://ars.els-cdn.com/content/image/1-s2.0-S130307011930068X-gr1.jpg , 07.05.2022.
TCMB:	“Faiz oranları (%) gecelik” (Çevrimiçi), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politikasi/merkez+bankasi+faiz+oranlari/faiz-oranlari , 21.05.2022.
TCMB:	“Yıllık rapor”, (Çevrimiçi), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/10f843d3-2e9a-4652-880a54741d03a396/wp1608.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-10f843d3-2e9a-4652-880a-54741d03a396-m3fB9qA , 29.04.2022.
TCMB:	“Yıllık rapor”, 2014, (Çevrimiçi), http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2014/files/tr-full.pdf , 09.05.2022.
TCMB:	“Yıllık rapor”, 2016, (Çevrimiçi), https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2016/files/tr-tcmb2016.pdf , 18.05.2022.

TCMB:	“Yıllık rapor”, 2017, (Çevrimiçi), http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/files/tr-full.pdf , 15.05.2022.
TCMB:	“Yıllık rapor”, 2020, (Çevrimiçi), http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2020/files/tr-full.pdf , 15.04.2022.
TCMB:	“Faiz oranları” (Çevrimiçi), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politikasi/merkez+bankasi+faiz+oranlari , 19.04.2022.