



# Parasal İktisat: Kuram ve Politika

**Geliştirilmiş  
7. Baskı**



**EFİL YAYINEVİ**





Parasal İktisat:  
Kuram ve Politika

Fatih Özatay

## PARASAL İKTİSAT: KURAM VE POLİTİKA

Genel Yayın Nu.: 97

ISBN: 978-605-4334-62-9

1. Basım, Şubat 2011

2. Basım, Ağustos 2011

Genişletilmiş 3. Basım, Aralık 2013

4. Basım, Eylül 2015

5. Basım, Ekim 2018

6. Basım, Eylül 2019

Geliştirilmiş 7. Basım, Ocak 2024

EFLATUN Basım Dağıtım Yayıncılık Danışmanlık Yatırım ve Tic. Ltd. Şti. ©2024

Efil©2024

Bu kitabın tüm hakları saklıdır.

Herhangi bir şekil ya da yöntemle çoğaltılamaz.

Sertifika No: 45550

Genel Yayın Yönetmeni: Serenay Dıraz

Grafik Tasarım: Ferhat Önder

Baskı ve Cilt: Emsal Matbaa Tanıtım Hiz. San. ve Tic. Ltd. Şti.

Bahçekapı Mah. 2477. Cad. No: 6 Etimesgut/Ankara

Telefon: +90 312 278 82 00

Faks: +90 312 278 82 30

Sertifika No.: 46753



**EFİL YAYINEVİ**

EFLATUN Basım Dağıtım Yayıncılık Danışmanlık Yatırım ve Tic. Ltd. Şti.

Bağlar Mahallesi, Şemsettin Günaltay Caddesi, 283. Sokak,

Ata Apt. No: 9/7, 06670 Çankaya/Ankara, Türkiye

Tel : (+90) 312 442 52 10

GSM : (+90) 530 108 99 76

Faks : (+90) 312 442 52 12



*Gül'e,  
Olmasa, bu kitap da olmazdı...*



# YEDİNCİ BASKIYA ÖNSÖZ

**B**irinci baskıdan sonra ilk kapsamlı değişikliği Aralık 2013'te yayınlanan üçüncü baskıda yapmışım. O baskıdan bu yana yaklaşık sekiz yıl geçti. Elinizde tuttuğunuz bu baskıda önemli değişiklikler yer alıyor.

Birincisi, para arzını anlattığım üçüncü bölümde önemli değişiklikler yaptım. Para tabanının nasıl yaratıldığını anlatan ikinci alt bölümü zenginleştirdim. Üçüncü alt bölümün başlığı artık 'paranın yaratılması'. Bu bölümde, hem merkez bankalarının para tabanını kontrol etmeye çalıştıkları sistemde paranın nasıl yaratıldığı ve ona bağlı olarak oraya çıkan çarpan mekanizması hem de günümüzdeki uygulama çerçevesinde politika faizinin belirlendiği ve bu faizden bankaların fon talebinin karşılandığı sistemde paranın nasıl yaratıldığı inceleniyor. Bu ayırım eski baskılarda yer almıyordu. Ayrıca, 'sayısal merkez bankası parası' başlıklı yeni bir alt bölüm ekledim. Bir diğer değişiklik ise ödemeler dengesinin anlatıldığı uygulama bölümünde yer aldı. Hesaplama yönteminde uluslararası standartlara uygun olarak yapılan değişiklikleri bu baskıya yansıttım.

İkincisi, döviz kurunun nasıl belirlendiğinin tartışıldığı beşinci bölüme, eski baskılarda 'kırılganlık baskınlığı' başlıklı bölümün ikinci alt bölümünde yer alan risk, faiz ve kur ilişkisinin tartışıldığı alt bölümü yeni bir alt bölüm olarak aktardım. Ancak bu birebir aktarma olmadı. Eski baskılarda yer alan model reel kur ve reel faizler cinsindendi. Beşinci bölümün 'ruhuna uygun' biçimde nominal faiz ve nominal döviz kuru cinsinden modeli değiştirdim. Ayrıca modeli biraz daha 'anlaşılır' hale getirdiğimi düşünüyorum. Eski baskılarda beşinci bölümde yer alan ve 'Türkiye'de yüksek faiz – yüksek döviz kuru' başlığını taşıyan bir uygulama alt bölümünü, bu alt bölümün içine zenginleştirerek aktardım. Ek olarak 2018-2019 krizinde yaşananlardan da örnekler verdim. Bir diğer yeni alt bölüm ise 'kapsanmış faiz haddi paritesi' başlığını taşıyor.

Üçüncüsü, para politikasının amaçlarının anlatıldığı onuncu bölümde de yeni bir alt bölüm yer alıyor. 'İklim değişikliği, fiyat istikrarı ve finansal istikrar' başlığını taşıyan bu alt bölümde, son yıllarda yoğun çalışmalar yapıldığı 'yeşil merkez bankacılığı' alanındaki gelişmeleri özetledim.

Dördüncü kapsamlı değişiklik maliye politikası ile para politikası arasındaki etkileşimi incelediğim on ikinci bölümde. Bu bölümde kamu borcunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranının zaman içindeki hareketini belirleyen unsurlar özel bir yer taşıyor. Bu unsurlardan biri

de reel borçlanma faizi. Ancak tersi de önemli: Borç oranının düzeyi de reel faizi etkiliyor. İşte bu ilişkiyi göstermek üzere kamu borcu, bu borcun ödenmemesi olasılığı ve kamunun borçlanma faiz arasındaki ilişkiyi ele alıyorum. Eski baskılarda 'kırılganlık baskınlığı' başlıklı bölümün ilk alt bölümünde inceliyordum bu ilişkiyi. İnceleme biçimimi değiştirerek bu bölüme dördüncü alt bölüm olarak aktardım. 'Kırılganlık baskınlığı' bölümünden 'meraklısı için' oldukça teknik bir modelin anlatıldığı 'çoklu denge' ekini bu sefer hiç değiştirmeden bu bölüme aktardım. Böylelikle, bir ülkede yüksek kamu borcunun doğurabileceği olumsuz sonuçların önemli bir kısmını tek bir bölümde tartışabildiğimi umuyorum.

Diğer değişiklikler de şöyle: On beşinci bölümde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının kullandığı yeni araçlara da yer verdim. Türkiye'de likidite yöntemine ilişkin uygulama alt bölümünü sadeleştirdim. İlgili Ek 1'i kaldırdım. İlk iki baskıda on beşinci, daha sonraki baskılarda on altıncı bölüm olarak yer alan 'kırılganlık baskınlığı' bölümünü bu baskıda kitaptan çıkardım. Bölüm çıktı ama büyük kısmı yukarıda değindiğim gibi zenginleştirilerek beşinci ve on ikinci bölümlere aktarıldı. Ayrıca, Türkiye'ye ilişkin tablo ve grafiklerin, geçmişteki olaylara ilişkin olanları hariç hepsini güncelledim.

Ali Çufadar üçüncü ve on beşinci bölümleri okudu. Kendisine teşekkür borçluyum. Kitabı derslerinde kullanan Bilgi Üniversitesi öğretim üyesi Asaf Savaş Akat ve Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi öğretim üyesi Anıl Akçağlayan çeşitli önerilerde bulundular. Onlara da teşekkür ederim.

Elbette diğer baskıda olduğu gibi bu baskıda da kitabın son halinden ben sorumluyum.



# ÖNSÖZ

Üniversitede ders vermeye Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Bölümü'nde çalışırken Bilkent Üniversitesi'nde başladım. 1994-1995 akademik yılında üçüncü sınıf iktisat öğrencilerine önce finansal kurumlar ve finansal piyasalar, sonra da parasal iktisat derslerini anlattım. Parasal iktisat dersini veriyorken Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan ayrılarak Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'ne öğretim üyesi olarak geçtim. Şubat 1995-Nisan 2001 arasında, Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde eksiksiz her yıl para teorisi ve para politikası dersi anlattım. Mayıs 2001'de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na bu sefer Başkan Yardımcısı olarak döndüm.

Şubat 2001'de patlak veren krizin hemen sonrasına gelmişti bu görev. Krizin çıkmasında önemli bir rol oynayan bankacılık sektörü, krizden büyük bir darbe almıştı. Bankaları kurtarma operasyonunun ilk aşaması kamu borcunu yukarıya sıçratmıştı. Bütçe açığı ve reel faizler çok yüksek düzeylerdeydi. Bu ortamda devreye sokulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, çok kuvvetli bir program olmasına karşın, ekonomik birimlere güven vermekte son derece zorlanıyordu. Kriz nedeniyle ekonomi politikası uygulayanların inandırıcılıkları yok denecek kadar düşük düzeylerdeydi. Yüksek borç, mevcut maliye politikasının sürdürülebilirliği kaygılarını artırıyordu. Dünyanın çeşitli finansal merkezlerinden Türkiye ekonomisini yeni bir krizin beklediğine dair raporlar yağıyordu. Bu ortamda döviz kuru başını almış yukarıya doğru gidiyordu. Krizin patlak vermesinde oynadığı iddia edilen rol arka planda olmak üzere döviz kurundaki 'çığır' gidiş Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın ağır eleştirilere maruz kalmasına yol açıyordu.

Siyasal Bilgiler Fakültesi'nin Cebeci'deki fazlasıyla sakin ortamından, birkaç kilometre uzakta yer alan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Ulus'taki İdare Merkezi'ne geçtiğimde kendimi işte böyle son derece fırtınalı bir ortamda buldum. O fırtınalı günlerde para politikası tasarımına ve uygulanmasına katkıda bulunmak görevi inanılmaz ölçüde stresli ve zordu. Bu görevi yerine getirirken üniversitede geçirdiğim yılların belirgin biçimde faydasını gördüğümü düşünüyorum.

Saniyorum tersi de doğru. Beş yıl süren Başkan Yardımcılığı görevinden sonra tekrar üniversiteye döndüm. Nisan 2006'da katıldığım Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi İktisat Bölümü'nde yine para teorisi ve para politikası dersi anlatıyorum. İtiraf etmeliyim ki, ele aldığım konular ile bu konuları ele alış biçimimde 2001 öncesi ile 2006 sonrasında belirgin bir farklılık oluştu. Bu farklılık, söz konusu beş yıllık dönemde bu alanda gerçekleşen yeni gelişmelerin gerektirdiğinin ötesinde oldu. Bu farklılığın öğrencilerim açısından ne ölçüde yararlı olduğunu ihmal edilebilir bir hata payı ile söylemem mümkün değil; ama izlenimim yararlı olduğu yönünde.

Umarım yanılmıyorumdur. Zira bu kitabın temel yazılış nedeni, sözünü ettiğim farklılık. Daha geniş bir öğrenci kitlesiyle de paylaşmak istedim farklılığa yol açan bu deneyimi. Başka nedenlerim de var elbette.

Türkiye'de okutulan İngilizce yazılmış kitaplarda Türkiye gibi gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin kendilerine has sorunları ya hiç yer almıyor ya da bunlara şöyle bir değinilip geçiliyor. Oysa iktisat yazınında bu alanda yapılmış çok önemli çalışmalar var. Bu katkıları dikkate alan bir yaklaşıma gereksinim olduğunu düşünüyorum. İkinci nedenim bu.

Yabancı kaynaklı kitaplarda para politikası uygulamaları anlatılırken ve merkez bankalarının kurumsal özellikleri tartışılırken ağırlıklı olarak ABD Merkez Bankası'nın veya Avrupa Merkez Bankası'nın uygulamaları ve kurumsal özellikleri ele alınıyor. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uygulamalarını ve politikalarını da öğrenmeli öğrenciler. Bu, üçüncü nedenim.

Dördüncü nedenim ise Türkiye'nin makroekonomik verilerine özel bir ağırlık veren bir kitaba gereksinim olduğunu düşünmem. Yabancı kaynaklı kitaplarda Türkiye'ye ilişkin veriler zaten yer almıyorlar. Yurtiçinde yazılan kitaplarda ise bu verilere genellikle yeteri kadar ağırlık verilmediğini düşünüyorum. Oysa ekonomi kanalları her gün bu verileri saatlerce yorumlayan yayınlar yapıyorlar. Yazılı basın da bu verileri değerlendirmeye çalışıyor. Daha önemlisi, iş hayatında bu veriler sıkça karşımıza çıkıyor; onları anlamamız gerekiyor. Verileri gözler önüne sermeyen, o verilerin neden öyle olduklarını tartışmayan bir kitabın, hem parasal iktisatın hem de Türkiye'de olan bitenin anlaşılması açısından yetersiz kalacağını düşünüyorum.

Son nedenim biraz ilginç. Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde öğrencilere yardımcı olmak amacıyla ders notları hazırladım. Her bölüm bittiğinde ikişer kopyayı, çoğaltıp okumaları için öğrencilere verdim. 2001 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na geçtikten sonra çeşitli e-postalar aldım. Bu mektuplar tekrar üniversiteye döndükten sonra da gelmeye devam etti. Farklı üniversitelerde okuyan ya da yeni mezun olmuş öğrencilerden bu mektuplar. Anlaşılan, notlarım, bazı web sitelerinde çeşitli meslek sınavlarında yararlanılacak kaynaklar arasında gösterilmiş. Bu notların nasıl temin edileceği soruluyordu. Bu sorular karşısında zor durumda kaldım hep. İki nedenle: Birincisi, 2006'da Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi'ne geçip 'para teorisi ve para politikası' dersini vermeye başladıktan sonra o notların sadece iki bölümünü kullandım. Onları da kapsamlı biçimde değiştirmiştik. İkincisi, sonradan o eski notların benim haberim olmadan Siyasal Bilgiler Fakültesi'nin civarındaki bazı fotokopilerde çoğaltılıp öğrencilere satıldığını öğrendim. Bu

durumda ne diyecektim öğrencilere? Bir yandan o notları kendi derslerimde kullanmıyorum diğer yandan notlar satılıyor. Kendi öğrencilerime artık yararlı olmayacağını düşündüğüm için dağıtmadığım ama sanki benim haberim varmış gibi satılan notları, başka öğrencilere nasıl gönderebilirdim? Bu kitabı yazmaktaki son nedenim de bu işte.

Kitap on yedi bölümden oluşuyor. Birinci bölüm bir 'giriş' bölümü niteliğinde. Uzun dönemli büyüme bu kitabın konusu değil. Bu çok önemli konuya özel bir yer veriyorum birinci bölümde. Arkasından para talebi ve para arzları bölümleri geliyor. İktisatçıların nasıl olup da paranın talep edildiğini göstermekte karşılaştıkları önemli güçlükler var. İkinci bölüm ağırlıklı olarak bu sorun üzerinde duruyor. Para arzı bölümü neredeyse tümüyle Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bilançosu çerçevesinde geliyor. Dördüncü bölümde faiz haddinin, beşinci bölümde ise döviz kurunun belirlenmesini inceliyorum. Türkiye ve Türkiye gibi ülkelerde risk, faiz ve döviz kuru arasındaki ilişkiler çok önemli. Başka kitaplardan farklı olarak, bu iki bölümde söz konusu ilişkiler üzerinde ağırlıklı olarak duruyorum.

Altıncı bölümde geleneksel IS-LM-AS modelini hem kapalı hem de açık ekonomi için inceliyorum. Bu modellerde para politikasının para arzını değiştirerek uygulandığı anlatılıyor. Oysa çağdaş merkez bankaları, para arzını değil, politika faizini değiştiriyorlar. Bu bölümün benzeri kitaplardan bir farklılığı, para politikasının bu özelliğini dikkate alan ve son yıllarda geliştirilen yeni bir modeli (IS-PP-AS modeli) de incelemesi. Yedinci bölümde para politikasının ekonomiyi nasıl etkilediğine daha ayrıntılı biçimde bakıyorum. Özellikle eksik bilgi ve kredi kanalı üzerinde duruyorum. Sekizinci bölüm ise enflasyonun nedenleri üzerine.

Para kuramı ile para politikası arasında keskin bir ayrım yapmak zor. Buna rağmen, kitabın dokuzuncu bölümünden on beşinci bölümüne kadar olan bölümlerini 'para politikası' üst başlığının altına koymak mümkün. Dokuzuncu bölüm "Para politikasının amaçları ne olmalı?" sorusuna yanıt arıyor. İzleyen bölümde merkez bankası bağımsızlığını inceliyorum. Maliye politikası ile para politikası arasındaki uyum çok önemli. Biri bir tarafa çekerken diğerinin aksi yöne gitmesi ekonomi açısından genellikle iyi sonuçlar doğurmuyor. On birinci bölüm bu uyum sorununu inceliyor. İzleyen iki bölüm para politikası rejimleri üzerine. Parasal kontrol ile döviz kuruna dayalı rejimleri on ikinci bölümde tartışıyorum. On üçüncü bölümü tümüyle enflasyon hedeflemesine ayırdım. Altıncı bölümde grafiksel olarak anlattığım IS-PP-AS modelinin değişik bir biçimini, denklemlerle anlatıyorum. On dördüncü bölüm, merkez bankalarının amaçlarına ulaşmak için uyguladıkları para politikası rejimine bağlı olarak hangi para politikası araçlarını kullanabileceklerine ilişkin. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın hem araçları hem bu araçların kullanılması ile bilançosunda oluşan değişiklikler hem de bu değişikliklerin bankacılık sistemine yansımaları, bu bölümde ayrıntılı biçimde inceleniyor.

On beşinci bölüm kitabın son iki bölümünde incelenen finansal krizlere geçiş niteliğinde. Türkiye ve benzeri ülkelerin para politikası uygularken karşılaştıkları bazı temel sorunlara bir model çerçevesinde yaklaşıyorum. Risk, faiz, döviz kuru ve bankalar ile şirketlerin bilançoları arasındaki etkileşimi mercek altına alıyorum. On altıncı bölümde finansal kriz kuramlarını anlatıyorum. Kitabın son bölümünde ise önce 2001 krizini, sonra da küresel krizi inceliyorum. 2007'de başlayan küresel krize özel bir ağırlık veriyorum.

Bazı bölümlerdeki modelleri çözmek için gereken matematik düzeyinin kitabın okunmasını zorlaştırmaması amacıyla, ayrıntılı çözümleri bölüm sonlarındaki eklere aldım. Kitapta çok sayıda tablo ve grafik var. Önemli bir kısmı Türkiye'ye ilişkin olan bu verilerin ima ettikleri gelişmeler ile incelediğim kuramlar arasında bağlantı kuruyorum. Çoğu bölümün sonunda Türkiye'yi mercek altına alan ayrıntılı uygulama bölümleri var.

Elinizdeki uzun metnin son biçimini almasında çok sayıda kişinin emeği var. Öncelikle hocalarıma teşekkür borçluyum. Sonra da okuduğum kitap ve makalelerin yazarlarına. Çalışma arkadaşlarımla bunca yıl boyunca yaptığım tartışmalarda çok şey paylaştık. Bu çerçevede, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndaki çalışma arkadaşlarıma teşekkür ederim. Hasan Ersel bu kitabın çok büyük bir bölümünü okudu ve eleştirdi. Türkiye'de ne yazık ki çok sık tanık olunmayan bir özveride bulundu. Ümit Özlale ve Süreyya Serdengeçti de kitabın önemli bir kısmını okudular ve görüşlerini benimle paylaştılar. Akil Özçay on dördüncü bölümü okudu ve eleştirdi. Hepsine teşekkür ederim. Erdal Özmen ile birlikte benzer bir dersi Orta Doğu Teknik Üniversitesi'nde uzun yıllar verdik. Güven Sak bu derslerin bazılarında katıldı. Ayrıca kendisi ile Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde paylaştığımız odada 2001 krizi öncesi önemli tartışmalar yaptık. Küresel kriz için benzeri tartışmalar bu sefer TEPAV'da sürdü. Her ikisini de teşekkür borçluyum. Gül Özatay kitabı baştan sona birkaç kez okudu; anlatım ve imlâ hatalarına dikkatimi çekti. Teşekkür ederim. Elbette kitabın son halinden sadece ben sorumluyum. Son bir teşekkür de bir yılı aşkın bir süredir kitaptan başka bir şeyle ilgilenme ses çıkarmayan aileme. Sağ olsunlar.

Kitabın proje aşamasından başlayıp basım aşamasına kadar geçen sürede Efil Yayınevi Genel Yayın Yönetmeni Fethiye Çolak'tan hep destek gördüm. Kendilerine ve bu kitapta emeği geçen Efil Yayınevi'nin diğer çalışanlarına teşekkür ederim.

# İÇİNDEKİLER

YEDİNCİ BASKIYA ÖNSÖZ .....	vii
ÖNSÖZ .....	ix
GRAFİK LİSTESİ .....	xix
TABLO LİSTESİ .....	xxiii
KUTU LİSTESİ .....	xxv
KISALTMALAR .....	xxvi
SİMGELER .....	xxviii

<i>bölüm</i> <b>1. GİRİŞ</b> .....	3
1.1 Potansiyel Büyüme Oranı ve Para Politikası .....	4
1.2 Fiyat İstikrarı ve Para Politikası .....	10
1.3 Finansal İstikrar ve Para Politikası .....	12
1.4 Krizlerde Faiz Haddi, Döviz Kuru ve Döviz Rezervi .....	14
1.5 Para Arzı mı, Kısa Vadeli Faiz mi? Merkez Bankaları Hangisini Kullanıyorlar? .....	19
SONNOTLAR .....	21

<i>bölüm</i> <b>2. PARA TALEBİ</b> .....	25
2.1 Paranın İlk İşlevi: Değişim Aracı Olarak Para .....	27
2.2 Paranın Diğer İşlevleri: Hesap Birimi ve Değer Saklama Aracı Olarak Para .....	28
2.3 Paranın İşlevsizliği .....	29
2.4 Fayda Fonksiyonunda Para .....	32
2.5 Geçmişten Günümüze Bazı Para Talebi Kuramlarına Kısa Bir Bakış .....	33
2.6 Elektronik Devrim ve Para .....	39
2.7 'Başkalarının Parasını Kullanmak': Dolarlaşma .....	41
2.8 Uygulama: Türkiye'de Bazı Parasal Büyüklüklerin Gelişimi ve Bir Dolarlaşma Göstergesi olarak Yabancı Para Mevduat .....	43
Ek 1 .....	46
SORULAR .....	50
SONNOTLAR .....	51

<i>bölüm</i> 3.	<b>3. PARA ARZI</b> .....	55
	3.1 TCMB Bilançosu.....	55
	3.2 Para Tabanının Yaratılışı.....	63
	3.3 Para Yaratılması.....	75
	3.4 Sayısal Merkez Bankası Parası.....	85
	3.5 Uygulama 1: Genel Bütçe.....	87
	3.6 Uygulama 2: Ödemeler Dengesi.....	89
	SORULAR.....	93
	SONNOTLAR.....	94
<i>bölüm</i> 4.	<b>4. FAİZ HADDİNİN BELİRLENMESİ</b> .....	97
	4.1 Bugünkü Değer ve İç Getiri Oranı.....	98
	4.2 Vadeye Kadar Verim.....	103
	4.3 Getiri Oranı ve Reel Faiz.....	105
	4.4 Faiz Haddinin Düzeyi Nasıl Belirleniyor?.....	108
	4.5 Risk ve Faiz.....	116
	4.6 Faiz Hadlerinin Vade Yapısı Nasıl Belirleniyor?.....	126
	4.7 Uygulama: Türkiye’de Faiz Hadlerinin Yapısı ve Düzeyi.....	130
	SORULAR.....	134
	SONNOTLAR.....	135
<i>bölüm</i> 5.	<b>5. DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ</b> .....	139
	5.1 Bazı Tanımlar: Nominal ve Reel Döviz Kuru.....	140
	5.2 Tek Fiyat Yasası ve Satın Alma Gücü Paritesi <sup>5</sup> .....	145
	5.3 Kapsanmamış Faiz Haddi Paritesi <sup>6</sup> .....	148
	5.4 Bekleyişler, Yurtiçi Faiz Haddindeki Değişikliklerin Nedenleri ve Döviz Kuru.....	154
	5.5 Risk, Faiz ve Döviz Kuru.....	160
	5.6 Kapsanmış Faiz Haddi Paritesi.....	167
	5.7 İktisadi Temeller, Balonlar ve Nominal Döviz Kuru.....	168
	5.8 Döviz Kuru Modelleri Döviz Kurundaki Hareketleri Ne Ölçüde Açıkıyorlar?.....	172
	5.9 Döviz Kuruna Mikro Yapısal Yaklaşım.....	174
	Ek 1. Geçmişten Günümüze Bazı Döviz Kuru Kuramlarına Kısa Bir Bakış.....	178
	SORULAR.....	184
	SONNOTLAR.....	185

<i>bölüm</i> 6.	<b>6. EKONOMİNİN GENEL DENGESİ</b> .....	191
	6.1 IS-LM: Kısa Dönemde ve Kapalı Ekonomide Ekonominin Genel Dengesi.....	191
	6.2 IS-LM-AS: Orta Dönemde ve Kapalı Ekonomide Ekonominin Genel Dengesi.....	198
	6.3 Kısa Dönemde ve Açık Ekonomide Genel Denge.....	205
	6.4 IS-PP-AS: Faiz Haddini Belirleyen Bir Merkez Bankası ve Genel Denge ...	210
	6.5 Uygulama 1: Türkiye’de Ekonomiye Duyulan Güven ve Özel Yatırım Harcamaları.....	223
	6.6 Uygulama 2: Özel Yatırım ve Tüketim Harcamalarının Göreli Oynaklığı.....	224
	SORULAR.....	225
	SONNOTLAR.....	226

<i>bölüm</i> 7.	<b>7. PARASAL AKTARMA KANALLARI</b> .....	229
	7.1 Geleneksel Faiz Kanalı.....	229
	7.2 Banka Kredisi Kanalı.....	234
	7.3 Kredi Tayinması ve Finansal İvmelendirici.....	241
	7.4 Uygulama: Türkiye’de Parasal Aktarma Kanallarının Bazıları Üzerine Gözlemler.....	246
	SORULAR.....	253
	SONNOTLAR.....	255

<i>bölüm</i> 8.	<b>8. ENFLASYONUN NEDENLERİ</b> .....	259
	8.1 Enflasyondan Neden Hoşlanmıyoruz?.....	260
	8.2 Türkiye’de Enflasyon.....	262
	8.3 Toplam Arz, Toplam Talep ve Enflasyon.....	264
	8.4 Her Parasal Genişleme Enflasyonist midir?.....	267
	8.5 Parasal Genişlemenin Nedenleri-1: Ekonomiyi Canlandırıp İşsizliği Azaltmak İsteği.....	270
	8.6 Parasal Genişlemenin Nedenleri-2: Bütçe Açıkları, Senyoraj Gelirleri ve Enflasyon.....	276
	8.7 Endeksleme ve Enflasyon.....	281
	8.8 Uygulama 1: Enflasyon-Parasal Genişleme İlişkisi Açısından 2000 Öncesinde Türkiye Ekonomisine Kısa Bir Bakış.....	282
	8.9 Uygulama 2: 1996-1999 Döneminde Enflasyon Kadar Döviz Kuru Artışı Politikası.....	285
	Ek 1. Barro-Gordon Modelinin Çözümü.....	287
	SORULAR.....	289
	SONNOTLAR.....	290

<i>bölüm</i> 9.	<b>9. FİNANSAL SİSTEMDE SORUNLAR</b> .....	295
	9.1 Bilanço Bozuklukları.....	296
	9.2 Sistemik Risk ve Likidite Yetmezliği .....	302
	9.3 Uygulama: 2001 Krizi Öncesinde Türkiye’de Finansal İstikrar .....	304
	SORULAR .....	309
	SONNOTLAR.....	309
<i>bölüm</i> 10.	<b>10. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI</b> .....	313
	10.1 Fiyat İstikrarı.....	313
	10.2 Finansal İstikrar .....	315
	10.3 İklim Değişikliği, Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar.....	325
	10.4 Uygulama 1: TCMB’nin Amaçları.....	327
	10.5 Uygulama 2: Türkiye’de Finansal İstikrarı ve Fiyat İstikrarını Sağlamayı Amaçlayan Kurumlar Arasında Eşgüdüm.....	329
	SORULAR .....	329
	SONNOTLAR.....	330
<i>bölüm</i> 11.	<b>11. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI</b> .....	335
	11.1 Parasal Genişlemeye Gitmenin ve Faiz Haddini Gereğinden Çok Daha Düşük Tütmanın Dayanılmaz Çekiciliği.....	335
	11.2 Para Otoritelerinin Kısıtlanması: Kurallar mı? Duruma Göre Uygulamalar mı? .....	340
	11.3 Merkez Bankası Bağımsızlığı.....	341
	11.4 Merkez Bankası Bağımsızlığı Hakkında Farklı Görüşler .....	347
	11.5 Uygulama: Türkiye’de Merkez Bankası Bağımsızlığı.....	348
	Ek 1. Nordhaus Modelinin Çözümü .....	349
	SORULAR .....	353
	SONNOTLAR.....	354
<i>bölüm</i> 12.	<b>12. MALİYE POLİTİKASI İLE PARA POLİTİKASI ARASINDAKİ ETKİLEŞİM</b> .....	357
	12.1 Bazı Gözlemler .....	357
	12.2 Kamu Borcu.....	361
	12.3 Kamu Borç Dinamiği ve Faiz Oranı .....	363
	12.4 İflas Riski ve Faiz.....	367
	12.5 Sevimsiz Monetarist Aritmetik .....	370
	12.6 Mali Baskınlık ve Parasal Baskınlık .....	375
	12.7 Uygulama: Türkiye’de 2001 Krizi Sonrasında Mali Baskınlık.....	376
	Ek 1. Kamu Borcu Bölümündeki Denklemlerin Türetilişi .....	379
	Ek 2. Borç Dinamiğine ve Sevimsiz Monetarist Aritmetiğe İlişkin Denklemlerin Türetilişi .....	382
	EK 3: Çoklu Denge.....	385
	SORULAR .....	390
	SONNOTLAR.....	391



<i>bölüm</i> 13.	<b>13. PARA POLİTİKASI REJİMLERİ-1: PARASAL KONTROL VE DÖVİZ KURUNA DAYALI REJİMLER</b> .....	395
	13.1 Parasal Kontrol.....	396
	13.2 Döviz Kuruna Dayalı Rejimler.....	401
	13.3 Uygulama: Parasal Kontrol ve Artış Hızı Sabit Döviz Kuru Rejimi Varken Para Politikası: 2001 Krizinde Türkiye’de Para Politikası.....	411
	SORULAR.....	414
	SONNOTLAR.....	415
<i>bölüm</i> 14.	<b>14. PARA POLİTİKASI REJİMLERİ-2: ENFLASYON HEDEFLEMESİ</b> .....	419
	14.1 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Bir Merkez Bankasının Amacı.....	420
	14.2 Politika Faizinin Belirlenmesi.....	422
	14.3 Enflasyon Hedeflemesinin Ön Koşulları.....	429
	14.4 Şeffaflık ve Hesap Verme İlkeleri.....	433
	14.5 Tasarım.....	433
	14.6 Taylor Kuralı ve Enflasyon Hedeflemesi.....	438
	14.7 Finansal İstikrarı da Gözetilen Enflasyon Hedeflemesi.....	439
	14.8 Uygulama: Türkiye’de 2002-2009 Döneminde Enflasyon Hedeflemesi.....	446
	SORULAR.....	459
	SONNOTLAR.....	461
<i>bölüm</i> 15.	<b>15. PARA POLİTİKASININ ARAÇLARI</b> .....	465
	15.1 Kısa Vadeli Faiz Haddi ve Koridor (Kanal) Sistemi.....	466
	15.2 Bankacılık Sisteminin Likidite Talebi ve Likidite Arzı.....	471
	15.3 Likidite Yönetimi.....	472
	15.4 İletişim Politikası.....	476
	15.5 Döviz Kuru Politikası Araçları.....	477
	15.6 Uygulama 1: TCMB’nin Araçları.....	480
	15.7 UYGULAMA 2: TCMB’NİN 2010 VE SONRASI UYGULAMALARINDAN BİR KESİT.....	487
	15.8 Uygulama 3: Türkiye’de Bankacılık Sistemine Likidite Arzını Belirleyen Faktörler.....	494
	15.9 Uygulama 4: Türkiye’de Aktarma Mekanizmasının Başlangıcı: Politika Faizi ve Diğer Faizler.....	506
	SORULAR.....	508
	SONNOTLAR.....	509

<i>bölüm</i> 16.	<b>16. FİNANSAL KRİZ KURAMLARI</b> .....	513
	16.1 Krizler Sırasında Oluşan Hareketler.....	513
	16.2 Birinci Kuşak Kriz Modelleri.....	520
	16.3 İkinci Kuşak Kriz Modelleri .....	527
	16.4 Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri.....	529
	Ek 1. Birinci Kuşak Kriz Modelinin Çözümü.....	531
	Ek 2. İkinci Kuşak Kriz Modelinin Çözümü.....	532
	SORULAR .....	534
	SONNOTLAR .....	536
<i>bölüm</i> 17.	<b>17. 2001 TÜRKİYE ve 2007-(?) KÜRESEL KRİZLERİ</b> .....	539
	17.1 2001 Krizi .....	539
	17.2 Küresel Kriz .....	544
	SORULAR .....	567
	SONNOTLAR.....	567
	YANITLAR.....	569
	KAYNAKÇA.....	605
	DİZİN.....	617

## GRAFİK LİSTESİ

<b>1. GİRİŞ</b> .....	3
1. Türkiye'nin reel GSYH'si: 1950-2019 (2009=100).....	4
2. Türkiye'nin büyüme oranı: 1950-2019.....	5
3. Türkiye'nin satın alma gücü ile ölçülen kişi başına gelirinin G7 ülke grubunun aynı şekilde ölçülen kişi başına gelir düzeyine oranı: 1980-2019.....	7
4. Türkiye'deki enflasyon ile ABD'deki enflasyon arasındaki fark: 1980-2022.....	10
5. 1981-2008 döneminde dünyada parasal genişleme ve tüketici enflasyonu.....	11
6. Döviz kuru ve gecelik faiz: Ocak 2000-Aralık 2001 (günlük veriler).....	15
7. TCMB'nin döviz rezervi: Ocak 2000-Aralık 2001 (milyon dolar, haftalık veriler).....	16
8. Yunanistan'ın beş yıl vadeli CDS primi: 1 Ocak 2008-14 Eylül 2011.....	17
9. İrlanda ve Portekiz'in beş yıl vadeli CDS primleri: 1 Ocak 2008-16 Nisan 2013.....	18
10. İspanya ve İtalya'nın beş yıl vadeli CDS primleri: 1 Ocak 2008-16 Nisan 2013.....	19
11. TCMB'nin bankalara borç verme ve bankalardan borç alma faizi ile BIST repo – ters repo piyasasında gerçekleşen faizin gelişimi: 2 Ocak 2006-23 Mart 2023.....	20
<b>2. PARA TALEBİ</b> .....	25
1. Bireyin bütçesine ilişkin zaman çizelgesi.....	30
2. Baumol-Tobin modelinde elde tutulan paranın zamanla izlediği yol.....	36
3. Baumol-Tobin modelinde elde tutulan paranın zamanla izlediği yol.....	37
4. Dolaşımdaki paranın, yabancı para mevduat hariç M2'nin ve M2'nin GSYH'ye yüzde oranları: 2006-2020.....	44
5. Döviz mevduatının M2 içindeki yüzde payı: Ocak 1986 -Aralık 2021.....	46
<b>3. PARA ARZI</b> .....	55
1. Borç stokunun gösterimi.....	64
2. GSYH büyüme oranı ve cari işlemler dengesi/GSYH oranı: 1990-1999.....	91
3. GSYH büyüme oranı ve cari işlemler dengesi/GSYH oranı: 2000-2022.....	92
<b>4. FAİZ HADDİNİN BELİRLENMESİ</b> .....	97
1. Faiz haddi ve enflasyona ilişkin kitapta kullanılan zamanlama.....	108
2. Tahvil talebi.....	109
3. Tahvil talebinin fiyattan bağımsız olarak değişmesi.....	110
4. Tahvil arzı.....	112
5. Tahvil arzının fiyattan bağımsız olarak değişmesi.....	113
6. Tahvil piyasasında denge.....	114
7. Servet artışının tahvil piyasasındaki dengeye etkisi.....	115
8. Beklenen enflasyondaki artışının tahvil piyasasındaki dengeye etkisi.....	116
9. Bir tahvilin riskinin diğerine göre yükselmesinin risk-yansız yatırımcıların olduğu bir piyasada yarattığı fiyat hareketleri.....	119
10. Üç farklı verim eğrisi.....	126

11. Üç aya kadar vadeli mevduatın bileşik faizi: Haziran 2000 – Mart 2023 (%).....	131
12. Tüketici (ihtiyaç, konut ve taşıt) kredisi faizi: Ocak 2002 – Mart 2023 (%).....	131
13. Verim eğrisi: 1 Temmuz 2008 ve 27 Ekim 2008 (%).....	132
14. Verim eğrisi: 1 Temmuz 2010 ve 4 Ekim 2010 (%).....	133

## 5. DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ..... 139

1. Aylık ortalama nominal döviz kuru: Ocak 1996 – Mart 2023.....	141
2. Reel döviz kuru: Ocak 1996 – Şubat 2023.....	145
3. Kapsanmamış faiz haddi paritesi.....	153
4. Kapsanmamış faiz haddi paritesi.....	153
5. Döviz kuru bekleyişlerindeki kötüleşme ve merkez bankasının faiz haddini artırmasının etkileri.....	156
6. Yüksek faiz-düşük kur dengesi.....	157
7. Yüksek faiz-yüksek kur dengesi.....	158
8. 2001 krizi sonrasında gösterge faiz, sepet kuru ve Türkiye'nin riskinin hareketi: 15 Mayıs 2001 – 31 Aralık 2001.....	161
9. Gösterge faiz, sepet kuru ve Türkiye'nin riskinin hareketi: 2 Ocak 2004–30 Haziran 2004.....	162
10. Gösterge faiz, sepet kuru ve Türkiye'nin riskinin hareketi: 2 Nisan 2018–31 Aralık 2018.....	163
11. Aylık ortalama nominal döviz kuru: Ocak 2000 – Nisan 2002.....	180
12. Fiyat hareketlerinin esnek olmadığı Dornbusch'un parasal modelinde nominal döviz kurunun hareketi.....	181

## 6. EKONOMİNİN GENEL DENGESİ..... 191

1. Mal piyasasında denge: IS eğrisi.....	194
2. Para piyasasında denge: LM eğrisi.....	196
3. Mal ve para piyasasında birlikte denge: IS-LM.....	197
4. Mal ve para piyasalarını birlikte dengeye getiren toplam talep eğrisi: AD.....	199
5. Toplam arz eğrisi: AS.....	202
6. Orta dönem dengesi.....	204
7. Açık ekonomide kısa dönem dengesi.....	208
8. Para politikası eğrisi.....	212
9. IS eğrisi.....	214
10. IS-PP dengesi.....	215
11. Toplam talep eğrisi AD.....	216
12. IS ve PP.....	218
13. Toplam arz ve toplam talep.....	219
14. Sabit döviz kuru rejimi altında IS-PP.....	221
15. Sabit döviz kuru rejiminde yurtdışı gelir düzeyinin düşmesinin etkileri.....	222
16. Reel kesim güven endeksi ve reel özel yatırım harcamaları: 1999Ç1-2016Ç2.....	223
17. Reel özel yatırım ve tüketim harcamaları: 1999Ç1-2016Ç2.....	225

<b>7. PARASAL AKTARMA KANALLARI</b> .....	229
1. Bir ay süreyle gecelik vadede merkez bankasından borçlanmak isteyen bir ticari bankanın karşılaştığı politika faizleri. ....	231
2. Mal ve kredi piyasasında denge: CC eğrisi. ....	239
3. Ekonominin dengesi: CC ve LM. ....	240
4. Kredi tayinlaması. ....	244
5. Tüketici kredileri ve toplam kredilerin reel değerleri: Haziran 2000 – Ocak 2023 .....	250
6. Özel yatırım harcamaları ve reel toplam kredi: 1999Ç1 – 2016Ç2 .....	251
7. Özel tüketim harcamaları ve reel tüketici kredisi: 2001Ç3 – 2022Ç4 .....	252
<b>8. ENFLASYONUN NEDENLERİ</b> .....	259
1. Enflasyonla maaşların ve ücretlerin erimesi: Ocak 2018 – Aralık 2021. ....	261
2. Türkiye’de yıllık ortalama enflasyon: 1939-2022 .....	263
3. Türkiye’de tüketici enflasyonu: Ocak 1965 – Şubat 2023 .....	263
4. 1981-2008 döneminde dünyada parasal genişleme ve tüketici enflasyonu. ....	268
5. Senyoraç gelirleri ile para arzı artış hızı arasındaki ilişki. ....	279
6. TCMB’nin bütçenin finansmanı için açtığı kredilerin GSYH’ye oranı ile yıllık ortalama tüketici enflasyonu arasındaki ilişki:1980-1996. ....	283
<b>11. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI</b> .....	335
1. Nordhaus modelinde işsizlik oranının hareketi. ....	337
2. Nordhaus modelinde enflasyonun hareketi. ....	338
3. Merkez bankası bağımsızlığı ve enflasyon. ....	346
<b>12. MALİYE POLİTİKASI İLE PARA POLİTİKASI ARASINDAKİ ETKİLEŞİM</b> .....	357
1. Türkiye’de kamu borcunun GSYH’ye oranı: 1990-2022 .....	358
2. Türkiye’de kamunun iç ve dış borçlarının GSYH’ye oranları: 1990-2022 .....	359
3. Türkiye’de kamunun lira ve yabancı para cinsinden borcunun toplam borcuna oranları: 2003-2022 .....	359
4. Gösterge tahvilin beklenen reel faizi: 2002 – 2022 .....	360
5. İç borç stokunun ortalama vadesi: 2001-2022 .....	360
6. Risk ve faiz .....	369
7. Getiri farkı ile kamu borcunun GSYH’ye oranı arasındaki ilişki: Şili (1999-2019) ve Rusya (1998-2019). ....	370
8. Borç oranının farklı reel faiz ve faiz dışı bütçesi açığı düzeylerine karşı gelen değerleri. ....	371
<b>13. PARA POLİTİKASI REJİMLERİ-1: PARASAL KONTROL VE DÖVİZ KURUNA DAYALI REJİMLER</b> .....	395
1. Parasal kontrol .....	397
2. Türkiye’nin kredi riski ve yükselen piyasa ekonomilerinin ortalama kredi riski: 1 Ocak 2004 – 31 Aralık 2004 .....	409
3. Gecelik faiz ve DİBS ikincil piyasa gösterge faizi: 1 Ocak 2004 – 31 Aralık 2004. ....	409
4. Bir ABD doları ve bir avrodan oluşan döviz sepetinin lira karşılığı: 1 Ocak 2004 – 31 Aralık 2004 .....	410

<b>14. PARA POLİTİKASI REJİMLERİ-2: ENFLASYON HEDEFLEMESİ</b> .....	419
1. Temel enflasyon ve tüketici enflasyonu: Ocak 2004 – Şubat 2023.....	436
2. Gecelik faiz ve DİBS ikincil piyasa gösterge faizi: 2 Ocak 2002 – 1 Haziran 2003.....	450
3. Gecelik faiz ve DİBS ikincil piyasa gösterge faizi: 1 Haziran 2003 – 31 Aralık 2005.....	451
4. Türkiye'nin kredi riski: 3 Ocak 2000 – 31 Aralık 2009.....	453
5. Bir avro ve bir dolardan oluşan sepetin lira karşılığı: 1 Ocak 2002 – 31 Aralık 2009. ....	455
6. Gecelik faiz ve DİBS ikincil piyasa gösterge faizi: 2 Ocak 2006 – 31 Aralık 2009 .....	455
7. Yıllık tüketici enflasyonu ile C endeksi ile ölçülen yıllık temel enflasyon arasındaki fark: Ocak 2004 – Ocak 2023 .....	458
<b>15. PARA POLİTİKASININ ARAÇLARI</b> .....	465
1. Koridor sistemi uygulayan bir merkez bankasının borç verme ve borç alma faiz oranı.....	467
2. Türkiye'de koridor sisteminin gelişimi: Temmuz 2002-Mart 2023 .....	468
3. Koridor sistemi uygulayan bir merkez bankasının borç verme, borç alma ve politika faizi oranları: .....	470
4. TCMB'nin faiz koridoru, politika faizi ve ortalama fonlama maliyeti: 2 Ekim 2010 – 31 Aralık 2013 .....	491
5. TCMB'nin politika faizi ve bankaların kendi aralarında yaptıkları işlemlerde ortaya çıkan faiz: 2 Ekim 2010 – 31 Aralık 2013.....	491
6. TCMB'nin politika faizi ve ikincil piyasa gösterge DİBS faizi: 2 Ocak 2002 – 31 Aralık 2020 .....	507
<b>16. FİNANSAL KRİZ KURAMLARI</b> .....	513
1. 1994 krizinde reel GSYH'nin hareketi.....	517
2. Rusya krizinde reel GSYH'nin hareketi.....	517
3. 2001 krizinde reel GSYH'nin hareketi. ....	518
4. Küresel krizde reel GSYH'nin hareketi. ....	518
5. 2018-2019 krizinde reel GSYH'nin hareketi.....	519
6. Mevsim etkisinden arındırılmış işsizlik oranları: Ocak 2005 – Aralık 2019.....	519
<b>17. 2001 TÜRKİYE ve 2007-(?) KÜRESEL KRİZLERİ</b> .....	539
1. Ülke gruplarına ait GSYH gelişimi: 2007Ç2 – 2010Ç2.....	545
2. ABD'de mevsimlik hareketlerinden arındırılmış konut fiyatlarının bir yıl öncesinin aynı ayına göre yüzde değişimi: 1995 Ocak – 2008 Aralık.....	546
3. ABD ipotekli konut kredisi stoku yüzde artışı: 2000 - 2010.....	548
4. Üç aylık LIBOR ile üç aylık ABD Hazine bonolarının getirileri arasındaki fark: 1 Ocak 2007 – 21 Mayıs 2013 .....	558
5. Fed'in politika faizi: 2 Ocak 2007 – 11 Kasım 2021 .....	559

## TABLO LİSTESİ

<b>1. GİRİŞ</b> .....	3
1. G7 ülke grubunun kişi başına gelirine oranla kişi başına gelirler .....	7
<b>3. PARA ARZI</b> .....	55
1. TCMB analitik bilançosu.....	56
2. Yeniden düzenlenmiş TCMB bilançosu.....	60
3. Mevduat bankaları bilançosu .....	62
4. Kısa vadeli avans kullanımının etkileri .....	65
5. Kısa vadeli avans kullanımının etkileri.....	66
6. Lira cinsinden borç ile finansman .....	68
7. Lira cinsinden borç ile finansman .....	68
8. Lira cinsinden borç ile finansman .....	70
9. Yabancı para cinsinden yurtdışı piyasalarda borçlanarak finansman.....	71
10. Yabancı para cinsinden yurtdışı piyasalarda borçlanarak finansman .....	71
11. Yabancı para cinsinden yurtdışı piyasalarda borçlanarak finansman .....	72
12. Yabancı para cinsinden yurtiçindeki bankalardan borçlanarak finansman .....	72
13. Yabancı para cinsinden yurtiçindeki bankalardan borçlanarak finansman .....	73
14. A Bankasının TCMB'ye DİBS satması .....	76
15. A Bankası kredi açıyor ve kredi çekiliyor .....	77
16. B Bankasına mevduat yatırılıyor .....	78
17. B Bankası kredi açıyor ve kredi çekiliyor .....	78
18. C Bankasına mevduat yatırılıyor .....	79
19. C Bankası kredi açıyor ve kredi çekiliyor .....	79
20. Mevduat, kredi ve zorunlu karşılık artışı.....	80
21: A Bankasının para yaratması .....	85
22. Genel bütçe dengesi .....	88
23. Ödemeler dengesi.....	90
<b>4. FAİZ HADDİNİN BELİRLENMESİ</b> .....	97
1. Bugünkü değer hesaplaması: Düşük indirim oranı: Yüzde 10.....	100
2. Bugünkü değer hesaplaması: Yüksek indirim oranı: Yüzde 20 .....	100
3. İç getiri oranı hesaplaması: Birinci proje .....	102
4. İç getiri oranı hesaplaması: İkinci proje .....	102
5. Beklenen getiri oranı ve risk.....	120
6. Üç tahvilden oluşan bir portföyün beklenen getiri oranı ve standart sapması .....	122
7. Üç tahvilden oluşan bir portföyün beklenen getiri oranı ve standart sapması .....	123
8. Üç tahvilden oluşan bir portföyün beklenen getiri oranı ve standart sapması .....	123
<b>5. DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ</b> .....	139
1. Reel döviz kurunun ihracat ve ithalat açısından önemi.....	143
2. Reel döviz kurunun ihracat ve ithalat açısından önemi .....	144

<b>8. ENFLASYONUN NEDENLERİ</b> .....	259
1. Bir oyun.....	272
2. Basitleştirilmiş merkez bankası bilançosu.....	277
3. Konsolide bütçe açığı ve TCMB kaynakları (KVA) ile finansmanı.....	284
4. Döviz kuru artışı ve enflasyon: Kasım 1993-Aralık 1999.....	286
<b>9. FİNANSAL SİSTEMDE SORUNLAR</b> .....	295
1. Bankacılık sektörüne ilişkin göstergeler.....	305
2. 2001 krizi öncesinde özel ve kamu bankalarının yapısal özellikleri.....	307
3. Özel bankalarda ayrışma.....	308
<b>10. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI</b> .....	313
1. Çeşitli ülke gruplarında ortalama enflasyon .....	315
2. Fed'in bilançosundan seçilmiş kalemler .....	320
<b>12. MALİYE POLİTİKASI İLE PARA POLİTİKASI ARASINDAKİ ETKİLEŞİM</b> .....	357
1. Makroekonomik göstergeler: Ocak 2001-Aralık 2001.....	377
2. Maliye politikası göstergeleri: 2001-2012.....	378
3. Çoklu denge.....	390
<b>13. PARA POLİTİKASI REJİMLERİ-1: PARASAL KONTROL VE DÖVİZ KURUNA DAYALI REJİMLER</b> .....	395
1. TCMB bilançosu, döviz kuru ve faiz hadleri.....	413
<b>14. PARA POLİTİKASI REJİMLERİ-2: ENFLASYON HEDEFLEMESİ</b> .....	419
1. Tüketici enflasyonu ve büyüme göstergeleri (%).....	452
<b>15. PARA POLİTİKASININ ARAÇLARI</b> .....	465
1. Analitik bilançonun farklı bir biçimi .....	496
2. TCMB'nin bankalardan kesin DİBS alımı .....	498
3. Repo.....	498
4. TCMB'nin depo vermesi.....	499
5. Reeskont kredisi .....	500
6. Döviz (Altın) Takası .....	501
7. TCMB'nin bankalara kesin DİBS satımı .....	502
8. Ters repo.....	503
9. TCMB'nin depo alması .....	503
10. TCMB likidite senedi ihraç ediyor .....	504
11. Zorunlu karşılık oranının düşürülmesi.....	505
12. Zorunlu karşılık oranının yükseltilmesi.....	506
<b>17. 2001 TÜRKİYE ve 2007-(?) KÜRESEL KRİZLERİ</b> .....	539
1. Makroekonomik göstergeler (aksi belirtilmedikçe GSYH'nin yüzdesi olarak).....	541
2. G-20 ülkelerinin aldıkları önlemler (% GSYH).....	561



## KUTU LİSTESİ

<b>5. DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ</b> .....	139
1. İşbilir (etkin) finansal piyasalar.....	171
<b>10. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI</b> .....	313
1. Fed'in küresel krizde likidite politikası.....	319
2. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar: Nasıl bir kurumsal yapı?.....	323
3. On yedinci yüzyılda Hollanda'da lale fiyatları.....	325
<b>11. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI</b> .....	335
1. 1987-2003 döneminde Türkiye'de kamu kesiminin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatlarında politik devresel hareketler.....	339
<b>12. MALİYE POLİTİKASI İLE PARA POLİTİKASI ARASINDAKİ ETKİLEŞİM</b> .....	357
1. 2010'un ilk yarısında Yunanistan tahvillerinin faizi ve ECB'nin faizi.....	366
2. Kamu borcu ve getiri farkı.....	369
3. Ponzi sistemleri.....	373
<b>13. PARA POLİTİKASI REJİMLERİ-1: PARASAL KONTROL VE DÖVİZ KURUNA DAYALI REJİMLER</b> .....	395
1. Türkiye'de parasal programlama.....	398
2. IMF stand-by programlarında parasal kontrol.....	400
3. Türkiye'nin artış hızı önceden belli döviz kuru sistemi: Ocak 2000-Şubat 2001.....	406
4. Fed'in 2004'teki politikasına ilişkin algılamada değişikliğin sonuçları.....	408
<b>14. PARA POLİTİKASI REJİMLERİ-2: ENFLASYON HEDEFLEMESİ</b> .....	419
1. Temel tüketici enflasyonu ve tüketici enflasyonu: 2004-2023.....	436
2. Nominal GSYH hedeflemesi.....	440
3. Türkiye'de örtük enflasyon hedeflemesinin doğuşu.....	449
<b>15. PARA POLİTİKASININ ARAÇLARI</b> .....	465
1. Para Politikası Kurulu kararı.....	481
2. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından gereken faiz oranının farklılaşması.....	488
<b>17. 2001 TÜRKİYE ve 2007-(?) KÜRESEL KRİZLERİ</b> .....	539
1. Eşik altı krediler.....	547



# KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements, BIS).
BIST	: Borsa İstanbul (eski adı: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)
Bundesbank	: Almanya Merkez Bankası
CDS	: Kredi temerrüt riski değişimi primi
CDO	: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüđü
CMO	: Teminatlandırılmış ipotekli konut kredisi yükümlülüğü
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
EMBI	: Yükselen piyasa ekonomileri tahvil endeksi
ERM	: Döviz Kuru Mekanizması (Avrupa)
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
Fed	: ABD Merkez Bankası
G-20	: 19 ülke ve Avrupa Birliği'nden oluşan yirmi büyük ekonomi
GSYH	: Gayrisafi yurt içi hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
LIBOR	: Londra bankalararası borç verme faiz oranı
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
WEO	: Dünya Ekonomik Görünümü



# SİMGELER

$A$	: Çalışılan saat başına üretim; işgücünün verimliliği		
$AD$	: Toplam talep	$CC$	: Kredi piyasasının dengede olduğu faiz ve gelir bileşenleri ve bu ilişkinin eğrisi
$APİ$	: TCMB'nin açık piyasa işlemleri	$CIH$	: Ödemeler dengesi hesabında cari işlemler hesabı
$AS$	: Toplam arz	$cov$	: Kovaryans
$B$	: Lira cinsinden nominal tahvil stoku	$\zeta_{M1}$	: M1 çarpanı
$B^d$	: Tahvil talebi	$D$	: Mevduat
$B_M$	: Tahvil miktarı	$D_{TL}$	: Lira cinsinden mevduat
$B_r$	: Reel tahvil stoku	$D_{YP}$	: Yabancı para cinsinden mevduat
$B^S$	: Tahvil arzı	$DE_{Bn}$	: n-yıl vadeli iskontolu tahvilin üzerinde yazılı değer (vade bitiminde ödenecek tutar)
$B^{YP}$	: Yabancı para cinsinden tahvil stoku	$DE_{Kn}$	: n-yıl vadeli kuponlu tahvilin üzerinde yazılı değer (vade bitiminde ödenecek tutar)
$b$	: Lira cinsinden nominal borç stokunun GSYH'ye oranı	$\Delta$	: Birinci sıradan fark işlemcisi. $X$ değişkeninin $t$ dönemindeki değeri ile $t - 1$ dönemindeki değeri arasındaki fark: $\Delta X_t = X_t - X_{t-1}$
$b^{YP}$	: Yabancı para cinsinden nominal borç stokunun GSYH'ye oranı	$\delta$	: Zaman tercih oranı
$BD$	: Bugünkü değer	$DP$	: Dolaşımdaki para
$BDTD$	: Birikimli dış ticaret dengesi	$DR$	: Döviz rezervi
$BO$	: Bankaların toplam borçları	$DV$	: TCMB'nin dış varlıkları
$BREZ$	: TCMB'de bankalar mevduatı (serbest+zorunlu)	$DY$	: TCMB'nin dış yükümlülükleri
$BSM$	: TCMB'de bankalar serbest mevduatı	$E$	: Nominal döviz kuru
$BSM'$	: TCMB'de bankalar serbest mevduatı ve bankaların kasası	$E^e$	: Beklenen nominal döviz kuru
$BZK$	: TCMB'de bankaların zorunlu karşılıkları	$E_{TL/\$}$	: Bir doların lira karşılığı
$C$	: Reel özel tüketim		
$c$	: Politika yapıcının sözünde		

$E_{TL/\epsilon}$	: Bir avronun lira karşılığı	$\dot{I}G$	: İşgücü
$E(X)$	: X'in beklenen değeri	$\dot{I}HR$	: İhracat
$EM$	: Emisyon	$IS$	: Mal piyasasının dengede olduğu faiz ve gelir bileşenleri ve bu ilişkinin eğrisi
$\epsilon$	: Nominal döviz kurunun artış oranı	$\dot{I}TH$	: İthalat
$\epsilon_Q$	: Reel döviz kurunun artış oranı	$k$	: Paranın dolaşım hızının tersi
$ev$	: Enflasyon vergisi	$ko$	: Kâr oranı
$exp(X)=e^X$	: X değişkeninin eksponensiyali	$KA$	: Kâr
$F$	: Fayda	$KAÇ$	: Kamu açığı
$F_{TL/\$}$	: Vadeli döviz kuru	$KAÇ_r$	: Reel kamu açığı
$f$	: İktisadi temeller	$KKR$	: Kamuya açılan krediler
$fda$	: Faiz dışı bütçe açığı/GSYH	$KR^S$	: Kredi arzı
$fdf$	: Faiz dışı bütçe fazlası/GSYH	$KR^d$	: Kredi talebi
$G$	: Reel kamu harcamaları	$KU$	: Kuponlu tahvilin kupon değeri
$g_m$	: Nominal para arzı artış hızı	$KVA$	: TCMB'nin kısa vadeli avansı
$g_y$	: Reel gelir artış hızı	$L$	: Kayıp fonksiyonu
$g_o$	: Getiri oranı	$L^D$	: Politika yapıcı duruma göre davranırsa ortaya çıkan toplumsal maliyet
$g_o^e$	: Beklenen getiri oranı	$L^K$	: Politika yapıcı sözünde durmazsa (kandırır) ortaya çıkan toplumsal maliyet
$GD$	: Ödemeler dengesi hesabında genel denge	$L^{SD}$	: Politika yapıcı sözünde durursa ortaya çıkan toplumsal maliyet
$H_c$	: Cari dönem Hamiltonian fonksiyonu	$LA$	: Langrange fonksiyonu
$i$	: Nominal faiz haddi	$LIEDF$	: Bankaların likiditesini etkileyen diğer unsurlar
$i_a$	: Merkez bankalarının borç alma faizi	$LİY$	: TCMB'nin likidite yönetimi için yaptığı işlemler
$i_{Bn,w}$	: n-yıl vadeli iskontolu tahvilin vadeye kadar verimi	$LM$	: Para piyasasının dengede olduğu faiz ve gelir bileşenleri ve bu ilişkinin eğrisi
$i^e$	: Beklenen nominal faiz haddi	$Ln(X)$	: X değişkeninin doğal logaritması
$i_h$	: Merkez bankalarının hedef faizi	$M$	: Para stoku, para arzı
$i_{Kn,w}$	: n-yıl vadeli kuponlu tahvilin vadeye kadar verimi	$M^d$	: Para talebi
$i_{KO,w}$	: Konsolun (sonsuz vadeli kuponlu tahvilin) vadeye kadar verimi	$M^S$	: Para arzı
$i_{KR}$	: Kredi faizi	$m$	: Reel para arzı
$i_r$	: Riskli nominal faiz haddi	$M1$	: M1 para arzı
$i_v$	: Merkez bankalarının borç verme faizi		
$ig_o$	: İç getiri oranı		

$\mu$	: Kamuya açılan kredilerin artış hızı	$R$	: Reel faiz faktörü
$N$	: İstihdam. Para talebi bölümünde ise tahvili paraya çevirme işlem sayısı	$R_r$	: Riskli reel faiz faktörü
$NDV$	: TCMB'nin net dış varlıkları	$r$	: Reel faiz haddi
$NHN$	: Ödemeler dengesi hesabında net hata ve noksan	$r_{kr}$	: Reel kredi faiz haddi
$NİV$	: TCMB'nin net iç varlıkları	$r_r$	: Riskli reel faiz haddi
$NİVD$	: TCMB'nin net diğer iç varlıkları	$REZ$	: Ödemeler dengesi hesabında resmi rezervler
$NKİK$	: TCMB'nin net kamuya açılan iç kredileri	$\rho$	: Risk primi
$NX$	: Net ihracat: İhracat ile ithalat arasındaki fark	$s$	: Reel senyoraj geliri
$o_N$	: Nakit tercih oranı	$s'$	: Senyoraj geliri/GSYH
$o_F$	: Bankaların serbest mevduatları/mevduat oranı	$SE$	: Bankaların sermayesi
$o_{YP/TL}$	: Yabancı para cinsinden mevduat/lira cinsinden mevduat oranı	$SER$	: Ödemeler dengesi hesabında sermaye hesabı
$o_z$	: Zorunlu karşılık oranı	$st$	: Saç tıraşı
$OY$	: Oy miktarı	$FİN$	: Ödemeler dengesi hesabında finans hesabı
$ÖK$	: Bankaların özkaynakları	$\sigma$	: Makro-sakinan politika aracı
$ök$	: Borcun ödenmeyen kısmı	$\sigma^2$	: Varyans
$öo$	: Borcun ödenmemesi olasılığı	$T$	: Reel vergi gelirleri, para talebi konusunda değişim miktarı
$P$	: Fiyatlar genel düzeyi	$\theta$	: Mali yatırımcıların riskten kaçınma katsayısı (risk alma iştahının tersi)
$P_{Bn,a}$	: n-yıl vadeli iskontolu tahvilin alış fiyatı	$TM$	: Toplam maliyet
$P_{Bn,s}$	: n-yıl vadeli iskontolu tahvilin satış fiyatı	$U$	: İşsizlik oranı
$P_{Kn,a}$	: n-yıl vadeli kuponlu tahvilin alış fiyatı	$u^{eş}$	: Eşik şok değeri
$P_{KO,a}$	: Konsolun (sonsuz vadeli kuponlu tahvilin) alış fiyatı	$U_n$	: Doğal işsizlik oranı
$p$	: Olasılık	$V$	: Paranın dolaşım hızı
$\pi$	: Enflasyon oranı	$VA$	: Bankaların toplam varlıkları
$\pi^e$	: Beklenen enflasyon oranı	$var$	: Varyans
$Pr(X)$	: X'in gerçekleşme olasılığı	$vp$	: Vade primi
$PP$	: Merkez bankasının faiz tepki fonksiyonu ve eğrisi	$w$	: Nominal ücret
$PT$	: Para tabanı	$w_j$	: Ağırlıklı ortalama alınırken j. değişkenin ağırlığı
$Q$	: Reel döviz kuru	$W$	: Servet
$Q^e$	: Beklenen reel döviz kuru	$\dot{x}$	: Çıktı açığı
$Q_{TL}/\$/$	: Dolar-lira reel döviz kuru	$x = d(X)/dt$	: X değişkeninin zamana göre türevi
		$X^*$	: X gibi bir değişkenin yabancı ülke için olanı
		$Y$	: Reel gelir, reel GSYH
		$YM$	: Yatırım maliyeti
		$Z$	: Cari dengeyi reel kur dışında etkileyen değişkenlerin hepsi





# bölüm 1

## GİRİŞ





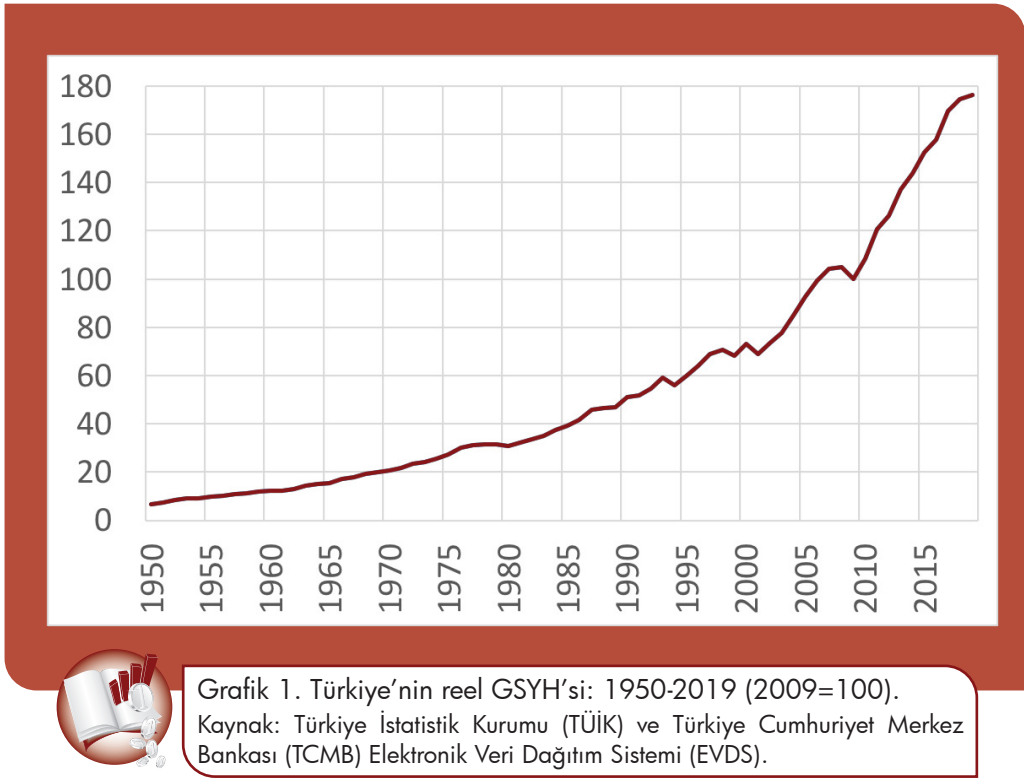
# 1. GİRİŞ

**F**iyat istikrarı, finansal istikrar, enflasyon, faiz haddi, döviz kuru, üretimin düzeyi ile potansiyel düzeyi arasındaki ve işsizliğin düzeyi ile doğal işsizlik düzeyi arasındaki farklar; bunların hepsiyle para politikasının şu ya da bu biçimde ilişkisi var. Dolayısıyla, merkez bankaları ekonomik birimleri yakından ilgilendiren çok önemli değişkenleri etkiliyorlar. Elinizdeki kitapta önce sözünü ettiğim önemli ilişkileri inceliyorum. Bu ilişkileri ortaya koyabilmek için para talebinin ve para arzının nasıl belirlendiğine bakarak işe başlıyorum. Sonra faiz haddini, döviz kurunu ve enflasyonu belirleyen unsurlara odaklanıyorum ve para politikasındaki değişikliklerin hangi kanallardan ekonomileri etkilediklerini inceliyorum. Tüm bu tartışmalardan sonra şu sorulara yanıtlar arıyorum. Merkez bankalarının amaçları ne olmalı? Bu amaçlara ulaşmak için kullanabilecekleri araçlar neler? Amaçlarına ulaşmaya çalışırken nasıl bir kurumsal yapı altında bu araçlarını kullanacaklar? Kurumsal yapının önemi ne? Para politikası tek başına bu amaçlara ulaşabilir mi?

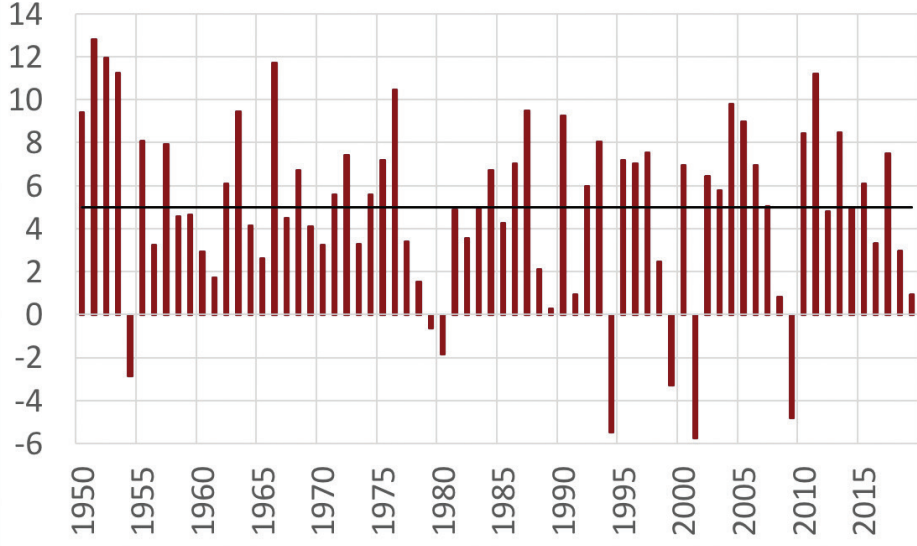
Bu bölüm bundan sonra inceleyeceğim konulara bir giriş niteliğinde; ‘Isınma turu’ diyeyim. Birinci alt bölümde para politikası ile büyüme oranı arasındaki ilişki üzerinde duruyorum. “Hangi büyüme oranı?” sorusunu yanıtlıyorum. İkinci alt bölümde fiyat istikrarı ile para politikası arasındaki etkileşime kısaca bakıyorum. Üçüncü alt bölümde finansal istikrar üzerinde duruyorum. Dördüncü alt bölümde finansal krizler sırasında yaşananlara kısaca bakıyorum. Son alt bölümde ise merkez bankalarının amaçlarına ulaşmak için çoğu ekonomi kitabında yazıldığı gibi para arzlarında değişikliğe mi gittiklerini yoksa kısa vadeli faizleri mi değiştirdiklerini kısaca tartışıyorum.

## 1.1 POTANSİYEL BÜYÜME ORANI VE PARA POLİTİKASI

Grafik 1’de Türkiye’nin 1950-2019 dönemine ait reel gayri safi yurtiçi hasılasının (GSYH) gelişimi gösteriliyor.<sup>1</sup> Yukarıya doğru belirgin bir eğilim görülüyor; büyümeyi temsil ediyor. Buna karşın, bazı dönemlerde GSYH’nin düştüğü gözleniyor. Büyüme ve küçülme dönemlerini daha rahat görmek için reel GSYH’nin yıllık yüzde değişimine bakmak gerekiyor. Bu değişimler Grafik 2’de yer alıyorlar. Ele aldığımız dönemin önemli bir kısmında büyümüş Türkiye ekonomisi. Yedi yılda ise büyüme oranı eksi; farklı bir ifadeyle küçülmüşüz.



1950-2019 döneminin ortalama büyüme oranı yüzde 4,9 olmuş.<sup>2</sup> Grafik 2’deki yatay çizgi bu ortalamayı temsil ediyor. Dönemi daraltsaydım, ortalama, 1970-2019 için yüzde 4,5, 1980-2019 için ise yüzde 4,6 olacaktı. Bu tarihsel büyüme oranlarından yaklaşık olarak potansiyel büyüme oranımızı saptayabiliriz. Demek ki potansiyel büyüme oranımız yüzde 4,5 dolaylarında. Tüm bu dönemde gerçekleşen yıllık büyüme oranları bu potansiyel etrafında önemli dalgalanmalar göstermiş. Hızlı büyüme dönemleri olduğu gibi, şiddetli küçülme dönemleri de var. İki örnek: 2009’da yüzde 4,8 oranında azalırken, 2011’de yüzde 11,2 oranında artmış reel GSYH.



Grafik 2. Türkiye'nin büyüme oranı: 1950-2019.  
Kaynak: TÜİK ve TCMB EVDS.

Para politikasının büyüme oranını potansiyel düzeyine yaklaştırmak için yapabilecekleri var. Bu kitabın çeşitli bölümlerinde doğrudan ya da dolaylı biçimde karşınıza çıkacak bunlar. Ele alacağım bazı modellerde, para otoritesi, gelirin potansiyel düzeyinden sapmasını ya da benzer biçimde işsizlik oranının doğal düzeyinde sapmasını en aza indirmeye çalışacak. Böyle davranırken başka amaçları da olacak; fiyat istikrarı ve finansal istikrar gibi. Bazı modellerde ise salt fiyat istikrarı amacı ön plana çıkacak.

Tek başına değerlendirildiğinde düşük sayılmayacak bu ortalama büyüme oranı, Türkiye'nin zengin ülkelerle arasındaki gelir farklılığını kapatmaya yetmiş mi? Grafik 3'te, 1980-2019 döneminde G7 ülke grubunun satın alma gücü ile ölçülen kişi başına gelirine oranla Türkiye'nin yine aynı şekilde ölçülen kişi başına gelirinin gelişimi yer alıyor.<sup>3</sup> Oran ne kadar düşükse G7 ülke grubu ile Türkiye arasındaki gelir farkı o kadar yüksek demek. Yüzde 100 olsaydı bu oran, Türkiye ile G7 ülke grubunun kişi başına gelir düzeylerinin eşit olduğu anlamına gelecekti. Oran, 1980-2004 arasında yüzde 31,7 ile 36,3 arasında dalgalanıyor. 2005-2009 döneminde yüzde 40'a yakın bir düzeyde seyrediyor. Sonra artış eğilimi gösteriyor ve 2019'da yüzde 53,4'e yükseliyor. Ancak hemen şu noktaya dikkat çekmem gerekiyor: Aralık 2016'dan itibaren yeni GSYH verileri yayınlanmaya başlandı. Kullanılan yeni veri kaynaklarına dayandırılarak cari GSYH önemli ölçüde yükseltildi. Ne yazık ki kullanılan veri kaynaklarının büyük kısmı 2009 öncesine gitmiyor. Bu nedenle, yeni hesaplamada 2009 öncesi için cari GSYH'de benzer bir artış olmadı. Dolayısıyla, kişi başına gelir düzeyinde 2010-2019 arasında gözlenen artışın önemli bir kısmı bu güncellemeden kaynaklanıyor.<sup>4</sup>

Bunu daha iyi gösterebilmek için Grafik 3'te eski GSYH ile ölçüldüğünde aynı oranın nasıl seyrettiği de yer alıyor. Bu verinin son gözlemi 2016 yılına ait. Açık ki söz konusu oran eski GSYH verileri ile ölçüldüğünde aynı yükselme eğilimi gözlenmiyor. Bu durumda, 1980-2019 döneminde ortalamada yüzde 4,6 oranında büyümemize karşın G7 ülke grubuna kıyasla kişi başına gelir düzeyimizin pek fazla değişmediğini söylemek haksızlık olmaz sanırım.

Ne yazık ki sevimli bir durum değil. Durumu daha sevimli yapmak, farklı bir ifadeyle potansiyel büyüme oranını artırmak için para politikasının yapabilecekleri neler? Aşağıda bu soruyu yanıtlayacağım; ama önce büyüme yazınından çıkan sonucu vereyim: Para politikasının dolaylı sayılabilecek bir rolü var. Fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlayarak belirsizlikleri azaltacak, ekonomik birimlerin planlama ufuklarını genişletecek. Kısacası, yatırım yapılabilir bir ortam yaratacak. Elbette aynı doğrultuda yürütülen bir maliye politikasıyla birlikte. Yoksa, başka bir şey yapmadan, sözgelimi faiz haddi ya da zorunlu karşılık oranı gibi para politikası araçlarını kullanarak potansiyel büyüme oranını değiştirmek mümkün değil. Sıra büyüme yazınına başvurarak bu savın nedenini ortaya koymakta.

Tablo 1'de G7 ülke grubunun kişi başına gelirine oranla G20 ülke grubunda yer alan yükselen piyasa ekonomilerinin kişi başına gelirlerinin 1980-2019 arasındaki gelişimi veriliyor.<sup>5</sup> Güney Kore ve Çin önemli hamleler yapmışlar G7 grubu ile aralarındaki uçurumu kapatmak için. Ortalamalar bir tarafa, 1980'de bu oran Kore için yüzde 19,7, Çin için sadece yüzde 2,8. Oysa söz konusu oran 2019'da Kore için yüzde 80,1'e, Çin için ise yüzde 29,9'a yükseliyor. Hamle sıralamasında peşlerinden Türkiye ve Rusya geliyor. Ancak Türkiye'nin (GSYH'deki güncellenmenin etkisi dikkate alındığında) belirgin bir mesafe almadığını az önce belirtmiştim. Tabloda yer almayan çok sayıda kaybeden öyküsü de var. Mesela Afganistan ve Etiyopya: 2010-19 ortalaması dikkate alındığında ilkinin kişi başına gelirinin G7 grubunun kişi başına gelirine oranı yüzde 4,9, ikincinin ise yüzde 3,7. Bu farklılıkların nedenleri neler?

Büyüme kuramı çerçevesinde geliştirilen modeller, ülkeler arasındaki gelir farklılıklarını teknoloji ve işgücünün eğitim (beceri) düzeylerindeki, sermaye stokundaki ve tasarruf oranlarındaki farklılıklarla açıklıyorlar. Ama bu yeterli değil; daha derine inmek gerekiyor. Şu sorular hala yanıt bekliyor: Neden Çin eğitim düzeyinde, kullandığı teknolojide ve sermaye stokunda atılımlar yaptı da, Etiyopya yapamadı? Neden Türkiye, Güney Kore gibi sermaye stokunu artıramadı, teknolojisini yenileyemedi, iş yapma biçimlerini değiştiremedi, tasarruf oranını artıramadı, eğitimini yaygınlaştırıp kalitesini yükseltemedi? Bir miktar yaptı da, neden onun kadar yapamadı?

Bu tür sorulara doyurucu yanıtlar vermenin ancak derine inerek mümkün olabileceğini belirtiyor Daron Acemoğlu 'Modern Ekonomik Büyüme' adlı kitabında.<sup>6</sup> 'Derindeki' nedenleri 'temel' nedenler olarak adlandırıyor. Dört olası temel neden var: Coğrafi farklılıklar, kültürel farklılıklar, şans faktörü ve kurumsal yapı farklılıkları.