

Bir Para Politikası Olarak Enflasyon Hedeflemesi ve Eşlik Eden Döviz Kuru Rejimleri

Kaan İrfan Ögüt, Doç. Dr., Bahçeşehir Üniversitesi, Ekonomi Bölümü, kaan.ogut@bau.edu.tr,

ORCID: 0000-0002-3090-003X

Öz

Bir para politikası gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkenin merkez bankaları tarafından 1990'lardan itibaren yaygınlaşarak tercih edilen enflasyon hedeflemesi 2000'lerde makro iktisat literatürünü de etkilemiştir. Makalede öncelikle kredi ve kamu harcamaları ile yaratılan paranın olası enflasyonist etkisinin nasıl modellenebileceği ele alınmıştır. İkinci olarak çalışma enflasyon hedeflemesine eşlik etmesi gereken döviz kuru rejimi ile ilgili tartışmalara ışık tutmaktadır. Her ne kadar ana-akım iktisat yaklaşımı enflasyon hedeflemesinin ancak serbest dalgalı döviz kuru rejimi ile birlikte etkin bir şekilde uygulanabileceğini savunsa da 2000'lerin başlarında bir grup heterodoks iktisatçı enflasyon oranı ile birlikte reel döviz kurunun da hedeflenmesi gerektiğini savunmuşlar, 2008 sonrasında finansal istikrar kavramına yapılan vurgunun artması ile sterilize edilmiş döviz kuru müdahaleleri ve 2010'ların sonlarında sermaye kontrolleri bizzat IMF araştırmacıları tarafından savunulmaya başlanmıştır. Çalışmada özellikle gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesi ve buna uygun döviz kuru rejimi ile ilgili tartışmalar Türkiye ekonomisindeki borç ve varlık dolarizasyonu çerçevesinde analiz edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Endojen Para Arzı, Enflasyon Hedeflemesi, Döviz Kuru Rejimleri.

JEL Kodları: E12, E58, F41

Inflation Targeting as a Monetary Policy and Accompanying Exchange Rate Regimes

Abstract

As a monetary policy inflation targeting, increasingly adopted since the 1990s by central banks of both developed and developing countries, has also significantly influenced macroeconomic literature in the 2000s. This study first addresses how the potential inflationary effects of money created through credit and government spending can be modeled. Secondly, it focuses on the debates surrounding the exchange rate regime that should accompany inflation targeting. Although the mainstream economic approach argues that inflation targeting can only be effectively implemented with a freely floating exchange rate regime, a group of heterodox economists in the early 2000s argued for targeting both inflation rate and real exchange rate. Following the 2008 with increased emphasis on financial stability, sterilized foreign exchange interventions in the early 2010s and capital controls in the late 2010s began to be advocated also by IMF researchers. The study particularly analyzes discussions on inflation targeting and suitable exchange rate regimes for developing countries within the framework of the debt and asset dollarization in the Turkish economy.

Key Words: Endogenous Money Supply, Inflation Targeting, Exchange Rate Regimes.

JEL Codes: E12, E58, F41

1. Giriş: Makro İktisadi Uzlaşma ve Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

Keynes'in (1930), *Para Üzerine Bir İnceleme*¹ isimli kitabındaki iki önemli vurgusu olan *para arzının içsellığı*, yani borçlanma ile yaratılan *kredi para* ve *tasarruf-yatırım dengesizliği* kavramları Keynes'in çok daha geniş kitlelerce bilinen eseri *Genel Teori*² (1936) üzerine

- 1 Keynes, 1930 yılında yayınladığı *Para Üzerine Bir İnceleme* başlıklı kitabına banka parasının borçlanma ile ortaya çıktığı saptaması ile başlar (Keynes, 1930: 3). Kitabın ikinci bölümü *Banka Parasının Yaratılması* başlığını taşır. Keynes'e göre bankaların güvenle yaratabilecekleri banka parasının yani kredinin bir sınırı yoktur (Keynes, 1930: 26). Bu anlamda para arzının belirleyicisi kredi talebidir. Firmalar ve tüketiciler, üretim girdilerini veya dayanıklı tüketim malları için yapacakları harcamaları finanse etmek üzere bankalardan kredi talep ettiklerinde bankalar bu talebi tamamıyla karşılarlar (Fontana & Setterfield, 2009). Aslında Keynes daha 1913'te kaleme aldığı *Krizin Bunalıma Dönüşmesinden Bankacılar Ne Ölçüde Sorumludur?* başlıklı bildirisinde de bankaların girişimcilere ellerinde tuttukları tasarruflardan daha fazla borç verebileceklerini, bu anlamda kredi yaratımının bir enflasyon kaynağı olabileceğini vurgulamıştır (Skidelsky, 2010: 60). Bu anlamda tasarruf ve yatırımlar birbirlerinden farklılaşabilirler. Tasarruf eyleminin yatırım yapılmasına yol açması bir zorunluluk değildir (Skidelsky, 1994: 218, 315). Benzer bir şekilde Wicksell (1907) de bankaların sağlayabileceği kredinin, sermayeleri ile sınırlı olmadığı, bankaların para yaratabileceğini savunmuştur (Wicksell, 1969: 76). Keynes ve Wicksell'in yaklaşımlarındaki benzerlik ilgi çekicidir. Leijonhufvud'a (1979) göre makro ekonomideki kırılma noktası Wicksell'in, faiz oranı mekanizmasının tasarruf ve yatırım kararlarını koordine etmekte başarısız kalarak gelir dalgalanmalarına neden olabileceğini ortaya koymuş olmasıdır. Tüm Keynesyen okullar, Avusturya Okulu ve Stockholm Okulu bu anlamda Wicksell'in soyundan gelirler Wicksell Bağlantılı teorilerin, monetarist teorilerden temel farkı parasal değişkenlerin reel değişkenleri etkileyebileceğini iddia etmeleridir. Literatürde Keynes – Wicksell Modeli olarak yer alan, bu yaklaşımın en önemli özellikleri tasarruf ve yatırım eylemlerinin (Franke, 1992) ve dolayısıyla tasarruf ve yatırım fonksiyonlarının bağımsız (Stein, 1969) ve birbirlerinden ayrı olmasıdır. Enflasyon, yatırım kararlarının tasarruf kararlarından sapsması nedeniyle mal piyasasında ortaya çıkan dengesizlikten kaynaklanır (Chiarella & Flaschel, 2000: 31). Wicksell ve Keynes'in her ikisinin de konjektür dalgalanmalarını analizlerinde tasarruf - yatırım dengesizliği temel bir rol oynar (Tamborini, 2006).
- 2 Kitabın tam başlığı şöyledir; *İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi*

yapılandırılan IS-LM modeli ile ders kitaplarına giren *Neo-Klasik Sentezin* yani bir anlamda ana-akım iktisadın dışında bırakılmış olmakla birlikte *kredi para* kavramı, doğrudan olmasa da Wicksell'in ikili faiz oranı yaklaşımı üzerinden, *Taylor Kuralı* aracılığıyla ve Woodford'un makro iktisatta *Yeni Uzlaşma*³ veya *Yeni Neo-Klasik Sentez*, olarak adlandırılan çalışmalarının katkıları ile 2000'li yıllarda ana-akım makro iktisat yaklaşımına dâhil olmuştur (Öğüt, 2016; 2017).

Bu noktada bir *Post Keynesyen* Lavoie ve bir de *Yeni Keynesyen* Romer, iki iktisatçıya referans vererek *Yeni Uzlaşma* ile *enflasyon hedeflemesi* kavramları arasındaki ilişkiyi netleştirebiliriz. Lavoie (2017) talep odaklı *içsel para arzı* kavramını zımnen onaylayan ve parasal analizlerinde Wicksell'in faiz yaklaşımını temel alan *Yeni Uzlaşma* görüşünün merkez bankası yöneticilerinin pragmatik bir yaklaşımla *enflasyon hedeflemesi*⁴ rejimini devreye sokmaları ve politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranını⁵ kullanmalarının iktisatçılar tara-

- 3 Taylor (1993) enflasyonun %2'lik bir hedef değerden sapmasını ve reel milli gelirin de yıllık %2,2 oranında büyüdüğünü varsaydığı bir trend milli gelir değerinden farklılaşmasını temel alan bir faiz oranı belirleme kuralını ekonometrik olarak test etmiş ve FED'in 1987-1992 arasındaki fonlama oranlarını istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde açıklamıştır. Her ne kadar Taylor bu çalışmasında Wicksell'e herhangi bir referans vermemiş olsa da, Woodford, Wicksell'in faiz oranlarının ayarlanarak fiyat seviyesinin etkilenmesi yoluyla enflasyonun elimine edilebileceği şeklindeki önerisini yeniden gündeme getirerek, faiz oranı kuralı şeklinde ifade edilen bir para politikasını ilk formüle eden iktisatçının büyük olasılıkla Wicksell olduğunu iddia etmiş, böylece, bir anlamda Taylor Kuralı'nı ve dolayısı ile enflasyon hedeflemesinin temel tezini Wicksell'e dayandırarak, Wicksell'i yeni uzlaşmanın odağına yerleştirmiştir (Woodford, 2003: 45).
- 4 Mishkin (1999) başarılı bir para politikası için nominal bir çıpanın gerekliliğine dikkat çeker ve *döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi* olmak üzere üç temel para politikasından söz eder. Enflasyon hedeflemesinde, düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı resmi olarak para politikasının hedefi olarak belirlenir ve duyurulur (Mishkin & Bernanke, 1997). Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankası, genellikle bir ila üç yıllık orta vadeli bir ufukta, enflasyon oranı için kamuya açıklanmış bir hedefe ulaşmaktan sorumludur. Yaygın olarak uygulanan *esnek enflasyon hedeflemesi* rejimlerinde, merkez bankaları, uzun vadede enflasyon hedefine ulaştığı sürece, çıktı istikrarının sağlanması gibi diğer hedefleri de takip edebilirler. Enflasyon hedeflemesi yapan merkez bankaları aynı zamanda iletişim, şeffaflık ve hesap verebilirliğe de önem verirler (Bernanke & Woodford, 2004).
- 5 FED örneğine bakılacak olursa aslında 1960'ların sonlarına kadar faiz oranlarının hedeflendiğini ancak konjoktüre (ekonomik daralma veya genişleme dönemlerine) karşı bir şekilde faiz oranının hedeflenen aralıkta tutulması amacıyla açık piyasa işlemlerinin kullanılmasının parasal taban üzerinden, para arzını etkilediğinin gözlemlenmesinin parasal büyüklüklerin doğrudan hedeflenmesi düşüncesini gündeme getirdiği görülür. Friedman, Brunner, Meltzer gibi monetarist iktisatçıların görüşlerinin etkili olduğu bu süreçte Arthur Burns 1970'te FED'in başına gelince parasal büyüklüklerin de ara hedef olarak kullanılacağı ilan edilmiştir. Bu anlamda 1970'lerin FED örneğinde olduğu gibi Merkez Bankalarının M1, M2 gibi parasal büyüklüklerin büyüme oranlarını belli aralıklar içerisinde kalmak üzere hedefledikleri örnekler var olmakla birlikte eş zamanlı olarak federal fon oranı için de bir bant aralığı belirlendiğini unutmamak gerekir. 1979'da Volcker federal fon oranının operasyon aracı olarak kullanılacağına dair vurguyu azaltırken bu faiz oranı için belirlenen bant aralığını beş kattan fazla genişletmiş böylece politika faizinin para politikası üzerindeki belirleyici gücünü azaltmıştır. 1987'de FED finansal yeniliklerin ve bu piyasalardaki deregülasyonun paranın ölçümünü ve tanımlanmasını zorlaştırdığından ve M1 ile iktisadi faaliyetler arasındaki istikrarlı ilişkinin ortadan kalkmasından ha-

findan farkına varılması sonrasında geliştiğini ifade eder. Para politikası rejimi olarak *enflasyon hedeflemesi* uygulayan ve enflasyon oranlarında istikrarı sağlayan (Svensson, 2010) merkez bankalarının para politikası aracı olarak parasal büyüklüklerden ziyade, politika faiz oranını⁶ kullanmalarının ana-akım iktisat yazınına yansması Romer (2000) ile gerçekleşmiştir. Romer (2000) FED'in enflasyon ve çıktı ile ilgili hedeflerine ulaşmak için federal fonlama oranını belirlediğini ve bu süreçte parasal büyüklüklerin çok kısıtlı bir rol oynadığını ifade ederek, para otoritelerinin para arzını dışsal olarak belirledikleri⁷ varsayımına dayanan makro ekonomik modeller yerine, Merkez Bankalarının para politikası aracı olarak faiz oranını saptadıkları varsayımına dayanan yeni bir yaklaşım önermiştir. Romer'in bu yeni yaklaşımı genişletilerek kurulan modellerde para politikası fonksiyonu, genellikle Taylor Kuralı'nı izlerken, enflasyon uyarlanması için de beklentilerle genişletilmiş Phillips Denklemi kullanılmıştır (Hsing, 2005) Fontana & Setterfield (2009) mal piyasasının denge durumunu ifade eden IS denklemi, Phillips Eğrisi ve Taylor Kuralı'ndan oluşan üç denklemliler bir model ile ifade edilen bu yeni yaklaşımı makro ekonomide yeni uzlaşmanın ifadesi olarak tanımlamışlardır. Özellikle Taylor Kuralı yeni uzlaşmanın temellerinin atılması

rekette M1 hedeflemesi yapmaktan vazgeçmiştir. 1990'larda bu ilişkinin M2 için de zayıflamasından dolayı hiçbir parasal büyüklüğün hedef olarak kullanılmayacağı açıklanmıştır. 1990'ların başlarında federal fon hedeflemesine geri dönülmüştür (Mishkin, 2004: 424). Bernanke (2023) Volcker 1979'da göreve geldiğinde FED'in ana para politikası aracının İkinci Dünya Savaşı'ndan o güne federal fonlama oranı olduğunu, arzu edilen hedeflere ulaşmak için bankaların birbirlerine borç verdiği bu faiz oranı için bir hedef belirlediğini daha sonra da gecelik para piyasasında rezerv (likidite) arzını bu hedefe ulaşmak üzere düzenlediğini ancak Volcker'in monetarist bir yaklaşımla para arzı büyüme oranının yönetilmesinin enflasyon oranı üzerinde daha etkili olacağını savunarak faiz oranını ikincil bir araç haline getirdiğini ifade eder. Ancak uzun vadede istikrarlı olduğu düşünülen para arzı artışı ile enflasyon oranı arasındaki ilişkinin kısa vadede istikrarsız olduğu görülmüş fonlama oranının hedeflendiği geleneksel yaklaşıma geri dönülmüştür.

- 6 ABD'nin tarihsel deneyiminde faiz oranı kullanımı daha önceye de götürülebilir. Romer ve Romer (2002) İleriye dönük bir Taylor Kuralı yani politika faiz oranını enflasyon ve çıktı açığının beklenen değerlerine göre belirleyen bir reaksiyon fonksiyonu kullanılarak yapılan ampirik tahminlerin sonuçlarına göre, 1950'lerde politika yapıcıların nominal politika faiz oranlarını beklenen enflasyondaki artışlarla bire birden daha fazla yükselttiğini göstererek 1950'lerdeki para politikasının 1960'ların sonu ve 1970'lerden daha çok 1980'ler ve 1990'lardaki politikaya benzediğini öne sürmektedirler.
- 7 Parasal hedefleme 1970'lerde, başta Almanya, İsviçre, Kanada, Birleşik Krallık, Japonya ve ABD olmak üzere birçok ülke tarafından benimsenmiştir. Bu strateji, fiyat istikrarı gibi nihai bir hedefe ulaşmak için bir ara hedef olarak parasal büyüklüklerin kullanılmasını içerir (Mishkin, 2004: 496). ABD örneğinde Merkez Bankası istihdam ve fiyat düzeyi hedeflerine karar verdikten sonra, istihdam ve fiyat düzeyi üzerinde doğrudan etkisi olan parasal büyüklükler (M1, M2 veya M3) ve/veya faiz oranları (federal fon oranı) gibi ara hedefler olarak adlandırılan bir dizi değişkeni seçer. Ancak bu ara hedefler merkez bankası tarafından doğrudan belirlenemez. Bu nedenle, merkez bankası, politika araçlarına daha duyarlı olan rezerv büyüklükler olan borçlanılmamış rezervler üzerinden parasal taban gibi araç hedefler seçmiştir (Mishkin, 2004: 414). Bernanke ve diğerleri (1999) kendilerini *parasal hedefleyiciler* olarak tanımlamaları ile ön plana çıkan Almanya ve İsviçre merkez bankalarının para politikası hedeflerini, para stokunun büyüme oranı cinsinden ifade ettiklerini ancak bu ülkelerin para rejimlerinin birçok özelliğinin aynı zamanda enflasyon hedeflemesi rejimini andırdığını dolayısıyla bu iki ülkenin deneyimlerinin enflasyon hedeflemesi uygulayıcıları için faydalı dersler sunduğunu ifade ederler.

açısından önemli bir akademik katkı olmuştur (Arestis, 2009)⁸. Arestis ve Sawyer (2008) enflasyon hedeflemesi rejimini *Yeni Uzlaşma Makro İktisadının* önemli bir politika reçetesi olarak tanımlarken Epstein & Yeldan (2009) enflasyon hedeflemesinin ana akım makro iktisadın yeni *ortodoksisi* olduğunu iddia ederler.

Woodford'un çalışmalarında Wicksell'in kredi sistemi⁹ merkezi bir yere sahiptir ve enflasyon faiz oranı ile kontrol edilmektedir (Boianovsky & Trautwein, 2010). Wicksell'in para politikası hedefi olarak belirlediği fiyat seviyesi istikrarı, günümüzdeki enflasyon hedeflemesi rejimlerinin teorik temeli olarak kabul edilmektedir¹⁰ (Jonung, 2002). Yeni uzlaşmada faiz oranının dışsal olarak belirlenen bir para politikası aracı olarak algılanması para miktarının içsel olarak belirlenmesini gerektirir. Firmalar ve tüketiciler, üretim girişimlerini veya dayanıklı tüketim malları için yapacakları harcamaları finanse etmek üzere bankalardan kredi talep ettiklerinde bankalar bu talebi karşılayarak satın alma gücü veya bir anlamda para yaratmış olurlar (Fontana & Seterfield, 2009). Bu anlamda bankalar borç verme yoluyla merkez bankasından bağımsız olarak para yaratabilirler ancak borç verme koşulları merkez bankasının para politikası aracılığıyla yönlendirilebilir (Abel vd., 2016). Ticari bankaların kredi vererek banka mevduatı şeklinde para yarattığı, bir bankanın kredi verdiğinde, krediyi alan kişinin banka hesabına o anda kredinin büyüklüğü kadar bir mevduat yatırdığı ve böylece yeni para yaratılmış olduğu İngiltere Merkez Bankası araştırmacıları tarafından da ifade edilmektedir (McLeay vd., 2014). Bu anlamda Werner'in ampirik olarak da gösterdiği gibi bankaların kredi vermeden önce bir müşterinin para yatırmasını beklemesine gerek yoktur. Aksine borç vermek, borçlunun hesabında yeni bir mevduat oluşmasına neden olur (Hook, 2022).

8 Bununla birlikte Arestis & Sawyer (2008) enflasyon hedeflemesi politika çerçevesinin sadece talep çekişli enflasyona odaklanarak arz/maliyet itişli enflasyonu dikkate almamakla eleştirmiştir.

9 Wicksell'in bütün ödemelerin krediler aracılığıyla yapıldığı ve kredilerin bankaların rezervleri ile sınırlanmadığı pür kredi ekonomisi 21. yüzyılın finansal sistemini açıklamak için tutarlı bir model sunmaktadır (Toporowski, 2012). Wicksell, klasik *ödünç verilebilir fonlar teorisini* Thornton, Joplin çizgisini izleyerek ve bankaları, bir *kredi para* yaratıcısı olarak modele dahil ederek geliştirmiştir. Bu anlamda Wicksell'de para arzı içsel olarak belirlenmektedir (Amadeo & Dutt, 1991). Wicksell'in bu yaklaşımı *Reel Konjonktür Çevrimleri* olarak tanımlanan iktisat okulunu da etkilemiştir. Wicksell'in konjonktür dalgalanmalarında doğal faiz oranının piyasa faiz oranından sapmasına neden olan arz yanlı şoklara verdiği rol bu bağlamda merkezi bir konuma sahiptir. Piyasa faiz oranı, doğal faiz oranının altında kaldığında girişimcilerin ödünç fon talebine bankalar içsel para yaratarak karşılık verir ki bu da yatırım patlaması, üretimin zaman yapısının bozulması ve enflasyonist baskı sürecini başlatır (Snowdon vd., 1994: 298). Örneğin King & Plosser (1984) mevduatların üretimde planlanan hareketlere içsel tepkisini vurgulamışlardır. Günümüzde Keen (2014) benzer bir yaklaşımla ödünç verilebilir fonlar teorisi ile içsel para arzını birleştirmektedir.

10 Günümüzdeki enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamalarında enflasyon oranının sıfırın biraz üzerinde olması amaçlanıyorsa da Wicksell'in fiyat seviyesi hedeflemesi yaklaşımı, enflasyon oranının sıfır olarak belirlendiği bir enflasyon hedeflemesi rejimi olarak ele alınabilir (Jonung, 2002).

2. Endojen Para Arzı ve Enflasyon Hedeflemesi

Genel olarak para arzı ve enflasyon oranı arasındaki ilişki Friedman'ın *enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğuna dair ünlü deyişine* ithafen monetarist görüş ile ilişkilendirilir (Elbenstein, 2007)¹¹ Burns (2023) Friedman'ın bu sözleriyle özetlediği monetarizmin dünya çapında merkez bankalarının yol gösterici felsefesi haline geldiğini ve 2020 yılına kadar devam eden onlarca yıllık düşük enflasyona katkıda bulunduğunu iddia eder.¹² Bununla birlikte De Grauwe & Polan (2005), %17,4'ten daha düşük enflasyon oranına sahip ülkelerde parasal büyümenin enflasyon üzerinde anlamlı bir belirleyici etkisi olmadığından hareketle enflasyonun para arzı ile ilişkilendirilmesine gerek olmadığını ve bu nedenle enflasyon düşük veya orta seviyede olduğu sürece merkez bankasının parasal gelişmeleri dikkate almasına gerek olmadığına dikkat çekmektedirler.

Kredi para – endojen para arzı yaklaşımına göre para arzının temel belirleyicisinin krediler olduğu ve kredi büyüme oranının da talep üzerinden enflasyon oranını etkileyebileceğinden hareketle, aslında Post Keynesyen yaklaşım açısından da para arzı ile enflasyon oranı arasındaki ilişki önemlidir. Kredi büyümesinin ekonomideki likiditeyi artırarak enflasyonu canlandırabileceği savı da bu çerçevede değerlendirilebilir (Enoch & Ötker, 2007).

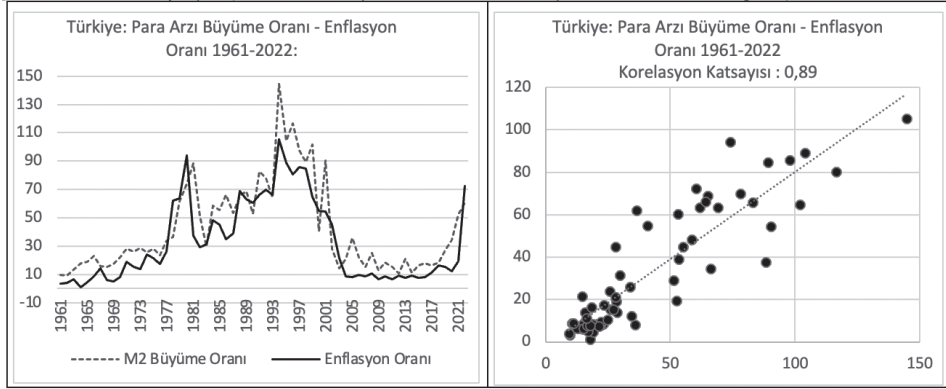
Post Keynesyen yaklaşım bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi rejimine kategorik olarak karşı olmamakla birlikte önemli ayırt edici vurguları vardır. Örneğin tüm ağırlığın enflasyon oranına verilmesi eleştirilerek istihdam hedefinin de gözetilmesi gerektiği ifade edilmektedir (Setterfield, 2006). Yine ABD verisinde de açıkça gözlenen işçilerin pazarlık gücünün enflasyon oranıyla güçlü ilişkisi (Ratner & Sim, 2022), Santos'un (2011) makalesinde olduğu gibi Post Keynesyen iktisatçıların, Phillips Eğrisi'ni tanımlarken işçilerin maaşlarını artırma kabiliyetlerini temsil eden bir değişkeni denkleme dahil etmelerini haklı çıkarmaktadır. Benzer şekilde Modenesi ve arkadaşları (2014) uyarlanmış bir Taylor kuralı ile Brezilya için politika faiz oranını bir reaksiyon fonksiyonu belirlerken enflasyon ve çıktı açıklarının yanı sıra LİBOR ile temsil edilen yurtdışı faiz oranlarını da denkleme dahil ederler. Bu düzenleme merkez bankasının faiz oranını belirlerken daha az özerkliğe sahip olduğunu ima eder ki bu noktaya makalenin ilerleyen bölümlerinde tekrar döneceğiz.

11 Friedman'ın [1996 (1970)] ifadesi tam olarak şöyledir. “*Buraya kadar ifade ettiğim önermelerden, enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğu ve ancak para miktarında üretimden daha hızlı bir artışla ortaya çıkabileceği sonucu çıkmaktadır. Ancak, parasal büyümenin altın keşifleri, hükümet harcamalarının finansmanı ve özel harcamaların finansmanı da dahil olmak üzere pek çok farklı olası nedeni vardır*”.

12 Örneğin Volcker kendi yaklaşımını *pratik monetarizm* olarak adlandırsa da Friedman'a her zaman mesafeli durmuş, çoğu merkez bankacısı gibi o da Friedman'ın sabit parasal büyüme kuralı kavramını fazla mekanik ve soyut olarak değerlendirmiştir. Ayrıca Friedman'ın uzun süredir Fed'in Hazine'ye bağlanması ya da Kongre'ye karşı daha sorumlu hale getirilmesi yoluyla merkez bankasının bağımsızlığına son verilmesini savunduğunu da biliyordu. Ancak Volcker, Friedman'ın “Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur” sözünün geniş bir geçerliliğe sahip olduğunun farkındaydı. Volcker anılarında “*Bu tezin basitliği Amerikan kamuoyuna yeni bir yaklaşım sunmak için bir temel oluşturmaya yardımcı oldu*” diye özetlemiştir (Burns, 2023).

Şekil 1'de görüldüğü gibi yıllık Türkiye verisine göre geniş tanımlı para arzı (M2) büyüme oranı ile enflasyon oranı arasındaki korelasyon katsayısı 0,89 gibi oldukça yüksek bir değere sahiptir ki bu oran Ukrayna (0,81), İsrail (0,77), Norveç (0,46), Kore (0,32) ve ABD (0,29) gibi pek çok ülkeden çok daha yüksektir.

Şekil 1. Para Arzı – Enflasyon (M2 Para Arzı Büyüme Oranı ve Tüketici Fiyat Endeksinin Yüzde Değişimi)



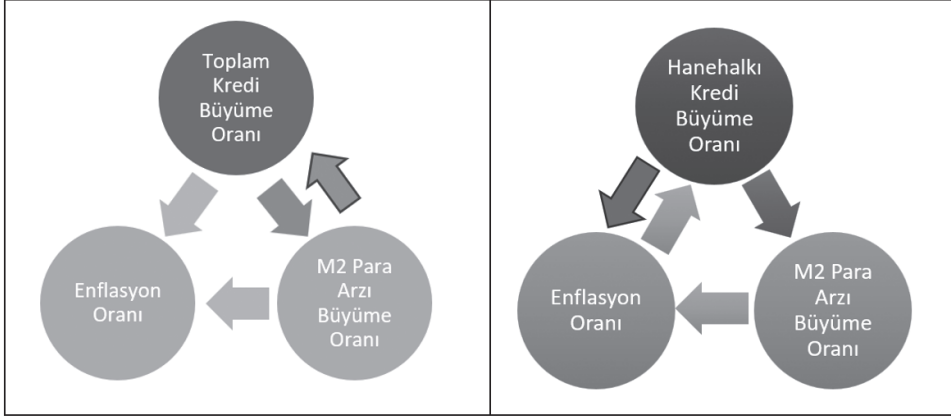
Kaynak: <https://data.worldbank.org>

Türkiye'de açık enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanan 2006 sonrasında aylık veri için hesaplanan yıllık yüzde değişim oranları ile M2 büyüme oranı ve enflasyon oranı arasındaki korelasyon katsayısı da (0,91) hemen hemen 1961 – 2022 dönemi için hesapladığımızla aynıdır.

Korelasyonun nedensellik belirtmemesinden hareketle enflasyon oranı ile para arzı arasındaki nedensellik ilişkisine bakıldığında ise Şekil 2'te görüldüğü gibi, kredilerin de dahil edildiği bir modelde para arzından enflasyon oranına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu da belirlenmiştir.¹³ Öte yandan hanehalkı kredi büyüme oranı ile enflasyon arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur. Artan enflasyon oranı hanehalklarının nominal kredi talebini ve kredi büyüme oranını artırmaktadır.

13 Analiz sonuçları için Ek 1 ve Ek 2. Mevduatın ve dolayısıyla paranın kredi ile yaratıldığından hareketle şu soru sorulabilir. Para arzındaki artış mutlaka enflasyonist olmak zorunda mıdır? Bir düşünce deneyi olarak kredi kullandığımızı ancak bu parayı bankadaki mevduat hesabımızda tuttuğumuzu düşünelim bu durumda potansiyel satın alma gücü mal ve hizmet talebini değiştirmeyeceği için enflasyonist olmayacaktır. Talep edilen kredi ile döviz aldığımız durumda, döviz talebi döviz fiyatının yükselmesine yol açacaktır ki kurdan enflasyona geçişkenlik etkisinden dolayı enflasyonist olma ihtimali vardır. Talep edilen kredi ile altın, hisse senedi, kripto para veya gayrimenkul satın alınırsa varlık fiyatlarındaki yükseliş ve bunun neden olacağı servet etkisinin mal talebi üzerinden enflasyon yaratma ihtimalinden söz edilebilir. Ancak bankaların hazineye ait tahvilleri satın aldıkları durumda hali hazırda yapılmış harcamaların finansmanından söz ettiğimiz için benzer sorgulamayı yapmaya gerek yoktur.

Şekil 2. Para Arzı, Enflasyon Oranı ve Krediler (Toplam ve Hanehalkı Kredileri) Arasındaki Nedensellik İlişkileri.



Kaynak: TCMB EVDS, EViews10 Analiz Sonuçları.

Dedeoğlu & Öğüt (2018) Türkiye verisinde kredilerden para arzına lineer olmayan bir nedensellik ilişkisini göstermiş ancak merkez bankasının doğrudan veya dolaylı kamu finansmanının para arzı üzerindeki etkisini ele almamışlardır. Bu eksikliği de gidermek üzere, Palley'in (2017) para arzı tanımı merkez bankası bilançosundan hareketle yenilediğinde, *Denklem 1*'de ifade edildiği gibi para arzı, dolaşımdaki nakit, banka kredileri, merkez bankası kredileri, açık piyasa işlemleri, bankaların bilançolarındaki bonolar ve bankaların serbest mevduatları tarafından belirlenir.

$$M^S = \underbrace{CU}_{\substack{\text{Para} \\ \text{Arzı}}} + \underbrace{\frac{1}{1 - \frac{rr}{r}}}_{\substack{\text{Dolaşımdaki} \\ \text{Nakit} \cong \text{Emisyon} \\ \text{Zorunlu} \\ \text{Karşılık} \\ \text{Oranları}}} \left(\underbrace{L^B}_{\substack{\text{Banka} \\ \text{Kredileri}}} - \underbrace{L^{CB}}_{\substack{\text{Merkez} \\ \text{Bankası} \\ \text{Kredileri}}} - \underbrace{API}_{\substack{\text{Açık} \\ \text{Piyasa} \\ \text{İşlemleri}}} + \underbrace{B^B}_{\substack{\text{Banka} \\ \text{Bilançolarındaki} \\ \text{Tahviller}}} + \underbrace{ER}_{\substack{\text{Serbest} \\ \text{Rezervler}}} \right) \quad (1)$$

Şekil 3'te görüldüğü gibi bankaların bilançolarında yer alan krediler L^B , yine tuttıkları devlet tahvilleri B^B ve ayrıca merkez bankası emisyonu CU^{14} , para arzı ile nispeten güçlü korelasyon göstermektedir.

14 Bu denklemde emisyon terimi Merkez Bankası'nın hazineyi fonlamasının bir göstergesi (vekil değişkeni) olarak kullanılabilir ancak Merkez Bankası, 2000'den sonra doğrudan hazineyi fonlamadığı için para arzı içindeki payı zaman içinde azalmıştır.

Şekil 3. Enflasyon – Para Arzı ve Para Arzının Bileşenleri (Büyüme Oranları) Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	Banka Bonoları	MB Kredileri	Emisyon	Serbest Rezerv	Hazine Bonoları	M2 Para Arzı	APİ	Toplam Krediler
Banka Bonoları	1,00	-0,07	0,64	0,29	0,05	0,67	-0,04	0,48
MB Kredileri	-0,07	1,00	0,05	0,05	0,00	0,00	-0,01	0,08
Emisyon	0,64	0,05	1,00	0,19	-0,02	0,78	-0,06	0,75
Serbest Rezerv	0,29	0,05	0,19	1,00	0,02	0,33	0,03	0,27
Hazine Bonoları	0,05	0,00	-0,02	0,02	1,00	0,01	0,00	-0,02
M2 Para Arzı	0,67	0,00	0,78	0,33	0,01	1,00	-0,07	0,73
APİ	-0,04	-0,01	-0,06	0,03	0,00	-0,07	1,00	-0,09
Toplam Krediler	0,48	0,08	0,75	0,27	-0,02	0,73	-0,09	1,00

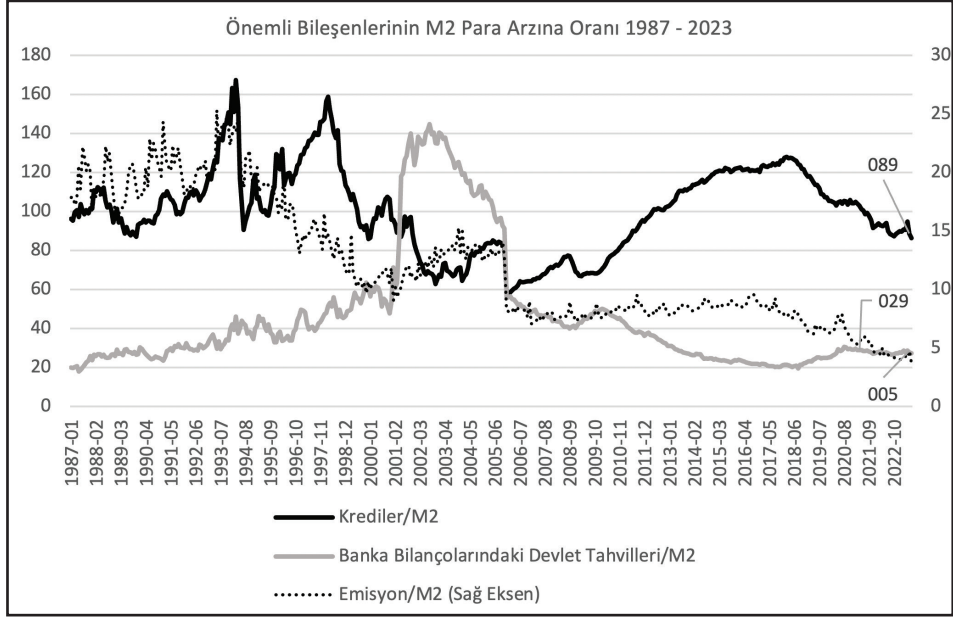
Kaynak: TCMB-EVDS, *EViews10 Analiz Sonuçları*.

Para arzı büyüme oranı ile güçlü pozitif korelasyon gösteren bu üç bileşenin M2 para arzı içindeki paylarına baktığımızda *Şekil 4*'te görüldüğü gibi 1990'lardan günümüze emisyonun para arzına oranı azalmış %5'in altında gelmiştir. 2018 sonrası kredilerin para arzındaki payı gerilerken, banka bilançolarındaki tahvillerin payı artmaktadır.

Dedeoğlu & Öğüt (2023), Palley'in (2017) yaklaşımını geliştirerek kredilerin toplam talep üzerinden enflasyon üzerindeki potansiyel etkisinin yanı sıra bankaların bilançolarında tuttıkları devlet tahvillerinin enflasyon üzerindeki etkisini analiz edecek bir çerçeve oluşturmuşlardır.¹⁵

¹⁵ Tahvil faiz oranlarının düşürülmesi amacıyla kamu otoritesi tarafından bankalara getirilen tahvil tutma zorunluluğu gibi makro ihtiyati politikalar sonucunda bankaların bilançosundaki tahvillerin artması da bu anlamda para arzını yükseltir.

Şekil 4. Krediler, Banka Bilançosundaki Devlet Tahvilleri ve Emisyonun M2 Para Arzı İçindeki % Payları.



Kaynak: TCMB EVDS, EViews10 Analiz Sonuçları.

Tahvil faiz oranlarının düşürülmesi amacıyla kamu otoritesi tarafından bankalara getirilen tahvil tutma zorunluluğu gibi makro ihtiyati politikaların sonucunda bankaların bilançosundaki tahvillerin artması da bu anlamda para arzını attırır.

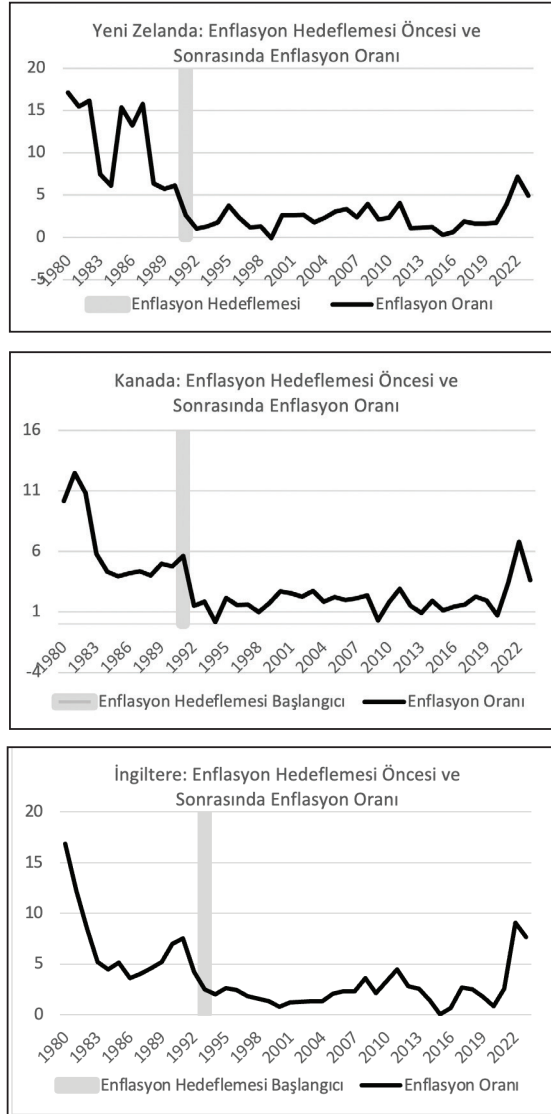
3. Başarılı (!) Bir Para Politikası Çerçevesi Olarak Enflasyon Hedeflemesi-Serbest Dalgalı Döviz Kuru Rejimi İkili:

1990'ların başından beri gittikçe artan sayıda ülke tarafından benimsenen enflasyon hedeflemesi politikası pek çok iktisatçı tarafından başarılı bir para politikası çerçevesi olarak değerlendirilmektedir (Arestis & Sawyer, 2008), (Mishkin, 2013), 1990'ların başlarında *enflasyon hedeflemesini* uygulayan gelişmiş ülkelerin bu süreçte enflasyon oranlarını düşürmekte sağladıkları başarıyı ifade eden enflasyon oranı grafikleri, Şekil 5'te olduğu gibi sıklıkla kullanılır. Kanada, Avustralya, Yeni Zelanda ve İsveç gibi *dalgalı döviz kuru rejimi*¹⁶ uygulayan ekonomilerin başarılı deneyimlerinin de katkısı ile *enflasyon hedefleme-*

¹⁶ 1987'de Fransa, 1990'da ise İngiltere para birimlerinin değerini Alman markına bağlamışlardır. İngiltere bu süreçte enflasyon oranını iki yıl içinde %10'dan %3'e düşürmüştü ancak döviz kuru hedeflemesinin potansiyel dezavantajları olan parası çapa olarak kabul edilen ülkenin şokların doğrudan hedefleme yapan ülkeye aktarılması ve para birimlerini spekülatif ataklara açık hale gelmesi sorunlarını yaşamış 1992'de kur sabitlemesini bırakarak enflasyon hedeflemesine geçmiştir (Mishkin F. S., 2004, s. 489-490).

si, serbest döviz kuru rejimi ile birlikte gelişmekte olan ülkelere önerilen bir para politikası modeli haline gelmiştir (Bordo & Siklos, 2023).

Şekil 5. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulamasının Öncüsü Olan Ülkelerde Uygulama Öncesi ve Sonrası Enflasyon Oranları. Yeni Zelanda (1990), Kanada (1991), İngiltere (1992)

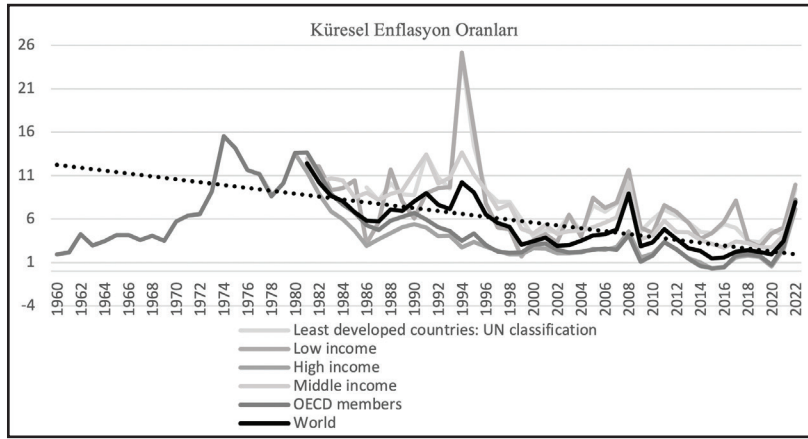


Kaynak: Mishkin, (2013: 387).

Burada bir parantez açıp enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde yani 1990'lardan itibaren Çin, Hindistan ve Doğu Avrupa'nın küresel piyasa ekonomisine dahil olmalarının emek arzını 1,5 milyardan 3 milyara çıkardığını belirtmek gerekir (Little, 2006).

Sadece Berlin Duvarı'nın yıkılışından Çin'in Dünya Ticaret Örgütü'ne üye olmasına dek geçen on yılı biraz aşan süre içinde küresel emek arzı 900 milyon civarında artış göstermiştir (Gordon, 2023). Gelişmiş ülkeler, nihai mal ithalatı, işgücü göçleri ve üretimi emek maliyetinin düşük olduğu ülkelere kaydırarak küresel işgücü havuzuna erişebilmişlerdir. Aynı süreçte iletişim ve taşımacılık alanındaki teknolojik ilerlemeler firmaların üretimlerinin bir kısmını maliyetlerin düşük olduğu ülkelere kaydırabilmelerine yardımcı olmuştur. Bu gelişmeler küresel çapta enflasyonun hem daha düşük hem de daha istikrarlı (Borio & Filaro, 2007) olmasını desteklemiştir. Girdi maliyetlerindeki düşüşün fiyatlar üzerinde yarattığı etki gelişmiş ülkelerdeki reel ücretleri desteklerken emeğin milli gelirden aldığı pay azalmıştır (Jaumotte & Tytel, 2007). Dolayısıyla söz konusu dönem enflasyon hedeflemesinin performansının objektif bir biçimde ölçülmesine izin vermemektedir. Şekil 6'da dünya genelinde düşen bir enflasyon oranından söz etmenin mümkün olduğu görülmektedir. Dahası Angeriz & Arestis'in (2008) bulguları enflasyon hedeflemesinin düşük enflasyon oranları ile el ele ilerlediğini göstermekle birlikte aslında enflasyonun düşüş trendinin enflasyon hedeflemesi uygulamalarından daha önce başladığına işaret etmektedir.

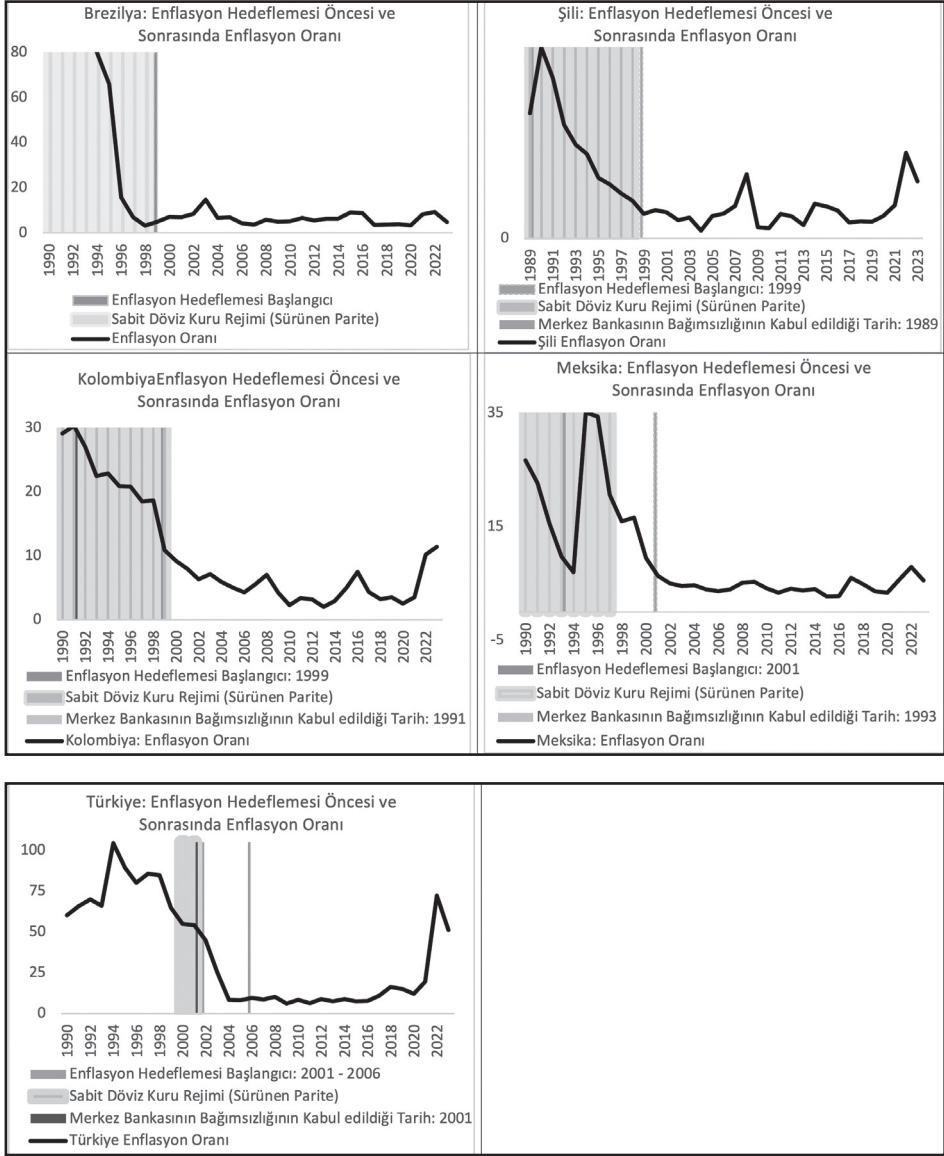
Şekil 6. Küresel Enflasyon Oranı:



Kaynak: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>

Şekil 7'de gelişmekte olan bir grup Latin Amerika ülkesi ve Türkiye'ye ait grafiklerde enflasyon hedeflemesi ile birlikte söz konusu ülkelerin sabit döviz kuru rejimlerinden, dalgalı döviz kuru rejimlerine geçtikleri ve bundan kısa bir süre önce de (Brezilya hariç) merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili adımlar atıldığı görülmektedir (Carriere-Swallow vd., 2016). Merkez Bankası'nın bağımsızlığı pratikte kamuyu fonlama zorunluluğundan kurtulması ve/veya bunun yasal olarak yasaklanması olarak gerçekleşir. 1980 ve 1990'ların Latin Amerika deneyimlere odaklanan Brezilya, Meksika, Peru gibi ülkelerde borcun parasallaştırılmasının enflasyonun yükselmesine yol açtığına işaret eden bir literatür mevcuttur (Shahid, 2020).

Şekil 7. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulayan Bazı Latin Amerika Ülkeleri ve Türkiye’de Uygulama Öncesi ve Sonrası Enflasyon Oranları. Brezilya (1999), Şili (1999), Kolombiya (1999), Meksika (2001), Türkiye 2002-2006.



Kaynak: Carrière-Swallow, Y., Jácome, L. Nicolás Magud, and Werner, A. (2016). *Central Banking in Latin America: The Way Forward*. IMF Working Paper No.197

Türkiye’de de 1990’ların yüksek enflasyonunun bütçe açığının para basılarak finanse edilmesi sonucu ortaya çıktığı yaygın kabul görmektedir. Yılmaz ve arkadaşları (2002), 1980’li yıllardan itibaren artarak 1993 yılında GSYİH’nin %3’üne ulaşan doğrudan parasallaştırmanın (Hazine’nin Merkez Bankası’ndan kısa vadeli avans kullanması) 1994 yılından sonra azalarak sonlandırılmış olsa da yüksek bütçe açığının enflasyon beklentileri üzerinden enflasyonda yapışkanlığa neden olduğunu iddia etmektedirler. Yine söz konusu Latin Amerika ülkelerine benzer şekilde Türkiye’de de 2000 yılının başında IMF ile yapılan bir stand-by anlaşması ile de desteklenen ve kabaca sabit döviz kuru rejimi olarak sınıflandırılabilir bir dezenflasyon programı uygulamış, %20’lik enflasyon hedefine uygun bir şekilde hesaplanan günlük artış hızlarına dayanılarak: 1 dolar ve 0,77 avrodan oluşan döviz sepetinin alacağı değerler önceden kamuoyuna açıklanmış döviz kuru ile ilgili belirsizlik ortadan kaldırılarak TL’nin reel değerinin sabit tutulması, enflasyonda istikrarın sağlanmasına paralel olarak döviz kurunun da kademeli olarak dalgalanmasına izin verilerek 2002 sonunda dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi hedeflenmiştir (Özatay, 2015: 381).

1990’larda gelişmekte olan ve geçiş sürecindeki ülkelerin para kurulu, dolarizasyon gibi sabit döviz kuru rejimleri uygulamaları gerektiğine dair literatür genel kabul görmekteydi. Ancak 1990’ların sonu ve 2000’lerin başında yaşanan kur krizlerinden sonra, giderek artan sayıda gelişmekte olan ekonomi döviz kuru katılığında uzaklaşarak *esnek döviz kuru* ve *enflasyon hedeflemesi* kombinasyonunu benimsemiştir (Edwards, 2006).

Literatürde yükselen veya gelişmekte olan ülkelerin *serbest dalgalı döviz kuru rejimi* ile birlikte *enflasyon hedeflemesine* geçmeleri para politikalarını modernleştirmeleri olarak tanımlanmaktadır (Brandao-Marques vd., 2020). Ancak IMF’nin (2021) sınıflandırmasına göre *Şekil 5* ve *Şekil 7*deki grafiklerde yer verilen ve genel olarak sıkı ya da esnek enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin bir bölümü *Şekil 8*’de görüldüğü üzere 2021 itibari ile serbest dalgalı döviz kuru rejimini benimserken bazıları yönetilen dalgalı kur rejimi uygulamaktadırlar.

Şekil 8. Enflasyon (Sıkı veya Esnek) Hedeflemesi – Dalgalı Döviz Kuru (Serbest veya Yönetilen) Rejimi Uygulayan Ülkeler Listesi:

Para Politikası Çerçevesi	Döviz Kuru Çıpası	Parasal Büyüklük Hedefi	(Sıkı) Enflasyon Hedeflemesi Çerçevesi	(Esnek Enflasyon Hedeflemesi) Diğer
Döviz Kuru Düzenlemesi				
(Yönetilen) Dalgalı Döviz Kuru Rejimi		Belarus Madagaskar	Arnavutluk Brezilya Filipinler Gana Güney Afrika Gürcistan İsrail İzlanda Hindistan Endonezya Jamaika Kazakistan Kolombiya Kore Macaristan Moldova Peru Seyşeller Şili Tayland Türkiye Uganda Ukrayna Uruguay Yeni Zelanda	Almanya Estonya Finlandiya Fransa Hollanda İrlanda İspanya İsviçre İtalya Letonya Litvanya Lüksemburg Malezya Malta Mauritius Mozambik Portekiz Slovakya Slovenya Yunanistan Zambiya

Serbest Dalgalı Döviz Kuru Rejimi			Avustralya Birleşik Krallık Çek Cumhuriyeti İsveç Japonya Kanada Meksika Norveç Polonya Rusya	ABD Avusturya Belçika Kıbrıs Rum Kesimi Somali
--	--	--	--	---

Kaynak: IMF (2021). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.

Özetleyecek olursak kimilerince ana akım makro iktisadın ortodoksisi olarak da adlandırılan ancak en azından temel para politikası rejimi olarak tanımlanabilecek (sıkı veya esnek) *enflasyon hedeflemesinin*, *serbest dalgalı döviz kuru rejimi* ile birlikte uygulanması önerilmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin, dalgalı bir döviz kuru rejimi ile birlikte etkin olarak uygulanabileceği iddiası imkânsız üçleme (trilemma) olarak adlandırılan ve gerçekten iyi dizayn edilmiş bir hipoteze dayanır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ülkede bağımsız para politikası uygulamanın ön koşulu döviz kurunun dalgalanmaya bırakılmasıdır.¹⁷ Ya da eş zamanlı olarak bağımsız para politikası ve istikrarlı döviz kurunun amaçlanması sermaye hareketlerinin kontrol edilmesini gerektirir. Son olarak sermaye hareketleri serbestisi altında döviz kurunun istikrarını sağlamak bağımsız bir para politikasından feragat etmek anlamına gelir. Kısacası *Şekil 9*'de yer alan üç hedeften eş zamanlı olarak ancak ikisine ulaşmak mümkün olabilir.

17 Bu yaklaşıma göre sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomik sistemde, para politikasını ekonomik önceliklerine (enflasyonla mücadele veya durgunluktan çıkış gibi) göre belirlemek isteyen yani bağımsız bir para politikası hedefi olan merkez bankası faiz oranı aracılığıyla uyguladığı para politikasının (sermaye hareketleri ve/veya yerleşiklerin tasarruf tercihleri üzerinden) döviz kuru üzerinde bazı etkileri olacağını öngörmeli ve döviz kurunu dalgalanmaya bırakmalıdır. Eğer para otoritesi uyguladığı bağımsız para politikasının döviz kuru üzerindeki olası etkilerini nötralize etmek döviz kurunu istikrarlı tutmak istiyorsa, bu durum döviz piyasasına müdahale etmesini yani döviz alım/satımlarını gerektirecek ve para piyasasındaki likidite miktarını değiştirecek faiz oranı üzerinde baskı yaratacaktır. Elbette likiditedeki değişimin sterilize edilmesi mümkündür ve bu konudaki literatür makalenin ilerideki bölümlerinde tartışılacaktır.

Öğüt, K. İ. (2024). Bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi ve eşlik eden döviz kuru rejimleri. *Efil Journal of Economic Research*, 7(1), 10-52.

Şekil 9. İmkânsız Üçleme Hipotezi:



Kaynak: *Yazar tarafından hazırlanmıştır.*

Makalenin izleyen bölümlerinde bir para politikası çerçevesi olarak enflasyon hedeflemesi literatürünün ana akım iktisadın içinden ve dışından gelen eleştirilerle zaman içinde nasıl evrildiğini ele alacağız.

4. 2000'ler Sermaye Girişleri ve Döviz Kurunda Reel Değerlenme: Reel Döviz Kuru Hedeflemesi

Özellikle 2002 – 2005 arasında ABD, AB ve Japonya'nın eş zamanlı uyguladıkları genişletici para politikaları küresel çapta bir likidite bolluğunu gündeme getirmiştir (Becker, 2007). Bununla birlikte parasal genişlemenin yarattığı likidite fazlası 1970'lerden farklı olarak enflasyonist etki yaratmamış (Schnabl & Hoffmann, 2007), hisse senedi ve emlak gibi varlık fiyatlarını desteklemiştir (Rüffer & Stracca, 2006). Japonya bu sürecin ilk örneklerinden birisidir (Becker, 2007). Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının genişletici para politikaları ile spekülasyon köpüklerinin ortaya çıkmasını destekledikleri iddiası özellikle de Nasdaq Borsasında kendisini gösteren şiddetli değer kayıplarından sonra FED'in uyguladığı düşük faiz politikasının başta emlak piyasası olmak üzere yeni spekülasyon köpükleri besleyerek finansal istikrarı tehdit edebileceğine (Öğüt & Şahin, 2012), söz konusu likiditenin kaldıraç kullanımı yoluyla borçlanma ve daha fazla risk alınmasını özendirilebileceğine dikkat çeken (Illing, 2007) makalelerle gündeme gelmiştir. Öte yandan varlık fiyatlarındaki aşırı hareketlerin finansal istikrarı tehdit eder hale gelmesi merkez bankalarının faiz oranlarını belirlerken varlık fiyatlarını da göz önünde tutmaları gerektiği düşüncesini doğurmuştur. Giese & Tuxen (2007) çalışmalarında hisse senedi ve emlak fiyatlarını da içermek üzere, varlık fiyatlarını temsil eden bir değişkenin de hedef değerinden sapmasını Taylor

kuralına dahil etmişler merkez bankalarının varlık fiyatlarının hedef değerinin üzerine çıkması durumunda faiz oranını yükselterek hisse senedi veya emlak sektöründe oluşan köpüğün söndürülmesine çalışması gerektiğini iddia etmişlerdir. Ancak finansal istikrarın varlık fiyatları aracılığıyla direkt olarak faiz oranının belirleyicilerinden birisi olarak belirlenmesini aşırı bulan ve bunun merkez bankalarının omuzlarına taşıyabileceklerinden fazla bir yük vermek anlamına geleceğini ifade eden yayınlar da vardır. Svensson (2010) faiz oranı politikasının, finansal istikrar sağlamak için yeterli olamayacağını bu amaç için daha spesifik bir politikaya ve buna uygun araçlara ihtiyaç duyulacağına dikkat çeker. Gregorio (2010: 145) da faiz oranlarındaki bir yükselmenin varlık fiyatındaki yükselişi durdurma kapasitesine sahip olduğunun açık olmadığını ve bu faiz artışının işsizlik ve deflasyon yaratabileceğini vurgulamıştır. Benzer şekilde Svensson (2009) da 2001 – 2005 dönemindeki düşük faiz oranlarının aşırı kredi büyümesine ve konut fiyatlarında köpüğe neden olarak kriz koşullarının oluşumunu desteklediğini ancak faiz oranlarının daha yüksek olmasının sonucu değiştireceğine inanmadığını, kredi büyümesi ve emlak fiyatlarını dizginleyebilecek derecede yüksek bir faiz oranının tüm reel ekonomiyi de olumsuz yönde etkileyecek kadar yüksek olması gerektiğini ifade eder. Aynı dönemde varlık fiyatları ile kredi genişlemesi ve yerel paranın değerlendirilmesi arasında ilişki kuran yayınlar da artmaya başlamıştır. Mendoza & Terrones (2008) makro verilerin kredi patlamaları ile varlık fiyatlarının yükselişi arasında sistematik bir ilişkinin varlığını gösterdiğini iddia ederler¹⁸. Gourinchas & Obstfeld (2012) 1973 – 2010 yıllarına ait verilerin ülkelerin gelişmiş ya da gelişmekte olmalarından bağımsız olarak finansal krizlerin en güçlü ve anlamlı tahmin edicilerinin yurt içi kredi büyümesi ve yerel paralarının reel olarak değerlendirilmesi olduğunu vurgulamışlardır.

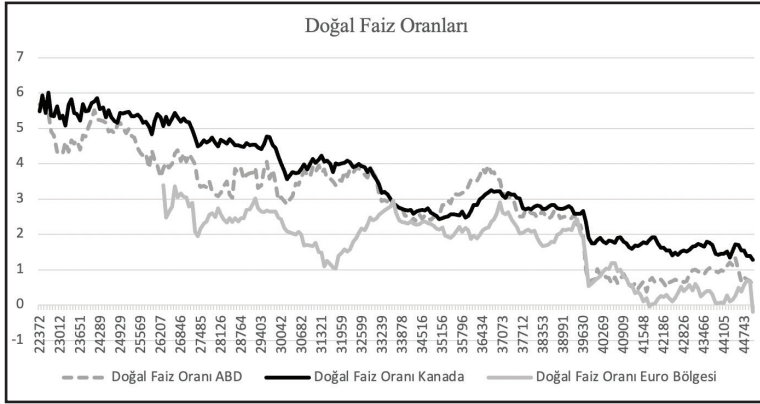
Eşzamanlı olarak 2000'lerin başından itibaren dünya çapında uzun dönemli reel faiz oranlarının bir düşüş eğiliminde olması da ilgi çekicidir. Bernanke (2005; 2015), Çin ve diğer yükselen Asya ekonomilerinde ve Suudi Arabistan gibi petrol üreticilerinde arzulan tasarrufun arzulan yatırımdan fazla olması ile ilişkilendirdiği küresel tasarruf bolluğunun hem ABD cari açığındaki artışın hem de dünyada uzun vadeli reel faiz oranlarındaki düşüşün temel nedeni olduğunu iddia etmiştir. Bu süreçte yatırım talebindeki nispi zayıflığın, arzulan küresel tasarruflardaki göreceli artıştan daha önemli olduğunu tespiti de (Desroches & Francis, 2007) dikkat çekicidir. Benzer şekilde Summers da (2015), 30 yıldan uzun bir süredir reel faizlerin düşmekte olduğunu ve bu trendin süreceği beklentisini ifade ederek bu eğilimi tasarruf ve yatırım dinamikleriyle ilişkilendirmiş, Akyüz (2017) tasarruf

18 2000'li yıllarda en büyük kredi genişleme oranlarını yaşayan ABD, İngiltere, İspanya, İrlanda ve Baltık Ülkeleri, 2008 krizi sonrasında en yavaş toparlanmayı gösterirken görece olarak daha düşük kaldıraç oranlarının gözlendiği Almanya, İsviçre ve gelişmekte olan ülkelerin çöküşten hızlıca kurtulmaları (Jorda, 2012) kredi büyümesi, kaldıraç oranları ve başta konut fiyatları olmak üzere varlık fiyatlarında oluşan köpüklerin finansal kriz ve dolayısıyla finansal istikrar ile ilişkilendirilmesine neden olmuştur.

Öğüt, K. İ. (2024). Bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi ve eşlik eden döviz kuru rejimleri. *Efil Journal of Economic Research*, 7(1), 10-52.

ve yatırımları dengeye getirecek reel faiz oranlarının çok daha düşük hatta negatif olması gerektiğini iddia etmiştir. Gerçekten de Holston vd. (2023) çıktının doğal değerine eşit ve enflasyonun istikrarlı olduğu reel faiz oranı olarak tanımladıkları doğal faiz oranının Şekil 10'da gözlemlendiği gibi 1960'lardan bu yana azaldığını göstermişlerdir. Piketty & Zuchman (2014)'ın gelişmiş sekiz ülkeyi ele alan verilerinin servet-gelir oranlarında 1970'lerden 2010'lara kadar kademeli bir artış olduğunu gösterdiğini de not etmek gerekir.

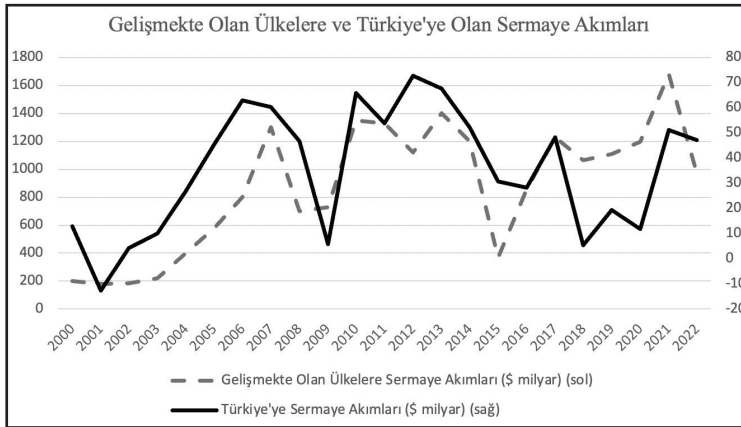
Şekil 10. Doğal Faiz Oranları:



Kaynak: <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>

Epstein & Yeldan (2008) küresel varlık piyasalarındaki finansal bolluk ile gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımları arasındaki ilişkiyi dikkat çekerler. Şekil 11'de görüldüğü gibi 2000'lerin başından 2006'ya kadar gelişmekte olan ülkelerin genelinde olduğu gibi Türkiye'ye de güçlü bir sermaye girişi olmuştur.

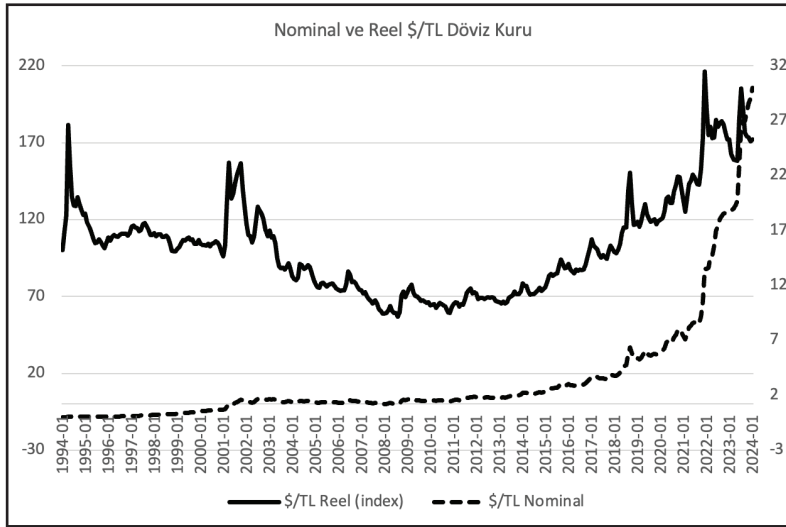
Şekil 11. Gelişmekte olan ülkelere ve Türkiye'ye sermaye akımlar



Kaynak: IIE, TCMB EVDS.

Küresel likidite fazlasını temel alan yaklaşım sermaye girişlerinden cari işlemler hesabına doğru nedensel bir ilişki olduğunu savunur. Bu görüşe göre sermaye girişleri yerli paranın değerlendirilmesi yoluyla cari açığın artmasına neden olmaktadır (Orhangazi & Özgür, 2015). Akyüz'ün (2017: 136) de vurguladığı gibi, sermaye girişleri arttığında esnek kur rejimi, cari işlemler açıkları genişlese bile döviz kurunda (yerel paranın değerinde) reel ve nominal değerlendirmelere yol açabilmektedir. 2001 krizinden sonra uygulanan ekonomik programla faiz oranları kademeli olarak düşürülse de göreceli olarak hala pek çok ülkeden daha yüksek olması, Türkiye'ye yoğun sermaye girişini teşvik etmiş, Süreç sonunda TL'nin reel olarak değer kazanmasıyla sonuçlanmıştır. Para biriminin aşırı değerlendirilmesi enflasyon oranının kontrol altına alınmasına yardımcı olurken bu durum üretim sektörünü ithal girdilere bağımlı hale getirmiştir (Akçay & Güngen, 2019).

Şekil 12. Dolar TL Nominal ve Reel Döviz Kuru



Kaynak: FRED, TCMB EVDS, Yazarın Hesaplamaları

Epstein & Yeldan (2008) enflasyon hedeflemesi rejiminin benimsenmesinin ardından genel olarak para birimlerinin reel olarak değer kazanma eğiliminde olduğunu ve Meksika, Endonezya, Kore ve Türkiye'nin bu süreçte para birimleri en çok değer kazanan ülkeler olduğunu ifade ederek enflasyon hedeflemesi ile reel değerlendirme arasında ilişki kurmuşlardır. Bu yorum enflasyon hedeflemesine geçişin popüler olduğu söz konusu dönemde yaşanan küresel likidite bolluğu çerçevesinde anlamlıdır.

Yine Epstein & Yeldan (2009) dünya ekonomisinin yeterli istihdamı yaratamayacak kadar yavaş büyüdüğünü, gelirin giderek daha küçük bir bölümünü sabit sermaye yatırımlarına ayırdığını ifade ederek varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara dikkat çekerler ve makro ekonomik istikrarın mal piyasalarından çok varlık piyasaları ile ilişkili olduğunu vurgularlar ve politika yapımcıları için temel sorunun enflasyon değil, işsizlik ve finansal istikrar olması gerektiğine dikkat çekerler. Yeldan (2015) sadece fiyat istikrarına odaklanan merkez

bankalarının potansiyel olarak önemli bir başka araç olan döviz kurunu göz ardı ettiklerini, döviz kurlarındaki dalgalanmaların giderek tüm makro ekonomik dengeleri tehdit edebileceğine vurgu yaparak 2001 sonrasında yaşanan döviz kurundaki reel değerlenmenin yarattığı ithalat baskısı sonucunda, Türkiye'nin uluslararası işbölümünde bir ucuz ithalat pazarı olarak erken sanayisizleşme sürecine girdiğine dikkat çeker.¹⁹

Esnek döviz kuru rejiminin merkez bankalarının para politikası uygulamalarına serbestlik sağlayıp hedeflenen bir kur seviyesini yakalamaları için rezerv tutmalarına gerek kalmayacağını iddia eden enflasyon hedeflemesi rejimi savunucuları bir yandan da olası şoklara karşı fiyat istikrarını korumak için rezerv tutulmasını önermektedirler. Neredeyse atıl olarak tutulan bu kadar büyük ve maliyetli fonlar pahasına fiyat istikrarının savunulması uzun süreli işsizlik ve yavaş yatırım büyümesi çağında sorgulanmaktadır. Nitekim Arjantin, Meksika ve Brezilya ekonomilerinin 2000 sonrası deneyimlerinden yola çıkan Roberto Frenkel, Jaime Ros ve Lance Taylor gibi iktisatçılar *enflasyon hedeflemesi – serbest dalgalanan döviz kuru* stratejisine bir alternatif önermişlerdir. Adı geçen iktisatçılar modern merkez bankacılığının sadece enflasyon hedeflemesi ile sınırlandırılmayarak, bunun da ötesinde, döviz piyasasında sabit ve rekabetçi bir reel kur hedeflemesini de içeren, daha kapsamlı bir para politikası oluşturulmasını önermektedir (Epstein & Yeldan 2009). Bu alternatif görüşe göre merkez bankaları sadece fiyat istikrarını değil, döviz fiyatının reel değerini de gözetmelidir. Reel kur hedeflemesinin, bir yandan cari işlemler açığının oluşmasına engel olurken, diğer yandan da emek yoğun ihracatı özendirerek işsizliğin azaltılmasına yardımcı olacağı savunulmaktadır²⁰.

5. 2010'lar Miktarasal Genişleme (QE), Kredi Büyümesi ve Cari Açık: Sterilize Edilmiş Döviz Kuru Müdahaleleri

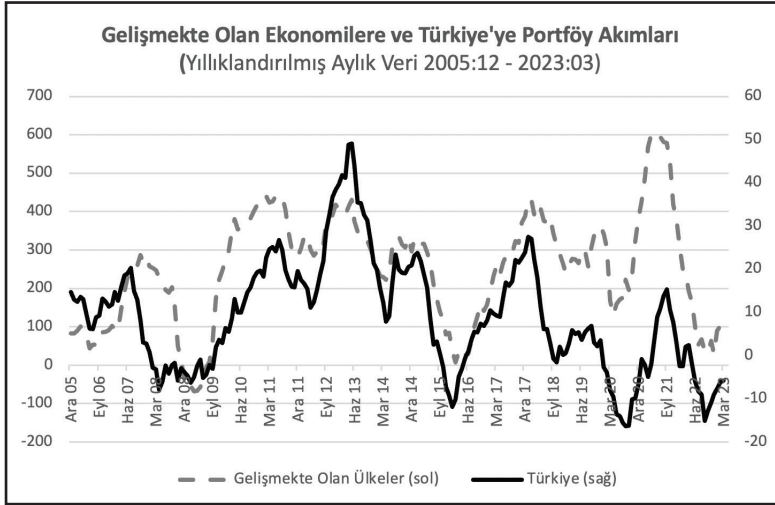
2007'de konut fiyatlarındaki düşüşle başlayan finansal kriz ve akabinde gelişen küresel durgunluğa karşı dünyanın önde gelen Merkez Bankaları faiz oranlarını indirmeye başladılar. Önce henüz 2007 Eylül ayında FED sonra sırasıyla PBOC, BOE, ECB ve BOJ ve başka birçok banka faiz oranlarını indirdiler. FED faiz oranını sıfır alt sınırına kadar indirdikten sonra genişleyici para politikası uygulamasına QE olarak adlandırılan varlık alımları ile devam etti ki eş zamanlı olarak PBOC ve BOE sonra da BOJ ve ECB de aynı politikayı

19 1990'ların sonlarında, yüksek dış borcu olan gelişmekte olan ülkelerden ani sermaye çıkışları ile yaşanan kur krizlerine odaklanan Calvo ve Reinhart'ın (2000) *dalgalanma korkusu* terimi, resmi olarak esnek olarak tanımlanmasına rağmen ani ve/veya büyük değer kayıplarından kaçınmak için pratikte faiz oranı ile kura müdahale edilen döviz kuru rejimlerini tanımlamak için kullanılırken, 2000'li yıllarda döviz kuru müdahalelerinin çoğunlukla döviz kurundaki değer kayıplarından ziyade değerlenmeleri sınırlamayı hedeflediği görülmüştür. (Levy-Yeyati, Sturzenegger, & Gluzmann, 2013).

20 Frenkel ve Taylor da (2009) reel değerlenmenin ticarete konu olan sektörde istihdam düşüşlerine neden olabileceğine dikkat çekerler. Benzer şekilde Goda ve Priewe (2019) reel döviz kurunun değer kazanmasının erken sanayisizleşmeye ve daha az verimli yatırımlara neden olduğunu hatırlatarak, istikrarlı ve rekabetçi reel döviz kurunun sanayileşme politikaları ile birlikte uygulanarak üreticileri daha rekabetçi hale getirebileceğini ifade etmektedirler.

uyguladılar. Şekil 11'da görüldüğü gibi söz konusu dönemde Türkiye'de dahil olmak üzere tüm gelişmekte olan ülkelere 2014'e kadar yoğun bir sermaye girişi olmuştur. Söz konusu sermaye girişlerinde portföy akımları olarak sınıflandırılan tahvil ve hisse senedi girişleri büyük ağırlığa sahiptir (Khatiwada, 2017) ki Şekil 13'te görüldüğü gibi 2018'e kadar Türkiye'ye gelen portföy sermayesi gelişmekte olan ülkelerle aynı trendi izlemektedir.²¹ ABD, İngiltere ve Japonya'daki QE (niceliksel genişleme) politikaları, yarattığı büyük miktarlarda ucuz likiditeye erişim fırsatı ile dünyanın geri kalanında tahvil getirilerinin düşmesine, hisse senedi fiyatlarının yükselmesine ve para birimlerinin değer kazanmasına neden olmuştur (Özhan vd., 2013). Sermaye akışlarının hem ani durma olasılığı nedeniyle hem de varlık fiyatlarında neden oldukları spekülasyon balonları yüzünden bu ülkelerde finansal istikrar açısından risk yarattıklarına da dikkat çekilmiştir (Ramírez & González, 2017).

Şekil 13. Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye'ye Portföy Akımları



Kaynak: Kaynak: IIF, TCMB EVDS

Bu sürecin iktisat literatürüne etkilerinden birisi de özellikle gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin serbest dalgalı döviz kuru rejimiyle birlikte uygulanmasının bir zorunluluk olup olmamasının tartışılması oldu. *Enflasyon hedeflemesi rejimi* 2000'lerin başında gelişmiş ülkeler tarafından büyük oranda kabul edilmiş durumdaydı. İsviçre (2000) ve Norveç (2001)'ten sonra bu dönemde ABD (2012) ve Japonya (2013) da resmi olarak bu rejimi benimsemiştir oysa gelişmekte olan ülkeler 2000'ler boyunca kademeli olarak rejimi kabul etmeye devam etmişlerdir. Genellikle ilk uygulayıcılarının gelişmiş ülkeler ya da 1990'larda döviz şokları sonucunda sabit döviz kuru rejimlerini terk ederek kurularını genel olarak dalgalanmaya bırakan gelişmekte olan ülkeler olmasıyla da tutarlı olarak geleneksel görüş *enflasyon hedeflemesi rejiminin* temel unsurunun *serbest dalgalanan bir döviz kuru*

21 Bu iki alt kategori karşılaştırıldığında borçlanma senetlerinin, hisse senetlerine oranla çok daha belirleyici olduğu dikkat çekmektedir (Barlas & Kaya, 2013).

rejimi olduğu yönündeydi. Ancak zaman içinde 2000'ler boyunca enflasyon hedeflemesinin, 1990'lardan farklı olarak sabit döviz kuru rejimi uygulamamakla birlikte döviz kuru müdahalelerini yaygın olarak kullanan gelişmekte olan ülkeler tarafından da giderek daha fazla benimsenmesiyle ve bu ülkelerin de müdahalelere devam etmesiyle bu görüş sorgulanmaya başlanmıştır (Adler vd., 2020). Ancak bu kez konuyu gündeme getirenler 2010 öncesindekiler gibi sadece heterodoks iktisatçılar değil bizzat IMF araştırmacıları oldu. Gelişmekte olan ülkelerin para otoritelerinin düşük enflasyon hedefine ulaşmaya çalışırken, döviz kurlarının sürdürülebilir dış ticaret dengesiyle uyumlu bir seviyeden sapmasını engellemeye çalışmaları zaten önceki bölümde de dile getirdiğimiz gibi hem pratikte karşılaşılan hem de bazı iktisatçılar tarafından önerilen ancak teorisi henüz geliştirilmemiş bir alandı. Bu iki hedefe eş zamanlı ulaşılmasını sağlamak için politika faizinin yanı sıra *döviz piyasasına sterilize edilmiş müdahaleleri* de içeren ikili bir politika aracı seti önerildi (Ostry vd., 2012a). Böylece sermaye hareketlerinin serbest olmasına rağmen eş zamanlı olarak istikrarlı döviz kuru ve bağımsız para politikası hedeflerine ulaşılması kısmen mümkün olacaktı.

Önceki bölümde değindiğimiz gibi fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın da sağlanması için tüketici fiyatlarının yanı sıra varlık fiyatlarının da dikkate alınması gerektiği 2008 öncesinde de literatürde tartışılan bir konuydu. Finansal istikrar konusuna gelişmekte olan ülkeler perspektifinden baktığımızda bu ülkeler için en önemli varlık fiyatının döviz kuru olduğunu görürüz. Ebeke & Azangue (2015) ampirik çalışmalarında *enflasyon hedeflemesi* uygulayan gelişmekte olan ülkelerin diğerlerine nispeten daha esnek bir döviz kuru rejimine sahip olduklarını gösterdikten sonra, yüksek ithalat bağımlılığı ve yabancı para birimi cinsinden kamu ve özel varlık/yükümlülüklerin yüksek paya sahip olması gibi makro ekonomik özelliklerin döviz kuru esnekliğinin derecesini azalttığına dikkat çekmişlerdir. Nitekim 2010 sonrasında IMF çalışmaları da dahil olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin para otoritelerinin döviz kuru hareketlerini dikkate alması ve fiyat ve döviz kuru istikrarını sağlamak için mevcut tüm araçları kullanması tavsiye edilmeye (Ostry vd., 2012b) başlanmıştır. Blanchard (2012), 2008 krizi öncesi ortodoks enflasyon hedeflemesi politikasının tek bir hedef (istikrarlı enflasyon oranı) belirlediğini ve bunu tek bir araçla yani politika faiziyle gerçekleştirmeye çalıştığını, bu ortodoks yaklaşımın örtülü varsayımının faiz oranının eş zamanlı olarak istikrarlı bir enflasyon oranı ve çıktı açığını koruyabileceği yönünde olduğunu belirttikten sonra bu iki ayrı hedefin her birinin kendi araçlarına sahip olsalar bile, bu iki ayrı politika aracının diğer hedefi çapraz olarak etkileyebileceğine işaret etmiştir. Bu potansiyel çapraz etkileşim, 2008 sonrası dönemde TCMB'nin politika araç setinin düzenlenmesi açısından da önemli olmuştur. Blanchard (2012) gibi ana-akım iktisatçılar finansal istikrarın sağlanması için makro ihtiyati politikaların kullanılmasını önermişlerdir. Bunun nedeni ampirik kanıtların düşük faiz oranlarının makro ihtiyati araçların kullanılmasını gerektiren aşırı risk almayı teşvik ettiğini göstermesidir. Blanchard (2012) özellikle enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunun önemine dikkat çekmiş, bu ülkelerde döviz kurunun, enflasyon üzerindeki potansiyel etkisinin yanı sıra bir istikrarsızlık unsuru olarak da dikkate alınması gerektiğini iddia etmiştir. Blan-

chard'a (2012) göre, *sterilize edilmiş döviz kuru müdahaleleri*²², faiz oranının yanında ilave bir araç olarak kullanılabilir. Teorik olarak döviz alım satım işlemlerinin sterilizasyonu, para politikasının nispeten bağımsız kalmasını sağlayarak imkânsız üçlünün kurgusunu zayıflatabilir. Parasal otoritenin kısmen de olsa faiz ve döviz kurlarını aynı anda belirleme yeteneği, bir ülkenin üçlü açmazı hafifletmesine olanak tanıyabilir. Bofinger (2011), yönetilen dalgalı kur rejiminin imkânsız üçlemeyi mümkün bir üçlemeye dönüştürebileceğini ve serbest sermaye hareketleri, bağımsız faiz politikası ve istikrarlı döviz kuru hedeflerinin bir arada gerçekleştirilebileceğini ifade etmiştir. TCMB'nin Mayıs 2012 Finansal İstikrar Raporu'nda da benzer bir ifade yer almıştır. Zorunlu karşılıklara ve rezerv biriktirme politikalarına ilişkin düzenlemelerin Türkiye'nin üçlü açmazını hafifletmeye olanak sağladığı ve eş zamanlı olarak üç hedefe ulaşılmasını sağlayabileceği vurgulanmıştır.

6. 2014 Sonrası Dolarize Olmuş Ekonomiden Sermaye Çıktıları: İmkânsız Üçlemeden, İmkânsız İkileme

18 Aralık 2013'te FOMC, işsizlik ve enflasyon ile ilgili koymuş olduğu hedeflere yaklaştığını ifade ederek varlık alımlarının hızını mütevazı bir şekilde azaltmaya karar vermiştir (Amadeo, 2021)²³ Bu duyuru genişleyici para politikasının sonuna yaklaşıldığı ve yakın gelecekte federal fon oranının da yükselebileceği şeklinde algılanmıştır.

Bernanke (2023), *taper tantrum* olarak adlandırılan bu sürecin bazı gelişmekte olan piyasa ekonomileri üzerinde olumsuz etkileri olduğunu, FED'in *taper tantrum* sürecinde olduğu gibi faizleri artırmasının beklenildiği dönemlerde bunun gelişmekte olan piyasalardan sermaye çıkışlarına ve para birimlerinde değer kayıplarına ki bu da enflasyonun artmasına neden olur, hisse senedi fiyatlarında düşüşlere neden olacağını ve özellikle de ticaret veya bütçe açıklarını finanse etmek için yabancı sermayeye ihtiyacı olan ülkeleri kırılgan bir duruma getirdiğini 2013'teki gelişmelerden en çok etkilenen ülkeler arasında da Kırılgan Beşli olarak adlandırılan Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye'nin olduğunu ifade etmiştir. Nitekim Dünya Bankası'nın Haziran 2014 tarihli bir raporunda (The World Bank, 2014, June) son 13 ayda yaşanan iki küresel finansal türbülans sonucunda gelişmekte olan ülkelere sermaye akışlarının yavaşladığını ve bazı gelişmekte olan ülke para birimlerinin değer kaybettiğini ve buna paralel olarak da 2012'de %6,4 ve son on

22 Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ve politika faiz oranı ile döviz kurunu eş zamanlı belirleme-ye çalışan bir ekonominin, döviz alım satım işlemleriyle değişen likidite düzeyini de sterilize etmesi gerekir. Aksi takdirde döviz alımlarının enflasyonist etki yaratma potansiyeli bulunmaktadır. Açık piyasa işlemleri yoluyla yapılan sterilizasyon, otoritenin para tabanını sabit tutmasını sağlayarak faiz oranının kontrol edilmesini mümkün kılabilir. Ancak yurt içi faiz oranının dünya faiz oranından yüksek olması durumunda sterilizasyonun maliyeti de bu farktan doğar (Fischer, 2008), (Bofinger & Wollmershauser, 2003).

23 Ocak (2014) ayından itibaren komite (FOMC), ipoteğe dayalı menkul kıymet varlıklarına aylık 40 milyar dolar yerine 35 milyar dolar ve uzun vadeli Hazine menkul kıymet varlıklarına aylık 45 milyar dolar yerine 40 milyar dolar ilave etmeye karar vermiştir. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20131218a.htm>

yılda ortalama %6 olan gelişmekte olan ülkelere ait ortalama enflasyon oranının 2013'te yüzde 7,4'e yükseldiği belirtilir. Emtia fiyatlarının istikrarlı seyrettiği bir dönemde enflasyon oranındaki yükseliş dikkatleri döviz kurundaki değer kayıplarına çekmiştir. Yapılan analiz, döviz kuru kaynaklı fiyat baskılarının esas olarak Arjantin, Venezuela, Türkiye, Gana, Güney Afrika, Endonezya ve Hindistan dahil olmak üzere birkaç büyük orta gelirli ekonomide yoğunlaştığı sonucuna varmıştır.

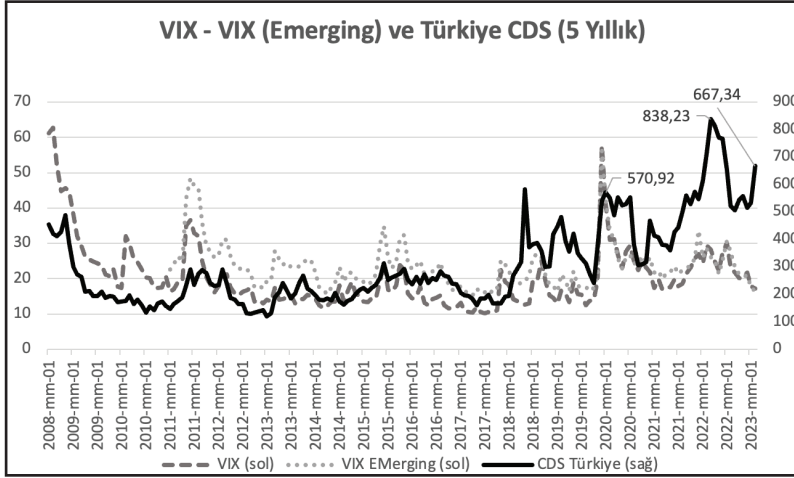
Küresel çaptaki 2013 deneyimi gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye hareketlerinin kur geçişkenliği üzerinden enflasyon oranı üzerinde oynayabileceği rolü bir kez daha hatırlatmış oldu ki en çok etkilenen ülkelerin başında gelen Türkiye'nin vatandaşlarının 1990'lardan hatırladığı bir deneyimdi bu.

Davis (2015) *imkânsız üçlemenin* mantığına göre, döviz kurunun dalgalanmasına izin veren bir merkez bankasının tam bir parasal özerkliğe sahip olması gerektiğini ancak pratikte bu hipotezin sorgulandığını, Rey gibi iktisatçıların gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışındaki büyük dalgalanmaların temel olarak risk iştahı gibi küresel faktörler tarafından yönlendirildiğine dikkat çektiklerini belirtir. Rey (2015) sermaye akışlarında, varlık fiyatlarında ve kredi büyümesinde küresel bir finansal döngünün varlığından söz eder. Bu döngü, piyasaların belirsizlik ve riskten kaçınma ölçüsü olan VIX²⁴ endeksi ile birlikte hareket etmektedir. Rey finansal döngünün ABD S&P 500 endeks opsiyonlarının oynaklığını ölçen VIX ile ilişkili olduğunu bulmuştur (Klein & Shambaugh, 2013). Sermaye akışlarının yanı sıra hisse senetlerinden şirket tahvillerine kadar dünyanın dört bir yanındaki riskli varlık fiyatları güçlü bir ortak bileşene sahiptir ve kredi akışları ile de döngüseldir (Rey, 2013). Rey (2015) bu anlamda küresel finansal döngünün, *üçlemi* bir *ikileme* dönüştürdüğünü iddia eder.

Bu küresel finansal döngü, ülkelerin spesifik makroekonomik koşullarıyla her zaman uyumlu olmayabilir. Analizler küresel finansal döngünün belirleyicilerinden en önemlilerinden birinin de merkez ülkeler tarafından uygulanan para politikası olduğunu ve sermaye akımlarını ve uluslararası finansal sistemdeki kredi büyümesini etkilediğini ortaya koymaktadır. Sermaye serbestçe hareket ettiğinde, küresel finansal döngü, döviz kuru rejiminden bağımsız olarak gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının bağımsız para politikası uygulayabilme kapasitelerini kısıtlar (Rey, 2015). Kalemli-Özcan (2019) yine Rey'e (2013) atfen küresel finansal döngü ile karakterize edilen bir dünyada ABD para politikasının yayılma etkileri açısından döviz kuru esnekliğinin önemli olmadığını, ABD para politikasının etkilerinin ülkelerin döviz kuru rejimlerinden bağımsız olarak sermaye akışları yoluyla dünyanın geri kalanına aktarıldığını ifade eder.

24 VIX Piyasa Volatilite Endeksidir. Belirsizliğin ve piyasa riskinden kaçınma eğiliminin bir ölçüsüdür

Şekil 14. VIX ve Türkiye CDS Endeksleri



Kaynak: FRED ve Investing.com

Aslında gelişmiş ülkelerde 1980'lerden itibaren varlık fiyatlarının merkez bankası politikalarından daha az etkilenir bir duruma geldiğine örneğin ABD'de FED faiz oranı ile hazine bonusu faizleri de dahil olmak üzere uzun dönemli faiz oranları arasındaki ilişkinin zayıfladığına dair çalışmalar vardır (Cömert, 2016). Türkiye örneği üçlü açmaz hipotezinin gelişmekte olan ülkelerde geçerli olmayabileceğini iddia eden literatürü potansiyel olarak desteklemektedir. Finansal akımların serbest olduğu ortamda, merkez bankaları dalgalı döviz kuru rejimi izleseler bile etkili bir para politikasını ya hiç uygulayamazlar ya da uygulama kapasiteleri çok sınırlıdır. Hem varlık hem de borç dolarizasyonunun yaygın olduğu Türkiye'de yerleşiklerin döviz kuru ile ilgili beklentileri sermaye hareketlerinin yanı sıra döviz kurunu etkileyebilecek ilave bir kanaldır. Yabancı portföy yatırımlarının yokluğunda bile, tüm yerel para arzının, potansiyel olarak yabancı varlık talebine dönüşme riski vardır (Cömert & Öncü, 2013). Bu yüzden kredi genişlemesi tüketim üzerinden enflasyonist baskı yaratabileceği gibi döviz talebini tetikleyerek kur geçişkenliği üzerinden maliyet enflasyonu da yaratabilmektedir. Döviz tevdiat hesapları özelinde mevduat dolarizasyonu, TL cinsi mevduatların ikamesi olması nedeniyle öncelikle reel faiz oranları tarafından belirlenirken hem bu düzeyde hem de genel olarak varlık dolarizasyonunda döviz kuru beklentileri de diğer bir önemli belirleyicidir. Yerleşiklerin döviz kuru beklenti formasyonundaki olası bir değişim örneğin regresif beklenti formasyonundan trendist beklenti formasyonuna olası bir evrilme özellikle varlık dolarizasyonunu daha da şiddetlendirme potansiyeli taşımaktadır.²⁵

25 Bu noktada Erkin Şahinöz'ün hanehalklarının *döviz yükselecek* algısı ile ilgili gözlemi önemlidir; Mayıs 2013'e kadar vatandaşların başarılı bir portföy yöneticisi gibi dolar düşerken aldığını, yükselirken sattığını belirten Şahinöz (2014) "Ama Mayıs'tan beri bu hanehalkının davranışı anormal bir şekilde değişmiş vaziyette. Kur yükseldikçe döviz talebi arttı. Kurdaki yükselişin artık kalıcı olmaya başladığını düşündüler" yorumunu yapmıştır.

7. 2020'ler Enflasyon Hedeflemesi için Bütünleşik Çerçeve

Sermaye akımlarındaki dalgalanmaların bazı ülkeleri döviz kuru müdahalelerine bazılarını sermaye kontrollerine ve kimi zamanda bir dizi makro ihtiyati düzenleme yapmaya yönlendirmesinin sonucunda IMF, pratikte enflasyon hedeflemesi rejiminin bir nevi doğal bileşenleri haline gelmiş bu araçları bir arada değerlendirecek bir çerçeve oluşturma ihtiyacı duymuştur. Önceki IMF baş ekonomisti Gopinath'ın da dahil olduğu iktisatçılar bu eklettik yaklaşımın verimli bir şekilde kullanılabilmesi için merkez bankalarının hedeflerine ulaşmak için söz konusu araçların uyumlu bir şekilde nasıl kullanılabileceğinin net bir çerçevesinin oluşturulması gerektiğini vurgulamışlardır (Adrian & Gopinath, 2020).

Orta gelirli ülkelerin para politikası uygulamalarını analiz ettikleri *Bütünleşik Enflasyon Hedeflemesi* başlıklı öncü çalışmalarında Agenor & Silva (2019) sermaye girişlerinin kredi genişlemesi, reel döviz kurunun değer kazanması ve cari açıkların artması gibi finansal istikrarsızlık olarak tanımlanabilecek sonuçları olduğuna dikkat çekerler. Enflasyon hedefi olan bir merkez bankası açısından kredi büyümesi enflasyonist olma potansiyeline sahipken reel değerlenme enflasyonu istikrarlı tutmaya yardımcı olabilir dolayısıyla finansal istikrarı bozucu farklı faktörlerin enflasyon üzerindeki potansiyel etkileri de farklı olabilir. Agenor & Silva (2019) *kredi büyümesine* faiz oranlarını yükseltmek yoluyla müdahalenin sermaye girişlerini daha da artırarak *cari açığı* genişletebileceğine bu yüzden örneğin bankaların yurtdışından borçlanmasının sınırlandırılması gibi makro ihtiyati araçların kullanılabileceğine işaret ederler²⁶.

26 Benzer şekilde 2010 sonrasında Türkiye ekonomisinin temel sorunları şunlardır:

- Düşük faiz oranı ve QE politikalarının neden olduğu küresel likidite bolluğunun ve yurt içi yurt dışı faiz oranları farklarının tetiklediği sermaye girişleri nedeniyle değerlenme baskısı altında kalan TL,
- Yerli bankaların yarattıkları kredilerden sonra varlık yükümlülük dengelerini sağlamak için bir anlamda yurt içi kredilerini finanse etmek için yurt dışından düşük faiz ile borçlanmaları (Ak-yüz, 2012) sonucunda kredi büyüme oranlarında yükseliş. Bu oran 2010'da nominal olarak %43 reel %34 rakamlarına ulaşmıştır.
- Kredi genişlemesinin ithalat üzerinden cari açığı artırarak 2011'de Milli Gelirin %9'una yaklaşmasına neden olması.

TCMB'nin politika faizini ortodoks enflasyon hedeflemesi yaklaşımı doğrultusunda kullanması durumunda, kredi büyümesini sınırlamak için politika faizini yükselterek kısa vadeli bankalararası faiz oranı üzerinden bankaların fonlama maliyetlerini ve kredi faiz oranlarını yükseltebilirdi. Ancak söz konusu dönemde en azından sendikasyon kredisi kullanabilen bankaların doğrudan ucuz yabancı fonlara ulaşım imkanları olduğunu da unutmamak gerekir. Ancak politika faiz oranının arttırılması, bankalar açısından alternatif bir varlık olan tahvil/bono piyasasında faiz oranının yükselmesine neden olabilirdi ki, piyasa (tahvil/bono) faiz oranlarındaki artış sermaye girişlerini teşvik ederek TL'nin daha fazla değer kazanma baskısı altına girmesine ve cari açığın artmasına yol açabilirdi. Bu nedenle para otoritesinin kredi faizlerini artırırken piyasa faizlerini etkilemeyecek bir araca ihtiyacı vardı ki zorunlu karşılık oranı bu açıdan potansiyel bir para politikası aracı olarak öne çıkmıştır. Zorunlu karşılık, bankaların yerli ve yabancı para yükümlülükleri, mevduatları karşılığında merkez bankalarında tutmak zorunda oldukları fon miktarıdır. Merkez bankasının hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını eş zamanlı olarak sağlayabilmesi için kredi ve tahvil piyasalarındaki faiz oranlarının farklılaştırılması gerekmektedir. Kredi ve tahvil piyasalarının faiz oranlarının farklılaştırılmasını sağlayan zorunlu karşılık oranları, sermaye akımlarını hızlandırmadan para politikasının sıkılaştırılmasına olanak sağlama

Aralarında iki Türk iktisatçının da bulunduğu bir grup IMF iktisatçısı, her ne kadar Mundell-Fleming modeli, küçük açık ekonomilerin analizi için güçlü bir çerçeve sunmaya devam etse ve esnek döviz kuru eş zamanlı olarak istikrarlı ve düşük bir enflasyon oranı ve tam istihdam hedeflerine ulaşılmasına yardımcı olacak optimal döviz kuru rejimi olarak tanımlansa da dünyanın Mundell - Fleming çerçevesinde modellendiğinden daha karmaşık olduğuna dikkat çekmişlerdir. Faiz politikasının eş zamanlı olarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak için yeterli olmadığı durumda optimal politika bileşiminin; sermaye akımları yönetimi, döviz kuru politikası ve makro-ihtiyati tedbirler gibi çoklu araç kullanımını gerektirebileceğinden hareketle kur geçişkenliğinin ve borç dolarizasyonunun yüksek olduğu ülkelerde merkez bankalarının döviz kurundaki oynaklığa müdahalede bulunabileceğini vurgulamışlardır. Çalışmaya göre gelişmekte olan ülkelerde her ekonominin kendi gereklilikleri dikkate alınarak politika hedeflerine ulaşmak için hangi araç setinin ne zaman ne yönde ve ne ölçüde kullanılması gerektiğini belirleyen bir politika çerçevesi; para politikası, sermaye akımlarına ilişkin önlemler, makro-ihtiyati tedbirler ve döviz kuru politikasını içermelidir.²⁷ Yine bu çalışmada gelişmekte olan piyasaların çoğunda ihracatın %80'ninden fazlasının dolar cinsinden faturalandırıldığına dikkat çekilmekte, bu ampirik gerçek, ihracat fiyatlarının baskın bir para birimine (çoğunlukla dolar ve bazı durumlarda euro) bağlı olduğuna bunun da bir fiyat katılığı yarattığına dikkat çekilmektedir. Bu kapsamda döviz kuru ayarlaması daha zayıf bir araç haline gelmektedir. Yerel paranın değer kaybetmesi ithalat talebini azaltmaya devam ederken dolar fiyatları değişmediğinden değer kaybının ihracatın dünya pazarındaki rekabet gücü üzerindeki etkisi azalmaktadır (Basu vd., 2020). Bütünleşik bir çerçevenin geliştirilmesinde gelişmekte olan piyasalara yönelik güçlü sermaye akışları sonrasında yaşanan ani duruş (sudden stops) hakkındaki geniş literatür de takip edilerek, sermaye kontrolleri sermaye girişleri üzerindeki bir çeşit vergi şeklinde modellenmiştir. Sermaye kontrollerinin amacı aşırı borçlanmayı, dolayısıyla kredi genişlemesini önlemektir. Borcun birikmesinin önceden durdurulmasının, yerel paranın olası değer kaybını, ekonomik birimlerin bilançolarını olumsuz yönde etkileyecek bir ani duruş riskini azaltacağı savunulmaktadır.

TCMB araştırmacıları da 2020 IV. Enflasyon Raporu'nda IMF'nin *bütünleşik politika çerçevesi* 'ne yer vermişler ve merkez bankası zorunlu karşılık oranları ile finansal aracılardan kredi verme ve borçlanma davranışının etkilenebileceğine dikkat çekerek, risk iştahının güçlü olduğu bir dönemde sıkılaştırıcı para politikasının yerel para biriminde ilave değerlenmeye yol açabileceğinden, finansal istikrara yönelik riskleri sınırlamak için zorunlu karşılık oranlarının borçlanmayı kısıtlayıcı makro-ihtiyati bir araç olarak kullanılabilmesine dikkat çekmişlerdir. Söz konusu bu literatürde dikkat çekici vurgu *borç dolarizasyonu – ani duruş* ilişkisi üzerinedir ki Eichengreen & Hausmann (1999) tarafından yazılan

potansiyeline sahipti (Alper & Tiryaki, 2011).

27 IMF'nin söz konusu çalışmalarında da yer alan Ünsal (2021) özellikle düşük gelirli hane halklarını etkileyen şoklara tepki verirken merkez bankalarının sosyal eşitsizlikleri nasıl dikkate alabileceklerinin de bir başka çalışma konusu olduğuna dikkat çekmiştir.

Döviz Kurları ve Finansal Kırılganlık başlıklı makaleye dayanır²⁸. Bu makale ile iktisat literatürüne kazandırılan orijinal veya ilk günah kavramı gelişmekte olan ülkelerin kendi yerel paralarını yurt dışından borçlanmak veya yurt içinde bile uzun vadeli borçlanmak için kullanamadıkları durumu vurgular ve yabancı para cinsinden borçlanmanın neden olduğu finansal kırılganlığa dikkat çeker. Önceki bölümde değindiğimiz küresel finansal döngünün sermaye hareketlerini yönlendirmesi sonucu döviz kurlarındaki ani yükseliş (yerel paradaki değer kaybı) döviz cinsi borcun yerel para cinsinden yükünü ciddi miktarda artırabilir. Bu açıdan değerlendirildiğinde ülkelerin kendi para birimleri cinsinden borçlanabilmesi bu tür finansal kırılganlıkları azaltan önemli bir avantaj olarak değerlendirilmektedir. Ancak son dönemde ülkelerin tahvil bono piyasalarında kendi paraları cinsinden borçlanmalarının da potansiyel tehlikelerine dikkat çeken bir literatür gelişmektedir. 2000'li yılların ortalarından bu yana, gelişmekte olan ülkelerin yerel para birimindeki tahvillerine yapılan yabancı yatırımlarda istikrarlı bir büyüme yani bu ülkelerin yerel para birimleri üzerinden borçlanma kabiliyetlerinde bir artış gözlemlenmektedir. Doğal olarak daha büyük/derin tahvil piyasaları daha çok yabancı yatırım çekmektedir (Han vd., 2024). Çalışmada ayrıca enflasyon hedeflemesi yapan merkez bankalarının kredibilitésinin de söz konusu tahvillere olan talebi arttırdığına dikkat çekilmektedir. Uluslararası rezervlerin milli gelire oranı da bir başka önemli göstergedir. Önceki bölümde değindiğimiz gibi örneğin ABD para politikasındaki bir değişikliğin tetikleyeceği küresel finansal döngüler yurtdışı yatırımcıların söz konusu tahvilleri satmalarını teşvik ettiğinde bu varlıkların yerleşik yatırımcılar tarafından talep edilmesi gerekecektir ki yerleşiklerin hazmetme kapasitelerinin olasılıkla sınırlı kalması nedeniyle bu tahvillerin fiyatları ciddi ölçüde düşecektir. Daha da önemlisi küresel şoklardan kaynaklanan varlık fiyat hareketlerinin büyüklüğü, küresel yatırımcıların daha yüksek pazar payına sahip olduğu piyasalarda daha fazla olacaktır (Han vd., 2024). Önceki bölümde söz ettiğimiz gibi yerleşik finansal yatırımcıların da finansal döngüye yurtdışı yatırımcılara benzer şekilde tepki vermeleri fiyat hareketlerini şiddetlendirecektir. Hindistan'ın 2019'dan itibaren kademeli olarak devlet tahvillerini küresel indekslere dahil etme yolundaki çabaları Akyüz & Öncü (2024) tarafından değerlendirilmiştir. Akyüz & Öncü (2024) yerel tahvil piyasalarının yabancı yatırımcılara açılmasının ilk günah olarak adlandırılan gelişmekte olan ekonomilerin kendi para birimleriyle uluslararası piyasalardan borçlanamaması sorunu azaltırken, döviz kuru riskini uluslararası kredi verenlere aktardığına ve ilave olarak bu tahvillerin genellikle yerel yargı yetkisine tabi olduğundan bir anlamda borç verenlerin ek bir temerrüt riskiyle de karşı karşıya olduğuna dolayısıyla da yerel para cinsinden tahvillerin yabancı yargı yetkisi altında ihraç edilen FX tahvillerinden daha yüksek faiz oranları ve/veya sermaye kazançları şeklinde daha yüksek getiri sunmak zorunda kaldıklarına dikkat çekmişler, gelişmekte olan ekonomilerde tahvil piyasalarının uluslararasılaşmasının uzun vadeli faiz

28 Makalede döviz kuru ile finansal kırılganlık arasındaki ilişkiye ilişkin üç yaklaşımdan bizce önemli olan ikisi; (1) sabit döviz kurlarının döviz riskine karşı örtülü bir sigorta sağlayarak borçlanma ve borç vermeyi teşvik ettiğini öne süren ahlaki tehlike hipotezi; (2) uluslararası finansal piyasalardan ve hatta uzun vadeli olduğunda yurt içinden dahi yerli para cinsinden borçlanılamamasını ifade eden orijinal günah hipotezidir.

oranlarını kontrol etmek açısından da önemli bir özerklik kaybına neden olduğunu ve bu ekonomileri daha yüksek faiz oranı risklerine maruz bıraktığını, küresel risk iştahı ve likidite koşulları kötüleştiğinde yerel para birimindeki dış borcun, yatırımcıların taşıdığı döviz kuru riski nedeniyle rezervlerin tükenmesinde ve para birimindeki düşüşlerde FX borcundan daha büyük bir rol oynadığını vurgulamışlardır. Bu anlamda gelişmekte olan ülkelerin döviz kurunu dalgalanmaya bırakarak enflasyon hedeflemesi uygulayabilmeleri oldukça zor görünmektedir.

8. 2020'ler COVID-19 Sonrası Servet Eşitsizliği: Para – Maliye Politikası Etkileşimi, Helikopter Para ve Merkez Bankası Dijital Parası (MBDP)

COVID-19 salgını sırasında birçok gelişmekte olan ülke, sermaye çıkışı baskılarıyla karşı karşıya kalmış makroekonomik istikrarı sağlamak için birden fazla araç kullanmışlardır. Çoğu ülke talebi desteklemek için politika faizlerini düşürürken ve makro ihtiyati düzenlemeleri gevşetirken, bazıları ilave olarak paralarını değer kaybına karşı korunmak için döviz rezervlerinden satış yapmışlardır (Basu vd., 2020). Bu süreç merkez bankalarının fiyat istikrarının yanı sıra başka hedefler belirlemelerinin ve bunlara uygun araçlar kullanabilmelerinin önünü açmıştır. Öte yandan COVID-19 Pandemisi sürecinde devletler tarafından yapılan gelir transferlerinin nasıl finanse edilmesi gerektiği sorusu gündeme geldiğinde (Gali, 2020) vergileri artırmak ve/veya kamu borcunu artırmak yerine, *helikopter parasının*, yani gerekli görülen ek mali transferlerin merkez bankası tarafından doğrudan, geri ödemesiz şekilde sağlanması gerektiği savunulmuştur. COVID-19 eğitimden, iş hayatına kadar her alanda olduğu gibi ödemelerin de dijitalleşmesini hızlandırmış ve merkez bankalarını da dijitalleşme üzerine çalışma konusunda motive etmiştir. Bu süreçte merkez bankasının hane halklarına ve küçük işletmelere doğrudan mali yardım sağlayabilme potansiyeli de ön plana çıkmıştır (Kolozsi vd., 2022).

Daha MBDP tartışmaları yaygınlaşmadan önce para politikasının etkinliği açısından özellikle talebin daraldığı dönemlerde gelir ve servet dağılımının da dikkate alınması, düşük gelirli ve marjinal tüketim eğilimi yüksek hane halklarının hedeflenmesi gerektiği görüşü gündeme gelmiştir (Voinea & Monnin, 2017). Merkez Bankalarının Türkiye'de 2020'de uygulanan ucuz konut kredisi veya ABD'deki QE uygulamalarında olduğu gibi faiz oranları ve/veya likidite sağlayarak banka kredileri üzerinden ekonomiyi canlandırma çabaları ev, hisse senedi ve kripto para gibi varlıkların fiyatlarının yükselmesini, bu piyasalarda spekülasyon balonları oluşmasını desteklerken servet eşitsizliğini de artırmıştır (Öğüt & Şahin, 2023). Pandemi döneminde *helikopter para* olarak da adlandırılan ABD hane halklarına gönderilen çekler (teknik anlamıyla gelir transferleri) ilgili deneyim de MBDP tartışmalarını beslemiştir. Bir anlamda QE'nin düşük gelirli haneler için doğrudan bir fayda yaratmadığı yolundaki genel kanı *helikopter para* kavramını ön plana çıkarmıştır (Temperini vd., 2023). Aslında *helikopter para*, geleneksel olmayan bir para politikası aracı olarak 2010'ların ortalarından bu yana tartışılmaktadır. Kredi ile parasal finansmanın ak-

sine, *helikopter paranın* amacı, yalnızca bankacılık sektörünü değil, aynı zamanda devlet bütçesini de atlayarak merkez bankası parasını geri ödemesiz ve doğrudan halka dağıtmak olarak yorumlanmaktadır (Huber, 2023). Makro iktisatta bu transferler bir negatif vergi kalemi olarak maliye politikasının bir unsuru olarak doğrudan para politikasının bir bileşeni değildir. Bu gelir transferlerinin bir kısmının tasarruf amaçlı olarak mevduat, borsa ve kripto para piyasalarına gitmiş olmasının (Manukyan, 2002: 179) tüketimde yaratması beklenen etkiyi azalttığı, mali çarpan etkisini aşındırdığı gözlemlenmiştir. Oysa programlanabilir (Arauz, 2022)²⁹ bir MBDP ile ilave satın alma gücü yaratarak tüketimi canlandırmayı amaçlayan gelir transferlerinin sadece tüketim amacıyla kullanılabilmesi ve hatta bu gelir aktarımının sadece belirli bir süre içinde harcanmak koşuluyla tanımlanması yani paranın silineceği bir süre sınırı belirlenmesi de mümkün olabilir ki bu talep etkisini güçlendirebilir (Kolozsi vd., 2022). MBDP formunda transfer edilen gelir bir ay içinde mal ve finans dışı hizmet alımında harcanmak üzere de tanımlanabilir ve bu sürenin sonunda yok olabilir ya da bir negatif faiz oranı ile iskonto edilebilir (Manukyan, 2022: 179).

Ekonomik istikrarın görece sağlandığı durumlarda ya da enflasyon baskısının dengelenmesi için talebin kısılması gerektiğinde merkez bankası dijital para biriminin faiz oranını geleneksel para birimiyle benzer şekilde ayarlayabilirken ekonomi bir belirsizlik şoku ile karşı karşıya olduğunda, talep yetersizliği kaynaklı durgunluk söz konusu olduğunda faiz oranını negatif değerlere indirebilir. Böylece negatif faiz oranı politikası uygulayabilir ve ekonomik büyümeyi teşvik edebilir. Negatif faiz oranı politikası, dijital para birimi sisteminde daha etkin bir şekilde uygulanabilir (Xin & Jiang, 2023).

Bu anlamda programlanabilir merkez bankası parası üretimin teşvik edilmesini, sermaye kaçışlarının engellenmesini ve servet eşitsizliğini artıran istifçilikten kaçınılmasını kolaylaştırabilir (Arauz, 2022). Programlanabilme özelliği MBDP'nin istiflenemeyecek ve finansal varlık talebinde kullanılmayacak şekilde tasarlanarak bir etkin yarı-maliye politikası aracı olarak kullanılmasına izin verir. Bu özellikleri ile MBDP orta-uzun vadede gerçekleşmesi beklenen otomasyon kaynaklı işsizlik ile mücadele yöntemi olarak tartışılan *evrensel temel gelir* (ETG) idealinin hayata geçmesini kolaylaştırıp performansını artıracak bir araç olma potansiyeline de sahiptir (Shashev, 2023). ETG'nin uygulanmasındaki teknik sorunların giderilmesinde, performansının iyileştirilmesinde merkez bankalarınca çıkarılacak dijital bir para biriminin potansiyel kolaylaştırıcı yapısına dikkat çeken makaleler de bulunmaktadır (Öğüt & Şahin, 2023).

MBDP gibi finans-dışı özel kesimin de yaygın biçimde tutabileceği ve kolayca transfer edebileceği, güvenli bir merkez bankası parasının tedavüle çıkması, banka mevduatlarına olan talebi azaltarak bankacılık sektörünün bilançosu üzerinde önemli etkide bulunabilir. Özellikle gelecekle ilgili belirsizlikler nedeniyle banka mevduatlarından MBDP'ye bir kayma yaşanması durumunda bankacılık sektörü bilançosunda önemli daralmalar yaşa-

29 Önde gelen birkaç merkez bankası ve teknoloji şirketleri, MBDP 'ler bağlamında programlanabilir para üzerine tartışmaya başlamışlardır. Hatta IBM, MBDP 'leri yeni programlanabilir paranın "yeni-den kamulaştırılması" olarak etiketlemiştir.

nabilir (Şahin & Öğüt, 2023). MBDP'nin para politikası aktarımını, finansal istikrarı ve fiyat istikrarını, enflasyon hedeflemesi politikalarını, nasıl etkileyeceğinin tartışıldığı bir literatür hızla gelişmektedir (Elsayed & Nasir, 2022; Andolfatto, 2020). MBDP'nin (pozitif) faiz ödemesi durumunda mevduatlar için güçlü bir ikâme özelliği kazanabileceği, mevduat talebinin azalmasına neden olarak bankacılık sisteminin kredi yaratmak için ihtiyacı olan en önemli fon kaynağının dolayısıyla kredi arzının da azalmasına neden olabileceği, (Wilkins, 2022)³⁰ MBDP'nin özel mevduatın yerini alması durumunda bankacılık sektörünün maliyetlerinin artabileceği (Cecchetti & Schoenholtz, 2017) ya da ticari bankaların bilançolarında mevduat tutmak için mevduat faiz oranlarını artırmaya zorlayabileceği (Bibi, 2023), MBDP'nin varlığının bankaların para yaratma gücünü ortadan kaldırmamakla birlikte sınırlayabileceği (Cesaratto & Febrero, 2022) yapılan genel yorumlar arasında yer almaktadır.

Banka kredi verdiğinde borçlananın alışveriş yapmak veya faturalarını ödemek üzere kullanabileceği bir banka mevduatı yani bir anlamda para yaratır (Khidasheli & Grigolashvili, 2023). Bankacılık sisteminin kredi yaratmak için herhangi bir kaynağa ihtiyacı olmadığı, kredi talebinin karşılanması sırasında mevduat ve dolayısıyla paranın da yaratıldığı içsel/kredi para arzı yaklaşımına uygun olarak bankaların kredi yaratmaları sonucunda bozulan varlık – yükümlülük dengesini sağlamak için daha fazla mevduat toplamak ya da Merkez Bankası kaynaklarını kullanmak durumunda kalabilecekleri alternatif bir çerçeve MBDP'yi de içerebilir. İçsel para arzı yaklaşımına göre finansal olmayan özel sektörün talebi ile kredi arz eden ticari banka eş zamanlı olarak bir vadesiz mevduat hesabı yarattıktan sonra merkez bankasından rezerv talep edebilir ve kredi kullanan mevduat sahibi bu mevduatı MBDP'ye dönüştürmeyi tercih edebilir (Bibi, 2023). Mevduatlar MBDP'ye dönüştürüldüğünde merkez bankası otomatik olarak rezerv sağladığı sürece bankaların içsel para yaratım süreci prensipte etkilenmeyecektir (Cesaratto & Febrero, 2022). Bununla birlikte söz konusu durumda bankaların alternatif finansman kaynakları veya merkez bankası finansmanı için mücadele etmesi gerekebilir. Ticari bankaların teminatlarını tüketmesi halinde, merkez bankasının kabul edilebilir teminatları çeşitlendirmesi veya teminatsız borç vermesi gerekebilir ki teminatın kalitesine bağlı olarak merkez bankası bilançosundaki risk de artabilir. Merkez bankası finansmanına yönelik talebin artması, merkez bankasını repo ve politika faizini artırmaya itebilir ya da merkez bankası bilançosunun genişlemesi, üretimde buna karşılık gelen bir artışla birlikte ortaya çıkmazsa, enflasyon oranının artmasına neden olabilir (Lukonga, 2023).

30 Benimsediğimiz *kredi para – endojen para arzı* yaklaşımı uyarınca bankaların kredi yaratmak için mevduata ihtiyaçları olmadığını bir kez daha hatırlatmak isterim.

9. Sonuç

Türkiye ekonomisi 2009 küresel durgunluğu ve gelişmiş ülke merkez bankalarının bu durgunluğa karşı uyguladıkları genişletici para politikası sonrasında kredi genişlemesi ve cari dengenin bozulması sorunları ile karşı karşıya kalınca geleneksel faiz politikası fiyat ve finansal istikrarı aynı anda sağlayamadığı için TCMB politika araçlarını çeşitlendirerek alışılmışın dışında bir yaklaşım benimsemiş, (Kara, 2012; Kara & Başcı, 2011) ana politika aracı olan politika faizinin yanı sıra tamamlayıcı araçlardan da faydalanılmıştır. Bu tamamlayıcı araçlar zorunlu karşılık oranı, faiz koridoru ve döviz piyasası müdahalelerini içermiştir. TCMB'nin sermaye akımlarının yoğunluğuna göre faiz koridorunun genişliğini ayarlaması, politika faiz oranını değiştirmeden kısa vadeli faiz oranını hızlı bir şekilde değiştirebilmesine olanak sağlamıştır. TCMB, Türk lirasındaki değerlenme veya değer kaybı baskısını ortadan kaldırmak amacıyla döviz müdahaleleri yoluyla da bu politikaları desteklemiştir. Ayrıca TCMB, kredi büyüme hızını kontrol altına almak amacıyla sermaye akımlarını etkileme potansiyeli taşıyan politika faiz oranını değiştirmek yerine zorunlu karşılık oranını kullanmayı tercih etmiştir (Dedeoğlu & Öğüt, 2019). Aynı dönemde TCMB döviz müdahalesine olan ihtiyacı azaltmak amacıyla ek bir politika aracı olan rezerv opsiyon mekanizmasını geliştirmiştir (Kara vd., 2013). Bununla birlikte 2014 sonrasında sermaye girişlerindeki yavaşlama geleneksel araç olan politika faiz oranının kullanımını koridor sistemi çerçevesinde ön plana çıkarmış 2017'de olduğu gibi bu faiz oranının iktisadi saiklerle belirlenmesini engelleyen politik baskılar geç likidite penceresi faiz oranının örtülü olarak politika faiz oranı yerine kullanılmasına neden olmuştur. 2018'den itibaren daha önce ihale yöntemi ve doğrudan alım/satım yöntemleri ile yönetilen rezerv politikası, Merkez Bankası'nın ağırlıklı olarak bankalarla yaptığı swap işlemleri yoluyla elde ettiği emanet rezervler üzerinden sürdürülmüş, dolaylı sermaye kontrollerinin de kullanıldığı bu süreç önce *aktif rasyosu* ve 2021'de gündeme gelen *kur korumalı mevduat* ve bankalara getirilen *zorunlu menkul kıymet tutma yükümlülüğü* ile farklı bir boyut kazanmıştır. Merkez Bankası 2014 sonrasındaki küresel likiditedeki göreceli azalma döneminde fiyat ve finansal istikrarı sağlama hedeflerini borç ve mevduat dolarizasyonunun neden olduğu ilave kısıtlar altında sürdürmeye çalışırken faiz oranını düşük tutulması yönündeki telkinlerin baskısıyla araç bağımsızlığını tamamen kaybedince dünyanın en inovatif Merkez Bankası olarak tarihe geçmiştir.

Literatür bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi ile birlikte uygulanacak döviz kuru rejimi açısından önemli bir değişim geçirmiştir. Varlık ve yükümlülük dolarizasyonu, temel olarak küresel dinamikler tarafından belirlenen sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkilerini şiddetlendirirken bu etkilerin para otoriteleri tarafından yönetilmesini de zorlaştırmaktadır³¹.

31 2024 itibarıyla Türkiye gibi dolarize olmuş bir ülkede tam dalgalı kur rejiminin çok da iyi bir fikir olmayabileceği, tam dalgalı kur rejiminin alternatiflerinin tartışılması gerektiği Hakan Kara gibi iktisatçılar tarafından da dile getirilmektedir. <https://www.youtube.com/watch?v=XrCSzT-rN-0> (25:44'ten itibaren)

Öğüt, K. İ. (2024). Bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi ve eşlik eden döviz kuru rejimleri. *Efil Journal of Economic Research*, 7(1), 10-52.

Kullanımının zaman içinde yaygınlaşması beklenen MBDP'lerin para ve maliye politikası uygulamaları açısından sağlayabileceği ilave olanakların yanında, bu kez *kripto paralar*ı da içeren daha kompleks bir finansal ortamda tanımlanması gereken varlık ve yükümlülük dolarizasyonun para politikası üzerinde yaratabileceği ilave kısıtlar karşısında fiyat ve finansal istikrar hedeflerine ulaşmada oynayabileceği rol tartışmaya değerdir.

Kaynakça

- Abel, I., Lehmann, K., & Tapasztai, A. (2016). The controversial treatment of money and banks in macroeconomics. *Financial and Economic Review*, 15(2), s. 33-58.
- Adler, G., Chang, K. S., & Wang, Z. (2020). Patterns of Foreign exchange intervention under inflation targeting. *IMF Working Paper WP/20/69*.
- Adrian, T., & Gopinath, G. (2020). Toward an Integrated Policy Framework for Open Economies. *IMF Blog*.
- Agénor, P. R., & Silva, L. A. (2019). Integrated inflation targeting. *BIS*.
- Akçay, Ü., & Güngen, A. R. (2019). The making of Turkey's 2018-2019 economic crisis. *Institute for International Political Economy Berlin. Working Paper, No. 120/2019*.
- Akyüz, Y. (2012). The boom in capital flows to developing countries : will it go bust again. *Ekonomi-tek - International Economics Journal Turkish Econ. Assoc.*, s. 63-96.
- Akyüz, Y. (2017). *Playing with fire: deepened financial integration and changing vulnerabilities of the Global South*. Oxford University Press
- Akyüz, Y., & Öncü, S. (2024). *Exposing India's financial markets to the vultures*. <https://www.thehindu.com/opinion/lead/exposing-indias-financial-markets-to-the-vultures/article67804861.ece>. adresinden alındı
- Alper, K., & Tiryaki, T. (2011). Zorunlu karşılıkların para politikasındaki yeri. *Working Paper No.11/8. Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT), Ankara*.
- Amadeo, E. J., & Dutt, A. K. (1991). *The Wicksell - Keynes connection: dynamic analysis, loanable funds, and wage flexibility*. Textos para discussão from Department of Economics PUC-Rio (Brazil).
- Amadeo, K. (2021). *How it allows central banks to create massive amounts of money*. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20131218a.htm>. adresinden alındı
- Andolfatto, D. (2020). Assessing the impact of central bank digital currency on private banks. *The Economic Journal*, s. 525-540.
- Angeriz, A., & Arestis, P. (2008). Assessing inflation targeting through intervention analysis. *Oxford Economic Papers*, 60(2), s. 293-317.
- Arauz, A. (2022). Programmable Central bank digital currency for monetary circuits of production. *Central Banking, Monetary Policy and the Future of Money*. içinde
- Arestis, P. (2009). New consensus macroeconomics. *The Levy Economics Institute Working Paper, No. 564*.
- Arestis, P., & Sawyer, M. (2008). New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique. *Economia E Sociedade*, s. 629-653.
- Barlas, Y., & Kaya, N. (2013). Parasal genişleme politikalarının gelişmekte olan ülke portföy akımları kompozisyonuna etkisi. *CBRT Working Paper No. 13/01. Ankara*.
- Basu, S., Boz, E., Gopinath, G., R. F., & Ü. D. (2020). A conceptual model for the integrated policy framework. *IMF Working Paper No. 20/121*.

Öğüt, K. İ. (2024). Bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi ve eşlik eden döviz kuru rejimleri. *Efil Journal of Economic Research*, 7(1), 10-52.

- Becker, S. (2007). Global liquidity “glut” and asset price inflation. *Deutsche Bank Research*,.
- Bernanke, B. S. (2005). *The global saving glut and the U.S. current account deficit*. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>. adresinden alındı
- Bernanke, B. S. (2015). *Why are interest rates so low, part 3: The global savings glut*. <https://www.brookings.edu/articles/why-are-interest-rates-so-low-part-3-the-global-savings-glut/>. adresinden alındı
- Bernanke, B. S. (2023). *21st century monetary policy the federal reserve from the great inflation to COVID-19*. W.W. Norton & Company.
- Bernanke, B. S., & Woodford, M. (2004). *Introduction to the inflation-targeting debate*. University of Chicago Press, 2004.
- Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (1999). *Inflation targeting lessons from the international experience*. Princeton University Press.
- Bibi, S. C. (2023). The interpretation of CBDC within an endogenous money framework. *Research in International Business and Finance*.
- Blanchard, O. (2012). Monetary policy in the wake of the crisis. *In the wake of the crisis* (s. 7-14). içinde The MIT Press. Cambridge, Mass., United States.
- Bofinger, P. (2011). The scope for foreign exchange market interventions. *No 204, UNCTAD Discussion Papers, United Nations Conference on Trade and Development*.
- Bofinger, P., & Wollmershauser, T. (2003). Managed floating: theory, preactice and ERM II. *CEPR. Deutsche Bank Research Workshop. Kronberg*.
- Boianovsky, M., & Trautwein, H. M. (2010). The new neoclassical synthesis and the Wicksell. H. T. Bateman içinde, *Keynes Connection. The Return to Keyne* (s. 108-132). The Belknap Press of Harvard.
- Bordo, M. D., & Siklos, P. (2023). The importance of sound monetary policy: some lessons for today from Canada’s experience with floating exchange rates since 1950. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series No. 31654*.
- Borio, C., & Filardo, A. (2007). Globalisation and inflation. *BIS Working Papers No 227*.
- Brandão-Marques, L., Gelos, G., Harjes, T., Sahay, R., & Xue, Y. (2020). Monetary policy transmission in emerging markets and developing economies. *MF Working Paper No. 2020/035*.
- Burns, J. (2023). *Milton Friedman: The last conservative*. Straus and Giroux.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2000). Fear of floating,. *NBER Working Paper No:7993*.
- Carrière-Swallow, Y., Jácome, L., M., N., & W. A. (2016). Central banking in Latin America: the way forward. *IMF Working Paper No.197* .
- Cecchetti, S., & Schoenholtz, K. (2017). *Fintech, central banking and digital currency*. <https://www.moneyandbanking.com/commentary/2017/6/11/fintech-central-banking-and-digital-currency>. adresinden alındı
- Cesaratto, S., & Febrero, E. (2022). *Private and central bank digital currencies: a storm in a teacup?* https://www.researchgate.net/publication/360699737_Private_and_Central_Bank_Digital_Currencies_a_storm_in_a_teacup_A_Post-Keynesian_appraisal adresinden alındı.
- Chiarella, C., & Flaschel, P. (2000). *The dynamics of Keynesian monetary growth*. Cambridge University Press.
- Cömert, H. (2016). İmkansız üçleme’den imkansız ikileme’: Bretton Woods dönemi ve sonrası para politikas. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 115.
- Cömert, H., & Öncü, S. (2013). İkili Açmaz çerçevesinden Türkiye’de yakın dönem Merkez Bankacılığı ve kur krizlerini anlamak. *ODTÜ Gelişme Dergisi* (50).

- Öğüt, K. İ. (2024). Bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi ve eşlik eden döviz kuru rejimleri. *Efil Journal of Economic Research*, 7(1), 10-52.
- Davis, J. S. (2015). *The Trilemma in practice: monetary policy autonomy in an economy with a floating exchange rate*. Annual Report, Globalization and Monetary Policy Institute, Federal Reserve Bank of Dallas, s:2-9.
- De Grauwe, P., & Polan, M. (2005). Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?. *The Scandinavian Journal of Economics* , 107(2), s. 239-259.
- Dedeoğlu, D., & Öğüt, K. İ. (2018). Examination of money supply endogeneity in Turkey: Evidence from asymmetric causality test. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), s. 1-18.
- Dedeoğlu, D., & Öğüt, K. İ. (2019). The monetary policy in Turkey after 2008: The case of a small open economy,. Ç. Yurtseven, & M. Tekçe içinde, *Current Issues in Turkish Economy Problems and Policy Suggestions* . Peter Lang.
- Dedeoğlu, D., & Öğüt, K. İ. (2023). Discrimination of the effects of debt monetization and credit growth on inflation rate (Bildiri Özeti). *Turkish Economic Association*. <https://www.tek.org.tr/conference/2023> . Antalya.
- Desroches, B., & Francis, M. (2007). World Real interest rates: a global savings and investment perspective. *Bank of Canada, Working Paper*.
- Ebeke, C., & Azangue, A. F. (2015). Inflation Targeting and exchange rate regimes . *IMF Working Papers: WP/15/228* .
- Edwards, S. (2006). The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series No. 12163*.
- Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility. *NBER Working Paper. No:7418*.
- Elbenstein, L. (2007). *Milton Friedman: A biography*. Palgrave Macmillan.
- Elsayed, A. H., & Nasir, M. A. (2022). Central bank digital currencies: an agenda for future research. *Research in Business and Finance* 62, 101736. *Research in Business and Finance* 62, 101736. . adresinden alındı
- Enoch, C., & Ötker, İ. (2007). *Rapid credit growth in Central and Eastern Europe*. Palgrave Macmillan.
- Epstein, G., & Yeldan, E. (2008). Inflation targeting, employment creation and economic development: assessing the impacts and policy alternatives. *International Review of Applied Economics*, 22(2), s. 131-144.
- Epstein, G., & Yeldan, E. (2009). Beyond inflation targeting: assessing the impacts and policy alternatives. *Beyond Inflation Targeting*. içinde Edward Elgar Publishing.
- Fischer, S. (2008). Mundell Fleming lecture: exchange rate systems,. *Surveillance and Advice. IMF Staff Papers*, 55(3).
- Fontana, G., & Seterfield, M. (2009). Macroeconomics, endogeneous money and the contemporary financial crisis: A teaching model. *International Journal of Pluralism and Economics Education*, 1(2), s. 130-147.
- Franke, R. (1992). Stable, unstable, and persistent cyclical behaviour in a keynes - wicksell monetary growth model. *Oxford Economic Papers*, 44(2), 242-256.
- Frenkel, R., & Taylor, L. (2009). Real exchange rate, monetary policy and employment: economic development in a garden of forking paths. G. A. Epstein, & E. A. Yeldan içinde, *Beyond Inflation Targeting* (s. 28-43).
- Friedman, M. (1996 [1970]). The counter-revolution in monetary theory. G. E. Wood içinde, *Explorations In Economic Liberalism*. Macmillan Press.
- Gali, J. (2020). Helicopter money: the time is now , (Ed) R. V. Baldwin içinde, Mitigating the COVID economic crisis: act fast and do whatever it takes. *CEPR Press*, s. 57-62.

- Öğüt, K. İ. (2024). Bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi ve eşlik eden döviz kuru rejimleri. *Efil Journal of Economic Research*, 7(1), 10-52.
- Giese, J. V., & Tuxen, C. K. (2007). Global liquidity and asset prices in a cointegrated VAR. *DIW Discussion Papers*, No. 898.
- Goda, T., & Priewe, J. (2019). Determinants of real exchange rate movements in 15 emerging market economies. . *Center for Research in Economics and Finance (CIEF), Working Papers*, No. 19-13 2019, .
- Gordon, J. (2023). *Is reshoring the theme ETF investors need? ETF News. Trends, Analysis, Opinions - ETF Stream.*
- Gourinchas, P. O., & Obstfeld, M. (2012). Stories of the twentieth century for the twenty-first. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1), s. 226-265.
- Gregorio, J. D. (2010). Monetary policy and financial stability: an emerging markets perspective. *International Finance* , 13(1), s. 141-156.
- Han, B., Lee, J., & Oh, T. (2024). In search of the origin of original sin dissipation. *IMF Working Paper No. 2024/018.*
- Holston, K., Laubach, T., & Williams, J. C. (2023). Measuring the natural rate of interest after COVID-19. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1063.
- Hook, A. (2022). Examining modern money creation. *The Journal of Economic Education*,, 53(3), s. 210-231.
- Hsing, Y. (2005). Application of the IS-MP-IA Model to the German Economy and policy implications. *Economics Bulletin* , 15(5), s. 1-10.
- Huber, J. (2023). *The Monetary turning point from bank money to central bank digital currency (CBDC)*. Palgrave Macmillan.
- Illing, G. (2007). Financial stability and monetary policy a framework. *CESifo Working Paper*.
- IMF. (2021). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. .
- Jaumotte, F., & Tytel, I. (2007). Jaumotte, F. v. (2007). How has the globalization of labor affected the labor income share in advanced countries? *IMF Working Paper*, No. WP/07/298.
- Jonung, L. (2002). National or international inflation targeting? The Wicksellian dilemma of the Euro-outs. *Journal of Public Policy*, 22(2), s. 183-197.
- Jorda, O. (2012). Credit: A starring role in the downturn. . *FRBSF Economic Letter*.
- Kalemli-Ozcan, Ş. (2019). US monetary policy and international risk spillovers. *Jackson Hole Symposium Proceedings*.
- Kara, A. H. (2012). Monetary policy in Turkey after the global crisis. *Working Paper*, No.12/17. *Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT)*. Ankara.
- Kara, H. K., Tiryaki, S. T., & Yüksel, C. (2013). Search of a reasonable credit growth rate for Turkey. *Central Bank Review*. *Central Bank of the Republic of Turkey*,, 14(1), s. 1-14.
- Kara, H., & Başçı, E. (2011). Finansal istikrar ve para politikası. *TCMB Çalışma Tebliği No: 11/08*.
- Keen, S. (2014). Endogenous money and effective demand. *Review of Keynesian Economic*, 2(3), s. 271-291.
- Keynes, J. M. (1930). *A treatise on Money*. Macmillan.
- Khatiwada, S. (2017). Quantitative easing by the Fed and international capital flows. *Working Paper No. HEIDWP02-2017*.
- Khidasheli, M., & Grigolashvili, T. (2023). Central Bank digital currency: a paradigm shift in monetary architect,. *Globalization And Business*.
- King, R. G., & Plosser, C. I. (1984). Money, credit, and prices in a real business cycle. *The American Economic Review*, 74(3), s. 363-380.
- Klein, M., & Shambaugh, J. (2013). Is there a dilemma with the Trilemma? . *VOX CEPR*.

- Öğüt, K. İ. (2024). Bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi ve eşlik eden döviz kuru rejimleri. *Efil Journal of Economic Research*, 7(1), 10-52.
- Kolozsi, P. P., Lehmann, K., & Szalai, Z. (2022). Is CBDC strengthening the monetary transmission mechanism? Central banking, monetary policy and the future of money. *The Elgar Series on Central Banking and Monetary Policy*. içinde
- Lavoie, M. (2017). Rethinking monetary theory in light of Keynes and the crisis. . *Brazilian Keynesian Review* DOI: 10.33834/bkr.v2i2.96.
- Leijonhufvud, A. (1979). The Wicksell connection. *UCLA Department of Economics. Working Paper*. 165.
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F., & Gluzmann, P. A. (2013). Fear of appreciation. *Journal of Development Economics*(101), s. 233–247.
- Little, J. S. (2006). Re-balancing act: global imbalances in a changing world. *Annual Report, Federal Reserve Bank of Boston.*, s. 7-31.
- Lukonga, I. (2023). Monetary policy implications of central bank digital currencies perspectives on jurisdictions with conventional and Islamic banking systems. *nternational Monetary Fund*.
- Manukyan, Ş. (2022). *Global Piyasalar*. Kronok Kitap.
- McLeay, M., Radia, A., & Thomas, R. (2014). Money in the modern economy: an introduction. *Bank of England Quarterly Bulletin* Q1.
- Mendoza, E. G., & Terrones, M. E. (2008). An anatomy of credit booms: evidence from macro aggregates and micro data. . *IMF Working Paper No. 2008/226*.
- Mishkin, F. S. (1999). International experiences with different monetary policy regimes. *NBER Working Paper Series No:6965* .
- Mishkin, F. S. (2004). *The economics of money, banking and financial markets*. Pearson, 7th Edition.
- Mishkin, F. S. (2013). *The economics of money, banking and financial markets*. Pearson, 10th Edition.
- Mishkin, F. S., & Bernanke, B. S. (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? . *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), s. 97-116.
- Modenesi, A., Martins, N., & Modenesi, R. (2014). A modified Taylor rule for the Brazilian economy: convention and conservatism in eleven years of inflation targeting (2000-2010). *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), s. 463-482.
- Orhangazi, Ö., & Özgür, G. (2015). Capital flows, finance-led growth and fragility in the age of global liquidity and quantitative easing: the case of Turkey. *PERI Working Paper Series No: 397*.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., & Chamon, M. (2012a). Two targets, two instruments: monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *IMF Staff Discussion Note* .
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., & Chamon, M. (2012b). On inflation targeting and forex intervention: Are two targets better than one. *Vox*.
- Öğüt, K. İ. (2016). Makro ekonomi eğitiminde Keynes'i yeniden düşünmek: tasarruf yatırım dengesizliği ve kredi para kavramları çerçevesinde. D. Kılınçoğlu içinde, *John Maynard Keynes Yine Yeniden*. İletişim.
- Öğüt, K. İ. (2017). IS- LM Modeli ve Keynes'in Genel Teori'sinin lisans düzeyi makro i ktisat eğitimindeki yeri üzerine. *İktisat ve Toplum Dergisi* (79).
- Öğüt, K. İ., & Şahin, S. (2012). Türkiye'de finansal i stikrar sorununa sistem dinamiği yaklaşım. *Türkiye Ekonomi Kurumu Uluslararası Ekonomi Konferansı, İzmir, Türkiye, 01-03 Kasım 2012*.
- Öğüt, K. İ., & Şahin, S. (2023). *Merkez bankası dijital parası ve sosyal refah üzerindeki olası etkileri*. BFRK Blog Yazısı.

- Öğüt, K. İ. (2024). Bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi ve eşlik eden döviz kuru rejimleri. *Efil Journal of Economic Research*, 7(1), 10-52.
- Özatay, F. (2015). *Parasal İktisat: kuram ve politika*. Efil Yayınevi.
- Özhan, K. G., Atiyas, İ., & Keyman, E. F. (2013). Unconventional monetary policy and its reflections on the global economy. *Think Tank 20: The G-20 and Central Banks in the New World of Unconventional Monetary Policy*. içinde Brookings Institution. içinde
- Palley, T. (2017). The theory of endogenous money and the LM schedule: prelude to a reconstruction of ISLM. *Journal of Political Economy*, 37(1), s. 3-22.
- Piketty, T., & Zucman, G. (2014). Capital is Back: wealth-income ratios in rich countries 1700–2010. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(3), s. 1255-1310.
- Ramírez, C., & González, M. (2017). *Have QE programs affected capital flows to emerging markets?: a regional analysis*. <https://www.semanticscholar.org/paper/Have-QE-Programs-Affected-Capital-Flows-to-Emerging-Ram%C3%ADrez-Gonz%C3%A1lez/bfc-706d4459428c0379>. adresinden alındı
- Ratner, D., & Sim, J. (2022). Who killed the Phillips Curve? A murder mystery. *Finance and Economics Discussion Series 2022-028*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Rey, H. (2013). Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. *VOX CEPR*.
- Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. No. w21162, *National Bureau of Economic Research*.
- Romer, C. D., & Romer, D. H. (2002). The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy. *NBER Working Paper*, No:9274.
- Romer, D. (2000). Keynesian macroeconomics without the LM curve. *NBER Working Paper Series*, No. 7461.
- Rüffer, R., & Stracca, L. (2006). What is global excess liquidity. *European Central Bank, Working Paper Series*, No.696.
- Santos, M. (2011). Inflation targeting in a Post Keynesian economy. *Journal of Post Keynesian Economics*. 34(2), s. 295-318.
- Schnabl, G., & Hoffmann, A. (2007). *Monetary policy, vagabonding liquidity and bursting bubbles in new and emerging markets*. CESifo Working Paper Series No. 2100.
- Setterfield, M. (2006). Is inflation targeting compatible with Post Keynesian economics? *Journal of Post Keynesian Economics*., 28(4), s. 653-671.
- Shahid, S. (2020). Debt monetization: The Good, The Bad, and the Ugly. . *TD Economics*. <https://economics.td.com/gbl-debt-monetization>.
- Shashev, S. (2023). *This digital currency will transform the world and benefit cashless societies*. <https://www.entrepreneur.com/money-finance/how-cbdcs-will-transform-the-world-as-we-know-it/439982>. adresinden alındı
- Skidelsky, R. (1994). *John Maynard Keynes: The Economist as saviour 1920-1937*. Macmillan.
- Skidelsky, R. (2010). *Keynes: A very short introduction* . Oxford University Press.
- Snowdon, B., Vane, H., & Wynarczyk, P. A. (1994). *Modern guide to macroeconomics*. Edward Elgar.
- Stein, J. L. (1969). “Neoclassical” and “Keynes-Wicksell” monetary growth models. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(2), 153-171.
- Summers, L. H. (2015). Demand side secular stagnation. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 105(5), s. 60-65.
- Svensson, L. E. (2009). Flexible inflation targeting – lessons from the finanacial crisis. . *Speech at the Workshop, Towards a New Framework for Monetary Policy, Netherlands Bank*. .
- Svensson, L. E. (2010). Inflation targeting. *NBER Working Paper*, no. 16654.

Öğüt, K. İ. (2024). Bir para politikası olarak enflasyon hedeflemesi ve eşlik eden döviz kuru rejimleri. *Efil Journal of Economic Research*, 7(1), 10-52.

Şahin, S., & Öğüt, K. İ. (2023). *Merkez bankası dijital parası*. BFRC Blog Yazısı.

Şahinöz, E. (2014). *Vatandaşın 'dolar sevdası' devam ediyor*. <https://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/vatandasin-dolar-sevdasi-devam-ediyor-25881574>. adresinden alındı

Tamborini, R. (2006). Wicksell, Keynes and the new neoclassical synthesis. Whither saving - investment imbalances? *Third International Conference Developments in Economic Theory and Policy*. Bilbao.

Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. . *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, s. 195-214.

Temperini, J., D'Ipolti, C., & Gobbi, L. (2023). *A new tool for economic policy: Central Bank digital currencies*. www.aeaweb.org . adresinden alındı

The World Bank. (2014, June). *Global economic prospects: exchange rate pass-through and inflation trends in developing countries*.

Toporowski, J. (2012). The monetary theory of Kalecki and Minsky. *SOAS Working Paper Series*. No.172.

Ünsal, F. (2021). Yükselen Piyasalarda para politikasının son yıllardaki değişimi. *İktisat ve Toplum*.

Voinea, L., & Monnin, P. (2017). *Inequality should matter for central banks*. <https://www.cepweb.org/inequality-should-matter-for-central-banks/>. adresinden alındı

Wicksell, K. (1907). The influence of the rate of interest on prices. *The Economic Journal*, 17(66), s. 213-220.

Wicksell, K. (1969). The influence of the rate of interest on commodity prices. (Ed) E. B. Lindahl içinde, *Selected Papers on Economic Theory* (s. 67-89). Newyork: Augustus M. Kelley Publishers.

Wilkins, C. A. (2022). Discussion of “designing central bank digital currency. *Journal of Monetary Economics*, s. 80-84.

Woodford, M. (2003). *Interest and prices, foundations of a theory of monetary policy*. Princeton University Press.

Xin, B., & Jiang, K. (2023). Economic uncertainty, central bank digital currency, and negative interest rate policy. *Journal of Management Science and Engineering* .

Yeldan, E. (2015). Enflasyon hedeflemesini sorgulamak. *İktisat ve Toplum* (56).

Yılmaz, K., Akçay, C., & Alper, E. (2002). *Enflasyon ve büyüme dinamikleri: Gelişmekte olan ülke deneyimleri ışığında Türkiye analizi*. Tüsiad Yayınları.

Ek 1: Durağanlık Testleri:

Analizde kullanılan büyüme oranı serileri durağandır.

Null Hypothesis: D(LNHHLOAN) has a unit root			
Exogenous: Constant			
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=14)			
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.774832	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.461783	
	5% level	-2.875262	
	10% level	-2.574161	

Null Hypothesis: D(LNM2) has a unit root			
Exogenous: Constant			
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=14)			
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-11.96194	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.461783	
	5% level	-2.875262	
	10% level	-2.574161	

Null Hypothesis: D(LNTUFE) has a unit root			
Exogenous: Constant			
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=14)			
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.398741	0.0004
Test critical values:	1% level	-3.462095	
	5% level	-2.875398	
	10% level	-2.574234	

Null Hypothesis: D(LNTOTALLOAN) has a unit root			
Exogenous: Constant			
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=14)			
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-10.75323	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.461783	
	5% level	-2.875262	
	10% level	-2.574161	

Ek 2: Nedensellik Analizleri:

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 01/30/24 Time: 21:20			
Sample: 2005M12 2023M05			
Included observations: 206			
Dependent variable: D(LNM2)			
Toplam kredilerin büyüme oranındaki artış para arzının büyüme oranında artışa neden oluyor.			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LNTOTALLOAN)	9.067271	3	0.0284
D(LNTUFE)	5.005728	3	0.1714
All	14.28745	6	0.0266
Dependent variable: D(LNTOTALLOAN)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LNM2)	13.97953	3	0.0029
D(LNTUFE)	6.593323	3	0.0861
All	18.18161	6	0.0058
Dependent variable: D(LNTUFE)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LNM2)	22.68051	3	0.0000
D(LNTOTALLOAN)	24.42924	3	0.0000
All	98.16179	6	0.0000

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 07/12/23 Time: 14:11			
Sample: 2005M12 2023M05			
Included observations: 205			
Dependent variable: D(LNM2)			
Hanehalkı kredileri büyüme oranındaki artış para arzının büyüme oranında artışa neden oluyor.			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LNTUFE)	6.675682	4	0.1541
D(LNHHLOAN)	11.26913	4	0.0237
All	19.16203	8	0.0140

Dependent variable: D(LNTUFE)			
Para arzının büyüme oranındaki artış enflasyon oranında artışa neden olmasının yanı sıra hanehalkı kredi oranındaki büyüme de enflasyon oranında artışa neden oluyor.			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LNM2)	70.41410	4	0.0000
D(LNHHLOAN)	19.66899	4	0.0006
All	91.47137	8	0.0000
Dependent variable: D(LNHHLOAN)			
Enflasyon oranındaki artış hanehalkı kredi oranında artışa neden oluyor.			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LNM2)	8.471036	4	0.0758
D(LNTUFE)	12.75509	4	0.0125
All	25.88028	8	0.0011

Ek 3: Para Arzı, Palley (2017).

Palley'in (2017) makalesinde, nakit göz ardı edilerek para arzı banka mevduatları olarak tanımlanmış, yine serbest rezervler göz ardı edilerek, rezervlerin yalnızca zorunlu rezervlerden oluştuğu varsayılmıştır. Bu çerçevede para arzı bankacılık sektörünün varlık ve yükümlülüklerinden elde edilir.

$$\underbrace{\underbrace{L^B}_{\text{Banka Kredileri}} + \underbrace{rr}_{\text{zorunlu karşılık oranları}} * \underbrace{D}_{\text{Banka Mevduatları}}}_{\text{Bankacılık Sektörü Varlıkları}} = \underbrace{\underbrace{D}_{\text{Banka Mevduatları}} + \underbrace{L^{CB}}_{\text{Merkez Bankası Kredileri}} + \underbrace{E}_{\text{Banka Özsermayesi}}}_{\text{Bankacılık Sektörü Yükümlülükleri}}$$

$$\underbrace{M^S}_{\text{Para Arzı}} = \underbrace{D}_{\text{Banka Mevduatları}} = \frac{1}{1 - \underbrace{rr}_{\text{zorunlu karşılık oranları}}} \left(\underbrace{L^B}_{\text{Banka Kredileri}} - \underbrace{L^{CB}}_{\text{Merkez Bankası Kredileri}} - \underbrace{E}_{\text{Banka Özsermayesi}} \right)$$