

**TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRKİYE’DE FAİZ ORANINI ETKİLEYEN
MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER**

**TOĞRUL ALİLİ
16710021**

**TEZ DANIŞMANI
DOÇ. DR. ASUMAN OKTAYER**

**İSTANBUL
2019**

**TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRKİYE’DE FAİZ ORANINI ETKİLEYEN
MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER**

**TOĞRUL ALİLİ
16710021**

**TEZ DANIŞMANI
DOÇ. DR. ASUMAN OKTAYER**

**İSTANBUL
2019**

TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TÜRKİYE'DE FAİZ ORANINI ETKİLEYEN
MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER

TOĞRUL ALİLİ
16710021

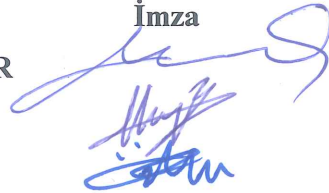
Tezin Enstitüye Verildiği Tarih: 03.09.2019

Tezin Savunulduğu Tarih: 03.07.2019

Tez Oy Birliği ile Başarılı Bulunmuştur.

	Unvan	Ad	Soyad
Tez Danışmanı	:	DOÇ. DR. ASUMAN	OKTAYER
Jüri Üyeleri	:	DOÇ. DR. YASEMİN	ÇIRPICI
	:	DOÇ. DR. ÖZLEM	DURGUN

İmza



İSTANBUL
TEMMUZ 2019

ÖZ

TÜRKİYE’DE FAİZ ORANINI ETKİLEYEN MAKROEKONOMİK FAKTÖRLER

Toğrul Alili

Temmuz, 2019

İktisat literatüründe faiz oranının belirlenmesine ilişkin birçok iktisadi düşünce okulunun görüşü yer almaktadır. Faiz oranı ekonomide çok önemli bir role sahiptir. Faiz oranı, tasarruf sahiplerinin ellerindeki sermayeyi hangi şekilde kullanacağını ve nasıl yatırım kararı alması gerektiğini belirlemektedir. Bu noktada, ekonomide bu kadar önemli rolü olan bir faktörü, hangi faktörlerin etkilediği sorusu ortaya çıkmaktadır. Bu soruya klasik iktisatçılardan günümüz iktisatçılarına kadar geniş bir kesim kendi görüşlerini bildirmişlerdir. İktisat okullarının yapmış oldukları faiz çalışmaları, günümüzde de etkin bir şekilde kullanılmaktadır. Bu çalışmada, 2004-2018 döneminde, Türkiye’de faiz oranını etkileyen makroekonomik faktörler üçer aylık veriler kullanılarak araştırılmaktadır. Bu amaçla öncelikle analizde kullanılan serilere Augmented Dickey-Fuller, Phillips Perron ve KPSS birim kök testleri uygulanmıştır. Serilerin bazılarının seviyede bazılarının ise farkta durağan olduğu tespit edildiğinden, bu seriler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkiyi araştırmak için Peseran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilmiş olan ARDL Sınır Test yaklaşımı kullanılmıştır. Teste tabii tutulan değişkenlerden, bağımlı değişken mevduat faiz oranı; bağımsız değişkenler ise reel efektif döviz kuru, reel kamu iç borç stoku, tüketici fiyat endeksi, uluslararası (LIBOR) faiz oranları, reel m2 para arzı ve tüketici güven endeksidir. Yapılan analizde seriler arasında uzun dönem eş bütünleşme ilişkisi bulunmuş ve değişkenlerin katsayıları beklentilerle uygun elde edilmiştir. Uzun dönem ilişkisinde reel efektif döviz kuru, reel kamu iç borç stoku, tüketici fiyat endeksi ve LIBOR faiz oranı mevduat faiz oranını pozitif ve istatistiki olarak anlamlı şekilde etkilerken, reel m2 para arzı ve tüketici güven endeksi ise mevduat faiz oranını negatif etkilemektedir.

Anahtar Kelimeler: Faiz Oranı, ADF Testi, ARDL Sınır Testi.

ABSTRACT

MACROECONOMIC FACTORS AFFECTING THE INTEREST RATE IN TURKEY

Toğrul Alili

July, 2019

In the economic literature, the opinion of many schools of economic thought regarding the determination of the interest rate is included. Interest rate plays a very important role in the economy. The interest rate determines how the holders will use their capital and how they should make investment decisions. At this point, the question of which factors affect a factor that has such an important role in the economy arises. A wide range of people from classical economists to contemporary economists have given their views to this question. Interest studies carried out by economics schools are still being used effectively today. One of the most important factors affecting interest rates is the exchange rate. The increase in exchange rates indicates that the currency of the country depreciates. The country's central bank raises the interest rate in order to prevent the negative effects of the increasing exchange rate on the economy; Since this situation leads to capital inflow into the country, foreign exchange supply increases and the country currency is valued. In this study, during 2004-2018, the macroeconomic factors affecting interest rates in Turkey are investigated using quarterly data. For this purpose, Augmented Dickey-Fuller unit root test, Phillips Perron unit root test and KPSS unit root test were applied to the series used in the analysis. Since some of the series were found to be stationary at the level and some of them at the difference, the ARDL Bounds Test approach developed by Peseran, Shin and Smith (2001) was used to investigate the long and short term relationship between these series. Among the variables tested, deposit interest rate is the dependent variable; real effective exchange rate, real public debt stock, consumer price index, international (LIBOR) interest rates, real m2 money supply and consumer confidence index are independent variables. In the analysis, long-term cointegration relationship was found between the series and the coefficients of the variables were obtained in accordance with the expectations. In the long run relationship, real effective exchange rate, real public domestic debt stock, consumer price index and LIBOR interest rate affect deposit interest rate positively and statistically, while real m2 money supply and consumer confidence index affect deposit interest rate negatively.

Key Words: Interest Rate, ADF Test, ARDL Bounds Test.

ÖN SÖZ

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de faiz oranını etkileyen faktörlerin analiz edilmesidir. Faiz oranı bağımlı değişken olarak ele alınmış diğer değişkenler ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Bağımsız değişkenler olarak reel efektif döviz kuru, reel kamu iç borç stoku, tüketici fiyat endeksi, LIBOR faiz oranı, M2 para arzı ve tüketici güven endeksi belirlenmiştir. Bu değişkenlerin faiz oranını uzun dönemde nasıl etkileyeceğini analiz etmek için birim kök testleri ve ARDL Sınır Test yaklaşımları kullanılmıştır.

Bu süreçte bana hem maddi hem manevi destek olan aileme, Yıldız Teknik Üniversitesi İktisat bölümü hocalarıma, tez yazım sürecim boyunca beni yönlendiren ve her zaman desteğini hissettiğim değerli tez danışman hocam Doç. Dr. Asuman OKTAYER'e çok teşekkür ederim.

İstanbul; Temmuz, 2019

Toğrul ALİLİ

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖN SÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR.....	xi
1. GİRİŞ.....	1
2. FAİZ ORANININ KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVESİ.....	4
2.1. Faiz Oranı Kavramı ve Türleri.....	4
2.2. Faiz Oranını Belirleyen Faktörler	6
2.3. Faiz Oranının Varlığını Açıklayan Teoriler	9
2.4. İktisat Okullarına Ait Faiz Teorileri.....	11
2.4.1. Klasik Faiz Teorisi.....	11
2.4.2. Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi	12
2.4.3. Keynesyen Faiz Oranı Teorisi.....	13
2.4.4. Hicks-Hansen Faiz Oranı Teorisi	14
2.4.5. Tobin'in Portföy Teorisi	15
2.4.6. Tek Faiz Teorisi	16
2.4.7. Friedman'ın Faiz Teorisi	16
3. FAİZ ORANLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVESİ.....	17
3.1. Döviz Kuru.....	17
3.1.1. Döviz piyasaları ve katılımcıları	17
3.1.2. Döviz kuru, tanımı, hesaplanması ve çeşitleri.....	19
3.1.3. Döviz Kurunun Belirlenmesi	22
3.1.4. Döviz Kuru Sistemleri	24
3.1.4.1. Sabit Döviz Kuru Sistemi.....	25
3.1.4.2. Esnek Döviz Kuru	29
3.1.4.3. Karma Sistemler	31
3.1.4.4. Türkiye'de uygulanan döviz kuru sistemleri.....	33

3.2. Kamu Borçlanması	34
3.2.1. Kamu Borçlanma Sınıflandırılması.....	35
3.2.1.1. Sürelerine Göre Borçlar.....	35
3.2.1.2. Kaynağına Göre Borçlar.....	36
3.2.2. Türkiye’de Kamu İç Borçlanması	36
3.3. Para arzı.....	37
3.4. Enflasyon	37
3.4.1. Enflasyonun Ölçülmesi	38
3.4.2. Enflasyonun Sınıflandırılması	39
3.5. Tüketici Güven Endeksi.....	42
4. FAİZ ORANI VE ONU ETKİLEYEN FAKTÖRLER ARASINDAKİ İLİŞKİ	43
4.1. Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkisi	43
4.1.1. Mundell-Fleming Modeli.....	43
4.1.1.1. Esnek Kur Sisteminde Genişleyici Para Politikasının Etkileri	45
4.1.1.2. Esnek Kur Sisteminde Genişleyici Maliye Politikasının Etkileri	47
4.1.1.3. Sabit Kur Sisteminde Genişleyici Para Politikasının Etkileri	50
4.1.1.4. Sabit Kur Sisteminde Genişleyici Maliye Politikasının Etkileri.....	53
4.2. Faiz Oranı ve Kamu İç Borçlanması İlişkisi	57
4.3. Faiz Oranı ve Para Arzı İlişkisi	57
4.4. Faiz Oranı ve Enflasyon İlişkisi	59
4.5. Faiz Oranı ve Güven İlişkisi	59
5. 2000-2018 DÖNEMİNDE TÜRKİYE’DE UYGULANAN İKTİSAT POLİTİKALARI VE GENEL GÖRÜNÜM.....	61
5.1. 2000-2018 Döneminde Uygulanan İktisat Politikaları.....	61
5.1.1. Faiz Oranı.....	61
5.1.2. Döviz Kuru	64
5.1.3. Enflasyon.....	68
5.1.4. Kamu İç Borçlanması	71
5.1.5. Para Arzı	74
5.2. Genel Görünüm	75
5.2.1. LIBOR Faiz Oranı	75
5.2.2. Tüketici Güven Endeksi	77
6. 2004-2018 DÖNEMİNDE TÜRKİYE’DE FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER: AMPİRİK ARAŞTIRMA	79
6.1. Ampirik Literatür	79
6.2. Veri Seti, Model ve Yöntem.....	83

6.2.1. Birim Kök Testi Sonuçları.....	84
6.2.2. ARDL Sınır Testi Sonuçları.....	86
7. SONUÇ	92
KAYNAKÇA	95
ÖZ GEÇMİŞ.....	106

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Türkiye’de Uygulanmış Döviz Kuru Sistemleri	33
Tablo 2: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	85
Tablo 3: Phillips-Perron Birim Kök testi Sonuçları	85
Tablo 4: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları	86
Tablo 5: Sınır Testi Sonuçları	87
Tablo 6: ARDL Modeli Uzun Dönem Tahmin Sonuçları	88
Tablo 7: ARDL(6,6,5,6,5,6,4) Modeli Tahmin Sonuçları.....	90

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Klasik Faiz Teorisi	12
Şekil 2: Keynesyen Faiz Oranı Teorisi	14
Şekil 3: Hick-Hansen Faiz Oranı Teorisi (IS-LM Modeli).....	15
Şekil 4: Serbest Piyasada Denge Döviz Kuru.....	20
Şekil 5: Maliyet Artışı ve Enflasyon.....	40
Şekil 6: Esnek Kur Sisteminde Genişleyici Para Politikasının Etkileri	46
Şekil 7: Esnek Kur Sisteminde Genişleyici Maliye Politikasının Etkileri.....	48
Şekil 8: Sabit Kur Sisteminde Genişleyici Para Politikasının Etkileri	51
Şekil 9: Sabit Kur Sisteminde Genişleyici Maliye Politikasının Etkileri	54
Şekil 10: Reel (M2) Tanımlı Para Arzı Verileri	74
Şekil 11: 2000-2018 LIBOR Faiz Oranı Verileri	76
Şekil 12: Türkiye için 2004-2018 Tüketici Güven Endeksi Verileri	77
Şekil 13: CUSUM Grafiği	89

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey Fuller
ARDL	: Autoregressive Distributed Lag
KPSS	: Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin
SGP	: Satın alma Gücü Paritesi
TL	: Türk Lirası
GES	: Gelire Endeksli Senet
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
FED	: Federal Reserve
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
OHAL	: Olağanüstü Hal
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
LIBOR	: London InterBank Offered Rate

1. GİRİŞ

Faiz, makro ekonominin en önemli değişkenlerinden birisidir. Faiz oranlarının bu kadar önemli olmasının esas sebebi, ekonomide reel ve parasal kesim arasında kurmuş olduğu ilişkidir. Faiz oranları ekonomide yatırım ve tasarruf düzeyini belirlemektedir. Faiz oranlarının yatırım kararlarını etkilemesi, ekonomide toplam talebin ve ekonomik büyümenin belirlenmesine de etki etmektedir. Faiz oranlarının, ekonomide bütün değişkenler üzerinde geniş bir etkisi vardır.

Faiz oranları, tasarruf yaparak para biriktirenlere ek gelir sağlamaktadır. Ekonomide faiz oranları yüksek olursa, tasarruf sahipleri paralarını bankalara koyarak yüksek faiz oranından yararlanmak isteyeceklerdir. Faiz oranları düşük olduğunda ise, tasarruf sahipleri daha kazançlı ve düşük riskli yatırımlar yapacaklardır.

Faiz oranı ekonomide en önemli faktörlerden biri olan işsizliği de etkilemektedir. Faiz oranları ile işsizlik arasında doğru yönlü ilişki vardır. Yani faiz oranları arttığı zaman işsizliğin de artması beklenmektedir. Faiz oranlarının artması ülkedeki işsizliği de artıracaktır. Her bir ülkede doğal işsizlik oranı vardır. Bu oran, mevsimsel işsizlikten ve yapısal birtakım nedenlerden oluşmaktadır. Ülkede faiz oranları artmaya başladığında girişimciler, yeni iş yerlerine yatırım yapmak yerine daha risksiz yatırım olan faize paralarını yatıracaklardır. Bunun sonucu olarak ülkede istihdam azalacak ve işsizlik oranı artacaktır. Genelde ülkelerde istihdamı artırmak için faiz oranları düşürülmektedir.

Yukarıda belirtildiği gibi faiz oranları, ekonomideki diğer faktörlere etki ettiği gibi, diğer bazı faktörler de faiz oranlarına etki etmektedir. Para arz ve talebindeki değişimler, enflasyon, döviz kuru, kamu iç borçlanması, uluslararası sermaye akımları ekonomide faiz oranlarını etkileyen faktörlerden bazılarıdır.

Para arzında yaşanan değişikliklerin faiz oranlarına etkisi bir çok okul tarafından yorumlanmıştır. Genelde gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları ile para

arzı ters ilişkilidir. Para arzının artması faiz oranlarını düşürür. Sonra ise, para arzının artması enflasyonu da artırdığı için faiz oranları tekrar artmaktadır.

Ekonomide gelirin artmasıyla genellikle fiyatlar da yükselmektedir. Hanehalkı satın alma gücünü koruyabilmek için daha fazla para talep etmekte ve böylelikle para talebi artmaktadır. Artan para talebi ise faiz oranlarını artırır.

Irving Fisherin yaptığı çalışmaya göre faiz oranı ile enflasyon arasında doğrusal bir ilişki vardır. Enflasyonun artması nominal faiz oranlarını artıracığı gibi reel faiz oranlarına ise etki etmemektedir.

Ekonomide faiz oranlarını etkileyen faktörlerden bir diğeri de döviz kurudur. Yabancı paranın değerlenmesi ülkede döviz kurunu yükseltmekte ve bu da ülkeye daha çok yatırımların gelmesine neden olarak faiz oranlarını artırmaktadır. Yani döviz kurunun faiz oranına doğrusal bir etkisi vardır.

Kamu iç borçlanması, ekonomide faiz oranlarını etkileyen en önemli faktörlerdendir. Devlet kamu iç borçlanmasını artırdığında yatırımcılar bunu risk olarak algılamaktadırlar. Bu algının yarattığı olumsuz etkileri ortadan kaldırarak borçlanabilmek için faiz oranları yükseltilmektedir.

Bazı ülkeler sermaye akımlarını ülkelerine çekmek için faiz oranlarını yükseltmektedirler. Fakat bu durum sonusuz kadar devam edemez. faiz oranları dünya faiz oranı düzeyine inmediği sürece dış açık artmakta ve ülkenin borçları da artmaktadır. Bu nedenle belli bir süre sonra faiz oranları tekrar dünya faiz oranlarına yakınsamaktadır.

Çalışmada, ekonomide bu kadar geniş bir etkiye sahip olan faiz oranlarını etkileyen makro ekonomik faktörler Türkiye ekonomisi için incelenmiştir. Çalışmada döviz kuru, kamu iç borç stoku, enflasyon, uluslararası faiz oranları (LIBOR), M2 para arzı ve tüketici güven endeksi değişkenlerinin faiz oranları üzerindeki etkisi ARDL Sınır Test modeli yardımı ile araştırılmıştır.

Çalışma, giriş ve sonuç bölümleri dışında beş bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde faiz oranları kavramsal ve teorik çerçevede anlatılmış, ikinci bölümde, faiz oranlarını etkileyen faktörler kavramsal ve teorik çerçevede anlatılmıştır. Üçüncü bölümde, faiz oranı ile faiz oranlarını etkileyen faktörler arasındaki ilişki ele alınmıştır. Dördüncü bölümde Türkiye’de uygulanan faiz oranı politikalarına yer verilmiş ve son bölümde ise 2004-2018 döneminde Türkiye’de faiz oranlarına etki

eden faktörler ampirik bir çalışma ile ele alınmıştır. Çalışmada 2004-2018 dönemine ait üçer aylık veriler kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan faktörler mevduat faiz oranı bağımlı değişken olarak seçilmiş, reel efektif döviz kuru, reel kamu iç borç stoku, tüketici fiyat endeksi (enflasyon), uluslararası (LIBOR) faiz oranı, M2 para arzı ve tüketici güven endeksi bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Yapılan ekonometrik çalışmada, seriler ADF Birim Kök Testi, Phillips Perron Birim Kök Testi ve Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Birim Kök Testi ile durağanlık testinden geçirilmiş, daha sonra ise ARDL Sınır Testi yaklaşımı ile değişkenler arasında uzun dönem ve kısa dönem ilişkileri araştırılmıştır.

2. FAİZ ORANININ KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVESİ

2.1. Faiz Oranı Kavramı ve Türleri

Faiz, paranın fiyatı rolünü görmektedir. Parası olan birisi, yatırım yapmak isteyen fakat sermayesi olmayan birine parasını kiraya verir ve bunun karşılığında da belli bir meblağ alır. Bu meblağ paranın faizidir. Faiz, para sahibinin parasından mahrum kaldığı ve onu kullanmadığı süre için parasını ödünç verdiği adamdan aldığı tazminat olarak tanımlanmaktadır. Bir başka deyişle faiz, elinde parası olup ve bu paradan para kazanmak isteyen biri için parasını kiralaması karşılığında bu paranın belli bir yüzdesi karşılığında verilen bedeldir.¹

Faiz, ekonomide en önemli göstergelerden biridir. Faiz oranı, yatırım karlılık düzeyine göre yatırımların sıralanmasına yardımcı olmaktadır. Yapılacak yatırımın karlılık oranının faiz oranından daha düşük olması durumunda yatırım kararı alınmaz. Tam tersi durumda, yatırımcının yapacağı yatırımın getireceği kar faiz oranından kazanacağı paradan daha yüksek olursa, yatırım kararı alınır. Yatırımdan elde edilecek karın faiz oranından kazanılacak paradan daha düşük olması halinde, yatırım kararı alınmayacak ve para faiz geliri elde etmek için kullanılacaktır.²

Faiz oranı, nominal ve reel faiz oranı olarak ikiye ayrılır. Bu kavramlar faiz oranının çeşitliliğini göstermektedir.

Nominal faiz oranı, piyasada kullanılan faiz oranıdır. Nominal faiz oranı, reel faiz oranı ve enflasyonun toplamına eşittir yani enflasyondan arındırılmamış faiz oranıdır. Başka bir şekilde ifade edecek olursak; nominal faiz oranı, yatırım yapmak isteyen ama sermayesi olmayan yatırımcının sermaye karşılığında parayı veren adama ödemeyi kabul ettiği meblağdır.³ Nominal faiz oranı formüllerde "i" harfi ile gösterilmektedir. $i=r+\pi$

¹ Oğuzhan Ardic ve Pınar Yılmaz, *Para- Banka, Uluslararası İktisat ve Türkiye Ekonomisi* (Ankara: Agon Bilgi Akademisi, 2006), 43.

² Mahir Fisunoğlu ve Bilge Köksal Tan (2009); "Keynes Devrimi ve Keynesyen İktisat", *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt 20, Sayı 70, s. 31–60, 37-38

³ Erdal Ünsal, *Makro İktisat* (Ankara: İmaj Yayıncılık, 2013), 129.

Nominal faiz oranından beklenen enflasyon oranını arındırırsak reel faiz oranını elde etmiş oluruz. Reel faiz oranı borç verilen paranın satın alma gücündeki değişimi ifade etmektedir.⁴

Reel Faiz Oranı (r)=Nominal Faiz Oranı (i) - Enflasyon Oranı (π)

Reel faiz oranı, enflasyon oranı düşük olan ülkeler için bu formülle hesaplanabilir. Fakat enflasyon oranı ve nominal faiz oranı yüksek olan ülkelerde bu formül hatalı sonuç vermektedir. Bu durumda reel faiz oranını tam ölçümle hesaplamak gerekir. Tam ölçüm formülü

$$r = (1 + i / (1 + \pi)) - 1$$

şeklindeydir.⁵ Örneğin; nominal faiz oranı %18, enflasyon oranı ise %14 olan bir ülkede reel faiz oranı $r=i-\pi$ formülüyle hesaplanırsa %4 olarak bulunur ancak tam ölçümle hesaplanırsa $r=\%3,5$ bulunur. Gerçek hayatta her zaman tam ölçüm formülü kullanılmaktadır.⁶

Basit ve Bileşik Faiz Oranı: Kısa vadeli işlemlerde basit faiz oranı kullanılmaktadır. Basit faiz oranı, faizin anapara üzerinden uygulandığı ve hesaplanan faiz bedelinin dönem sonunda ödendiği durumlarda kullanılan faiz oranıdır.

$$F = \frac{a*i*n}{100}$$

Burada F faizi, a ana parayı, i nominal faiz oranını, n ise vadeyi ifade etmektedir.⁷

Bileşik faiz oranı, her dönem için faizin, anaparayla bir önceki dönem elde edilen faizin toplamı üzerinden uygulandığı faiz oranıdır. Kısaca bileşik faiz oranı faizin faizi olarak bilinmektedir. Bileşik faiz oranı, uzun dönemli işlemlerde kullanılmaktadır.

$$F = a(1 + i)^n$$

⁴ Ünsal, 110.

⁵ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman ve Murat Taşdemir, *Makroekonomi*, 8. Baskı (Ankara: Seçkin Kitapevi, 2009), 70.

⁶ Mahfi Eğilmez, “Reel Faiz Kaç?”, 2014. <http://www.mahfiegilmez.com/2014/11/reel-faiz-kac.html>

⁷ İlker Parasız, *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, 9. Baskı (Bursa: Ezgi Kitapevi, 2009), 68.

Burada yine F bileşik faiz oranını, a anaparayı, i nominal faiz oranını ve n dönem sayısını göstermektedir.⁸

Brüt ve Net Faiz Oranı: Brüt faiz oranı, borç verenin yaptığı işlemlerden doğan masrafların karşılığında da faiz alınmasıdır. Örneğin, banka kredi verdiği zaman uyguladığı faiz, sadece bu sermayenin kiralama bedelini değil aynı zamanda bu krediden doğacak olan giderleri de kapsamaktadır ve bu, brüt faiz oranıdır. Bu giderler olmadan sadece paranın kiralama bedeli olarak alınan faiz ise net faiz oranıdır.⁹

Sabit ve Değişken Faiz Oranı: Sabit faiz oranı, borç verenin ve alanın imzaladıkları sözleşmede yazan ve vade sonuna kadar değiştirilmeyen faiz oranıdır. Değişken faiz oranı ise, enflasyon veya altın gibi endekse bağlı olarak zaman içerisinde değişen faiz oranıdır. Bu, dönem boyunca oluşabilecek olumsuzluklardan korunmak için yapılan bir çözümdür.¹⁰

Temerrüt faiz oranı; borç alınan paranın faizinin zamanında ödenmemesine karşılık ek ücret ödenen durumlarda kullanılan faiz oranıdır. Genelde bu durum önceden yapılan sözleşmede bildirilmektedir. Sözleşmelerde gecikme faiz oranı ve buna sebep olan durumlar belirlenmelidir.¹¹

2.2. Faiz Oranını Belirleyen Faktörler

Ekonomide faiz oranlarını belirleyen birçok ekonomik ve politik faktör vardır. Faiz oranlarını belirleyen faktörler olarak para arzı, para talebi, enflasyon, Taylor Kuralı, döviz kuru, kamu iç borçlanması, uluslararası sermaye akımları, uluslararası faiz oranları ve tüketici güven endeksi ele alınmıştır. Bu faktörler tek tek incelenmiş ve faiz oranlarının belirlenmesine ne kadar etki ettikleri anlatılmıştır.

Para Arz ve Talebindeki Değişmeler: Para arzındaki değişimin faiz üzerinde yaratacağı etki üzerine Klasik, Neo-Klasik ve Keynesyen okul iktisatçıları görüş bildirmişlerdir. Klasik ve Neo-Klasikler para arzında yaşanan bir değişikliğin faiz oranını sadece kısa dönemde etkileyeceğini söylemişlerdir. Keynesyen teoride ise

⁸ Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, **age**, 70.

⁹ Serkan Tezcan, “Faiz oranlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama” (Yüksek Lisans Tezi: Marmara Üniversitesi, 2009), 14.

¹⁰ S.Frederic Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 7.edition (Boston: Pearson Education, 2004), 63.

¹¹ http://www.turkhukuk sitesi.com/makale_170.htm [19.03.2019]

para arzı ile faiz oranı ters ilişkilidir. Yani para arzı arttığı zaman faiz oranı düşmekte, para arzı düştüğünde ise faiz oranı artmaktadır. Bu örnek genelde gelişmekte olan ülkelerde geçerli olmaktadır. Bu ülkelerde para arzında yaşanan bir artış belli bir süreliğine faiz oranını düşürmekte, ancak daha sonra enflasyon artışına sebep olduğu için faiz oranı tekrar artmaktadır. Para arzı, merkez bankalarının faiz oranını etkilemek için kullandığı ekonomik faktörlerin en önemlilerindendir.

Ekonomide genel düşünce faiz oranı ile para talebi arasında doğrusal bir ilişkinin olduğudur. Para talebinde yaşanan artış, bireylerin gelirleri ve fiyatlar üzerinden oluşmaktadır. Gelirler artınca veya fiyatlar yükselince daha fazla işlem yapabilmek veya satın alma güçlerini korumak için piyasada daha fazla para talebi oluşmakta ve bu da faiz oranını arttırmaktadır.

Enflasyon: Faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi Irwing Fisher incelemiştir. Fisher'in tespitine göre enflasyon oranı artarken nominal faiz oranı da artmakta fakat reel faiz oranı değişmemektedir. Yani enflasyon oranı sadece nominal faiz oranına doğrusal şekilde etki etmektedir. Bu Fisher etkisi olarak adlandırılmaktadır.¹²

Piyasada talep bazlı enflasyon olduğunda fiyatlar yükselmekte ve enflasyon oranı artmaktadır. Bunu engellemek için faiz oranını arttırarak piyasada oluşan talep düşürülmekte ve bireyler tasarrufa yönlendirilmektedir. Burada faizle enflasyon arasında ters bir ilişki bulunmaktadır. Piyasadaki üretim maliyeti fiyatlarının sebep olduğu enflasyon artışı, faiz oranlarının düşürülmesi yoluyla azaltılmaktadır. Bu işlem maliyet enflasyonu olduğu durumlar için geçerli olmaktadır.¹³

Taylor kuralı, merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranını belirlemek için üretim ve enflasyonu kullandığını bildirir. Taylor kuralına göre beklenen enflasyon hedef seviyenin üstünde olursa onu düşürmek için merkez bankası faiz oranını yükseltmekte veya tersi durumda faiz oranını düşürmektedir.¹⁴

Taylor kuralına göre kısa dönemli nominal faiz oranının belirlenmesi 4 faktöre bağlıdır. Bu faktörler cari enflasyon ve cari reel faiz oranıdır. Bu faktörlerin

¹² Mehmet Burak Karataş, "Türkiye Ekonomisinde İktisadi Büyüme Ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Analizi" (Yüksek Lisans tezi, İstanbul Üniversitesi, 2017), 52.

¹³ Mahfi Eğilmez, *Enflasyon ve Faiz İlişkisi*, <http://www.mahfiegilmez.com/2014/05/enflasyon-ile-faiz-iliskisi.html> [19.03.2019]

¹⁴ David Begg, Stanley Fischer, and Rudiger Dornbusch, *Economics* (England: McGraw-Hill Publishing, 2003), 340.

toplamı nominal faiz oranını vermektedir. Eğer gerçekleşen enflasyon hedeflenen enflasyondan saparsa üçüncü faktör olan enflasyon açığının ayarlanması ortaya çıkmaktadır. Enflasyon oranı beklenenden yüksek olursa nominal faiz oranının yükseltilmesi, aksi durumda ise düşürülmesi gerekmektedir. Dördüncü faktör ise, üretim açığıdır. Üretim açığı pozitif olduğunda nominal faiz oranı artmakta, negatif olduğunda ise azalmaktadır.¹⁵

Döviz Kuru: Ülkeler arasında ticaret arttığı için döviz talebi artmış ve bu, faiz oranı üzerinde ciddi bir baskıya sebep olmuştur. Genelde kriz dönemlerinde döviz kurunun faiz oranına olan etkisi artmaktadır. Döviz kuru ile faiz oranı arasında doğrusal bir ilişki vardır. Döviz kuru yükseldiğinde yani yerli para değer kaybettiğinde faiz oranı yükselmektedir.¹⁶ Serbest bir ekonomide, faiz oranının yükselmesi ülkeye yatırımcıları çekmekte ve bu da yerli paranın değerlenmesine ve döviz kurunun düşmesine neden olmaktadır.

Kamu İç Borçlanması: Devlet kamu hizmetlerini yükseltmek için borçlanmaya gider ve bunun sonucunda kamu harcamaları artmış olur. Kamu borç stoku arttığı zaman faiz oranının artmasının sebebi, yatırımcıların artan kamu borçlarını bir risk unsuru olarak görmesi ve devletin yatırımcılara güvence vermek için reel faiz oranını arttırmasıdır.¹⁷

Kamu iç borçlanması, firmalar ve kişilerden alınan borçlarla ödünç verilebilir fon talebini arttırmakta ve bu da faiz oranının yükselmesine sebep olmaktadır.¹⁸

Uluslararası Sermaye Akımları: Gelişmekte olan ülkeler yeterli büyüme hızına ulaşabilmek için ülkeye yabancı sermaye çekmek isteyeceğinden faiz oranını yükseltmektedir. Tasarruf fazlası olan ülkelerden yüksek faizli ülkeye sermaye akımı gerçekleşecektir. Bu süreç ülkedeki faiz oranı dünyadaki faiz oranları ile aynı düzeye gelinceye kadar sürecektir.¹⁹

¹⁵ Bengül Gülümse Kaytancı, "Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(1), 11-25 (2008): 15.

¹⁶ Hakan Berument ve Aslı Günay, "Exchange Rate Risk and Interest Rate: A Case Study for Turkey", *Open Economies Review*, 2003, 25.

¹⁷ Deniz Aytaç ve Metin Sağlam, "Kamu Açıkları, İç Borç ve Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye Örneği", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, C.IX., No:1, Nisan 2014, 133.

¹⁸ Murat Demir ve Ersan Sever, "Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri", *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, C. VII., No: 25 (Yaz 2008): 181.

¹⁹ Nurettin Öztürk ve Dilek Durgut, "Faiz Oranlarının Belirleyicileri: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz", *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 3(1) (2011): 129.

2.3. Faiz Oranının Varlığını Açıklayan Teoriler

Faizin neden var olduğuyla ilgili geçmişten beri birçok teori ortaya atılmıştır. Faiz oranının varlık nedeninin açıklamaya yönelik teoriler: Verimlilik Teorisi, İstismar Teorisi, Nemalandırma Teorisi, Feragat (Vazgeçme) Teorisi, Zaman Tercihi Teorisi ve Kullanma Teorisi'dir. Çalışmanın bu kısmında bu teoriler açıklanmaktadır.

Verimlilik Teorisi: Klasik iktisatçılardan Malthus, J.B.Say, Lauderdale, Thünen ve Roscher bu teoriyi savunmuşlardır. Onlar faizi sermayenin verimliliğiyle açıklamaya çalışmışlardır. Bu teoriye göre, sermayeyi ödünç alan kişi kazanç sağlayacaktır. Kazanılan paradan sermayenin kaynağı olan tasarruf sahibine de ödünç alınan sermayeden başka ek bir pay ödenmesi gerekmektedir. Bu ek para faiz adlanmaktadır.²⁰

İstismar Teorisi: Karl Marks, faizi işçi sınıfının istismarından elde edilen gelir olarak görmüştür. Marks'a göre emek tek değer kaynağıdır ve faiz sadece istismar aletidir. İşçi sınıfı ihtiyaç sahibi insanlardır ve onların kendi emeğiyle kazandığı paranın faiz adıyla sermaye sahiplerine gitmesi zaten fakir olan bu kesimi daha da fakirleştirmekte, zaten zengin olan sermaye sahiplerini ise daha da zenginleştirmektedir. Marks, bu teoride faizi sermayedarın işçiler üzerinden parasını daha da arttırması olarak görmüştür ve bunu insani olarak doğru bulmamıştır.²¹

Nemalandırma Teorisi: Fizyokratlara göre işçinin kullandığı toprak, o işçiye rant geliri sağlamaktadır. İşçi bu ranta sahip olabilmek için toprağı almaya karar verir ve parayı borç olarak alırsa borç veren rant gelirinden mahrum kalacağından işçi, aldığı rant karşılığında para sahibine faiz vermelidir. Borç parayı veren ise rant geliri kadar faiz talep edebilir. Fizyokratlar ve Turgot, faiz oranını devletin belirlemesi gerektiğini söylemektedirler.²²

Kısaca nemalandırma teorisi, para ile toprak aynı tutulduğundan topraktan elde edilen rant gelirinin, paradan elde edilen faiz gelirine eşit olması gerektiğini söylemektedir. Fizyokratlardan Quesnay, faizin devlet tarafından belirlenmesi gerektiğini öne sürmüştür. Buna sebep olarak sanayide kullanılan faiz yüksek

²⁰ Murat Pıçak, "Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi", *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 1.4 (2012): 76.

http://journals.manas.edu.kg/mjsr/archives/Vol_01_Issue_04_Period_2012/pdf_files/MJSR-01-04-04.pdf

²¹ Muhammet Akdiş, *Para Teorisi ve Politikası* (Ankara: Gazi Kitapevi, 2006), 206.

²² Feridun Ergin, *Para ve Faiz Teorileri* (İstanbul: Beta Yayınevi, 1987), 177.

olmazsa sanayinin daha da gelişecek olmasını ve bu durumun tarım kesiminin aleyhine olacağını göstermiştir. Çünkü sanayinin gelişmesi tarım ürünlerine olan talebi düşürecek ve bu da tarım ürünlerinin ucuzlamasına sebep olacaktır.

Feragat (Vazgeçme) Teorisi: Feragat teorisine göre üretimin üçüncü faktörü sermayeden alınan faiz payıdır. Üretimin iki esas faktörü emek ve doğal kaynaklardır. Bu iki faktör yeterli olmadığı zaman üçüncü faktör ortaya çıkmaktadır. Bireyin elindeki sermayeyi üretime yatırmak veya tüketmek yerine bu hakkından vazgeçerek parayı gelecekte elde edeceği üretim için yatırım amaçlı kullanması bu teorinin özetidir. Bu teoriyi ortaya atan iktisatçı Nassau William Senior'dur. Senior, faizi üreticinin parasını tüketmekten feragat etmesinin bir karşılığı olarak göstermiştir.²³

Sermayenin kaynağı tasarruftur. Tasarruf ise bireyin yaptığı fedakarlıktır. Yani paranın ona hemen vereceği faydadan feragat etmektir. Bunun karşılığında bir bedel almaktadır, bu bedel de faizdir.

Zaman tercihi teorisi, Böhm Bawerkin'in ortaya attığı bir teoridir. İnsanlar genelde bugün ellerinde olan parayı, yarının belirsiz parasından daha üstün tutarlar. Bu insan psikolojisiyle alakalıdır. İnsanlar iyimser oldukları için bugün ellerinde olan parayı bugünün gereksinimlerine harcamayı tercih ederler. Yani insanlar bugünün parasını belirsiz bir geleceğin parasından üstün tutarlar. Bu da şimdiki para ile gelecekteki para arasında bir agiyo olduğunu göstermektedir. Agiyo, bankaların yaptıkları işlemlerin karşılığında müşterilerinden aldığı bedeli ifade eder. Bugünkü malların gelecek zaman mallarıyla mübadele edilebilmesi için agiyo farkının olmaması gerekmektedir. Faiz, bu farkı ortadan kaldırmaktadır.²⁴

Böhm Bawerk, faizi sermaye üretkenliğinin sonucu olarak göstermiştir. Ama faiz oranını insanların sübjektif değerlendirmesine bırakmak istemiştir. Böhm Bawerk Marksizm'e karşı çıkmış ve faizin sosyalizmde de zorunlu olduğunu öne sürmüştür.²⁵

Böhm Bawerk'in bu teorisi, faiz oranını zaman unsuruyla açıkladığı için literatürde farklı bir bakış açısı olarak değerlendirilmektedir. Böhm Bawerk faiz oranının pozitif olmasını üç etkene bağlamaktadır. Birincisi, zamanla insanların

²³ Arif Ersoy, *İktisadi Teoriler ve Düşünceler Tarihi*, (Ankara: Nobel Kitabevi, 2008), 360.

²⁴ Ergin, *age*, 204.

²⁵ Akdiş, *age*, 210.

gelirden sağladıkları marjinal faydanın düşecek olması, ikincisi psikolojik nedenlerdir. Üçüncü etken ise, insanların aynı sermaye ile daha çok hasılat elde edebilmesidir.

Kullanma teorisi: Kullanma teorisini birçok düşünür ileri sürmüştür. Menger, kullanma teorisinde herhangi bir malın değerinin kişiden kişiye değişebileceğini belirtmiştir. Sermayeyi ödünç veren kişi bunun karşılığında bir ödeme almak durumundadır. Çünkü sermaye sahibi kendi sermayesinden elde edeceği faydayı sermayeyi ödünç alana vermiştir ve bunun karşılığında da kendisinin de bu sermayeden fayda elde etmesi gerekmektedir. Sermaye sahibinin elde etmesi beklenen fayda faiz olarak alınmaktadır.²⁶

2.4. İktisat Okullarına Ait Faiz Teorileri

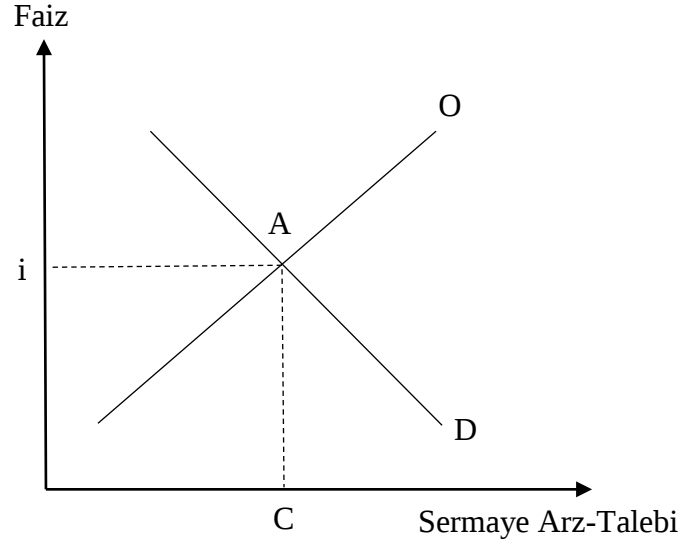
2.4.1. Klasik Faiz Teorisi

Klasikler, faizi tasarruf edilen paraların yatırım yapılarak ekonomiye geri döndürülmesine aracı olan bir faktör olarak tanımlamışlardır. Piyasada oluşan sermaye arz ve talebinden faiz oranı oluşmaktadır. Faiz oranı, tasarruf yapan kişinin parasını harcamayarak bir başkasına ödünç vermesi ve bunun karşılığında belli bir miktar para alması olarak tanımlanmıştır. Denge faiz oranı da sermaye arz ve talebine göre oluşmaktadır. Yüksek faiz olursa sermayeye olan talep düşecektir, tersi durumda ise piyasada sermayeye olan talep artacaktır. Yüksek faiz oranı aynı zamanda tasarrufu arttırmaktadır. Klasiklere göre faiz oranının belirlenirken devlet müdahalesi olmamalıdır. Faiz oranı da fiyatlar gibi ekonomide kendi kendine belirlenecektir.

Klasik faiz teorisinde, faiz oranının oluştuğu denge noktası, tasarruf sahiplerinin vermek istediği para miktarı ile parayı kiralamak isteyen yatırımcının istediği para miktarının birbirine eşit olduğu noktadır. Faiz oranının değişmesini tahvil arz ve talebini belirleyen faktörler sağlamaktadır.²⁷

²⁶ Akdiş, **age**, 208.

²⁷ Hanifi Aslan, *Para Teorisi ve Politikası* (Bursa: Alfa Aktüel Yayınları, 2009), 394.



Şekil 1: Klasik Faiz Teorisi

Cafer Unay, *Makro Ekonomi* (Bursa: Uludağ Üniversitesi Güçlendirme Vakfı Yayınları, 2001), 238.

Şekil 1'de görüldüğü gibi sermaye arz ve talep eğrilerinin kesiştiği noktada faiz oranı oluşmaktadır. Bu nokta denge noktasıdır. Talepte yaşanan bir şok talep eğrisini sağa kaydıracak ve bu faizi arttıracak, faizin artması sermaye talebini tekrar düşürecek ve denge noktasına geri dönecektir. Aynı zamanda arz eğrisi de sağa kaydığında bu sefer faiz oranı düşecek, sermaye talebi artacak ve ekonomi tekrar denge noktasına gelecektir.

2.4.2. Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

Wicksell'in ödünç verilebilir fonlar teorisi, klasiklerin klasik faiz teorisinin geliştirilmiş bir hali gibi kabul edilmektedir. Bu teoriye göre iki tür faiz oranı vardır:

1. Doğal faiz oranı 2. politika faiz oranı.

Doğal faiz oranı, Klasik iktisatçıların ifade ettiği faiz oranıdır. Yani doğal faiz oranı, piyasada kendi belirlenir ve piyasada oluşan arz ve talepten etkilenecek değişir.

Wicksell'in ortaya çıkardığı piyasa faiz oranı ise, bankaların verdiği kredilere uyguladığı faiz oranlarıdır. Piyasa faiz oranının doğal faiz oranına göre daha düşük olması, sermayesi olanları yatırıma yönlendirmekte ve yatırımcıların karlarını arttırmaktadır.

Piyasada her zaman tasarruf ettiği fonu başkalarına ödünç vermek isteyen ve bu fonları ödünç almak isteyen kişiler ve kurumlar vardır. Bu durum Wicksell'in ödünç verilebilir fonlar teorisi olarak bilinmektedir. Bu fonların piyasada arz ve talebi mevcuttur ve faiz oranı da bu fonların fiyatını belirlemektedir.

Bu teoride faiz oranını belirleyen faktörler piyasada oluşan fon arzı ve fon talebidir. Wicksell'in faiz teorisine göre bu iki faktörü de etkileyen faktörler vardır.²⁸ Fon arz ve talebine farklı değişkenler etki etmektedir. Bunlardan; bireylerin yaptığı tasarruf, biriktirilen paranın piyasada dolaşıma çıkması ve bankaların var ettiği satın alma gücü gibi faktörler fon arzına etki etmektedirler. Fon talebini ise, bireysel tüketim kredisi, yeni iş yerleri kurmak için olan talep ve eski iş yerlerindeki aletleri yenilemek gibi faktörler etkilemektedir.²⁹

2.4.3. Keynesyen Faiz Oranı Teorisi

Keynesyen iktisatçılar klasik okulun yapmış olduğu faiz kavramına tamamen karşı çıkmış ve parasal bir faiz oranı teorisi oluşturmaya çalışmışlardır. Klasik iktisatçılar, faizin oluşmasında paranın rolü olmadığını kabul etmişlerdir fakat Keynesyen iktisatçılar bunu kabul etmeyerek faizi parasal yolla açıklamaya çalışmışlardır. Keynes'e göre faiz tasarrufun bir getirisi değil, parayı nakit olarak elde tutmanın bir ödülüdür.³⁰

Keynesyen yaklaşıma göre faiz oranının iki işlevi vardır: faiz oranının tasarrufun para olarak mı tutulacağı yoksa yatırım mı yapılacağını etkilemesi ve reel piyasayla para piyasası arasında ilişki kurması. Piyasa faiz oranı ile iç verim oranı arasındaki ilişki yatırım talebini etkilemekte ve bu da parasal yöntemle belirlenen faizin, yatırım talebini etkilemesiyle reel sektörü etkilemektedir.³¹

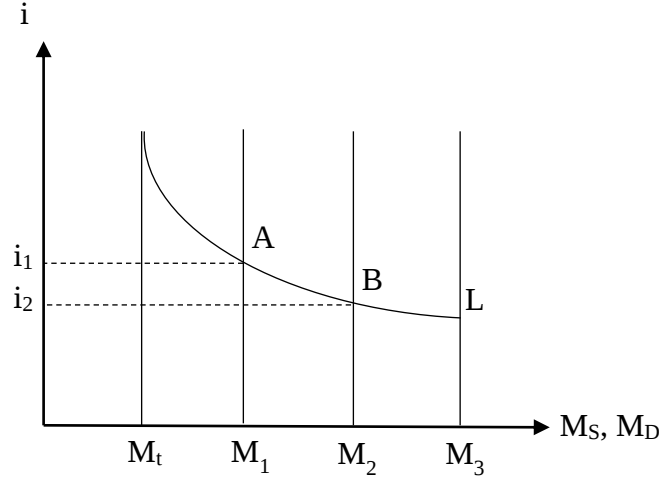
Keynesyen faiz teorisine göre para arzı ve talebi ekonomideki denge faiz oranını belirlemektedir.

²⁸ Akdiş, **age**, 215.

²⁹ Parasız, **age**, 56.

³⁰ Gülsün Gürkan Yay, *Para ve Finans: Teori-Politika* (İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2012), 110.

³¹ Nur Keyder, *Para Teori –Politika-Uygulama*, 10. Baskı (Ankara: Bizim Büro Basımevi, 2005) 378.



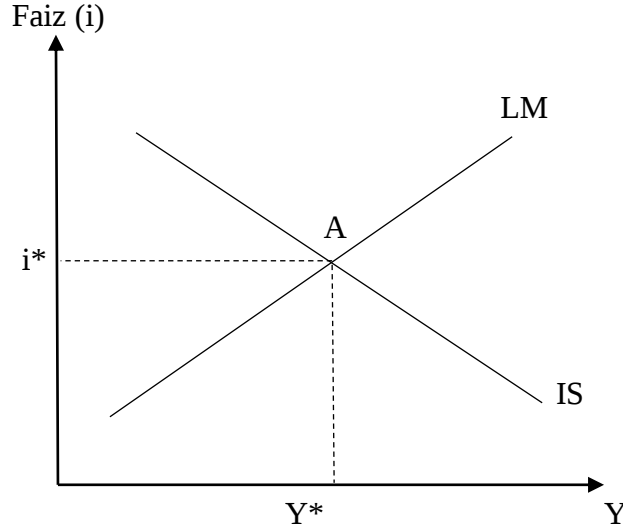
Şekil 2: Keynesyen Faiz Oranı Teorisi

Şekil 2’de $0-M_t$ arasındaki kısım işlem ve ihtiyat amaçlı para talebini, M_t-M_3 arasında kısım spekülasyon amaçlı para talebini göstermektedir. Keynes'e göre faiz oranı belli bir yere kadar düşmektedir ve o noktadan sonra para arzı faiz oranını etkilememektedir. Merkez bankası para arzını ne kadar arttırsa arttırsın faiz oranı değişmeyecek ve ekonomi likidite tuzağına yakalanacaktır.

2.4.4. Hicks-Hansen Faiz Oranı Teorisi

Bu teori hem Keynesyen hem Klasik faiz teorilerinin sentezinden oluşmuş bir faiz teorisidir.³² Klasikler faizin belirlenmesinde paranın bir öneminin olmadığını, faizin reel olarak belirlendiğini kabul etmişlerdir, Keynesyen faiz teorisinde ise Klasiklerin yanıldığı, faizin belirlenmesinde parasal etkenlerin daha önemli bir rolü olduğu belirtilmiştir. Hicks-Hansen faiz teorisinde hem reel kesim hem de parasal kesim faiz oranının belirlenmesine iştirak etmektedir. Bu teori, iktisat literatüründe önemli yeri olan IS-LM modeli olarak bilinmektedir.

³² Hüseyin İşcan, "Türkiye'de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı İlişkisi: 2009-2017 Uygulaması" (Yüksek Lisans Tezi: Süleyman Demirel Üniversitesi, 2018), 36.



Şekil 3: Hick-Hansen Faiz Oranı Teorisi (IS-LM Modeli)

Kaynak: Abuzer Pınar ve Bahar Erdal, *Para-Banka-Kredi ve Para Politikası* (Ankara: Turhan Kitabevi, 2013), 122.

Bu grafikte IS eğrisi mal piyasasını, LM eğrisi para piyasasını dengeye getiren faiz oranı ve gelir bileşimlerini vermektedir. IS-LM kesişme noktasında yani A noktasında denge faiz oranı oluşmaktadır.³³ IS eğrisinin sabit kaldığı ve LM eğrisinin sola kaydığı durumda faiz oranı yükselmekte, aksi durumda LM eğrisi sağa kaydığında faiz oranı düşmektedir. LM eğrisinin sabit kaldığı ve IS eğrisinin sağa kaydığı durumda faiz oranı artmakta, sola kaydığı durumda ise faiz oranı düşmektedir.³⁴

2.4.5. Tobin'in Portföy Teorisi

Tobin'in portföy teorisi Keynes'in likidite tercihi teorisinde bulunan bazı fikirleri değiştirmektedir.³⁵ Keynes'in likidite tercihi teorisine göre yatırımcılar, yatırımlarını ya tahvil ya da para olarak tutmaktadır. Tobin bunun gerçek hayat için geçerli olmadığını söylemiş ve yatırımcının portföyünü oluştururken risk unsurunu da göz önünde bulundurması gerektiğini söylemiştir. Yatırımcının portföyünde risk oranı az ise o portföyün getirisi daha az olacaktır. Yatırımcı portföyünü oluştururken risk oranını minimum düzeyde tutarken aynı zamanda gelirini de maksimize edecek

³³ Keyder, age, 378.

³⁴ <http://yildiz.edu.tr/~sayinsan/ISLM.pdf> 2-4. [25.03.2019]

³⁵ Keyder, age, 333.

yatırım araçlarından oluşturmaktadır.³⁶ Tobin'e göre faiz oranının belirlenmesinde sadece para arzı ve talebi değil aynı zamanda yatırıma etki eden unsurlar da vardır.³⁷

2.4.6. Tek Faiz Teorisi

Bu teorinin amacı faizin uluslararası sermaye akımları tarafından belirlendiğini açıklamaktır. Dünya ekonomisinin küreselleşmesinden sonra sermaye hareketleri de serbestleşmiş ve bunun sonucu olarak yapılan tasarruflar, sermaye olarak büyüme hızına ulaşmak isteyen gelişmekte olan ülkelere akmaya başlamıştır. Çünkü bu ülkelerde faiz oranı dünya faiz oranlarına göre daha yüksektir. Yatırımların bu ülkeye akması, ülke faiz oranı dünya faiz oranlarıyla eşitleninceye kadar devam edecektir.³⁸

Gelişmekte olan ülkeler, ülkeye sermaye akışını sağlayabilmek için reel faiz oranını yükseltmekte ve bu oranı dünya faiz oranlarının üstünde tutmaktadır. Fakat bu işlem uzun süreli olarak yapılamamaktadır. Bunun sebebi, ülke faiz oranı uluslararası faiz oranından yüksek olursa ülkenin dış ticaret açıklarının artması ve bunu kapatabilmek için dış piyasalardan yüklü miktarda borç alınması gerekmesidir.³⁹

2.4.7. Friedman'ın Faiz Teorisi

Monetarizmin yaratıcısı olan Milton Friedman, likidite etkisinde yaşanan para arzının artmasının her zaman faiz oranını düşürmeyeceğini belirtmiştir. Para arzında yaşanan artışın gelire ve fiyata olan etkisi de faiz oranını etkilemektedir. Para arzında yaşanan artış insanların gelirini arttıracak ve insanlar daha fazla tahvil talep edecekleri için faiz oranı artacaktır. Para arzının artması uzun dönemde enflasyon üzerinde arttırıcı etki yapmakta ve bu da tahvil fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır. Tahvil fiyatlarında yaşanan düşüş faiz oranını arttırmaktadır. Bu örnekler para arzında yaşanan bir artışın faiz oranını arttıracaklarını göstermektedir.⁴⁰

³⁶ Parasız, **age**, 450.

³⁷ İsmail Çevis, Macide Çiçek, Nurettin Öztürk vd., *Para Teorisi ve Politikası* (İstanbul: Lisans Yayıncılık, 2012), 377.

³⁸ Nurhan Yentürk, "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkiler", *İktisat Dergisi*, Nisan –Mayıs (1997): 136. <https://www.ejmanager.com/mnstemps/94/94-1395510503.pdf?t=1558475824> [30.03.2019]

³⁹ Mevlüt Karabıçak, "Uluslararası Yabancı Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisinin Küresel Rekabet Gücü Üzerindeki Etkileri", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C.XIV., No: 1 (2009): 141.

⁴⁰ A. Yasemin Yatla, *Fainz Teorileri*, (Çevrimiçi), 43-44. <http://goo.gl/xVUD8o> [29.12.2015]

3. FAİZ ORANLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVESİ

Bu bölümde ekonomide faiz oranları üzerinde etkisi olan faktörlerin kavramsal ve teorik çerçevesi ele alınmıştır. Bu bölümde döviz kuru, kamu borçlanması, para arzı, enflasyon ve tüketici güven endeksi kavramları incelenmiştir. Bu değişkenler aynı zamanda tez çalışmasının ekonometrik kısmında kullanılan değişkenlerdir.

3.1. Döviz Kuru

3.1.1. Döviz piyasaları ve katılımcıları

Döviz piyasaları, ulusal paranın yabancı parayla değiştirilmesini sağlayan piyasalardır. Bu piyasalarda yabancı para ile yerli para veya iki farklı yabancı para birbiriyle dolaylı veya dolaysız yollardan değiştirilebilir. Yani dünyada sadece geçerli olan bir tane para olsaydı döviz piyasalarına da ihtiyaç kalmazdı. Ama bunun mümkün olmadığını bildiğimiz için ve dünya üzerinde neredeyse her devletin kendi para birimi olduğu için döviz piyasaları dünyada en önemli piyasa olarak kabul edilir.⁴¹

Döviz piyasalarının özelliklerinden biri evrensellik, yani dünya genelinde istediğin zaman döviz işlemi yapılabilir olmasıdır. Bir diğer özelliği de alıcı ve satıcının karşı karşıya gelme gibi bir zorunluluğunun olmamasıdır. Günümüzde en önemli döviz piyasaları Londra, New York, Tokyo, Frankfurt ve İsviçre borsaları olarak kabul edilmektedir.

Bu piyasalar, döviz alış ve satışının yapıldığı ve döviz kurunun belirlendiği piyasalardır. Döviz piyasalarının bazı fonksiyonları vardır: kredi sağlama, satın alma gücü transferi, döviz risklerinin önlenmesi ve dış ticaret dengesinin kurulmasına

⁴¹ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası Finans* (İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003), 78.

yardım. Kredi sağlama fonksiyonu, dış ticaret zamanı gereksinim duyulan para kredi olarak bu piyasadan sağlanabilmesidir. Satın alma gücü transferi fonksiyonu, ithalat yapıldığı zaman bunun ödemesinin karşı tarafa transfer edilmesidir. Döviz risklerinin önlenmesi fonksiyonu, döviz kuru hareketliliğinden oluşabilecek risklerin ortadan kaldırılması ve arbitraj yoluyla bir ülke parasının her yerde aynı olmasını sağlamaktır.⁴²

Döviz piyasalarında işlem yapan kuruluşların başında ticari bankalar gelmektedir. Diğer katılımcılar ise, bireysel müşteriler ve şirketler, aracı kurumlar (bunlara dealerlar ve brokerler dahildir), hazine ve merkez bankalarıdır.⁴³

Ticari bankalar ve aracı kurumlar: Bu piyasada işlemlerin büyük bir çoğunluğu ticari bankalar tarafından yapılır. Bankalar genelde müşterilerin döviz alım-satım işlemlerini yaparlar. Bazen de gelir sağlamak için piyasadaki döviz hareketliliğini kullanarak kendi adına işlemler yapar. Ticari bankalar kendi aralarında yaptıkları döviz işlemlerinin (interbank) yanı sıra perakende döviz işlemleri de yaparlar. Genelde interbank işlemleri daha yüksek meblağlı anlaşmaları içerir. Perakende döviz işlemleri ise, bankalarla müşteriler arasında gerçekleşir ve her tutarda anlaşma yapılabilir. Bankalar döviz pozisyonu açık olursa, bunu interbank piyasada giderebilir. Aynı şekilde fazla olursa, yine bu piyasada rahatlıkla dengeleyebilir.⁴⁴

Aracı kurumlar, döviz piyasalarında işlem hacmine göre ticari bankalardan sonra ikinci sıradadır. Bu aracı kurumlara dealerlar ve brokerler dahildir. Brokerler kendi hesaplarına işlem yapamamaktadır. Herhangi bir müşteri adına pozisyon alan bu kurumlar, kazançlarını da komisyon olarak sağlamaktadır. Bu kurumların esas amacı piyasadaki alıcı ve satıcıları bir araya getirmek ve yapılan işlemlerden komisyon almaktır.⁴⁵

İhracat yapan firmalar, kazandıkları para yabancı ülke parası olduğundan o parayı ulusal parayla değiştirmek için döviz piyasasına girecektir. Döviz

⁴² Rıdvan Karluk, *Uluslararası Ekonomi* (İstanbul: Beta Basım A.Ş., 2003), 356.

⁴³ Sadi Uzunoğlu, *Para ve Döviz Piyasaları*, (İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2003), 29-31.

⁴⁴ Erol Bulut, “Döviz Kuru Belirleme Modelleri ve Döviz Piyasasının Mikro Yapısı: Türkiye Örneği” (Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, 2005), 24

⁴⁵ Onur Engin Tezcan, “Döviz Piyasalarında Spot ve Vadeli Kurlar Arasındaki Dinamik İlişkinin Analizi” (Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2010), 33.

piyasalarında dış ticaret yapan firmaların rolü büyüktür. Bu firmalar döviz piyasasının esas aktörlerinden biri olarak görülmektedir.⁴⁶

Merkez bankaları ve hazineler, döviz piyasalarını kar elde etme amacıyla değil de, ülkenin döviz rezervlerini koruma ve ulusal paranın değerini istenen doğrultuda ve ölçüde etkilemek amacıyla kullanırlar.⁴⁷ Merkez bankasının piyasaya müdahale edebilmesi için ülkenin döviz kuru sisteminin sabit kur olması gerekir. Eğer ülke parasındaki değerlenmenin önünü almak istiyorsa, o halde merkez bankası döviz satacak ve piyasada döviz arzı arttığı için ülke parasının değerini düşürecektir.

3.1.2. Döviz kuru, tanımı, hesaplanması ve çeşitleri

Döviz kuru, bir ülkenin para biriminin başka bir ülkenin para birimi cinsinden fiyatıdır. Döviz kuru bir bakıma fiyat olsa da, herhangi bir malın fiyatından çok farklıdır. Mal fiyatı değiştiğinde en fazla kendi piyasasını ve ona yakın malların piyasasını etkiler ama döviz kuru değiştiğinde uluslararası piyasaları etkisi altına alır. Döviz kuru ticarete bir ülkenin parasının diğer ülkenin parası ile değiştirilmesi anlamına gelmektedir. Yani döviz kuru olmasaydı bir ülke ticaret yaptığı ülkedeki malların maliyet değerini bilemeyecek ve fiyat belirlemesi yapamayacaktı. Döviz kuru bu tür sorunları aradan kaldırmaya yardımcı olmuştur.⁴⁸

Döviz kurunun iki asıl türü vardır:

1. Nominal Döviz Kuru
2. Reel Döviz Kuru

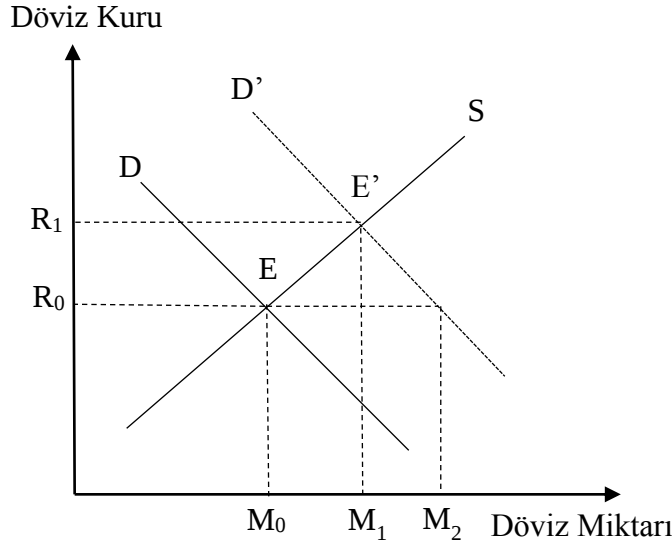
Denge döviz kuru, piyasada toplam döviz kuru talebi ve arzı eşit olduğunda oluşan kurdur. Denge döviz kuru, serbest piyasa ekonomisinde tamamen piyasadaki hareketlere göre oluşmaktadır. Bunu incelemek için serbest piyasa ekonomisinde bir örneğe bakalım.⁴⁹

⁴⁶ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, 16. Baskı (İstanbul, Güzem Can Yayınları, 2007), 345.

⁴⁷ Saniye Gümüseli, *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri* (Ankara: Türkiye Bankalar Birliği, 1994), 9.

⁴⁸ Karluk, *age*, 372-373.

⁴⁹ Most Gülnahar Banu, “Döviz Kuru Rejimleri ve Kur Savaşları” (Yüksek Lisans Tezi, Ege Üniversitesi, 2018), 3.



Şekil 4: Serbest Piyasada Denge Döviz Kuru

Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat* (İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003), 366.

Şekil 4’te denge noktası (D) talep ve (S) arz eğrisinin kesişim noktası olan E noktasıdır. Burada döviz kuru R_0 ’dadır. Eğer piyasada arz sabitken bir anda talep artarsa, yani (D) – (D’)’e kayarsa bu zaman denge noktası (E)’den (E₁)’e kayacaktır. Döviz kuru da R_1 ’e kayacaktır. Buradaki talebin artmasına sebep olarak ithalatın artması gösterilebilir.⁵⁰

Nominal döviz kuru, yabancı para biriminin yerli para birimi cinsinden fiyatıdır veya her bir yabancı para birimi başına düşen yerli para birimi tutarıdır. Nominal döviz kuru iki ülke parasının birbiriyle değiştirilmesi sonucu ortaya çıkan döviz kuru türüdür.

$$NER_{yerli} = \frac{1}{NER_{yabancı}}$$

Burada NER_{yerli} yerli para cinsinden nominal döviz kuru, $NER_{yabancı}$ ise yabancı para birimi cinsinden nominal döviz kurudur.

Reel döviz kuru: Nominal döviz kuru, döviz kuruyla ilgili tüm bilgileri içermediğinden reel döviz kuru ülkenin rekabet gücünün göstergesi olarak kullanılmaya başlanmıştır.

⁵⁰ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat* (İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003), 366.

Reel döviz kuru 2 bölümden oluşur:

1. İkili reel kur
2. Efektif reel kur

İkili reel döviz kuru iki ülkenin mal sepetinin karşılaştırmasıdır yani yabancı ülkenin mal sepetinin yerli mal sepeti cinsinden karşılaştırmalı fiyatını yansıtmaktadır. İkili reel döviz kuru aşağıdaki şekilde formülize edilir:

$$RER = NER \frac{P^*}{P}$$

Burada RER reel döviz kuru, NER nominal döviz kuru, P^* yabancı ülke genel fiyat düzeyi, P yerli genel fiyat düzeyidir.

Formülden de anlaşılabileceği gibi reel döviz kurundaki artış yabancı ülkedeki fiyatlar genel düzeyinin düştüğünü gösterir. Bu o ülkedeki malların daha da ucuzlaştığının bir göstergesidir. Reel döviz kuru düştüğünde ise yerli malların fiyat düzeyinde bir düşme yaşanmış demektir. Bu da ülkedeki asgari seviyenin yükseldiğini gösterir.

Reel döviz kurundaki değişim iki ülkenin enflasyon farkının nominal döviz kurundaki değişimle toplanmasına eşittir.

$$RER_t = NER_t * \frac{P_t^*}{P_t} \quad (1)$$

(1) denkleminde her iki tarafın logaritmasını alırsak denklem aşağıdaki gibi olur:

$$\ln RER_t = \ln NER_t + \ln P_t^* - \ln P_t \quad (2)$$

(2) denkleminde $\ln RER_t - r_t$, $\ln NER_t - n_t$, $\ln P_t^* - p_t^*$, $\ln P_t - p_t$ olarak yazarsak,

$$r_t = n_t + p_t^* - p_t \quad (3)$$

olacaktır.

$$r_{t-1} = n_{t-1} + p_{t-1}^* - p_{t-1} \quad (4)$$

(3) denkleminde (4) denklemini çıkarsak:

$$\Delta r = \Delta n + \Delta p^* - \Delta p \quad (5)$$

(5) denkleminde de görüldüğü üzere reel döviz kurundaki değişim, ülkelerin enflasyon oranlarındaki değişimlerin farkının nominal döviz kurundaki değişimle toplamına eşittir.

Efektif reel döviz kuru ikiden fazla ülkenin ticaretinde kullanılır. Bunda ülkeler arasındaki ticaretin ağırlığı da etkin rol oynamaktadır. Reel efektif döviz kuru (REER) nominal döviz kurlarının ağırlıklı ortalamasıdır. REER, nominal efektif döviz kuru ile ticaret yapılan ülkelerin fiyatlar genel düzeyi ağırlıklı ortalamasının, ülke fiyatlar genel düzeyine bölünmesinin sonucuyla çarpımından elde edilir. Yani formül olarak yazarsak aşağıdaki gibi gözükmemektedir:

$$REER = \alpha_1 NER_1 \frac{P_1}{P} + \alpha_2 NER_2 \frac{P_2}{P} + \dots + \alpha_n NER_n \frac{P_n}{P} \quad (6)$$

α_n i'inci ülkenin ticarette ağırlığını, NER_n i'inci ülkenin nominal döviz kurunu, P_n i'inci ülkenin fiyatlar genel düzeyini, P ülkenin fiyatlar genel düzeyini gösterir.

$$REER = \prod_{i=1}^n (E \frac{P_i}{P})^{w_i} \quad (7)$$

Bu formülle de REER'i bulabiliriz. Burada E ülkenin nominal efektif döviz kurunu, P_i i ülkesinin fiyatlar genel düzeyini, P ülkenin fiyatlar genel düzeyini, n ülkenin ticarete olduğu ülkelerin sayısını, w_i ülkelerin ticaretteki ağırlığını gösterir.

Reel efektif döviz kuru ülkenin ticaret rekabet gücünü gösterir.

3.1.3. Döviz Kurunun Belirlenmesi

Döviz kuru bir para biriminin yabancı para birimi cinsinden fiyatını ifade etmektedir. Döviz kurunun belirlenmesinde kur kotasyonları kullanılır.

Kotasyon, işlem yapılmak istenen kurun belirtilmesidir. Burada baz para ve kote edilen para deyimleri vardır. “Baz para” sabit olan döviz, kote edilen para ise değişen parayı gösterir. Kur kotasyonlarının iki türü vardır:

1. *Dolaysız Kotasyon*
2. *Dolaylı Kotasyon*

Dolaysız kotasyon, yabancı para biriminin yerli para birimi cinsinden olan fiyatını gösterir. Burada yabancı para sabitken yerli para değişkenlik gösterir. Örneğin $1\$ = 5,39 \text{ TL}$, burada $1\$$ 'ın yerli para birimiyle fiyatı gösterilmiştir. Yani burada dolar her zaman 1 olarak kabul edilir, değişen ise her zaman onun TL cinsinden olan fiyatıdır. Dolaysız kotasyon dünya genelinde kullanılan döviz belirtme biçimidir.

Dolaylı kotasyonda yerli para birimi sabitken yabancı para birimi değışkenlik gösterir. Yerli para biriminin değeri yabancı para birimi fiyatı ile gösterilir. Genelde ülke parası yabancı paradan daha değeri olduğu zaman dolaylı kotasyon kullanılır. Dünya genelinde Birleşik Krallık dışında pek fazla kullanılan bir kotasyon biçimi değildir.

Çapraz kur yerli piyasalarda yerli paranın dahil edilmediğı gösterimlerdir. Uluslararası piyasalarda ise ABD dolarını içermeyen gösterim şekilleri çapraz kur sayılır. Dünya piyasalarında kurlar genelde dolarla kote edildiğinden neredeyse bütün para birimlerinin dolara karşı fiyatı bilinir ve bundan yola çıkarak herhangi iki ülkenin para birimleri arasındaki değışim oranı da bulunabilir. Örneğın, bir müşteri bankaya gelmiş ve TL karşılığında euro almak istiyor; TL ve euro'nun dolar alış ve satış fiyatları aşağıdaki gibi olsun:

	Alış	Satış
\$/TL	5.39	5.4
\$/€	0.88	0.89

Müşteri TL karşılığında öncelikle dolar alması gerekiyor, daha sonra ise dolarla euro alacak.

$$5.39 \text{ TL} = 1 \$ = 0.88 \text{ €}$$

$$5.39 \text{ TL} = 0.88 \text{ €}$$

$$\text{TL} = 0.88/5.39 \text{ €} = 0.16 \text{ €}$$

Yani burada müşteri TL/€ değışimi yapmak için önce TL karşılığında dolar aldı, bu da bankanın satış kuruna denk geliyor ve daha sonra euro almak için dolar satması gerekiyor ve o da bankanın \$/€ alış kuruna denk geliyor. Sonuç olarak müşteri her bir birim TL için 0.16 € alabilecektir.

Kur Makası: Döviz satış kuru ile döviz alış kuru arasındaki farka kur makası denir. Kur makası yüzdesi aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Kur Makası} = ((\text{Döviz satış kuru} - \text{Döviz alış kuru}) / \text{Döviz satış kuru}) * 100$$

Kur makası her zaman pozitifdir. Yani satış kuru her zaman alış kurundan daha yüksek olur. Kur makasının büyüklüğünü etkileyen birkaç faktör vardır: Piyasanın derinliğı, döviz işlem hacmi vd. Genelde aracı kurumlar döviz işlem hacmi büyük olan paralara düşük makas koyarlar. Ama işlem hacmi düşük olan gelişmekte olan

ülke paralarına daha büyük makas koyulur. Genellikle piyasada işlem hacmi daha büyük olan dövizlerde kur makası düşük olur. Bir diğer sebep de, bankalar nakit paraları, banka havalelerine göre daha düşük kurdan alır ve daha yüksek kurdan satar. Bunun esas nedeni de bankaların kasalarında duran nakit paralardan faiz geliri kazanamamasıdır.⁵¹

3.1.4. Döviz Kuru Sistemleri

Döviz kuru sistemleri ülkeler arasındaki paranın değerini belirler. Bir diğer deyişle döviz sistemleri döviz kurlarını belirlemek için kullanılan sistemlerdir. Döviz kuru sistemleri 3 kategoriye ayrılır: Sabit Döviz Kuru, Esnek Döviz Kuru, Karma Kur Sistemleri. Merkez bankası döviz piyasasına sık sık müdahale ederek döviz kurunu istediği düzeyde tutarsa, bu, sabit döviz kuru sistemidir. Tam tersi olduğu durumda ise, merkez bankası döviz piyasasına karışmadığı ve kurun piyasa koşullarında serbestçe oluşmasına izin verdiği kur sistemi ise esnek döviz kuru sistemidir. Bu iki birbirinden tamamen farklı olan sistemin arasında bir de karma döviz kuru sistemi vardır. Bu sistemde de merkez bankası kurları piyasa koşullarına göre belirler ve tam esnekliğe rastlanmaz.⁵²

Hangi kur sisteminin her ülke için geçerli olduğu hususunda ekonomistler fikir birliğine varmış değillerdir. Her ülke kendi ekonomik şartlarına uygun biçimde o ülkenin ekonomisine en uygun sistemi seçmesi gerekmektedir.

Kur sistemlerinde “güvenilirlik” ve “esneklik” kavramları ön plana çıkıyor. Güvenilirlik, gelecekte döviz kurunun alabileceği değeri öngörebilmektedir. Bu yatırımcılar açısından çok büyük bir öneme sahiptir. Esneklik ise herhangi bir şokun karşısının alınabilmesi kapasitesini ölçer.⁵³

Genel olarak kur sistemleri sabit ve dengeli döviz kurları olarak kabul edilir, ama uygulamada bu iki kur sistemi arasında diğer kur sistemlerinin de olduğu kabul edilir ve bunlara “karma döviz kuru” sistemleri denir.⁵⁴

⁵¹ Seyidoğlu, 2007, 355-356.

⁵² Cafer Unay, *Makro Ekonomi* (Bursa: VİPAŞ AŞ, 2001), 205.

⁵³ Funda Özdemir, “Döviz Kuru Sistemleri ve Ödemeler Bilançosu ile İlişkisi” (Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, 2010), 39.

⁵⁴ Alövsat Müslümov, Müberiz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, *Döviz Kuru Sistemleri Ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri*, Tügiad Ekonomi Ödülleri Kitapları-3 (İstanbul: Scala Basım Ve Yayım, 2003), 21.

IMF döviz kuru sistemlerini 5 bölüme ayırır: Tam sabit kur, sınırlı dalgalanma, sınırlı esneklik, yönetimli dalgalanma ve tam esnek kur (serbest dalgalanma). Görüldüğü üzere burada da tam sabit kurdan aşamalı olarak esnek kura doğru bir gidiş vardır. Burada 3 kur sistemi de karma sistemlere uygundur. Tam sabit kurda kurdaki oynamalar merkez bankası veya devlet tarafından yapılır ve buna devalüasyon veya revalüasyon denir. Serbest dalgalanmada ise kur, piyasa arz ve talebine göre belirlenir.⁵⁵

3.1.4.1. Sabit Döviz Kuru Sistemi

Sabit döviz kuru sisteminde ülke parası; altın, gümüş veya yabancı para birimine sabitlenerek alış-satış paritesi tanımlanmakta ve talep edildiği zaman sınırsız miktarda alış veya satış yapılabileceği taahhüt edilmektedir.⁵⁶

Bu sistemde kuru, devlet veya merkez bankası belirler ve kur düzeyini belirli bir süre korur. Sabit döviz kurunda kur merkez bankasının tayin ettiği oran aralığında artar veya azalır. İlk sabit kur sistemi olan Bretton Woods sisteminde bu aralık %1 olduysa bile sistemin sonlarına doğru %2,5'e kadar artmıştır. Sabit kur sisteminde döviz kuru değerlenirse, ülkede ithalat oranı artar ve ihracat oranı düşer. Bu durum ülkede dövize olan talebi arttırır ve merkez bankası döviz talebini karşılamak için piyasaya döviz satıp yerli parayı piyasadan çekecektir. Bunun için de Merkez Bankasının elinde yeterince döviz ve altın stokunun olması gerekir.⁵⁷

Sabit döviz kuru sisteminde belirlenen kur, merkez bankası müdahaleleriyle sürekli korunacağı için ticarete kur riski olmadan vadeli alım ve satım yapılabilecek ve bu durum ülkenin ticaret hacmini arttıracaktır. Kur riskinin olmaması yatırımcılar açısından da olumlu etki yapacak ve ülkeye yapılan yatırım oranı artacaktır. Sabit kur sistemleri; mali disiplin eksikliğinin, uzun dönemli parasal dengesizliklerin ve yüksek enflasyonun olduğu ülkelerde önerilmektedir.⁵⁸

Sabit döviz kuruna geçilmeye karar verildiğinde, merkez bankasının belli bir döviz kurundan kendi parasını alım ve satım işlemleri yapmaya hazırlıklı olması

⁵⁵ Nadir Eroğlu, Hasan Dinçer ve Ümit Hacıoğlu, *Uluslararası Finans Teori ve Politika* (İstanbul: Orion Kitab Evi, 2016), 371-372.

⁵⁶ Başak Erçevik, "Döviz Kuru ve Faiz Oranının Dış Ticaret Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması" (Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2011), 21.

⁵⁷ Funda Özdemir, *age*, 41.

⁵⁸ United Nations Conference On Trade And Development, Trade And Development Report 2001, http://www.unctad.org/en/docs/tdr2001_en.pdf (24.12.2018), 116.

gerekmektedir. Merkez bankası ulusal paranın değerini sabit tutmak için ulusal parayı satın almalı, aynı zamanda da kendi dış rezervlerinin bir kısmını satmak zorundadır. Sabit kur rejiminin başarılı olmasının anahtarı, merkez bankasının dış rezervlerini satmaya istekli olmasındadır. Eğer merkez bankasının yeterince dış rezervi yoksa ve kuru koruyamayacağının farkına varmakta, o zaman yerli parayı devalüe etmeye karar vermek zorunda kalmaktadır. En kötü durumdaysa sabit kur rejimi terkedilir ve esnek kur sistemine geçilir.⁵⁹

Sabit döviz kurunun avantajları ve dezavantajları vardır. Bu rejimin esas avantajları şunlardır: Sabit döviz kuru sisteminde beklenen kur sabit olduğundan yatırımlar ve uluslararası ticaret hacmi artmaktadır. Diğer taraftan merkez bankası döviz kurunu belirli bir denge fiyat aralığında tutabilir. Beklenen kur sabit olduğundan ücret ve fiyat artışı da buna göre yapılmakta ve bu da enflasyon düzeyinin düşmesine yardımcı olmaktadır. Dezavantajları ise sabit kur sisteminin sürdürülebilirliğine güvenin azalması durumunda, herkes yabancı para almaya başlaması ve ekonomi krize doğru sürüklenmesidir. Diğer bir dezavantajı da para politikası uygulayamamasıdır. Ulusal para, sabitlendiği yabancı ülkenin para politikalarından doğrudan etkilenir. Bağlı olduğu para cinsindeki değişimler yerli ekonomiyi zor duruma düşürür. Ayrıca bu sistem iç ve dış ekonomik şoklara karşı çok kırılgandır.⁶⁰

Sabit döviz kuru sistemi dünya genelinde 1973 yılına kadar kullanılmıştır. Bu sistem dolarizasyon, para birliği ve para kurulu alt gruplarına ayrılır.

Dolarizasyon: Bir ülkenin kendi para biriminden vazgeçip başka bir ülkenin para birimini kullanmasına dolarizasyon denir. Ülkeler dolarizasyona iki şekilde geçebilirler: yasal, yani resmi olarak ve gayri resmi olarak. Resmi olarak, dolarizasyona geçmek isteyen ülkeyle parası resmi para olarak kabul edilecek olan ülke arasında varılacak bir anlaşmayla mümkündür. Gayri resmi dolarizasyonda ise ülke resmen diğer ülkenin para birimini kendi para birimi yerine kabul etmez ama halk arasında yapılan ticarete veya diğer işlerde yabancı para birimi kullanılır.⁶¹

⁵⁹ David F. DeRosa, *In Defense of Free Capital Markets: The Case Against a New International Financial Architecture*. Princeton (NJ: Bloomberg Press, 2001), 70.

⁶⁰ Emre Alpan İnan, "Kur Rejimi Tercih ve Türkiye", Türkiye Bankalar Birliği, 2002, 4. https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/Kurrejimleri.doc [25.12.2018]

⁶¹ Ayten Ayşen Kaya ve Mehmet Güçlü: "Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar", *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, (Haziran 2005): 10.

Dolarizasyon uygulamasında yurt içi para politikası uygulanmaz ve bu sebeple rejimin güvenilirliği maksimize edilmekte, sürpriz devalüasyonlara fırsat verilmemektedir. Bu rejimde düşük ve istikrarlı enflasyon oranı finansal sektörde istikrar sağlamakta, ortalama yatırım süresini uzatmakta ve döviz kuru riski tamamen ortadan kaldırıldığı için faiz oranlarını, dolayısıyla ortalama sermaye maliyetini düşürmektedir.⁶²

Para birliği sistemi, genellikle coğrafi yakınlığı olan ülkeler arasında uygulanan döviz kuru sistemidir. Bu sisteme üye olan ülkeler ortak bir merkez bankası oluşturur ve bu merkez bankasının bastığı paralar birlik ülkelerince kullanılır. Bu sisteme direkt olarak geçilmez, genelde aşamalı olarak geçiş kaydedilir. İlk aşamada birliğe dahil olmak isteyen ülkeler kendi para birimlerini birbirine sabit kur ile bağlayıp diğer para birimlerine karşı ise dalgalanmaya bırakırlar. Bu aşamada birlik üyesi her ülke kendi para birimini kullanmaya devam eder. Bir sonraki aşamada birlik üyesi ülkeler kendi para birimlerini terk eder ve merkez bankasının bastığı yeni para birimini kullanmaya başlarlar.⁶³

Para birliği sisteminin en büyük örneği Avrupa Para Birliği'dir. Bu birliğe üye olan tüm ülkeler kendi para birimlerini terk etmiş ve Euro'yu yasal para olarak kullanmaktadırlar.⁶⁴

Para birliği kavramı teorik yapısını R. Mundell'in optimum kur alanları çalışmasından almıştır. Para birliği rejiminin başarılı olması için aşağıdaki hususların olması gerekmektedir:⁶⁵

- 1- Parasal birlik üyeleri birbiri ile ticaret partneri olmalıdır.
- 2- ülkelerin dışa açıklık oranları yüksek olmalıdır.
- 3- Ekonomik konjonktür birliğe üye ülkeler arasında yüksek korelasyona sahip olmalıdır.
- 4- ülkelerin makroekonomik politikaları ve enflasyon oranları birbirine yakın olmalıdır.

⁶² Müslümov, **age**, 25.

⁶³ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama* (İstanbul: Güzem Can Yayınları, 1996), 469.

⁶⁴ Erhan Akardeniz, "MB Faiz Kararlarının Döviz Kuru Volatilitesi ile İlişkisi" (Doktora Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, 2018), 51.

⁶⁵ Müslümov, **age**, 28.

Faiz giderlerinin düşük olması, döviz kuru riskinin azalması, döviz işlemleri maliyetinin düşüklüğü ve emisyon kazançlarının paylaşılması para birliği rejiminin üye ülkelere sunduğu avantajlardır. Para birliğinin bazı dezavantajları da vardır. Bunlar, üye ülkelerin bağımsız para politikası uygulayamaması ve merkez bankasının son kredi mercii olma özelliğini yitirmesidir.⁶⁶

Para kurulu sisteminde ülkeler kendi para birimini yabancı bir para birimine sabitlemişlerdir. Bu ya bir tek yabancı para birimi veya bir para sepeti olabilir -para sepeti, birden fazla ülkelerin para birimleri toplamıdır. Eğer yerli para yalnızca bir yabancı ülke parasına bağlanıyorsa, burada daha çok ülkenin yoğun ekonomik ilişkisi içinde olduğu ülkenin para birimi tercih edilir.⁶⁷ Para kurulunda ülke kendi para birimini tedavülden kaldırmamakta ve sabit bir kurda yabancı bir para birimine bağlamaktadır.⁶⁸

Para kurulu sistemi bazı hukuki düzenlemeleri gerektirmektedir. Bu sistemde iki asıl kural vardır. İlki, para kurulu kasasında sabit kur üzerinden ülkedeki yerli para rezervi kadar döviz bulundurması gerektiğidir. Diğer bir kural ise, eğer kasada döviz yoksa yerli para basmak ve piyasaya sürmek kanunen yasaktır. Bu bağlamda para otoritesi olan merkez bankasının da son kredi mercii ya da dış şokları dengeleme gibi görevleri ortadan kalkmaktadır.⁶⁹

Para kurulu özel bir hükümet birimidir ve bu birim, ülkenin para arzı ve döviz kuru politikalarının kontrolünden sorumludur. Para kurulu merkez bankasıyla paralel veya merkez bankası içerisinde faaliyet gösterebilir. Para kurulunun bastığı para tam konvertibl paradır. Bu kurulun borç verme yetkisi yoktur.⁷⁰

Para kurulu sisteminin bir sıra avantajları ve dezavantajları vardır. Para kurulu sisteminin avantajları döviz kurlarında istikrar sağlama, para politikalarının güvenilirliğini ve kredibilitesini artırmasıdır. Bu sistemin dezavantajları, merkez bankası fonksiyonlarını kaybettiği için likidite krizi gibi durumlarda bankaların zor durumda kalması halinde, para politikaları kullanılamadığı için finansal piyasalara faiz oranları ile müdahale etme şansı kalmaması ve ülke ekonomisi tehditlere açık

⁶⁶ İşcan, **age**, 16.

⁶⁷ Zeynel Dinler, *İktisada Giriş* (Bursa: Ekin Kitapevi Yayınları, 2003), 532-533.

⁶⁸ Aydan Kansu, *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri: Türkiye'nin 1994 ve 2001 Krizleri* (İstanbul: Güncel Yayınevi, 2006), 33.

⁶⁹ Mehmet Hilmi Özkaya, "Farklı Kur Rejimlerinin Makroekonomik Performans Sonuçları" (Doktora tezi, Kocaeli Üniversitesi, 2007), 44.

⁷⁰ Funda Özdemir, **age**, 46.

hale gelmesidir. Bu sistemin en büyük dezavantajlarından biri ise döviz kuru ve enflasyon aynı oranda hareket etmediği için milli para veya döviz kurunun aşırı değerlendirilmesidir.⁷¹

Para Kurulu, merkez bankası deneyimi olmayan küçük ülkeler ile belirli bir ticaret bölgesine dahil olmak isteyen ve para politikasında kredibilite sorunu bulunan kriz içindeki ülkeler için uygun bir sistemdir.⁷²

3.1.4.2. Esnek Döviz Kuru

Esnek döviz kuru sistemi, para biriminin değerinin altın veya diğer bir para birimine bağlanmadığı ve paranın değerinin piyasalarda serbestçe değişebildiği döviz kuru sistemidir.⁷³ Bu sistemde döviz kuru, piyasadaki döviz arzı ve talebi ile belirlenir. Esnek döviz kuru sisteminde döviz kuru, döviz arz ve talebini eşitleyen noktada oluşur ve bu iki parametreden biri değiştiği zaman döviz kuru da değişir. Döviz kuru denge düzeyindeyken dövize olan talep arzı geçerse, döviz kuru yükselecek, yani yabancı para yerli paraya göre değerlendirilecektir. Ülkede ihracat oranı artacak, ithalat oranı ise düşecektir. Tersisi durumda ise, yani eğer döviz arzı artarsa yerli para değerlendirilecek ve ithalat artıp ihracat azalacaktır.

Bu sistemde merkez bankası kura müdahale edemez ve kur, gün içerisinde piyasada yaşanan gelişmelerden, politikada yaşanan gelişmelerden ve bazen spekülasyonlardan etkilenecek değişiklik gösterebilir. Esnek kur sistemine geçen ülkeler döviz kurundaki belirsizliklerden dolayı verimliliği kaybetse de, maksimum esneklik ve hareket özgürlüğü şansını yakalamış olurlar. Esnek kur rejimine geçmiş ülkeler genelde enflasyon hedeflemesi politikasını uygulamaya sokarlar. Buna İsveç ve Türkiye örneklerini verebiliriz.⁷⁴

Ülkede makroekonomik istikrarı sağlamak için merkez bankaları esnek döviz kuru sistemine geçiş yapmıştır. Bu sistem 1980’li yıllardan itibaren yaygınlaşmaya başlamıştır.

⁷¹ Başak Erçevik, **age**, 27.

⁷² Rıdvan Karluk, *Uluslararası Ekonomi, Teori ve Politika* (İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 2009), 545.

⁷³ Paul. R Krugman and Maurice Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy* (Addison-Wesley Publishing Company, 2000), 569.

⁷⁴ Eroğlu, Dinçer ve Hacıoğlu, **age**, 376-377.

Esnek döviz kurunun da avantajları ve dezavantajları var. Esnek döviz kuru avantajları şunlardır:⁷⁵

- 1 – Her bir ülkeye bağımsız iç politika uygulama şansı verir, dış denge kendiliğinden sağlandığı için merkez bankası para ve maliye politikalarını iç dengeyi sağlamak için kullanabilir,
- 2 – Para aşırı değerlenmez ve kur hareketleri aşırı şekilde değişmez,
- 3 – Sabit döviz kuru rejiminde olduğu gibi döviz rezervine gerek duyulmaz,
- 4 – Ülkede kura dayalı krizlerin yaşanması olası değildir,
- 5 – Esnek kur sistemi yerli paranın gerçek değerini bulmasını sağlar. Sabit döviz kuru sisteminde yerli para genellikle aşırı değerlenmektedir.

Esnek kur rejiminin avantajlarının yanı sıra dezavantajları şunlardır⁷⁶:

- 1 – Döviz kurlarındaki belirsizlik ticaret ve sermaye akımlarına eksi yönde etki eder. Yani ülkeye yatırım yapacak olan insanlar döviz kurundaki belirsizlik nedeniyle yatırımlarının tam maliyet ve getirisini önceden tahmin edemezler ve bu durumda ülkeye yatırım yapmaktan kaçınırlar.
- 2 – Esnek döviz kuru sisteminde kura herhangi bir devlet müdahalesi olmadığından faiz oranlarındaki yükseliş ülkeye yabancı sermaye çekecektir ve bu sermaye yerli para biriminin değerlenmesine yol açacaktır. Değerlenmiş yerli para ihracata azaltıcı etki yapacak ve ülkenin dış ticaret dengesini değiştirecektir.
- 3 – Bu sistemde, kurlar yükseldiği zaman ülkeye ithal edilen malların fiyatı da artacağından, ülkede enflasyon oranı yükselecektir ve döviz kurunun yükselmesi sonucunda ülkede enflasyon oranı artmış olacaktır. Bu soruna ithal enflasyon denir.⁷⁷

Esnek döviz kurunun en önemli özelliklerinden biri, ülkelerin ödemeler dengesini kurdaki hareketlerle sürekli dengede tutabiliyor olmasıdır. Esnek kur sisteminde sürekli hareket eden kur piyasada döviz arz ve talebini eşitler ve ödemeler

⁷⁵ Burak Darıcı, “Makro Ekonomik İstikrarın Sağlanması Açısından Dalgalı Döviz Kuru Sistemi”, *Mevzuat Dergisi*, Sayı.104, (Ağustos 2006): 8. <https://www.mevzuatdergisi.com/2006/08a/03.htm#> [02.01.2019]

⁷⁶ Abdülkerim Gök, “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, c.XXI, s.1, (2006): 134. <https://docplayer.biz.tr/7958198-Alternatif-doviz-kuru-sistemleri.html> [02.01.2019]

⁷⁷ Emre A. İnan, “Kur rejimi tercihi ve Türkiye”, *Bankacılık Dergisi*, (Şubat 2002): 3. http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/kur_rejimi.doc [02.01.2019]

dengeğini korur. Gerçek hayatta tam esnek döviz kuru kullanılmaz buna sebep ise hiçbir ülkede kurun serbestçe, sınırsız şekilde değişmesine izin verilmemesidir.⁷⁸

3.1.4.3. Karma Sistemler

Sabit ve esnek döviz kuru sistemlerinin yanı sıra diğer döviz kuru sistemleri de mevcuttur. Bu sistemlere karma döviz kuru sistemleri denir. Karma döviz kuru sistemleri sabit ve esnek döviz kurlarının arasında bir işleyiş biçimine sahip döviz kuru sistemleridir. Bu sistemlerin bazıları sabit döviz kuru sisteminden esnek döviz kuru sistemine geçilirken ara evrede kullanılan döviz kuru sistemleridir. Bu sistemler de kendi aralarında Sabit döviz kuruna yakın olan ve esnek döviz kuruna yakın olan sistemler olarak ikiye ayrılır. Ayarlanabilir sabit kur, yatay bant içinde dalgalanan sabit kur, sürünen pariteler, sürünen bantlar sabit döviz kuru sisteminin değiştirilmiş versiyonlarıdır.⁷⁹

Yönetimli dalgalanma: Bu ara döviz kuru sisteminde parasal otoritelerin asıl amacı dönemsel aşırı dalgalanmaların önüne geçmektedir. Bu sistemde de esnek döviz kuru sisteminde olduğu gibi kurun belirleyicisi piyasadaki döviz arz ve talebidir. Ama merkez bankası istediği zaman kura müdahale edebilir. Merkez bankası, eğer kurda öngörülen uzun dönem denge değerinden sapma olmazsa kurun dalgalanmasına müdahale etmemektedir. Para otoritelerinin müdahalesinin amacı ekonomik istikrarı bozabilecek faaliyetlerin önünü kesmektir.⁸⁰

Bu sistemde merkez bankasının hareketleri şeffaf olmadığından ekonomide belirsizlik artabilmektedir. Merkez bankasının döviz kurlarını değiştirmesi, piyasada rahatsızlığı getirecek ve bunun sonucu olarak belirsizlik artacaktır. Bununla birlikte yatırımcılarda yatırım yapılıp yapılmaması konusunda ülkeye karşı bir kuşku yaratacaktır.

Yönetimli dalgalanma sisteminde iki tür dalgalanma söz konusudur: temiz dalgalanma ve kirli dalgalanma.

Temiz dalgalanma, para otoritelerinin piyasada istikrar bozucu hareketleri karşısına alması ve kurun piyasada serbest dalgalanmasını sağlamasına denir. Eğer

⁷⁸ Eroğlu, Dinçer ve Hacıoğlu, **age**, 379.

⁷⁹ https://www.ekodialog.com/uluslararasi_ekonomi/doviz-kuru-sistemleri.html

⁸⁰ Mehmet Güçlü, “Ekonomik İstikrar Arayışlarında Döviz Kuru Sistemlerinin Rolü: 2000 Yılı Türkiye Deneyimi” (Yüksek Lisans Tezi, Ege Üniversitesi, 2004), 58.

para otoritelerinin döviz kuruna müdahale amacı bu değil de kurların oluşmasında kendi rollerini öne çıkarmaksa; bu, kirli dalgalanma adlandırılmaktadır.⁸¹

Yönetimli dalgalanma sistemini genelde ekonomileri yükselmekte olan ülkeler kullanmaktadır. Bu sistemde kura müdahalenin derecesini ülkeler de belirleyebilirler. Fazla müdahale edildiği zaman bu sistem sabit kur sistemine yakınlık gösterecektir; aksine müdahaleler azalır ve kurun piyasada belirlenmesine izin verilirse bu sistem serbest döviz kuru sistemine yakın olacaktır.⁸²

Sürünen parite sistemi, yüksek enflasyon oranıyla mücadele etmek isteyen ülkeler için uygundur. Bu sistemde önceden ilan edilen döviz kuru sistemi enflasyon oranına göre belirlenmektedir. Herhangi bir olumsuzluk yani dengesizlik durumunda kur aniden büyük oranda devalüe edilmek yerine belli aralıklarla daha küçük oranlarda ve denge döviz kuru noktasına gelene kadar devalüe edilmektedir. Bu sistem sabit döviz kuru sistemine çok daha yakın bir sistemdir. Bu döviz kuru sistemi genelde Latin Amerika ülkelerinde uygulanmıştır. Türkiye’de de 2000 yılında uygulanmış ama sene bitmeden vazgeçilmek zorunda kalınmıştır.⁸³

Ayarlanabilir sabit kur sistemi, Bretton Woods sisteminin devamında gelen kur sistemi olarak bilinmekte ve bu sistemde yerli para yabancı paraya belli bir düzeyde bağlanmaktadır. Bu sistemde döviz kurunun belirlenmiş parite etrafında %1 oranında dalgalanmasına izin verilir. Burada sabit kur sisteminde olduğu kadar katı kurallar yoktur. Hükümet isterse merkez bankası aracılığıyla döviz kuru seviyesinde ayarlama yapabilir.⁸⁴ Bu sistemde merkez bankası sıklıkla ve seyrek ayarlamalar yapabilir. Yani merkez bankası uzun aralıklarla kuru değiştiriyorsa bu seyrek ayarlamadır. Sık ayarlama ise döviz kuru ayarlamaları yani devalüasyon veya revalüasyon merkez bankası tarafından sıklıkla yapılır.⁸⁵

Bu sistemde merkez bankası döviz kuru düşme eğilimi gösterdiği zaman piyasadan döviz satın alır, döviz kurları yükselme eğilimi gösterdiği zaman ise döviz

⁸¹ Dinler, **age**, 502.

⁸² Erhan Akardeniz, **age**, 50.

⁸³ Mehmet Çağrı Gözen, “Başlıca Döviz Kuru Belirleme Yaklaşımları ve Seçilmiş Yaklaşımların Türkiye Örneğinde Test Edilmesi” (Doktora Tezi, Kocaeli Üniversitesi, 2018), 28.

⁸⁴ Saruhan Özel, *Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz* (İstanbul: Alkım Yayıncılık, 2000), 92.

⁸⁵ Özdemir, **age**, 52.

rezervinde tuttuğu döviz piyasaya sürerek piyasada döviz arzını arttırır ve kurun istediğı düzeyde kalmasını sağlar.⁸⁶

Ayarlanabilir sabit döviz kuru sistemi para politikasının kullanım amaçlarını kısıtlar: piyasada talebi kontrol etmek için faiz oranlarıyla oynama, ödemeler dengesinde değışiklikler yapma şanslarını elinden almış olur. Yani ülke parasını sabitlediğı ülkenin para politikalarını da almış olur. Eğer ülkede faiz oranlarının düşürölmesi gerektiğinde diğör ülkede faiz oranlarının arttırılması söz konusuysa, sorunlar ortaya çıkmaktadır.⁸⁷

3.1.4.4. Türkiye’de uygulanan döviz kuru sistemleri

Türkiye’de döviz kuru sistemi olarak dünyada olduğı gibi önce sabit döviz kuru sistemi uygulanmış daha sonra ise dünya trendine uygun olarak yavaş yavaş esnek kur sistemine geçilmiştir. 1980 yılına kadar sabit döviz kuru sistemi uygulanmış ve çıkan ekonomik sorunlar nedeniyle sık sık devalüasyonlar uygulanmıştır. 1973 yılından sonra Türkiye sabit kur sisteminden çıkmış ve esnek kur sistemine geçmiştir. 24 Ocak 1980 yılında yapılan ve uygulamaya konulan istikrar programı ile Türkiye’de kur sisteminde yeni bir dönem başladı ve dalgalı kur sistemine geçildi. İlk başlarda kirli dalgalı kur, sonra yönetimli dalgalanma uygulanmıştır ve akabinde 2000 yılında yürürlüğe girmiş sürünen parite sistemi Şubat 2001’e kadar uygulanmış ancak yaşanan ekonomik kriz nedeniyle terk edilmiştir. Türkiye 2001 Şubat krizi sonrası esnek kur sistemine geçmiştir ve günümüze kadar da biraz değışiklik göstererek müdahaleli esnek kur sistemi olarak gelmiştir. Aşağıdaki tabloda Türkiye’de uygulanmış olan döviz kuru sistemleri gösterilmiştir.⁸⁸

Tablo 1: Türkiye’de Uygulanmış Döviz Kuru Sistemleri

Yıllar	Döviz Kuru Rejimi
1980 öncesi	Sabit Kur Sistemi
1980	Kirli Dalgalanma
1981-1988	Yönlendirilmiş Sabit Aralık
1989-1993	Yönetimli Dalgalanma

⁸⁶ Dinler, **age**, 524.

⁸⁷ Kansu, **age**, 37.

⁸⁸ Sait Koçak, “Döviz Kurundaki Değışikliklerin Ekonomik Etkileri” (Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, 2006), 38.

1994	Kirli Dalgalanma
1995-1999	Yönetimli Dalgalanma
2000-2001 Şubat	Yönlendirilmiş Sabit Parite
2001 Şubattan itibaren	Dalgalı Kur Sistemi

Sait Koçak, “Döviz Kurundaki Değişikliklerin Ekonomik Etkileri” (Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, 2006), 37.

3.2. Kamu Borçlanması

Borçlanma kavramı, mevcut kaynakların yetersizliğini ortadan kaldırmak için kişi veya kurumlardan ödünç alınan ve bir süre sonra ödenecek olan kaynağı ifade etmektedir. Kamu borçlanması denildiğindeyse, devletin belli bir amaç dahilinde yerli ve yabancı kaynaklardan borçlanmasıdır. Devlet, kamu harcamalarını finanse etmek için vergi gelirlerini kullanmaktadır. Vergi gelirlerinin kamu harcamalarını karşılamada yetersiz kaldığı durumlarda kamu borçlanması, kamu harcamalarını finanse etmek için başvurulmuş bir araçtır. Kamu borçlarının, kamu harcamalarını artırmak, savaş harcamalarını finanse etmek, önceden olan borcunu başka bir yerden borçlanarak kapatmak, bütçe açıklarını kapatmak ve bazı yatırım projelerini finanse etmek gibi amaçları vardır.

Borçlanma kavramına iktisat okullarının bir birinden farklı bakış açıları vardır. Klasik iktisatçılardan Hume, Smith ve Ricardo kamu borçlarına ilişkin kendi görüşlerini bildirmişlerdir. David Hume, borçlanmanın negatif etkilerinin olduğunu ve devletin borçlanma yerine olağanüstü durumlarda kullanabileceği kaynağı, önceki dönemlerde elde edeceği bütçe fazlaları ile karşılamalı olduğu görüşünü bildirmiştir. Hume'a göre, kamu borçlanmasının faizlerini ödemek için devlet vergi oranlarını arttıracak ve bu da dar gelirli halk üzerinde daha fazla baskı yaratacaktır. Sonuç olarak Hume, kamu borçlanmasının yaratacağı kamu harcamaları yükünün sonraki nesillere aktarılacağını savunmuş ve bu yükün gelecek nesiller tarafından finanse edilmek zorunda kalınacağını bildirmiştir. Adam Smith de Hume gibi borçlanmanın gelecek nesiller üzerine borç yükü bindireceğini bildirmiş fakat şimdiki zaman için vergilendirme yerine borçlanmaya başvurulmasının halkın üzerine daha az yük bindireceğini söylemiştir. David Ricardo ise, vergilendirme ve borçlanmaya başvurulma arasında bir fark olmadığını bildirmiştir. Ricardo, her iki durumda da ülke varlıkları aynı derecede azalmaktadır. Vergilendirme, hemen halk üzerine bir

baskı yapmakta ve halk üzerinde vergi yükünü arttırmaktadır. Borçlanma yoluna gidilmesi halinde ise, gelecekte bu borcun faizini ödemek için vergi oranları artacak ve aynı durum bu sefer gelecek dönemde yaşanacaktır.⁸⁹

Klasiklerden sonra Keynesyen okul maliyecileri de kamu borçlanmasıyla ilgili kendi görüşlerini bildirmişlerdir. Keynesyenler, Klasiklerin farklı olarak devletin ekonomiye müdahale etmesi gerektiği fikrini savunmuş ve ekonomide oluşan talep yetersizliğini borçlanma yoluyla ortadan kaldırıp, borçlanmadan elde edilen geliri de kamu harcamaları olarak kullanmasını uygun görmüşlerdir. Keynesyenler borçlanmanın bir gereklilik olduğunu söylemiş ve klasiklerden farklı olarak borçlanmanın korkulacak bir şey olmadığını vurgulamışlardır.⁹⁰

3.2.1. Kamu Borçlanma Sınıflandırılması

Kamu borçlanması sınıflandırılması bir çok özelliklere göre yapılmaktadır. Borçların süresine göre, kaynağına göre ve alınma koşuluna göre ayrı ayrılıkta sınıflandırılmaktadır.

3.2.1.1. Sürelerine Göre Borçlar

Kamu borçları sürelerine göre kısa ve uzun vadeli borçlara ayrılmaktadır. Fakat literatürde 1-5 yıl arası olan borçlanmalara orta vadeli borçlanma da denilmektedir. Orta vadeli borçlar genelde kısa vadeli borçlara dahildir. Kısa vadeli borçlar, bir yıla kadar vadeli borçlardır. Bu borçların faiz oranı daha düşük olur ve bu da devletin borç yükünü daha az olmasını sağlar.⁹¹

Uzun vadeli kamu borçları ise 5 yıldan daha uzun vadeyle alınmış borçlardır. Uzun vadeli borçlanmayı devlet sermaye piyasalarından almaktadır. Uzun vadeli borçların faiz oranları kısa vadeli borçların faiz oranlarına göre daha yüksek olmaktadır. Kısa vadeli borçlar vadesi geldiğinde süresi uzatılarak uzun vadeli borca dönüşebilmektedir. Buna borcun konsolide edilmesi denmektedir.⁹²

⁸⁹ Hamdi Bağcı, *Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme* (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2001), 19.

⁹⁰ Mahmut Kalenderoğlu, *Kamu Maliyesi – Bütçe ve Borçlanma* (Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004), 224.

⁹¹ Abdurrahman Akdoğan, *Kamu Maliyesi*, 9. Baskı (Ankara: Gazi Kitabevi, 2003), 417.

⁹² Kalenderoğlu, *age*, 227.

3.2.1.2. Kaynağına Göre Borçlar

Kaynağına göre borçlar iki yere bölünmektedir: iç kaynaklı borçlar (iç borçlar) ve dış kaynaklı borçlar (dış borçlar). Devletin piyasaya sürdüğü tahviller yerli parayla alınıyorsa bu iç borçlanma, yabancı parayla alınıyor ise, bu dış borçlanmadır. Yani tahvilin vadesi geldiğinde devlet borcu milli parayla ödeyecekse bu iç borç, yabancı parayla ödeyecekse bu dış borçtur. Bundan başka iç borç ve dış borç ayrımında yerli ve yabancı piyasalardan alınan borçlar ve yerli ve yabancı vatandaşlardan alınan borçlar da dikkate alınmaktadır. Yani uyuğua göre borç alımında eğer ülke vatandaşı tahvil alıyorsa yurtdışında olsa bile bu iç borç sayılır. Ama yabancı ülke vatandaşı bu ülkede tahvil alsa bile bu dış borç olarak sayılmaktadır. Bir diğer ayrım da ise, borç iç piyasadan sağlanıyorsa bu iç borç, dış piyasadan sağlanıyorsa bu dış borç olmaktadır. Bu ayrım da esas olan borcun ülke içinden veya dışından alınmış olmasıdır. Paranın niteliğinin veya borç verenin uyruğunun hiçbir etkisi yoktur.⁹³

İç borçlanmanın alındığı kaynaklar bankalar, özel kişi ve kuruluşlar, sosyal güvenlik ve ekonomik kuruluşlar ve merkez bankalarıdır. Özel kişi ve kuruluşlardan borçlanma, kişilerin elinde tuttuğu paraları faiz geliri elde etmek için devletin piyasaya sürdüğü tahvillere yatırmasıdır. Sosyal güvenlik kuruluşlarından borçlanma ise, devlet, çalışanları sigortalamak için belirli primler ödenmektedir. Bu sayede devlet hem prim ödeyenlerin mağdur olmasının önüne geçmekte ve devletin kanun yoluyla borçlanmasını sağlamaktadır. Bankalar, kamu borçlanmasında en güvenilir kaynaklardan birisidir. Bankalar, istedikleri zaman devlet tahvillerinden alabilir ve devletin verdiği faiz oranından yararlanabilirler. Bu da kamu borçlanmasına ciddi destek vermektedir. Merkez bankası da emisyon yaparak devlete gerekli olan borcu sağlamaktadır.⁹⁴

3.2.2. Türkiye’de Kamu İç Borçlanması

Türkiye’de iç borçlanma yetkisi Hazine bakanına aittir. Yetkili bakan bu yetkiyi Müsteşarlığa devredebilir. Fakat bu devir, Bakanın sorumluluğunu ortadan kaldırmaz. Devletin borçlanma limiti, ülkenin tahmini giderleri ile gelirleri arasındaki fark kadar olabilir ve %5 oranında artırılabilir. Devlet, genelde borçlanma

⁹³ Akif Erginay, *Kamu Maliyesi*, 16. Baskı (Ankara: Savaş Yayınları, 1998), 219-220.

⁹⁴ Metin Erdem, Doğan Şenyüz ve İsmail Tatlıoğlu, *Kamu Maliyesi*, 7. Baskı (Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2009), 212-213.

aracı olarak para piyasasını ve DİBS'ni (Devlet İç Borçlanma Senetleri) kullanmaktadır. Para piyasası nakit işlemleri, devletin kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılamak için yaptığı işlemlerdir. DİBS ise, Hazine tarafından yurt içinde piyasaya sürülen borçlanma senetleridir. İç borç stokunun en büyük kısmını bu senetlerden elde edilen borçlar oluşturmaktadır.⁹⁵

3.3. Para arzı

Para, her hangi bir şeyin satın alınmasında kullanılan evrensel kabul edilmiş araçtır. Paranın üç tane fonksiyonu vardır. Paranın hesap birimi olması; Paranın mübadele aracı olması; Paranın değer saklama aracı olmasıdır. Hesap birimi olarak para, piyasada malların fiyatlarını belirlemektedir. Mübadele aracı olarak ise, geçmişte olan mal mübadelesinin yerini almış ve herhangi bir malı para karşılığında alınmasını sağlamıştır. Paranın değer saklama aracı fonksiyonu, tasarruf yapılabilirdiğini bildirmektedir. Fakat paranın değeri enflasyonla her dönem düştüğü için saklama aracı olarak parayla alınan diğer varlıkların yatırım aracı rolünü üstlenmesine sebep olmaktadır.⁹⁶

Para arzı, piyasada dolaşan toplam paranın miktarını ifade etmektedir. Daha geniş bir tabirle para arzı, piyasadaki tüm banknotların ve bankalardaki tüm mevduatların bir araya gelmesiyle oluşan kavramdır. Para arzını açıklamada kullanılan bazı tanımlar vardır. En dar para arzı tanımı M_0 'dır.

$$M_0 = \text{dolaşımdaki yerli para}$$

$$M_1 = M_0 + \text{vadesiz mevduat}$$

$$M_2 = M_1 + \text{vadeli mevduat}$$

$$M_3 = M_2 + \text{Repo ve Para piyasası fonları} + \text{İhraç edilen menkul kıymetler}$$

3.4. Enflasyon

Enflasyon, fiyatların her dönem yükselmesini ve bunun sonucunda paranın değerinin de her dönem düşmesini ifade eder. Bir başka düşünceye göre ise, enflasyon, ekonomide artan talebin arzla karşılanamamasından dolayı fiyatlar genel

⁹⁵ Ercüment Vardar, “Türkiyede İç Borçlanmanın Gelişimi” (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2007), 55-59.

⁹⁶ Merih M. Paya, *Para Teorisi ve Para Politikası* (İstanbul: Filiz Kitabevi, 2002), 15-17.

düzeyinin sürekli artmasıdır. Enflasyon sözcüğünün anlamı Latince 'den çeviride "şişme" anlamına gelmektedir.⁹⁷ Enflasyon, İkinci Dünya Savaşından önce iktisat literatüründe nadiren kullanılan bir kavram iken, savaştan sonra enflasyonun önemi artmış ve literatürde enflasyonla ilgili çalışmalar artmaya başlamıştır. O zamana kadar enflasyonun önemsenmemesinin esas sebebi ise, o döneme kadar hakim olan iktisat teorisinin parayı ve parasal gelişmeleri göz ardı etmesidir.

3.4.1. Enflasyonun Ölçülmesi

Enflasyonun ölçülmesi, enflasyonla mücadelede uygulanacak politikaların belirlenmesinde çok önemli yer tutmaktadır. Enflasyonun hesaplanmasında endeksler kullanılmaktadır. Toptan Eşya Fiyatları Endeksi (TEFE), Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE), Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ve GSMH deflatörü enflasyonun ölçülmesinde kullanılmaktadır.

Toptan eşya fiyat endeksi toptan satışa sunulan eşyaların fiyatlarında yaşanan değişimin göstergesidir. TEFE, belirli bir toptan satılan, aynı miktar ve kalitede olan mal sepetinin zaman içerisinde karşılaştırılarak fiyat değişikliğinin ölçülmesidir. Yani TEFE, toptan eşya fiyatlarındaki değişikliklerini göstermektedir.⁹⁸

Üretici fiyat endeksi, ülkede üretimi yapılan ve yurtiçinde satılan malların üretici fiyatlarının zaman içinde karşılaştırılması sonucu elde edilen fiyat endeksidir. ÜFE ile TEFE arasındaki temel fark, TEFE'de fiyatlara vergiler ekleniyor ve bu endekste fiyatlar, üreticileri ve toptan satış noktalarını derlemektedir. ÜFE'de fiyatlar, üreticilerin yurtiçi peşin satış fiyatıdır.⁹⁹

Tüketici Fiyat Endeksi ölçümünde kullanılan mal sepetine tüketicilerin kullandığı yiyecek, giyecek, dayanıklı tüketim malları vb. mallar dahil edilir. TÜFE, tüketicilerin belli bir mal veya hizmet sepetine ödediği fiyatın belli bir süre içinde uğradığı değişikliği göstermektedir.

⁹⁷ Pınar Seden Meral, "Enflasyon ve Enflasyonun Okuma Alışkanlığına Etkisi", *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 1.19 (2005): 310. <https://dergipark.org.tr/download/article-file/231610> [28.05.2019]

⁹⁸ T.C. Başbakanlık Devlet İstatistik Enstitüsü, Tüketici Fiyatları Endeksi ve Üretici Fiyatları Endeksi, Sorularla İstatistikler Dizisi Ankara 2005, 141. <https://suatatan.files.wordpress.com/2008/05/fiyatendeksleri.pdf> [28.05.2019]

⁹⁹ Özlem Kurnaz, "Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi 1987-2006 Dönemi" (Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, 2009), 5-6.

Gayri Safi Milli Hasıla Deflatörü, ekonomideki tüm malları kapsayan fiyat endeksidir. Nominal GSMH'nin reel GSMH'ye oranı GSMH deflatörünü vermektedir. Gayri Safi Milli Hasıla Deflatörü, ölçülen yıl ile baz alınan yıl arasındaki fiyat değişimini ortaya çıkarmaktadır. Bu endeksin ideal olmamasının sebebi, orta kesim hane halkının ilişkili olmadığı bazı malları da kapsamamasıdır. Özellikle orta kesim için bu endeks paranın değerini ölçmede kullanışlı değildir.¹⁰⁰

3.4.2. Enflasyonun Sınıflandırılması

Enflasyonu sınıflandırmak, ekonomide gelişen enflasyon türlerine göre farklı politikalar uygulanmasına izin vermektedir. Enflasyon, kaynağına göre ve hızına göre iki gruba bölünmektedir. Kaynağına göre enflasyon, talep enflasyonu, maliyet enflasyonu ve ithal enflasyondur. Hızına göre enflasyon ise, ılımlı enflasyon, yüksek enflasyon ve hiperenflasyondur.

Talep enflasyonu, ekonomide toplam talebin toplam arz tarafından karşılanamadığı zaman oluşmaktadır. Yeterince üretim olmaması fiyatların yükselmesine sebep olmaktadır.¹⁰¹ Bu durumun geçerli olabilmesi için ekonomide tam kapasitede üretim seviyesi olmalıdır. Mal ve hizmetlere olan toplam talebe karşılık üretimin az olması piyasada dengesizlik yaratacak ve bunun sonucunda da fiyatlar yükselecektir. Piyasa denge durumunun daha yüksek bir fiyatta sağlanması ve bu artışın sürekli olması talep enflasyonu olarak bilinmektedir.¹⁰²

Maliyet enflasyonu, üretim maliyetlerinin artması sonucu bu artışın ürün fiyatlarına yansımalarıyla oluşan enflasyon türüdür.¹⁰³ Üretim maliyetlerine, üretimi direkt veya dolaylı yollardan etkileyen faktörler etki edebilirler. Üretimde çalışan işçilerin ücretlerinin artması ve üretimde kullanılan hammadde fiyatının artması üretimdeki maliyeti artıran esas faktörlerdir. Maliyet enflasyonu, kar ve ücret enflasyonuna ayrılmaktadır. Ücret enflasyonu, ücretlerin artmasına rağmen kalitenin çok da artmaması sebebiyle üretim maliyetini artırır ve sonuçta ücretten doğan

¹⁰⁰ Kurnaz, 6.

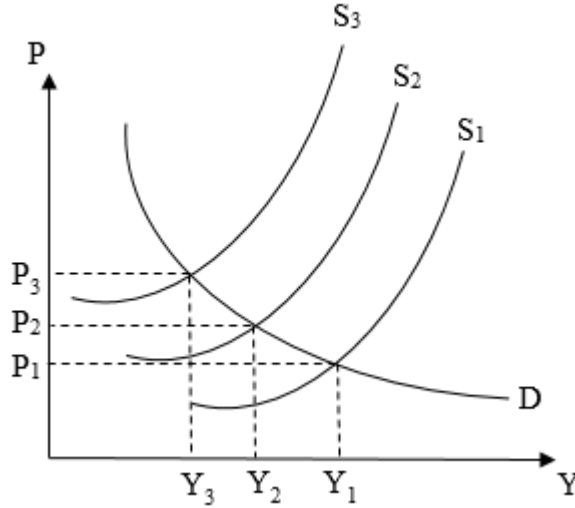
¹⁰¹ Dinler, **age**, 450.

¹⁰² İsmail Türk, *Maliye Politikası*, 13. Baskı (Ankara: Turhan Kitabevi, 1999), 83.

¹⁰³ Mehmet Hasan Eken, *Enflasyonun Bankacılık Üzerine Etkilerinin Risk ve Karlılık Açısından Değerlendirilmesi* (İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, 1994), 11.

enflasyon ortaya çıkmaktadır. Kar enflasyonu denildiğinde ise, üreticilerin karlarını daha da artırmak için fiyatlarda artış yapması sonucunda oluşmaktadır.¹⁰⁴

Maliyet enflasyonu, şekil 5'teki gibi oluşmaktadır.



Şekil 5: Maliyet Artışı ve Enflasyon

Maliyet enflasyonu, aşağıdaki şekilde oluşmaktadır. Şekil 5'te piyasadaki toplam talep ve toplam arz eğrilerinin kesişmesinde denge durumu oluşmaktadır. S1 ve D eğrilerinin kesişim noktası piyasadaki denge durumunu ifade etmektedir. Bu noktada piyasadaki fiyat P1 üretim düzeyi ise Y1 düzeyindedir. Piyasada toplam arz eğrisi S1'den S2'ye kaydığı zaman toplam talep eğrisi değişmediğinden S2 ve D eğrilerinin kesişmesinde fiyat seviyesi P2'ye üretim düzeyi ise, Y2 seviyesine gelmektedir. Şekilde arz eğrisinde yaşanan artışa karşılık talep eğrisinde herhangi bir değişimin olmaması üretim düzeyini düşürmekte ve fiyatlar genel seviyesini artırmaktadır.¹⁰⁵

İthal enflasyon, genelde ithalatçı ülkelerde gerçekleşmektedir. İthal edilen malların fiyatlarında yaşanan artış ithal eden ülkede de fiyat artışına sebep olmaktadır. Yurt dışından hammadde ithali olduğu zaman, ithal hammaddenin

¹⁰⁴ T.C. Merkez Bankası, Enflasyon ve Fiyat İstikrarı, 4.
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba/Enflasyon_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba-m5lk8Dx [29.05.2019]

¹⁰⁵ Özhan Uluatam, *Makro İktisat* (Ankara: Savaş Yayınları, 2001), 329.

fiyatının artması üretimde maliyet artırmakta ve genel olarak da fiyatları artırarak maliyet enflasyonuna neden olmaktadır.¹⁰⁶

İlımlı enflasyon, ekonomide fiyatların yavaş yavaş yükselmesini sağlayan enflasyon türüdür. İlımlı enflasyon oranı ülkeye göre değişiklik göstermektedir. Fakat genel kabul görmüş düşünceye göre gelişmekte olan ülkelerde bu oran yıllık %6, gelişmiş ülkelerde ise, enflasyon yıllık %4'ün altında olduğu zaman ılımlı enflasyon geçerli olmaktadır. İlımlı enflasyon dönemlerinde fiyatlarda yaşanan artış ücret artışlarından daha düşük olmakta ve bunun sonucu olarak tüketicinin gelirene fiyat artışlarını yansıtmamakta ve hane halkında paraya olan güveni sarsmamaktadır.¹⁰⁷

Yüksek enflasyon, ekonomide yıllık fiyat artışlarının iki ve üç rakamlı olmasıdır. Aylık fiyat artışları da %5-%15 arasında olduğu görülmektedir. Yüksek enflasyon dönemlerinde hane halkı yerli paraya güven duymazlar ve ellerinde likit para tutmazlar. Para, enflasyon oranından daha yüksek faiz getirisi veren kaynaklara yatırılır. Yurt dışına yapılan yatırımlar artmaktadır.¹⁰⁸

Hiperenflasyon, ekonomide yıllık fiyat artışlarının %1000 üzerinde olması durumudur. Hiperenflasyon, çok büyük oranlara yükselmekte ve ülke ekonomisini ciddi biçimde tehdit etmektedir. Ulusal paranın aşırı değersizleşmesine sebep olan hiperenflasyon, çoğu zaman yeni bir para biriminin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Hiperenflasyonun esas nedeni kamu açıklarının çok yüksek boyutlara çıkmasıdır. Kamu açıklarını kapatmak için para basmaya kalkışınca da enflasyon kendi kendini beslenmeye başlamaktadır. Hiperenflasyon durumunda günlük fiyat artışları yaşanmaktadır. Yani insanlar sabah aldığı ürünü öğlen ve akşam daha yüksek fiyattan almak zorunda kalmaktadırlar.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Halit Çöloğlu, *Stagflasyon* (Ankara: G.Ü.İ.İ.B.F Yayınları, 2001), 63.

¹⁰⁷ Müge Yılmaz, "Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki İlişki" (Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, 2016), 8.

¹⁰⁸ Ercan Uygur, *2000'li Yıllarda Türkiye Ekonomisi ve Ekonomi Öğretimi* (Ankara: T.E.K. Yayınları, 2000), 14.

¹⁰⁹ Ahmet Hakan Balat, "Türkiye'de Enflasyonla Mücadelede, Maliye Politikalarının Rolü ve Etkisi: 1990-2008 Yılları" (Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, 2010), 13.

3.5. Tüketici Güven Endeksi

Tüketici güven endeksi, yatırımcının hassasiyetini ölçen değişkenlerden biridir. Yapılan araştırmalarda yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmek, riskten uzak durmak ve daha rasyonel kararlar almak isteseler de reel dünyada bu isteklerini yapmış oldukları yatırımlarda gerçekleştirilmemekte olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bunun esas sebebi ise psikolojiktir. Yatırımcılar değeri artan hisselerini gerekenden daha erken satmakta, değeri düşen hisseleri ise yükselecek umudu ile gereğinden daha fazla elinde tutmaktadırlar. İnsanın duygularının işe karışmasıyla alınan yatırım kararları rasyonel olmaktan çıkmakta ve yatırımcının hisleri doğrultusunda olmaktadır.¹¹⁰

Tüketici güveni, psikolojik ekonomi disiplini açısından açıklanmaktadır. George Katona, tüketici psikolojisi üzerine yapmış olduğu çalışmalarla bu konunun öncüsüdür. Katona, yapmış olduğu çalışmalarda tüketicilerin davranışlarının sadece satın alma gücüne değil satın alma isteğine de bağlı olduğunu göstermiştir.¹¹¹

Katona ve meslektaşları 1940'lı yılların sonuna doğru Michigan Üniversitesi Tüketici Duyarlılık Endeksini oluşturmuşlardır. Bu kurum tüketicilerin güven endeksini ölçmede kullanılan ilk kurum olmuştur. Tüketici güven endeksinin ölçülmesini bazı kurumlar üstlenmiştir. Bu kurumlar; Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi, The Conference Board Tüketici Güven Endeksi, Avrupa Birliği Tüketici Güven Endeksi, TÜİK Tüketici Güven Endeksi ve OECD Tüketici Güven Endeksi.

¹¹⁰ Serpil Döm, *Yatırımcı Psikolojisi* (İstanbul: Değişim Yayınları, 2003), 14.

¹¹¹ George Katona, *Psychological Economics* (Oxford: Elsevier Science Ltd, 1975).

4. FAİZ ORANI VE ONU ETKİLEYEN FAKTÖRLER ARASINDAKİ İLİŞKİ

4.1. Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkisi

Bu iki ekonomik gösterge arasında bir ilişki olup olmadığı yıllardır tartışma konusudur. Bunun sebebi faiz oranları ile döviz kuru arasında birden fazla bağın olmasıdır. Faiz oranları, döviz kurundaki ani dalgalanmaları kontrol altına alma konusunda en önemli araçlardan biridir. Döviz kuru ile faiz arasında karmaşık bir ilişki vardır. Kimi iktisatçılara göre faiz oranlarının arttırılması ülkeye sermaye girişini arttıracak, ulusal paraya değer kazandıracak ve döviz kuru düşecektir. Ancak karşıt görüşteki iktisatçılara göre faiz oranlarının artması sonucunda ülkede yerli paraya talep azalacak ve enflasyon oranı artarak yerli parada değer kaybına yol açacak ve döviz kuru yükselecektir. Üçüncü bir bakış açısına göre ise, yükselen faiz oranları ülkedeki banka ve firmaların borç yükünü arttıracak, ödeme gücünü azaltacak ve bu da piyasada kötümser bakış açısına sebep olarak yerli paranın değerinin düşmesine yani döviz kurunun artmasına neden olmaktadır. Sonuç olarak bu konuda ekonomi çevrelerinde bir görüş birliği yoktur. Bazı ekonomistler faiz oranları ile döviz kuru arasında hiçbir ilişki olmadığını bile söylemektedirler.¹¹²

4.1.1. Mundell-Fleming Modeli

Bu model 60'lı yıllarda ortaya atılmıştır. Daha sonra Robert Mundell ve Marcus Fleming Keynesyen, modeli geliştirmişler ve modele sermaye hareketlerinin rolünü de dahil etmişlerdir. Her iki iktisatçı bu çalışmaları birbirinden habersiz ve neredeyse aynı zamanda yaptıkları için bu model Mundell-Fleming modeli olarak adlandırılmıştır.¹¹³ Mundell-Fleming modeli, daha önce döviz kurunu belirlemeye yönelik modellerde sermaye hareketliliğinin olmamasını eleştirmiş ve döviz kurunun belirlenmesinde sermaye hareketlerinin de yer alması gerektiğini savunmuştur.

¹¹² Rıdvan Karacan, “Faiz, Döviz Kuru İlişkisinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (20) (2010): 73, <http://kosbed.kocaeli.edu.tr/sayi20/karacn.pdf> [05.02.2019]

¹¹³ James M. Boughton, “On The Origins Of The Fleming – Mundell Model”, *IMF Staff Papers*, Vol.50 No.1, (2003): 1-2.

Kurların belirlenmesinde sermaye hareketlerinin de modele dahil edilmesi kurların daha gerçekçi bir şekilde belirlenmesine ortam hazırlamıştır.¹¹⁴

Ekonomisini geliştirmek ve daha güçlü bir ekonomiye sahip olmak isteyen ülkeler yabancı sermayeleri kendi piyasalarına çekmek için üç temel makroekonomik hedefe ulaşmak isterler. Bu hedefler bağımsız para politikası, istikrarlı döviz kuru ve finans piyasalarının açıklığıdır. Mundell-Fleming modeli ise, bu üç hedeften yalnızca ikisine tam olarak ulaşmanın mümkün olduğunu söylemektedir. Yani ülkeler kendi hedeflerine ulaşabilmek için, kendi çıkarlarını en düzgün yansıtabilecek şekilde bu hedeflerden ikisini seçerek ekonomilerini inşa edebilirler. Örneğin; ABD'de bağımsız para politikası ve finansal piyasaların açıklığı dikkate alınmakta ve döviz kuru serbest olarak piyasada belirlenmektedir. Avrupa'da ise, ülkeler para politikasına karışmadığı için diğer iki politikayı seçmektedir.¹¹⁵

Bu modelin bir takım varsayımları vardır. Bu varsayımlar şunlardır:

1. Tam sermaye hareketliliği,
2. Yurt içi ve yurt dışı tahvillerin ikame edilebilirliği,
3. Korumasız faiz paritesinin geçerliliği,
4. Döviz piyasasında tam rekabet,
5. Merkez bankası nın piyasaya müdahale etmemesi.

Bu modelde SGP'nin geçerli olmadığı ve nominal kurdaki değişimin reel kurda da gerçekleşeceği belirtilmektedir. IS-LM modelinin kapalı ülkeler için geçerli olduğu kabul edilmiştir. Mundell-Fleming modelinde ise ekonomisi dışa açık olan küçük ülkeler ele alınmıştır. Mundell-Fleming modeli, İS-LM-BP modeli olarak da bilinmektedir. Burada İS eğrisi, ekonomide mal piyasasının denge koşulunu; LM eğrisi, para piyasasında denge durumunu; BP eğrisi, döviz piyasası denge koşulunu göstermektedir.¹¹⁶ Mundell-Fleming modelinde, denge döviz kuru ödemeler bilançosu dengede ve döviz arz ve talebinin kesiştiği noktada oluşur.

Mundell-Fleming modeli, esnek döviz kuru sistemine geçilmeden önce sermaye yüksek hareketlilik gösterdiğinde para politikasının ve maliye politikasının

¹¹⁴ Engin Kılıçarslan, "Döviz Kuru ve Makroekonomik Etkileri" (Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi, 2016), 13.

¹¹⁵ Yu Hsing, "Test of the impossible trinity Hypothesis for five selected countries in the Asian and Pasific regions", *Economics Bulletin* 32, 1, (2012): 617.

<http://www.accessecon.com/Pubs/EB/2012/Volume32/EB-12-V32-I1-P57.pdf> [15.02.2019]

¹¹⁶ Yay, *age*, 172.

nasıl olacağını göstermiştir. Daha sonra bu modele dayanarak daha etkili modeller geliştirilmiş ve bu da 1999 yılında Robert Mundell'e Nobel ödülünü getirmiştir.¹¹⁷

Mundell-Fleming modelinde para ve maliye politikalarına dört açıdan bakılmıştır. Bunlardan ikisi sabit döviz kuru sisteminde, diğer ikisi ise esnek döviz kuru sisteminde incelenmiştir.

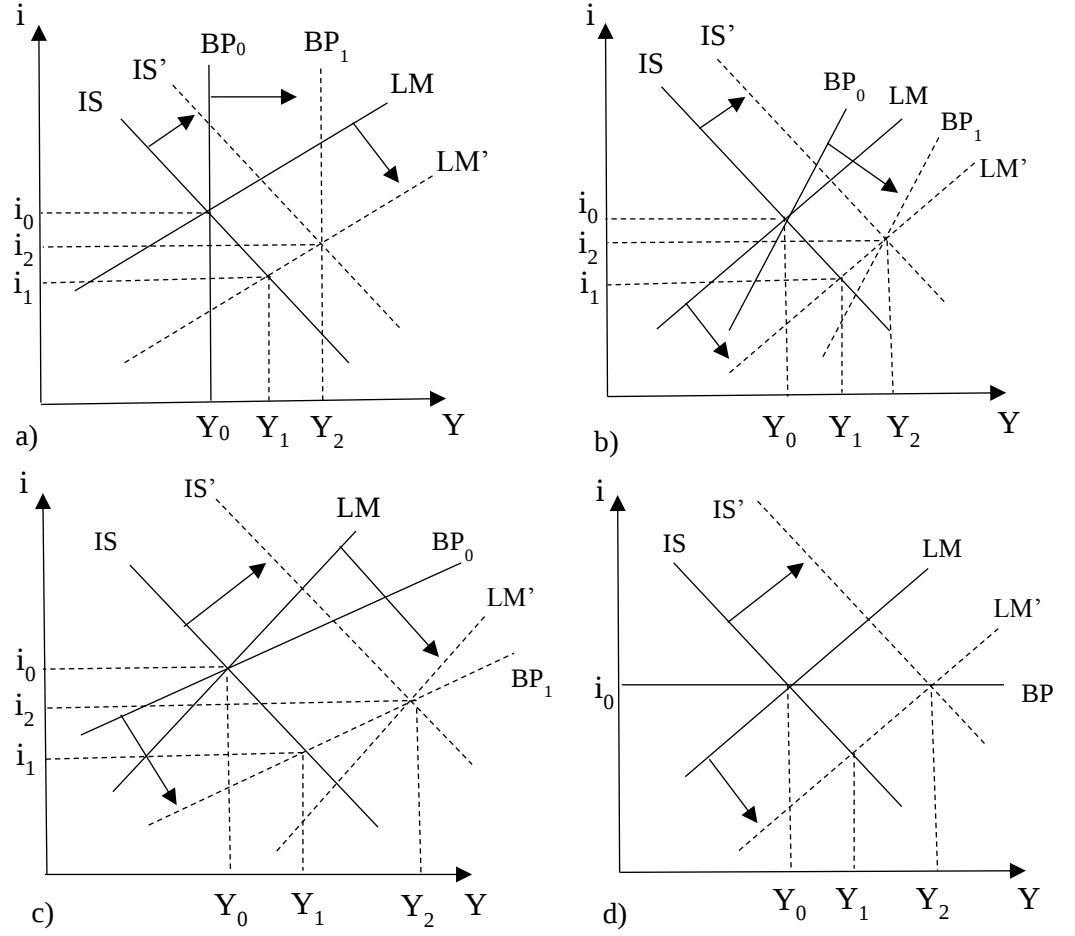
4.1.1.1. Esnek Kur Sisteminde Genişleyici Para Politikasının Etkileri

Bu modeli göstermek için grafikler kullanılmaktadır. Burada BP'nin eğimi sermaye hareketliliğine bağlıdır. Tam sermaye hareketliliği geçerli olduğunda BP eğrisi yatay şekilde olacaktır. Eğer tam sermaye hareketliliği geçerli değilse BP eğrisi pozitif eğimli olacaktır. Reel dünyada tam sermaye hareketliliği tam olarak geçerli olmadığı için bu modelde esas kısım, eksik sermaye şartı altında gelişecek para ve maliye politikalarının anlatımıdır.

Bu döviz kuru sistemi Bretton-Woods sisteminin çökmesiyle 1973 yılından itibaren ülkeler tarafından tercih edilmeye başlanmıştır. Bu sistemde döviz kuru tamamen piyasada oluşan döviz arz ve talebiyle belirlendiğinden, ödemeler bilançosunda oluşabilecek dengesizlik durumunda piyasa dengeyi otomatik olarak sağlayacaktır.

Para arzındaki yükselmelere verilen ekonomik tepkiler, farklı sermaye hareketliliği durumlarında tutarlıdır. Para arzında yaşanan bir artış, dört durumda da LM eğrisini sağa kaydırır, başlangıç denge noktasında olan Y_0 gelirini artırır ve i_0 faiz oranında aşağı yönlü baskı yaratır. Bu da ödemeler dengesinde yeni bir denge düzeyi ortaya çıkarır. Esnek döviz kuru sisteminde uygulanan genişleyici para politikası, yerli para biriminin değerinin düşmesine neden olur ve bu da ülkede ihracatta artı yönde bir çizgi oluştururken ithalatta düşüşe sebep olmaktadır.

¹¹⁷ Farid Jabiyev, "Mundell-Fleming Modeli Kapsamındaki Trilemma Hipotezinin Azerbaycan Ekonomisi Üzerine Test Edilmesi" (Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi, 2018), 7.



Şekil 6: Esnek Kur Sisteminde Genişleyici Para Politikasının Etkileri

Dennis R. Appleyard, Alfred J. Field ve Steven L. Cobb, *International Economics* (McGraw-Hill Irwin, 2008), 665.

(a) grafiğine bakıldığında, sermayenin hareketsiz olduğu durumda, başlangıçtaki eksikliğin, yüksek gelir seviyesi olduğundan artan ithalata dayalı olduğu görülür. Para biriminin değeri düştüğü için LM sağa kayar ve yeni Y_1 ve i_1 denge düzeyi oluşur. Yerli paranın değeri düştükçe BP ve IS eğrisi sağa kayacak ve BP_1 ve IS' olacaktır. Bu değişikliklerden sonra piyasa, daha yüksek bir gelir düzeyi Y_2 , daha düşük bir faiz oranı i_2 ve değer kaybeden bir para birimi ile birlikte yeni bir piyasa denge düzeyi belirlemiş olacaktır.¹¹⁸

Eksik sermaye mobilitesi yani sermaye hareketliliğinin tam olmadığı iki durumda uygulanan genişletici para politikası, piyasada para arzını arttırır ve bu da

¹¹⁸ Dennis R. Appleyard, Alfred J. Field ve Steven L. Cobb, *International Economics* (McGraw-Hill Irwin, 2008), 664.

ülke içi faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Faiz oranlarının düşmesi ülkeden sermaye çıkışına sebep olmaktadır. Ülkeden sermaye çıkışı yabancı paraya olan talebi arttırmakta ve bu da döviz kurunun artmasına yani yerli paranın değer kaybetmesine sebep olmaktadır. Paranın değer kaybetmesi BP eğrisinin ne kadar yatay olduğuna bağlıdır. Eğer BP eğrisinde yataylık ne kadar artarsa, yerli paradaki değer kaybı da o kadar artacaktır. Şekil 6 (b) ve (c) panellerine bakıldığında i_0 olan faiz oranının genişleyici para politikası sayesinde artan döviz arzı nedeniyle i_1 noktasına gerilediği görülmektedir. LM sağa kayar ve LM' olur. Piyasa burada i_1 ve Y_1 noktasında olur. Daha sonra paranın değeri düştüğü için ülkede ihracat artar ve ithalat gittikçe azalır. Bu da IS eğrisini sağa kaydırır ve IS' olur. LM' ve IS' kesiştiği noktada piyasada yeni denge sağlanmış olacaktır ve BP eğrisi de sağa kayarak yeni denge noktasından geçecektir. Yeni denge noktasında faiz oranları i_2 ve gelir Y_2 olarak belirlenmiştir. Bu yeni denge noktasında ilk denge noktasına göre faiz oranı biraz düşmüş, milli gelir ise artmıştır.¹¹⁹

Şekil 6 (d) panelinde gösterilense sermayenin tam mobil olduğu durumdur. BP eğrisi sermaye hareketliliği tam mobil olduğu için tamamen yataydır. Bu durumda para arzındaki artış, yurt içi faiz oranlarını düşürecek ve bu da ülkeden sermaye çıkışının hızlanmasına sebep olacaktır. Para arzındaki artış ile LM eğrisi sağa kayacak ve LM' olacaktır. Yeni denge düzeyi, IS-LM' kesişme noktası olacaktır. Ülkeden sermaye çıkışı arttığı için ülke parası değer kaybedecek ve döviz kuru yükselecektir. Bu da Marshall-Lerner koşuluna uygun olarak, ihracatı destekleyecek ve ithalatı azaltacaktır. Bu hareketler sonucunda IS de ödemeler dengesini tekrar sağlayacak şekilde sağa kayacak ve yeni piyasa dengesi IS'-LM' kesişme noktası olacaktır. Bu işlemler sonrasında ülkenin milli gelir düzeyi de artmış olacaktır. Sermayenin tam mobil olduğu durumda, para politikası maksimum etkinliğe erişmektedir.¹²⁰

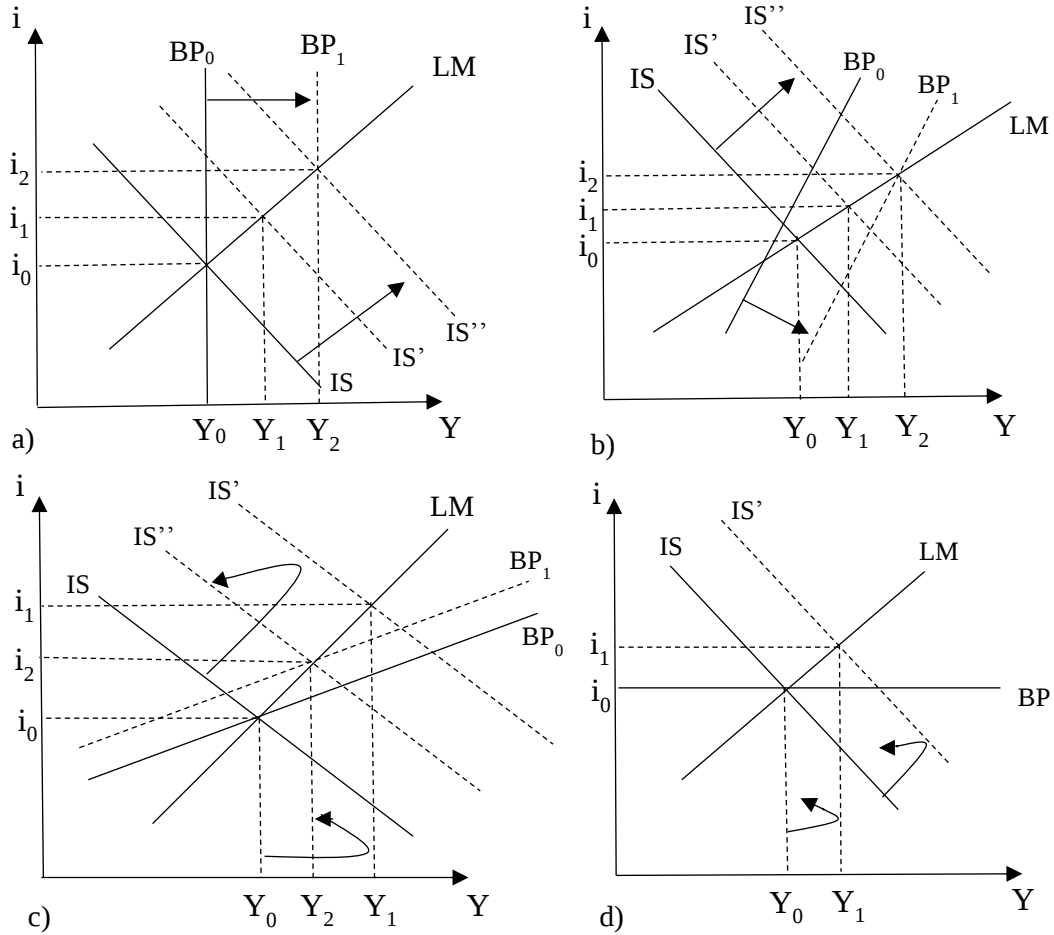
4.1.1.2. Esnek Kur Sisteminde Genişleyici Maliye Politikasının Etkileri

Esnek döviz kuru sistemi altında genişleyici maliye politikası, IS eğrisinin sağa kayması ile başlamaktadır -bunu Şekil 7'de görebiliriz. Şekil 7'de dört durumda

¹¹⁹ Yıldırım, *age*, 247-248.

¹²⁰ Steven Husted ve Michael Melvin, *International Economics* (USA: Addison Wesley Longman, 2001), 533.

da piyasa Y_0 ve i_0 noktasında dengededir. Bu dört diyagram da farklı sermaye hareketlilikleri hakkındaki yaklaşımı göstermektedir.



Şekil 7: Esnek Kur Sisteminde Genişleyici Maliye Politikasının Etkileri

Dennis R. Appleyard, Alfred J. Field ve Steven L. Cobb, 662.

(a)'ya bakıldığında, sermayenin tamamen hareketsiz olduğu görülür. Devlet harcamalarında yaşanan artış nedeniyle mal ve hizmetlere olan iç talep artar ve IS eğrisi sağa kayar (IS'), bu da geliri ve ülk e içi faiz oranlarını yükseltir. Sermaye tam hareketsiz olduğu için gelirdeki artış ithalat oranını artırır, bu da ülke parasının değerinin düşmesine neden olur ve döviz kuru yükselmiş olur. Yerli para değer kaybettiği için BP_0 eğrisi de sağa kayar(BP_1). Sonrasında para biriminin değer kaybetmiş olması, ithalatı azaltırken ihracatın artmasına ortam hazırlayacaktır ve IS eğrisi bir kez daha sağa kayacaktır(IS''). IS, LM ve BP eğrileri tekrar aynı noktada

kesiştiği zaman bu işlemler durmakta ve piyasanın yeni denge düzeyi belirlenmektedir.¹²¹

şekil 7 (b) panelinde eksik sermaye mobilitesi durumunda, BP eğrisinin LM eğrisinden daha dik olduğu durum gösterilmiştir. Bu, sermayenin faiz esnekliğinin düşük olduğunu gösterir. Kamu harcamalarındaki artış, ekonomi üzerinde genişleyici bir etki yapacak ve demeler dengesinde açığa yol açacaktır. Kamu harcamalarındaki artış aynı zamanda IS eğrisini de sağa kaydıracaktır. demeler dengesindeki bu açığın ekonomi üzerindeki baskısı, tamamen hareketsiz sermaye durumunda olduğundan daha az olur. Bunun nedeni, kısa vadeli sermayenin yerel faiz oranındaki değişikliğe belli bir dereceye kadar tepki vermesidir. IS sağa kaydığı zaman gelir ve faiz oranları da artar. Faiz oranlarının artması normalde ülkeye sermaye girişini arttırır fakat bu durumda sermayenin faiz esnekliği düşük olduğundan sermaye girişleri zayıf olur ve gelir arttığı için ülkede ithalat artmaya devam eder. İthalat daha da arttığı için demeler dengesi açığının sürmesi anlamına gelir ve bu, ülke parasının değerini düşürür. lke parası değer kaybeder ve döviz kuru yükselir. lke parasının değerinin düşmesi ihracatı arttırır. Artan ihracat ve paranın değer kaybetmesi IS eğrisini bir kez daha (IS") sağa kaydırır. Aynı şekilde BP eğrisinin de sağa kaymasına sebep olur (BP₁). Bu da ekonomiyi yeni bir denge düzeyine getirir ve gelir ile faiz artmış olur. Uygulanan maliye politikasının etkinliği de artmış olur.¹²²

şekil 7 (c) panelinde ise, LM eğrisinin BP eğrisinden daha dikey olduğu piyasa durumu gösterilmiştir. Bu piyasada sermaye mobilitesi de diğer duruma göre daha yüksektir. Devlet kamu harcamalarını arttırdığı zaman IS eğrisi sağa kayacak ve piyasada yeni denge noktası oluşturacaktır. Bu denge noktasında gelir ve faiz oranları artmış olacaktır (Y₁ ve i₁). Artan gelir ithalat oranını arttırırken, artan faiz oranları da ülkeye girecek olan sermayeyi arttıracaktır. Sermaye artışının ithalat artışından daha fazla olmasının sebebi bu piyasada sermaye faiz esnekliğinin yüksek olmasıdır. Sermaye girişleri ithalat artışını aştığı için demeler dengesi fazlası ortaya çıkacak ve bu da ülke parasının değerlenmesine, yani döviz kurunun düşmesini sağlayacaktır. lke parasının değerlenmesi BP eğrisini sola kaydırmakta ve ihracat azalıp ithalat arttığı için de IS eğrisi de sola kaymaktadır. Bu durumda piyasa üçüncü bir noktada tekrar dengeye gelir. Fakat bu denge durumundaki gelir bir önceki denge

¹²¹ Appleyard, J. Field ve L. Cobb, **age**, 661-662.

¹²² Yay, **age**, 182.

durumundaki gelirden daha düşüktür. Bu, devletin maliye politikasının etkinliğinin zayıf olduğunu gösterir.¹²³

Esnek kur sistemi altında maliye politikası etkinliğinin son durumu olan tam sermaye mobilitesi durumu ise panel (d)'de gösterilmiştir. Hükümetin kamu harcamalarında yaptığı artış IS eğrisini sağa kaydıracak (IS') ve gelir ile faiz oranı artmış olacaktır. Faiz oranları arttığı için ülkeye sermaye akışı artacaktır. Yükselen gelir nedeniyle artan ihracat artışından daha fazla olduğu için ödemeler dengesi fazlası oluşturacaktır. Bu da ülke parasının değer kazanmasına ve döviz kurunun düşmesine neden olacak ve IS' eğrisi tekrar eski yerine doğru yani sola kayacaktır (IS). Sermayenin tam mobil olduğu bu durumda denge gelir düzeyi değişmediğinden hükümetin uygulamış olduğu maliye politikası etkinsizdir.¹²⁴

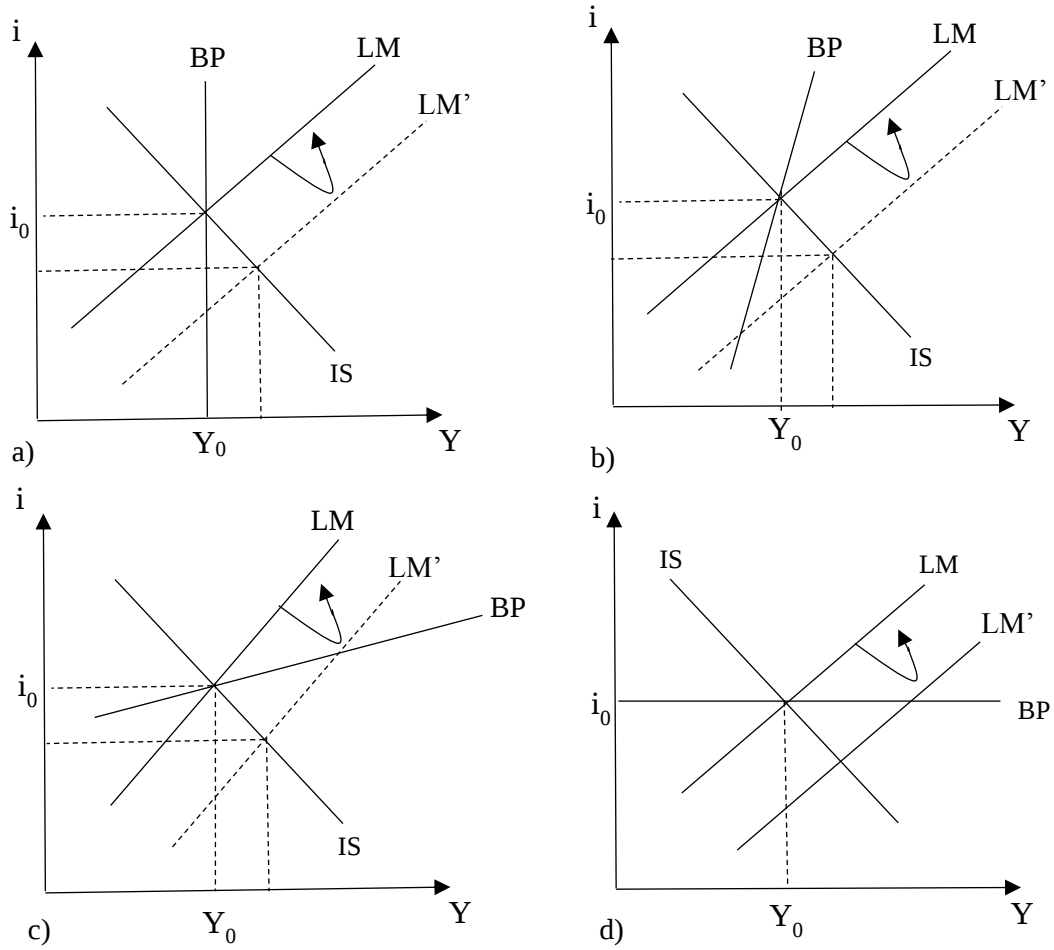
Sermayenin ne mobil ne de tamamen hareketsiz olmadığı durumlarda, BP ve LM eğrilerinin göreceli eğimleri hakkında hiçbir bilgi olmadan genişleyici maliye politikasının döviz kuru üzerindeki etkisi belirsizdir. Eğer BP eğrisi LM eğrisinden daha dik ise, ülke parası değer kaybeder ve döviz kuru yükselir. Eğer BP eğrisi LM eğrisine göre daha yataysa ülke parası değer kazanır ve döviz kuru düşer.

4.1.1.3. Sabit Kur Sisteminde Genişleyici Para Politikasının Etkileri

Sabit döviz kuru altında genişleyici para politikasının sermaye hareketliliğinin farklı varsayımları altındaki etkisi Şekil 8'de gösterilmektedir. Burada piyasa Y_0 ve i_0 denge durumundadır ve para arzındaki artışlarla LM eğrisinin sağa kaymalarının etkileri araştırılmaktadır.

¹²³ Jabiyev, *age*, 14.

¹²⁴ Husted ve Melvin, *age*, 534-535.



Şekil 8: Sabit Kur Sisteminde Genişleyici Para Politikasının Etkileri

Dennis R. Appleyard, Alfred J. Field ve Steven L. Cobb, 652.

Şekil 8 (a) panelinde sermaye tamamen hareketsiz durumdadır. Para arzında yaşanan artış LM eğrisini sağa kaydırır. LM' ve IS eğrilerinin kesiştiği yeni noktada ülke parası değer kaybeder ve döviz kuru yükselmiş olur. Sabit döviz kuru sisteminde bu kabul edilemeyeceği için merkez bankası piyasaya döviz sürerek piyasadan yerli parayı toplar. Sonuç olarak ülke parası merkez bankasının belirlediği değere gelinceye kadar bu işlem sürer ve piyasadaki döviz arzı düşmüş olur. Bu da LM eğrisinin sola kaymasına ve tekrar orijinal yerine gelmesine sebep olur.¹²⁵

Şekil 8 panel (b), BP eğrisinin LM eğrisinden daha dik olduğu durumu göstermektedir. Bu, sermaye mobilitesinin düşük olduğunu ifade eder. Merkez bankası tarafından uygulanan genişleyici para politikası durumunda piyasada para

¹²⁵ R. Appleyard, *age*, 652-653.

arzı artar ve LM eğrisi sağa kayar. Bu durumda ülke içi faiz oranları dünya faiz oranlarına göre düşük kalmış olur. Ama sermaye hareketinin faize duyarlılığı düşük olduğu için ülkeden sermaye çıkışı çok az olur. Para arzı artmasının bir diğer etkisi de ülkede gelirin artmasıdır. Bu da ülkede ithalatın artmasına olanak sağlamakta ve ülkenin ödemeler dengesinde açık yaratmaktadır. Bu da ülke parasının üzerinde büyük baskı oluşturur ve ülke parası değer kaybetme durumuna gelmektedir. Merkez bankası kuru sabit tutmak için, döviz rezervini piyasaya enjekte etmekte ve yabancı döviz rezervlerini azaltmaktadır. Bu durum piyasada para arzını azaltmakta ve para arzı eski seviyesine dönmektedir. Eğer merkez bankası arttırdığı para arzını aynı düzeyde tutmak isterse, sterilizasyona başvuracaktır. Bir başka deyişle merkez bankası elinde tuttuğu yerli aktiflerin miktarını artırır. Bu durumda para politikasının genişleyici etkisiyle birlikte dış açık sürdüğünden, merkez bankasının yabancı döviz rezervleri azalır. Ve eğer döviz rezervleri merkez bankasının belirlediği düzeyin altına düşerse, uygulanan bu politika ortadan kaldırılacak ve para arzı yeniden eski haline dönmüş olacaktır. Merkez bankası sterilizasyon işlemleriyle para arzının eski haline dönmesi sürecini biraz uzatmış olmaktadır.¹²⁶

Şekil 8 (c) panelinde, LM eğrisi BP eğrisinden daha dik olduğu durum gösterilmiştir. Bu durumda sermaye mobilitesi nispeten daha yüksektir. Artan para arzı, LM eğrisini sağa kaydırmaktadır; bu da ülke içi faiz oranlarını düşürür, geliri ise artırır. Faiz oranları dünya faiz oranları altına düştüğü için ülkeden dışa doğru sermaye akımı başlar. Ülke içinde yabancı paraya talep arttığı için yerli para biriminin değer kaybetmesi beklenir. Merkez bankası sabit döviz kurunu tutmak için müdahale eder ve döviz rezervlerini piyasaya açarak para arzını daraltır. Sterilizasyon işlemi burada da geçerlidir. Fakat bu işlem sürekli sürdürülemez ve biraz geç de olsa Merkez bankası piyasadaki para arzını azaltacaktır. Bu da LM eğrisinin tekrar eski yerine dönmesi demektir.¹²⁷

Şekil 8 (d) panelinde, sermayenin tam mobil olduğu durum gösterilmiştir. Bu durumda grafikten de gözüktüğü gibi BP eğrisi yatay olacaktır. Para arzı artışı sonrasında LM eğrisi yine sağa doğru kayacaktır ve bu da yine ülke içi faiz oranlarını düşürecek ve geliri arttıracaktır. Piyasanın yeni denge noktası IS-LM' kesiştiği yer olacaktır. Faiz esnekliği tam olduğu için ülkeden sınırsız şekilde sermaye akımı

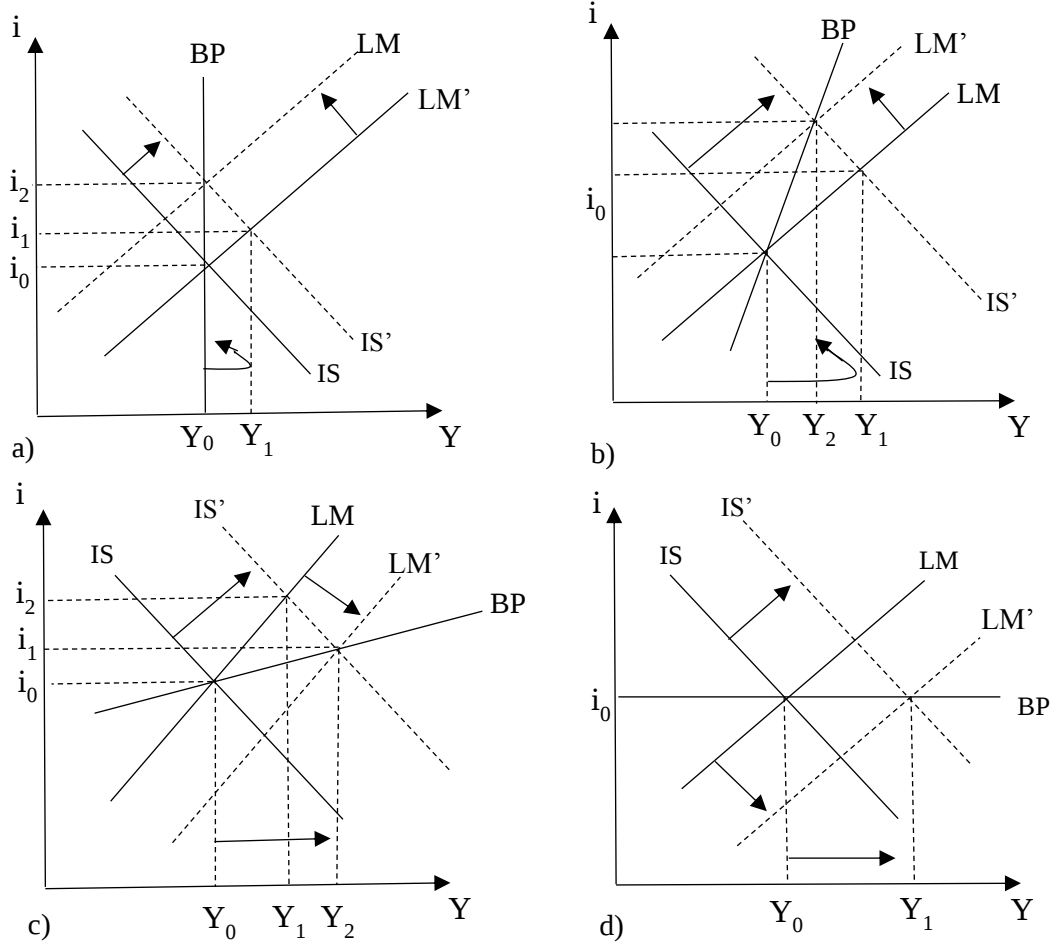
¹²⁶ Yay, age, 176.

¹²⁷ Yay, age, 177.

yaşanacaktır. Bu da ülkenin ödemeler dengesinde yeni bir açık yaratmaktadır. Ödemeler dengesinde oluşmuş bu açık, ülke parası üzerinde aşağı yönlü baskıyı arttırmaktadır. Merkez bankası hemen müdahale ederek sabit kuru tutmaya çalışmakta ve döviz rezervlerini piyasaya sürerek piyasada oluşmuş para arzını daraltmaktadır. Yapılan bu işlemler sonucunda merkez bankasının döviz rezervleri azalmakta, ülke parası üzerindeki baskı kalkmakta ve LM eğrisi eski pozisyonuna geri dönmektedir. Sonuç olarak gelirde bir artış yaşanmadığı gibi, ülkede uygulanan genişleyici para politikası da daraltıcı para politikasına dönmektedir. Sermayenin tam mobil olduğu bu durumda merkez bankası ülke içi faiz oranlarını ve para arzını belirleyememekte, yalnızca yabancı döviz rezervlerini etkileyebilmektedir. Bu durumda da uygulanan para politikası etkinsizdir.

4.1.1.4. Sabit Kur Sisteminde Genişleyici Maliye Politikasının Etkileri

Sabit döviz kuru sistemi altında uygulanan genişleyici maliye politikasının farklı sermaye hareketliliği varsayımları altında göstermiş olduğu etki Şekil 10'da gösterilmektedir. Bu politika da sermaye hareketliliğinin dört durumunda incelenecektir. Her durumda piyasa Y_0 ve i_0 noktasında dengede kabul edilmektedir. Şimdi bu dört durumu tek tek inceleyelim.



Şekil 9: Sabit Kur Sisteminde Genişleyici Maliye Politikasının Etkileri

Appleyard, **age**, 650.

Şekil 9 panel (a)'da tamamen sermaye hareketsizliği durumu gösterilmiştir. Burada piyasa Y_0 ve i_0 noktasında dengededir. Merkez bankası maliye politikası uygulamaya karar verir ve kamu harcamalarını artırır. Bu da IS eğrisini sağa doğru kaydırır. IS sağa kayması gelirin ve faiz oranlarının artmasına sebep olur. Artan gelir nedeniyle ülkede ithalat artar ve dövize olan talep artar. Bu da ülke parası üzerinde baskı yaratır. Kurdaki değişimi sabit tutmak için merkez bankası piyasaya döviz sürer ve piyasadaki para arzını düşürür. Para arzında yaşanan düşüş, LM eğrisini sola doğru kaydırır. LM eğrisinin sola kayması ülke içi faiz oranlarının yükselmesine neden olacaktır. Bu da ülkedeki yatırımların düşmesine sebep olacağı için merkez bankasının kamu harcamalarında yaptığı artışı tekrar eski düzeyine döndürecektir. Uygulanan genişleyici maliye politikası, sermayenin tamamen hareketsiz olduğu durumda sadece faiz oranlarını artırır ve ülkedeki gelir ve istihdam düzeyini

değiştirmez. Düşen sermaye yatırımları da kamu harcamalarını arttığı kadar azaltır. Sonuç olarak uygulanan maliye politikası sermayenin tamamen hareketsiz olduğu durumda etkinsiz olmaktadır.

Şekil 9 (b) panelinde sermayenin eksik mobilitesi durumu gösterilmiştir. Burada BP eğrisinin LM eğrisinden daha dik olduğu durum incelenmektedir. Bu durumda sermaye hareketliliği daha zayıftır ve sermaye akışının faiz oranına duyarlılığı da zayıftır. Merkez bankasının uyguladığı maliye politikası sonucunda, kamu harcamalarında yaşanan bir artış IS eğrisini sağa kaydırır ve IS'-LM kesişmesinde piyasa denge durumuna gelir. İlk olarak gelir Y_0 'dan Y_1 'e, faiz oranları ise i_0 'dan i_1 'e yükselir. Artan faiz oranları diğer ülkelere göre daha yüksek olsa da sermaye akışının faize duyarlılığı az olduğu için ülkeye gelen sermaye akışı cüzi olmaktadır. Gelir de arttığı için ülkede ithalat artmakta ve haliyle döviz talebi de artmaktadır. Bu da ödemeler dengesinde bir açığa sebep olur ve bunun sonucu olarak ülke parasının değer kaybetmesi yönünde baskı oluşur. Sabit döviz kuru sistemindeki bir ülkeyi incelediğimizden merkez bankası hemen müdahale ederek paranın değer kaybetmesini önlemek için piyasaya döviz sürmekte ve piyasada oluşmuş para arzını düşürmektedir. Fakat düşen para arzı, bu sefer de LM eğrisini sola doğru kaydırmaktadır. Sonuç olarak piyasa BP-IS'-LM' kesişmesinde tekrar dengeye gelmektedir. Ama buradaki gelir seviyesi, artan kamu harcamalarının teşvik ederek arttırdığı gelir düzeyinin altında kalmaktadır. Merkez bankası uyguladığı maliye politikasını devam ettirmek istiyorsa burada da sterilizasyon yapabilir. Ama bu, merkez bankası döviz rezervlerinin tükenmesine ve ülkenin ya sabit kurdan vazgeçmesine ya da parasını devalüe etmesine sebep olacaktır. Bu durumda uygulanan maliye politikası etkinliği kısmen zayıf kalmaktadır.

Şekil 9 (c) panelinde sermayenin eksik mobilitesi durumunun LM eğrisinin BP eğrisinden daha dik olduğu varsayımı gösterilmiştir. Bu durumda sermaye hareketliliği bir önceki duruma göre daha yüksektir ve sermaye akışının faiz oranına duyarlılığı daha yüksektir. Kamu harcamalarında yaşanan artış, IS eğrisini sağa doğru kaydırmaktadır. Bu durumda ülke içi faiz oranı ve gelir düzeyi artmaktadır. Ülke içi faiz oranı diğer ülkelerdekinden daha yüksek olmasının yanı sıra sermaye akışının da faiz oranına olan duyarlılığı yüksek olduğu için ülkeye olan sermaye akışı artmaktadır. Bu da ülkenin ödemeler dengesinde fazlalığa yol açmaktadır. Artan gelir seviyesi ithalatı arttırsa da sermaye akışı daha fazla olduğu için ülkenin ödemeler

dengeyi fazlası oluşmaktadır. Bu da ülke parasının değerlendirilmesine sebep olmaktadır. Fakat merkez bankası döviz kurunu sabit tutmak için piyasaya müdahale etmekte ve piyasadan döviz alarak para arzını arttırmaktadır. Bunun sonucu olarak LM eğrisi sağa doğru kaymakta ve bu kayma IS ve BP eğrilerinin kesiştiği noktaya kadar devam etmektedir. Bu durumda uygulanan genişleyici maliye politikası gelir düzeyini ve istihdamı arttırmaktadır. Bu da maliye politikasının etkin olduğunu göstermektedir.

Şekil 9 (d) panelinde sermayenin tam mobil olduğu durum gösterilmektedir. Burada yaşanan kamu harcamaları artışı IS eğrisini sağa kaydıracaktır. Sermaye tam mobil olduğu için sermaye akışının faiz oranına olan duyarlılığı çok yüksektir. IS eğrisi sağa kaydığı zaman ülke içi faiz oranları dünya faiz oranlarına göre artmış olmaktadır ve bu, ülkeye sermaye akışını hızlandırmaktadır. Ülkeye akan sermaye, ödemeler dengesi fazlasına neden olmaktadır. Bu olay, yerli paranın değer kazanmasına sebep olacak ve döviz kurunun düşmesine yol açacaktır. Merkez bankası bunu önlemek ve kuru sabit tutmak için piyasadan döviz toplayarak döviz rezervini ve piyasa para arzını arttırmaktadır. Artan para arzı LM eğrisini de sağa kaydıracak ve ülke içi faiz oranları tekrar eski düzeyine geri dönecektir. Fakat piyasanın geldiği yeni denge noktasında gelir ve istihdam düzeyi artmış olacaktır. Bu, uygulanan maliye politikasının bu durumda tam etkin olduğunu göstermektedir.

Mundell-Fleming modeline karşı yapılan eleştiriler de vardır. Bunlardan başlıca olanı, bu modelin uzun dönem genel denge ile kısa dönem genel denge arasındaki geçişi matematiksel olarak açıklayamamasıdır.¹²⁸ Bu da uygulanan maliye politikası sonucunda kısa dönemde yerli paranın değerini arttırmaya ve ülke ödemeler dengesinde açığa ve ülkeye sermaye girişinin artmasına sebep olurken, uzun dönemde dış borç seviyesi arttıracak ve kısa dönemde yükselmiş olan para değerinin tekrar düşmesini beraberinde getirecektir. Eleştirmenlere göre bu model, ödemeler dengesinin devamlılığına uzun dönemli bir çözüm bulamamaktadır.¹²⁹

¹²⁸ Maurice Obstfeld, "International Macroeconomics: Beyond The Mundell–Flemming Model", IMF Staff Papers, Vol.47 Special Issue, 2001, 4-5.

¹²⁹ Ayşe Ergin, "Döviz Kuru ve Enflasyon Arasındaki Geçişkenlik: Türkiye Örneği" (Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2015), 67.

4.2. Faiz Oranı ve Kamu İç Borçlanması İlişkisi

Kamu iç borçlanmasının artması faiz oranlarını da yükseltmektedir. Devletin iç borçlanmaya gitmesi kamu açıklarını kapatmak içinse bunun ilk etkisi faiz oranlarına olmaktadır. Tasarrufların düşük düzeyde olması yeni borç bulma konusunda devleti sıkıştırmaktadır. Bunun karşısını almanın tek yolu ise faiz oranlarını artırmak olacaktır. Kamu açıkları ne kadar büyükse, onu kapatmak için kullanılan borç da o kadar büyük olmaktadır. Bunun sonucu olarak da faiz oranları hızla artmaktadır. Süreklilik kazanan iç borçlanma, piyasada faiz oranlarının çok yükselmesine sebep olmakta ve sonuçta üretim rant ekonomisi üretim ekonomisinin yerine geçmeye başlamaktadır.¹³⁰ Faiz oranlarının yükselmesi ülkeye yabancı sermaye getirmektedir. Bu yabancı sermaye sayesinde ülkede para arzı artmakta ve bu da faiz oranlarını düşürmektedir. Ülkeye giren yabancı sermaye faiz oranları düştüğü zaman ülkeyi terk ettiğinde faiz oranları tekrar yükselecektir.

4.3. Faiz Oranı ve Para Arzı İlişkisi

Faiz oranı ile para arzı arasındaki ilişkiden kısa süreli ve uzun süreli etkiler oluşmaktadır. Kısa süreli etki direkt, uzun süreli etki ise dolaylı olmaktadır. Faiz oranı ile para arzı arasındaki ilişkiye Klasik, Neo-Klasik ve Keynesyen okulların farklı görüşleri vardır. Klasiklerin görüşüne göre para arzında yaşanan bir artış faiz oranlarını sadece kısa dönemde düşürmekte, uzun dönemde ise hiçbir değişiklik olmamaktadır. Neo-Klasiklere göre ise, para arzının artarken fon arzı da artmış olur ve bu da kısa dönemde faiz oranlarını düşürmektedir.¹³¹ Keynesyen görüşe göre ise, faiz oranı ile para arzı arasında her zaman ters yönlü ilişki bulunmaktadır. Keynesyen iktisatçılar para arzındaki artış faiz oranlarını her zaman düşürmekte, para arzında yaşanan düşüş ise, faiz oranlarını artırmaktadır.¹³²

Para arzında yaşanan artışın sonuçları olarak dört etki oluşmaktadır:

- 1- Likidite etkisi,
- 2- Fiyatlar genel düzeyi etkisi,

¹³⁰ Nihat Doğanalp, “Kamu Borçlanma Teorisi ve Borçlanmanın Reel Kesim Üzerindeki Etkileri” (Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005), 73.

¹³¹ Besim Üstünel, *Makro Ekonomi* (İstanbul, Ofset Yayıncılık, 1990), 122.

¹³² Emin Ertürk, *Uluslararası İktisat Teori-Politika İktisadi Birleşmeler-Uluslararası Parasal İlişkiler* (Bursa, Ekin Kitapevi, 1996), 414.

3- Gelir etkisi,

4- Enflasyonist beklentiler etkisi.

Para arzının yükseldiğinde, başlangıçta halkın elde tuttuğu para artacaktır. Piyasadaki fiyat düzeyi bu aşamada artmadığından, halkın elinde tuttuğu reel para miktarı da artmış olacaktır. Ekonomide likidite artacaktır. Ekonomide artan likidite tahvil piyasasına kaydığı zaman tahvil talepleri ve fiyatları artacak, faiz oranları ise, düşecektir. Likidite etkisi sonucunda faiz oranları düşmektedir.¹³³

Para arzının artması, tüketicilerin elindeki reel para miktarını artıracaktır. Tüketiciler bu parayı harcamaya yönelttiği zaman piyasada fiyat düzeyi de artacaktır. Para arzında yaşanan artış, ekonomide fiyatların artmasına neden olursa buna Fiyatlar Genel Düzeyi Etkisi denir. Tüketim düzeyini aynı seviyede tutabilmek için para arzı artar. Piyasada fiyatlar yükselince, fon arz edenler de daha yüksek faiz oranları isteyecektir. Fiyatlar Genel Düzeyi Etkisi, faiz oranlarını yükseltecektir.¹³⁴

Para arzında yaşanan artış, insanların ellerine fazladan para geçmesini sağlamaktadır. İnsanlar da bu fazla parayı harcayarak ellerindeki reel para balanslarını eski seviyesine indirmiş olurlar. Önce tahvil fiyatlarını artırıp, faiz oranlarını düşüren parasal büyüme, tahvil gelirlerinin harcamaya kullanılmasıyla mal ve hizmete olan talebi artıracaktır. Ekonomide mal ve hizmet üretimi artacak ve sonuçta reel milli gelir de artmış olacaktır. Bu durum Gelir Etkisi olarak bilinmektedir. Reel milli gelirin artması, para talebini de artıracaktır. Genişleyen para talebi piyasada likidite sorunu yaratacak ve tahvil satışları artacaktır. Tahvil satışlarının artması tahvil fiyatlarını düşürecek ve faiz oranlarını ise artıracaktır.¹³⁵

Fisher denklemi nominal faiz oranı ile enflasyon arasında birebir ilişki olduğunu göstermektedir. Fisher'e göre nominal faiz oranı enflasyonda yaşanan artışla bire bir artmaktadır. Fakat burada reel faiz oranı sabittir. Fisher, enflasyonun reel faiz oranına etki etmediğini bildirmiştir. Fisher denklemi $i=r+\pi$ şeklindedir. Piyasada enflasyon beklentisi varsa, bu beklentiyle ödünç verilen paranın karşılığında piyasadaki faiz oranından ilave anaparayı beklenen enflasyona karşı korumak için ek bir prim de istenmektedir. Bu prim Fisher denkleminde π

¹³³ Paya, **age**, 124.

¹³⁴ Paya, **age**, 125.

¹³⁵ Hayriye Deniz Yılmaz, "Para Arzının Makroekonomik Faktörler Üzerine Etkisinin Analizi" (Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi, 2015), 67.

değişkenidir. Ekonomide bireylerin enflasyon beklentisine girmeleri π değişkenini artıracak ve sonuçta nominal faiz oranı da artmış olacaktır. Buna Enflasyonist beklenti etkisi denir.¹³⁶

4.4. Faiz Oranı ve Enflasyon İlişkisi

Faiz oranı ve enflasyon arasındaki ilişkiyi ilk defa Irving Fisher ortaya çıkarmıştır. Fisher'e göre nominal faiz oranları enflasyondaki artışla bire bir yükselmektedir. Fisher denkleminde $i=r+\pi$ reel faiz oranı uzun dönemde enflasyonu etkileyen parasal dengesizliklerden etkilenmediği için sabit kabul edilmiştir. Fisher etkisi nominal faiz oranları ile enflasyon arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir.¹³⁷ Enflasyon oranı yükseldiği zaman piyasada parasını ödünç vermek isteyen birey verilen faiz oranının artırılmasını talep edecektir. Buna sebep ise, ödünç verdiği ana paranın enflasyon tarafından eritilmemesini sağlamaktır. Sonuçta enflasyon arttığı zaman faiz oranları da artmış olur.

4.5. Faiz Oranı ve Güven İlişkisi

Ekonominin sağlam temeller üzerine kurulması sadece reel faktörlere bağımlı değildir. Reel olmayan faktörler de ekonominin sağlam çalışmasına yardımcı olmaktadır. Reel olmayan faktörler, güven, sadakat, doğru söyleme gibi değerlerdir. Bu değerlerin parasal değerleri olmasa da ekonomik sistemin işleyişini olumlu yönde etkilemektedirler.¹³⁸ Güven, faiz oranını etkileyen önemli faktörlerden biridir. Güvenilirlik piyasa faiz oranını etkileyen önemli bir faktördür. Piyasada faizden gelir kazanmak için ödünç verilen anaparanın geri ödenmeme riski ne kadar yüksek olursa kredi faiz oranı da o kadar yüksek olur.¹³⁹

Piyasalara olan güveni ölçebilmek için her ülke yeni bir güven endeksi oluşturmaya çalışıyor. Oluşturulan bu güven endeksleri hane halkının piyasaya olan güven düzeyini ölçmektedir. Güven faktörü piyasada istikrar sağlamakta ve ekonomideki belirsizlikleri ortadan kaldırmaktadır. Ekonomide belirsizliğin azalması

¹³⁶ Paya, **age**, 125.

¹³⁷ Rudiger Dornbusch ve Stanley Fisher (1998), *Makroekonomi*, Çev: Salih Ak vd. (Ankara, Akademi Yayın Hizmetleri, 1998), 498.)

¹³⁸ Arif Özsağır, “Dünden Bugüne Büyümenin Dinamiği”, **KMU İİBF Dergisi**, 10(14), (2008): 46-49.

¹³⁹ Keyder, **age**, 390

faiz oranlarını düşürmektedir. Hane halkında piyasaya karşı bir güvensizlik durumunda ise, ekonomide belirsizlik durumu artmakta ve bu da faiz oranlarını yükseltmektedir.

5. 2000-2018 DÖNEMİNDE TÜRKİYE’DE UYGULANAN İKTİSAT POLİTİKALARI VE GENEL GÖRÜNÜM

5.1. 2000-2018 Döneminde Uygulanan İktisat Politikaları

5.1.1. Faiz Oranı

9 Aralık 1999 yılında IMF ile imzalanan ve 2000 yılında yürürlüğe koyulacak olan anlaşmanın hedefine göre önümüzdeki 3 yılda enflasyon oranı tek haneli sayılara indirilmek istenmiştir. Bu program Kasım 2000 krizine kadar etkili biçimde kullanılmış ve enflasyonda ve faiz oranlarında düşme yaşanmıştır. Yaşanan likidite krizinin esas sebepleri TL'nin aşırı değerlenmesinin cari açığı arttırması ve bankacılık sektöründe kırılganlığın artmasıdır. IMF'den sağlanan 10,4 milyar dolarlık rezerv desteğiyle piyasalar az da olsa rahatlamıştır. 2001 Kasım krizinden sonra oluşan yüksek faiz oranları ve belirsizlik ortamı, ekonomide iç talep ve üretimin düşmesi 2001 yılı Şubat ayında bankacılık krizine sebep olmuştur. 2001 krizinden sonra esnek kur sistemine geçilmiş ve döviz kuru, piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmeye başlamıştır. 2001 bankacılık krizi sonrası bankalararası gecelik faiz oranı %5000'e kadar yükselmiştir.¹⁴⁰ 2002 yılında krizden çıkmak için "Güçlü Ekonomiye Geçiş" isimli program uygulanmaya başlamış ve 2004 yılına kadar devam etmesi öngörülmüştü. Bu programın amaçları, mali piyasalarda yaşanan belirsizlik durumunun azaltılması için bankacılıkta birtakım tedbirlerin alınması ve faiz oranları ile döviz kurlarında istikrarın sağlanması, yapısal reformların hayata geçirilmesi, enflasyonla mücadelede makroekonomik faktörlerin ve politikaların kullanılması ve büyüme hızının sürekliliğinin sağlanmasıdır.¹⁴¹ Alınan bu tedbirlerden sonra 2002 yılı sonunda enflasyon oranında hedeflenenden daha fazla düşüş yaşanmış ve büyüme hızı da %7.8'e kadar çıkmıştır. 2003 yılında Merkez

¹⁴⁰ Yeşim Erönel, "Enflasyon Ve Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye'de Fisher Etkisinin Geçerliliği" (Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2014), 79-80.

¹⁴¹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Yıllık Faaliyet Raporu, 2002, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6832b8f2-f5f1-45a3-b63c-097e9167f0d4/2002_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6832b8f2-f5f1-45a3-b63c-097e9167f0d4-mh5zkN7 [07.05.2019]

Bankasının esas hedefi enflasyonu %20 düzeyine düşürmek, büyüme hızını ise %5 seviyesine yükseltmekti. Mart ayında ABD'nin Irak'a girmesiyle piyasalarda belirsizlik ortamı oluşmuş ve uygulanan ekonomi politikalarına karşı tereddütler finans piyasalarında dalgalanmaya sebep olmuştur. 2003 yılı sonunda tüm olumsuzluklara rağmen IMF ile yapılan anlaşmanın neredeyse tüm hedeflerine ulaşılmıştır. 2004 yılında IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde yapılan ekonomik politikalar sonucunda enflasyon %10'un altına inmiş, reel faiz oranları %10 düzeyinde ve büyüme hızı %9.9 oranında olmuştur. 2005'te Türkiye yeni paraya geçmiş ve TL'den altı sıfırı atmıştır. YTL zamanında yapılan yenilikçi reformlar, mali disiplin ve uygulanan para politikası faizleri geri itmiş ve gözle görülür bir düşüş yaşanmıştır.¹⁴² 2006 yılında mali piyasalarda oluşan dalgalanma YTL'de değer kaybına yol açmış ve faiz oranlarının yükselmesine sebep olmuştur. 2007 yılında da aynı senaryo devam etmiş ve faiz oranları az da olsa yükselmiştir.¹⁴³ 2008'de dünyada yaşanan küresel kriz nedeniyle piyasalarda likidite sorunu yaşanmıştır. Buna karşın Merkez Bankası bankaların, Merkez Bankasının belirlemiş olduğu borçlanma faiz oranının üzerinde bir gecelik faiz oranı belirlemesini önleyebilmiş ve arz edilen para miktarının bankalar arasında homojen dağılmasını sağlayabilmiştir. Bu süreçte ekonomik istikrar sağlandığı için faiz oranları önemli oranda düşmüştür. 2009 yılında uygulanan politikalar ve faizlerin azalması kredi faizlerinin de düşmesine sebep olmuştur. Kredi faizlerinin düşmesi yabancı kaynaklara ulaşımı daha kolay hale getirmiştir.¹⁴⁴

2010 yılından sonraki dönemde Merkez Bankası faiz oranları üzerinde çok etkili olmuştur. Merkez Bankasının bağımsız olması, politikaların başarılı uygulanmasının esas sebeplerindendir. 2001 krizinden sonra Merkez Bankası piyasada likidite durumunu sürekli takip etmiş ve genelde likidite fazlası olduğundan piyasada faiz oranlarının referansı Merkez Bankasının belirlediği borç alma faiz oranı olmuştur. 2010 yılından sonra ise Merkez Bankası, piyasada borç verici kısmında olduğundan piyasada belirleyici rolü, fonlama faiz oranları oynamaya başlamıştır.¹⁴⁵ 2010 yılında uygulanmaya başlanılan faiz koridoru uygulaması

¹⁴² Yeşim Yıldırım, *age*, 81-82.

¹⁴³ Cem Mehmet Baydur, “Yükselen Reel Faizler Türkiye’de Toplam Talebi Artırır”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, C. XLIV., No:508 (2007): 17-19.

¹⁴⁴ Karataş, *age*, 102.

¹⁴⁵ Hakan Kara, “Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu”, *TCMB Ekonomi Notları*, Ağustos 2015. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/56047f9f-10d0-4f91-8d30->

sayesinde Merkez Bankası bankacılık sektörüne kısa vadeli likidite verebilmekte ve elinde fon bulunanlardan ise borçlanabilmektedir. Uygulanan faiz koridoru politikası ülkenin kredibilitesini arttırmış ve ülkede yaşanan kredi artışı diğer faktörlerle birleşerek politika faiz oranlarını düşürmüştür. Bu da faiz koridorunun genişletilmesine sebep olmuştur.¹⁴⁶ 2011'de enflasyondaki artışı yavaşlatmak ve ülkeye sermaye girişini devam ettirmek için gecelik borç verme faiz oranları artırılmış ve bankalararası para piyasasında gerçekleşen gecelik faiz oranları politika faiz oranından daha yüksek olmuştur. 2012 yılında Merkez Bankası faiz oranları aracılığıyla ekonomiye yön vermiştir. Kısa vadeli faiz oranları faiz koridorunun alt sınırına yakın belirlenmiştir. 2012 sonlarına doğru ekonomide oluşan olumlu hava, faiz koridorunun üst sınırını kademeli olarak indirmiş ve politika faiz oranı azaltılmıştır. 2013 yılında uygulanan sıkı para politikasının sebebi beklenen enflasyonun artmasıydı. Merkez Bankası gecelik borç verme faiz oranını yükseltmiş ve kısa vadeli faiz oranlarını faiz koridorunun üst sınırına yaklaştırmıştır. 2014'te Merkez Bankası parasal sıkılaştırma politikası uygulamıştır. Uygulanan bu politika çerçevesinde, enflasyon oranında önemli bir düşüş yakalamak için bir hafta vadeli repo faiz oranlarını yükseltmiştir ve enflasyonda istenen düşüş gerçekleşene kadar sıkı para politikasının süreceğini bildirmiştir. 2015 yılında bir önceki yıl uygulanan politika sayesinde enflasyonda yaşanan düşüş neticesinde Merkez Bankası faiz oranlarını düşürmüştür. Faiz oranlarının düşürülmesinin esas nedeni ekonomide olumlu beklentilerin oluşması olmuştur.¹⁴⁷ 2016 yılı Mart ve Eylül ayları arasındaki dönemde yaşanan küresel finans piyasalarının normal seyri ve ülke enflasyonu üzerindeki baskıların azalması Merkez Bankasına faiz koridoru politikasında sadeleşme yapmasını sağlamıştır. 2016 Kasım ayında dünyada gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının artması, Türkiye'de ve diğer gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunu artırmış ve bu faiz oranlarını artırmıştır. 2016 Aralık ayında haftalık repo faizi %8, Merkez Bankası borç verme faiz oranı %8,5 seviyelerinde olmuştur.¹⁴⁸ 2017 yılı başlarında döviz kurlarındaki yükselme, enflasyon üzerinde baskı oluşturmuş ve Merkez Bankası bu baskıyı azaltmak için faiz oranlarını artırmıştır. Alınan

[4fa7e1a3320d/en1513.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-56047f9f-10d0-4f91-8d30-4fa7e1a3320d-m3fB86Z](http://www3.tcmb.gov.tr/en1513.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-56047f9f-10d0-4f91-8d30-4fa7e1a3320d-m3fB86Z) [08.05.2019]

¹⁴⁶ Belkıs Seval ve Kerem Özdemir, "2000'li Yıllardan Günümüze Değişen Türkiye Ekonomisi", *SERPAM Araştırma Raporları*, Haziran 2013, 16-17.

¹⁴⁷ Karataş, *age*, 104-105.

¹⁴⁸ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Yıllık Faaliyet Raporu, 2016, 33.

<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2016/files/tr-tcmb2016.pdf> [08.05.2019]

kararlardan sonra Merkez Bankası borç verme faiz oranını %8,5'ten %9,25'e kadar, Geç Likidite Penceresi borç verme faizini ise %1 arttırarak %11'e yükseltmiştir. Mart ayına gelindiğinde Merkez Bankası kısa vadede enflasyondaki artışın süreceğini düşündüğü için Geç Likidite Penceresi borç verme faizini %11,75'e kadar arttırmıştır. Faiz oranlarının yükseltilmesinin esas sebebi ise döviz kurunda yaşanan artışların enflasyon üzerindeki baskısını azaltmaktır. Nisan ayında yapılan Merkez Bankası toplantısında uygulanan parasal sıkılaştırmanın daha da güçlendirilmesi kararı alınmıştır. Alınan bu kararlar sonrasında Geç Likidite Penceresi borç verme faiz oranı %12,25 seviyesine yükseltilmiştir. Bu yükselme yıl sonuna kadar devam etmiş ve aralık ayında enflasyonun yüksek olması sonucunda Merkez Bankası faizi %12,75 seviyesine çekmiştir.¹⁴⁹ 2018 yılında Merkez Bankası 2017'de almış olduğu parasal sıkılaştırma politikasını devam ettirmeye ve daha da güçlendirmeye karar vermiştir. Böylece politika faiz oranı %16,5'ten %17,75'e yükseltilmiştir. Eylül ayına kadar politika faiz oranında bir değişiklik yapılmamıştır. Ağustos ayında TL'de devam eden değer düşüşü sürmüş ve bu düşüş enflasyonist baskı yapmıştır. Merkez Bankası bu baskıyı azaltmak için finansal istikrar odaklı önlemler almıştır. 2018 yılı Eylül ayında Merkez Bankası, enflasyonda yaşanan yükselmeyi durdurmak ve fiyat istikrarı sağlamak için parasal sıkılaştırmayı güçlendirmiş ve politika faiz oranının %24 seviyesine çıkarmıştır. Merkez Bankasının döviz kuru yükselmesine karşı aldığı önlemler döviz kurundaki yükselmeyi durdurmuş ve 2018 sonlarına doğru TL değerlenmiştir. Uygulanan parasal sıkılaştırma politikası uzun vadeli faiz oranlarını düşürmüştür.¹⁵⁰

5.1.2. Döviz Kuru

2001 Krizi öncesinde Türkiye'de sabit ayarlanabilir kur sistemi uygulanmaktaydı. Merkez Bankası döviz piyasalarını kontrol altında tutmaktaydı. 2001 Şubat ayında bankacılık sisteminde oluşan kriz tüm ekonomiyi etkisi altına almış ve bundan kurtulabilmek için esnek döviz kuru sistemine geçilmiştir. İlk aylarda döviz piyasalarında dalgalanmaların çok yüksek olması sebebiyle Merkez Bankası döviz piyasasına müdahale etmiştir. Esnek döviz kuru sistemine

¹⁴⁹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Yıllık Faaliyet Raporu, 2017, 34-35.

<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/files/tr-full.pdf> [08.05.2019]

¹⁵⁰ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Yıllık Faaliyet Raporu, 2018, 35.

<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2018/files/tr-full.pdf> [08.05.2019]

geçildiğinde 680000 TL olan Dolar kuru kısa zaman içerisinde 1000000 TL düzeylerine kadar çıkmıştır. Merkez Bankası müdahaleleri Ağustos ayına kadar devam etmiştir.¹⁵¹ 2001 Ağustos ayından sonra döviz piyasaları kısmen istikrarlı olmaya başladığı için Merkez Bankasının müdahaleleri asgariye indirilmiştir. 2001 Ağustos ayından 11 Eylül olaylarına kadar olan dönemde faiz oranı yükselmiş ve TL değer kaybetmiştir.¹⁵²

2002-2006 döneminde siyasi ve ekonomik gelişmelerden etkilenen kur, sekiz kez yukarı yönlü dalgalanma göstermiştir. 2004 yılına kadar ilk dört dalgalanma yaşanmıştır. İlk olarak 2002 Nisan ayında başlayan bu dalgalanmanın sebebi Merkez Bankasının döviz rezervlerini güçlendirmek için döviz alım ihalelerini başlatması olmuştur. Döviz alımları sonrası piyasada döviz arzı düşmüş ve bu da döviz talebini artırarak kurun yükselmesine sebep olmuştur. 2002 Temmuz ayında bu ihale durdurulmuş ve Merkez Bankası kurdaki yüksek dalgalanmayı önlemek için döviz piyasasına direkt müdahale etmiştir. Bu dalgalanmalar genelde Merkez Bankasının döviz piyasalarına doğrudan müdahale etmesiyle ortaya çıkmıştır. Bu dönemde Irak savaşının da döviz piyasalarında güvenin azalmasında rolü olmuştur. 2004 yılından sonra olan dalgalanmalara uluslararası finans piyasalarındaki hareketlenmeler sebep olmuştur.¹⁵³

Merkez Bankası 2002 yılından itibaren döviz alım ihalelerinin kurallarını açıklamaya başlamış ve 2005 yılından itibaren ise, yıllık döviz alım ihalelerini duyurmuştur. Bu ihalelerin tarihi önceden belirlenmekteydi. Yapılan bu ihaleler döviz piyasasına etki etmeyecek düzeyde ayarlanmaya çalışılmıştır. Eğer ihaleden önce döviz piyasasında beklenmedik sorunlar oluşursa, ihaleye katılacak olanlara önceden haber verilerek ihale tarihi değiştirilir. 2006 yılında esnek kur sisteminin devam edeceğinin açıklanmasından sonra Mayıs ayında döviz alım ihalelerine ara

¹⁵¹ Rıza Kandiller, “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Ötesi”, *Dış Ticaret Dergisi*, 22 (2001): 56.

¹⁵² TCMB, 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler.

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/df6d8bb2-68d4-4f36-856e-435ab313db72/baskan_ParaPol02.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-df6d8bb2-68d4-4f36-856e-435ab313db72-m3fB7u3 [11.06.2019].

¹⁵³ Zafer Yükseler, “2002-2006 Döneminde Türk Ekonomisinde Döviz Kuru Dalgalanmaları: Nedenleri, Etkileri ve Politika Kararları”, 2006.

https://www.researchgate.net/profile/Zafer_Yuekseler/publication/259073374_2002-2006_DONEMINDE_TURK_EKONOMISINDE_DOVIZ_KURU_DALGALANMALARI_NEDENLERI_ETKILER_VE_POLITIKA_KARARLARI/links/00b49529df7fd61b2c000000/2002-2006-DOENEMINDE-TUERK-EKONOMISINDE-DOEVIZ-KURU-DALGALANMALARI-NEDENLERI-ETKILER-VE-POLITIKA-KARARLARI.pdf [11.06.2019].

verilmiştir. Bunun sebebi ise, varlıkların değerinin döviz cinsinden azalması olmuştur. Merkez Bankası döviz piyasasında dengesizlik yaşanmasın diye döviz satış ihalesi düzenlemiş ve toplamda 3.1 milyar dolar döviz satmıştır. 2006 yılı Temmuz ayından itibaren 2007 yılı Temmuz ayına kadar olan dönemde döviz kurlarında düşüş yaşanmıştır. 2007 yılında ABD'de başlayan ve daha sonra bütün dünyaya yayılan mali krizin etkisiyle döviz piyasalarında güvensizlik hakim olmuş ve kur yükselmeye başlamıştır. 2007 yılının son çeyreğinde ise döviz kuru uygulanan politikalar sayesinde gerileme trendine geri dönmüştür. 2008 Küresel Ekonomik Kriz döneminde, Türkiyede yabancı sermaye çıkışında artış olmuş ve bu durum TL'nin değer kaybetmesine neden olmuştur. 2008'de günlük toplam 90 milyon dolar döviz alım ihalesi yapılması kararı alınmıştır. Fakat daha sonra döviz piyasasında oynaklığın artması üzerine günlük alım ihaleleri 45 milyon dolar düzeyine düşürülmüştür. 16 Ekim 2008 tarihinde Merkez Bankası döviz alım işlemlerini durdurmuştur. Buna sebep ise, bankaların likidite güçlerinin daha da artırılmak istenmesidir. Döviz alımları durdurulduktan sonra piyasada sağlıklı fiyat oluşumları gözlemlenmiştir. Merkez Bankası piyasaya döviz likiditesi sağlamak amacıyla günlük 50 milyon dolar döviz satımı yapmıştır. Satım ihaleleri altı gün sürmüş ve 30 Ekim 2008 tarihinde durdurulmuştur. 2008 yılında Merkez Bankası toplamda yedi milyar beş yüz seksen dört milyon dolar döviz alımı gerçekleştirmiştir.¹⁵⁴

Esnek döviz kuru sistemine geçildikten sonra güçlü döviz rezervine sahip olarak iç ve dış şoklardan az etkilenmeyi hedefleyen Merkez Bankası, piyasada döviz arzının döviz talebini geçtiği dönemlerde döviz alım ihaleleri gerçekleştirerek döviz rezervlerini artırmıştır. Esnek kur sisteminde kur hedefi olmayan Merkez Bankası piyasada derinliğin kaybolmaması ve sağlıklı fiyatların oluşmaması için piyasada döviz satmaktadır. 10 Mart 2009 yılında 50 milyon dolarlık döviz satım ihaleleri gerçekleştirmiş ve toplamda 900 milyon dolar döviz satımı yapılmıştır. 2009 yılında 3.5 milyar dolar da döviz alım ihalelerinden döviz alınmıştır. Merkez Bankası bankaların likidite sorununu gidermek ve bankaların etkinliğini artırmak için bir dizi önlemler almıştır. 20 Şubat 2009 tarihinde Döviz Depo Piyasası'nda bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmış

¹⁵⁴ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, 2008, 11-14.
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/62d8b7e3-00ca-4229-b558-e39567bfff4b/Baskan_ParaPol09.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-62d8b7e3-00ca-4229-b558-e39567bfff4b-m3fB7u3 [11.06.2019].

ve aynı zamanda bankaların kendi aralarında yaptıkları karşılaşan işlemlerin vadesi 1 aydan 3 aya kadar uzatılmıştır.¹⁵⁵

2010 yılında Merkez Bankası yine günlük 60 milyon dolar döviz alım ihaleleri gerçekleştirme kararı almıştır. fakat daha sonra döviz rezervini daha da artırmak için bu ihale tutarı günlük 80 milyon dolara çıkartılmıştır.

Merkez Bankası Rezerv Opsiyon Mekanizmasını (ROM) gerçekleştirerek bankaların TL zorunlu karşılık oranlarının belli bir oranının döviz olarak tutulmasına izin vermiştir. İlk başta dalgalanmaları engellemek için bu oran, %10 olarak belirlenmiştir. Daha sonra 2012 yılı Ağustos ayında oran %60'a kadar çıkarılmış ve para politikasının daha da esnek olması sağlanmıştır. 2013 yılında dünya ekonomisi tekrar kötüye gitmeye başlamış ve ülkelerin büyüme oranları düşük oranlarda gerçekleşmiştir. Bu sorun da piyasalarda durgunluk riskini ortaya çıkarmıştır. Türkiye dünyada yaşanan ekonomik sorunlara karşı kendi ekonomisini korumaya çalışarak Onuncu Kalkınma Planını ilan etmiştir. Bu plan "Güçlü ve Dengeli Büyüme İçin Yapısal Dönüşüm" adını taşımaktaydı.¹⁵⁶ Merkez Bankası 2017 yılı Kasım ayında ROM kapsamında üst sınır oranını %60'tan %55'e indirmiştir. Bu indirimin sebebi ise fiyat ve finansal istikrara destek sağlamak olmuştur. Oran indirimi sisteme 1.4 milyar dolar döviz likiditesi sağlamıştır.¹⁵⁷ 2017 yılında dolar kuru 3.88 seviyesinde başladı. Yılın ortasına doğru 3.56'ya kadar indi ve 2017 yılı sonuna doğru 3.8 seviyesine yükselmişti.¹⁵⁸ 2018 yılı Mayıs ayında ise, ROM kapsamında döviz imkanı üst sınırı %55'ten %45'e indirilmiştir. Bu değişiklik bankalara 2.2 milyar dolar döviz likiditesi sağlamıştır.¹⁵⁹ 2018 yılı başlarında dolar kuru 3.8 seviyelerinde başlamıştı. Mart ayından sonra ise, risk priminin artmasıyla birlikte dolar kuru yükselişe geçmeye başlamıştı. Hazirana gelindiğinde siyasi seçim

¹⁵⁵ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2010 Yılında Para ve Kur Politikası.

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/64c78adc-6ffc-4fb6-904c-4429620f142c/Baskan_ParaPol10.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-64c78adc-6ffc-4fb6-904c-4429620f142c-m3fB7u3 [12.06.2019]

¹⁵⁶ Gözen, **age**, 23.

¹⁵⁷ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2018 Yılı Para ve Kur Politikası, 2017.

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3/2018parakur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3-m3fB7u3> [14.06.2014].

¹⁵⁸ T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor, 2017, 61.

https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/01/Y_II_k-Ekonomik-Rapor-2017.pdf [14.06.2019]

¹⁵⁹ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2019 Yılı Para ve Kur Politikası, 2018.

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e8681e26-e3e6-4476-b79d-b2aa9e8f34d2/2019ParaKur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e8681e26-e3e6-4476-b79d-b2aa9e8f34d2-mtZhGm2> [14.06.2019]

ve OHAL'in ortadan kaldırılması beklentisi ve Merkez Bankasının faiz oranını yükseltmesi kısa süreliğine de olsa kuru durdurmuş fakat Ağustos ayında Türkiye ABD ilişkisinin kötüleşmesiyle dolar/TL kuru hızla yükselişe geçmiştir. Eylül ayında 6.4 dolar/TL kuruna kadar yükselmiş ve daha sonra ise, Merkez Bankasının müdahaleleri ile döviz kuru yükselişi durdurulmuş ve yıl sonuna doğru az da olsa düşmeye başlamıştır. Yıl sonuna doğru dolar kuru 5.3 seviyelerine kadar düşmüştür.¹⁶⁰

5.1.3. Enflasyon

Merkez Bankası 1999 yılında enflasyonu kontrol altında tutmak için buna uygun para politikası belirlemiştir. Merkez Bankasının esas hedefi çift haneli sayılarda olan enflasyonu orta ve uzun vadede tek haneli sayılara indirmektir. Bunun hedef dahilinde ilk olarak 2000 yılında enflasyon oranını %25'e, 2001 yılında %12'e ve 2002 yılı sonunda ise %7 seviyelerine indirmeyi planlamıştır. Bu hedefleri gerçekleştirmek için Merkez Bankası enflasyonu düşürmeye yönelik para ve kur politikası uygulamaya karar vermiştir. Fakat 1999 yılı sonunda kamu zamlarının çok yüksek olması, kurda yapılan ayarlamalar 2000 yılının ilk aylarında fiyat artışlarının beklenenin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. 2000 yılı için hedeflenen enflasyondan sapma gözlemlenmiştir. Aylık enflasyonda ciddi oranda düşüş gözükse de, yıllık enflasyonda hedeflenen enflasyonun üzerinde sonuç gözlemlenmiştir.¹⁶¹

2000 ve 2001 yılları için uygulanan para politikası, yüksek enflasyonu düşürmek için nominal döviz kurunun ara hedef olarak belirlendiği bir politikaydı. Fakat bu programın devam etmesine 2000 yılının sonlarına doğru ve 2001 yılının Şubat ayında yaşanan krizler, nominal döviz kuru hedeflemesini durdurmuştur. Nominal döviz kuruna bağlı olarak sürdürülmeye çalışılan istikrar programı sona erdirilmiştir. Bu sonuca sebep ise, yaşanan finansal krizlerle ülkede dövize olan talebin artması ve piyasada likidite eksikliği yaşanınca faiz oranlarının da yükselmeye başlamasıdır. Yaşanan tüm bu gelişmeler artık para politikasında döviz kurunu çapa olarak kullanmayı imkansız hale getirmiş ve 2001 Şubat ayından

¹⁶⁰ T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor, 2018, 51.

<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/10/YILLIK-EKONOM%C4%B0K-RAPOR-2018-e.pdf> [14.06.2019]

¹⁶¹ Erhan Öruç, "Döviz Kuru Belirlenmesinde Belirsizliğin Kaynağı Olarak Kur, Enflasyon ve Faiz Oynaklığı: Türkiye Üzerine Bir Uygulama" (Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, 2008), 72-74.

itibaren esnek kur rejimine geçildiği için para politikasının enflasyon hedeflemesi olarak belirlenmiştir.¹⁶²

2001 yılında yaşanan gelişmeler ışığında 2002 yılından itibaren Merkez Bankası para politikasında çağa olarak parasal taban ve enflasyon hedeflenmesini kullanmaya başlamıştır. Merkez Bankasının yeni para politikası uygulamasındaki esas amaç, ülkede uygulanan para politikasının dünya standartlarına uygun olmasıdır. Merkez Bankası uygulamaya çalıştığı yeni para politikasında örtük enflasyon hedeflemesini uygulamaya koymuştur. Merkez Bankası 2002-2005 yıllarında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi politikasıyla, piyasada fiyat ve finansal istikrarı sağlamayı amaçlamış ve bunun için de kısa vadeli faiz oranlarını kullanmıştır. Bu politika doğrultusunda faiz oranları enflasyon hedefine göre belirlenmiştir.

Örtük enflasyon hedeflemesinde Merkez Bankası dönem sonunda bir sonraki dönem için enflasyon hedefini belirlemekte ve daha sonra buna uygun şekilde para politikası uygulamaktadır. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının örtük enflasyon hedeflemesine geçmesinin esas nedeni açık enflasyon hedeflemesi için gerekli koşulların oluşmadığı düşüncesi idi. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmek için bir basamak olarak kullanılmıştır.

2002-2005 döneminde uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi Türkiyede enflasyon oranlarını 2002 yılında %30 civarlarında iken 2005'te yıl sonu verilerine göre %10'un altına düşmüş ve %8 seviyelerine düşmüştür. Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesi üzerine uyguladığı para politikası enflasyonu düşürse de hedeflenen enflasyondan sapmalar olmuştur.

2006 yılında, 2002-2005 döneminde uygulanan örtülü enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyondan sapmalar olduğu için Merkez Bankası açık enflasyon uygulaması rejimine geçmeye karar vermiştir.

Para politikasını enflasyon hedeflemesi olarak uygulayan merkez bankası, dönem için belirlediği enflasyon hedefini dönem başından açıklamakta ve dönem sonunda bu hedefe ulaşmaya çalışmaktadır. Eğer bu hedefe ulaşamazsa, merkez bankası kamuoyuna hesap vermek zorunda kalmaktadır. Enflasyon hedeflemesi

¹⁶² Bilal Şahan, "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Faiz Politikasının Etkisi" (Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi, 2018), 14.

rejiminde gelecekteki enflasyon kontrol edildiğinden merkez bankası belli bir süre sonra enflasyon tahmini yapmakta ve bu tahmini yine kamuoyuyla paylaşmak zorundadır.

2006 yılında Merkez Bankası açık enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Bu rejimin uygulanmaya başladığı dönem uluslararası ekonomide istikrarsızlığın olması, hedeflenen enflasyonun gerçekleşmemesine neden olmuştur. 2006-2008 yılları arasında uygulanan açık enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyonun hedeflenen enflasyonun üstünde gerçekleşmesinin nedeni genelde dış şoklar olmuştur.¹⁶³

2006-2008 döneminde Türkiye'de yıllık enflasyon oranı hedeflenen enflasyon oranının üzerinde seyretmiş ve 2004 yılında %10'un altına inen enflasyon 2008 yılında yeniden %10'un üstüne çıkmıştır. 2006 yılında %9.65 olan enflasyon oranı, 2008 yılında %10.06 olarak açıklanmıştır.

2008 yılının sonlarına doğru Merkez Bankası para politikasında değişikliğe gitmeye karar vermiştir. Bu değişikliğin esas sebebi, dünya piyasalarında olumsuz ortamın oluşmasıydı. Merkez Bankası genişlemeci para politikası uygulamaya karar vermiştir. Bu politika 2010 yılına kadar sürmüştür. ve uygulanan genişlemeci para politikası ülkede enflasyon oranını %6 seviyelerine indirmiştir.

2010 yılından sonra dünya piyasalarında 2008 krizinin etkisinin yavaş yavaş geçmesiyle birlikte Merkez Bankası da Türkiye ekonomisi için yeni para politikası belirlemiştir. Krizin ilk çıktığı dönemlerde Merkez Bankası döviz kurunun aşırı değerlenmesini önlemek için bir takım önlemleri yavaş yavaş kaldırmayı amaçlamış ve bunun için de yeni para politikasında yeni araçlar kullanmaya başlamıştır. Zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru, politika faizi ve gecelik faiz oranları yeni para politikasında kullanılan araçlardır. Merkez Bankası hem fiyat hem finansal istikrarı sağlamak için yeni para politikası araçlarını açıklamıştır. Bu araçlar Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) ve faiz koridorudur. Merkez Bankasının uyguladığı bu yeni politikalar sayesinde döviz kuru ve kredi kanallarını ayrı ayrı etkileyebilmektedir. Bu kanallar da enflasyona talep ve maliyet yoluyla etki etmektedir.¹⁶⁴

¹⁶³ Büşra Engin, "Bir Para Politikası Aracı Olarak Enflasyon Hedeflemesi", *Sosyal Bilimler Dergisi*, 2 (2011): 51-52. <https://dergipark.org.tr/download/article-file/100768> [18.06.2019].

¹⁶⁴ Şahan, *age*, 25-26.

Uygulanan bu para politikası enflasyonu, 2017 yılına kadar tek haneli sayılarda tutmayı başarmıştır. 2017 yılında enflasyon %12 seviyelerinde açıklanmıştır. 2018 yılında politik krizlerin de yaşanmasıyla enflasyon oranlarında ciddi bir yükseliş gözlemlenmiştir. Yıllık enflasyon oranı 2002den beri ilk kez %20'nin üzerinde gerçekleşmiştir.

5.1.4. Kamu İç Borçlanması

2000 yılından itibaren Merkez Bankası enflasyonu düşürme yönünde para politikaları izlemeye karar vermiştir. EnflasyonDüşürme Programının bir diğer amacı da dış borçlanmayı artırarak iç borçlanmayı azaltmaktır. Merkez Bankasının uyguladığı bu program iç borç stokunda ciddi şekilde yükselişe engel olamamıştır.¹⁶⁵ İç borç stoku 2000 yılında yaklaşık iki defa artmıştır. 2000 ve 2001 krizleri tüm iktisadi faktörleri etkilediği gibi iç borçlanmayı da negatif yönde etkilemiştir. Öyle ki 2000 yılında kamu iç borç stokunun GSYİH'ya oranı %21 seviyesindeyken 2001 yılında %50 seviyelerne yükselmiştir. Bu oranların yükselmesinde kriz döneminde hazinenin borçlanma ihtiyacının daha da artması ve buna karşılık iç borçlanmanın vadesi kısaltılarak faizi artırılmıştır. Bu da borç yükünü daha da artırmaktadır.¹⁶⁶

2001 yılında iç borçlanmayı çevirebilmek için mevcut iç borç stokundan daha fazla borçlanmaya gidilmiştir. Bunun esas nedeni ise, borçlanma maliyetlerinin artması ve kriz ortamının olmasıydı. 2002 yılında iç borç stokunun GSYİH'ya oranında gerileme yaşanmıştır. Bu gerilemenin nedeni IMF'ten alınan kredi ve GSMH'nın beklenenden daha fazla büyümesi olmuştur. 2001 yılında %50 seviyelerinde olan oran, 2002 yılında %42 seviyesine gerilemiştir. 9 Nisan 2002 tarihinde açıklanan "Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun" yürürlüğe girmiş ve Türkiye'de kamu borçlanması ile ilgili kavramlar açıklanmış ve borçlanmada etkinlik ve şeffaflık sağlanmıştır. Bu kanunla borçlanma limit oranı düşürülmüştü. Kanun öncesinde borçlanma %15 artırılabilirken, kanunla birlikte %5 artırılabilirdiği kararlaştırılmıştır. Eğer bu artım yetmezse Bakanlar Kurulu %5 oranında daha artırılmasına karar verebilir.¹⁶⁷

¹⁶⁵ Hasret Genç, "Türkiye'de Bütçe Açıkları ile Kamu Borçlanması Arasındaki İlişki: 1970-2014 Dönemi" (Yüksek Lisans Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi, 2015), 55.

¹⁶⁶ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, "Yetmiş Birinci Hesap Yılı Hakkında Banka Meclisi'nce Hazırlanan Faaliyet Raporu Bilanço, Kar ve Zarar Hesabı", 2002, 13.

¹⁶⁷ Mehmet Cural, "Kalkınmanın Finansmanında Kamu İç-Dış Borç Yapısı" (Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2012), 175-178.

2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krize karşı alınan tedbirler bir çok ülkelerde kamu açıklarını artırmış ve iç borçlanmanın sürdürülebilirliğini tehlike altına atmıştır. Fakat Türkiye'de borçlanma 2003 yılından itibaren TL cinsinden yapılmakta bu da döviz riskini asgariye indirmekte, diğer taraftan faize karşı duyarlılığı azaltmak için de sabit faizli enstrümanlarla borçlanılmaktadır. Bu da 2008 krizinin dünya ülkelerindeki iç borçlanmayla ilgili yarattığı endişelerin Türkiye'de yaşanmamasına neden olmuştur. 2009 yılında iç borçlanma planlanan tutarın çok üzerinde olmuştur. Borçlanma enstrümanlarının çeşitlendirilmesi amacıyla 2009 yılında ihraç edilen Gelire Endeksli Senet'lerden 944 milyon TL finansman sağlanmıştır. 2010 yılında yapılan dördüncü tertip GES ihraçları ile birlikte bu finansman 1.4 milyar TL'ye çıkmıştır. 2010 yılında da borçlanmadaki şeffaflığı sürdürmek için borçlanmayla ilgili bilgiler kamuoyuna duyurulmuştur.¹⁶⁸

2011 yılında da 2003 yılında uygulanmaya başlanan borçlanma stratejilerine devam edilmiştir. Yine iç borçlanmada TL ağırlıklı borçlanma gerçekleştirilmiştir. 2012 Şubat ayında iç borç stokunda döviz cinsinden olan senetlerin payı sıfırlanmıştır. Bununla birlikte döviz kurundaki oynaklığın iç borç stokunda oynamalara sebep olması ortadan kaldırılmıştır. İlk defa 2010 yılında ihraç edilmeye başlanan enflasyona endeksli, sabit faizli DİBS'ler 2011 yılında da ihraç edilmiştir. Ayrıca 2011 yılında GES'lerin ihracına da devam edilmiştir. Şubat ve Ağustos aylarındaki ihraçlardan 854 milyon TL finansman sağlanmıştır. 2011 yılında toplam iç borç stoku 368778 milyon TL olmuştur. Bunun %99.2'lik kısmı ihaleler yoluyla elde edilmiş, kalan %0.8'lik kısmı ise, satışlar yoluyla sağlanmıştır. Ayrıca 2011 yılında iç borç stokundaki nominal artış %4.5 olmuştur.¹⁶⁹

2012 yılında da aynı iç borçlanma stratejileri uygulanmıştır. 2012'de iç borçlanmayı çeşitlendirmek amacıyla yeni kira sertifikaları ihracına başlanmıştır. Eylül ayında yurt dışında gerçekleştirilen ihraçla 1.5 milyar dolar, Ekim ayında yurt içinde yapılan ihraçla 1.6 milyar TL finansman sağlanmıştır. 2012 yılında kamu iç borçlanma stoku 386541 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu ise bir önceki yıl nominal değerlerine göre %4.8 artış olduğu anlamına gelmektedir. 2012 yılındaki

¹⁶⁸ Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2011, 21.
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2011-1.pdf>, [16.06.2019]

¹⁶⁹ Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2012, 22-24.
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2012-1.pdf>, [16.06.2019].

toplam iç borçlanmanın %98.3'ü ihaleler yoluyla, kalan %1.7'si ise yapılan satışlarla elde edilmiştir.¹⁷⁰

2013 yılında FED'in açıkladığı tahvil alımlarında azaltmaya gidilecek kararı, DİBS faizlerinin yükselmesine sebep olmuştur. Merkez Bankası bu kararın iç borçlanma piyasasına ciddi şekilde etki etmemesi için finansman programını da para ve maliye programıyla birlikte yürütmeye karar vermiştir. Ayrıca 2013 yılında da kira sözleşmelerinin ihracına devam edilmiş ve toplamda 3.3 milyar TL finansman elde edilmiştir. 2013 yılında toplam iç borç stoku 403 milyar 7 milyon TL olmuştur. Bunun %97.7'lik kısmı yapılan ihalelerle sağlanmış, diğer %2.3'lük bölüm ise satış yoluyla gerçekleştirilmiştir.¹⁷¹

Merkez Bankası, 2013 yılında FED'in tahvil alımlarını azaltacağını açıklamasından sonra orta ve uzun vadeli hedeflerini bu çerçevede yapmıştır. FED, tahvil alımlarını aldığı karardan sonra kısmen azalttı ve Ekim 2014 tarihinde tamamen sonlandırdı.

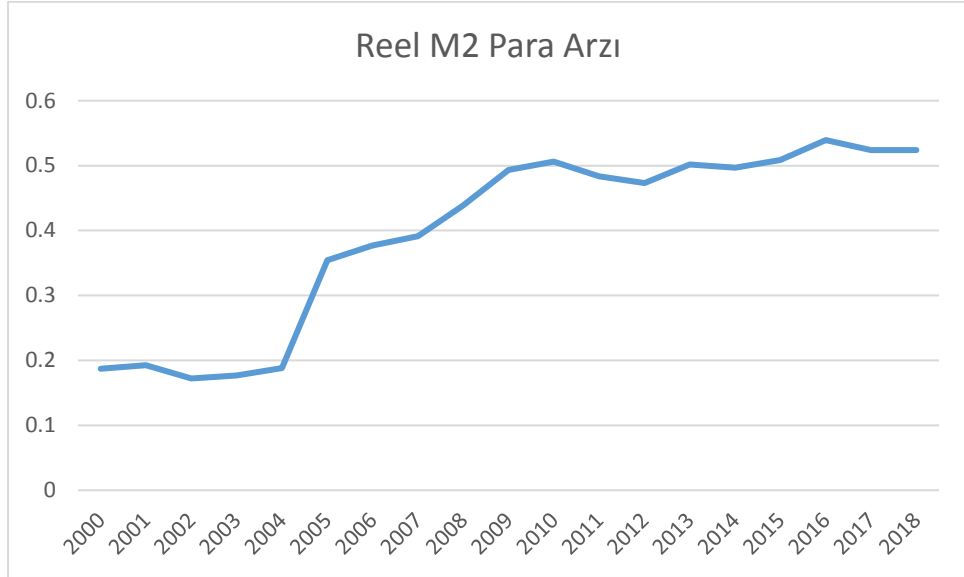
Merkez Bankasının uyguladığı politikaların sonuçları 2000-2018 yılları arasında iç borç stokunu GSYİH'ya oranındaki değişikliklerle gösterilebilir. Merkez Bankası ilk olarak Enflasyon Düşürme Programı çerçevesinde iç borçlanmayı azaltmak istemiştir. Fakat 2001 yılında ortaya çıkan kriz bu isteğin gerçekleşmemesine neden olmuştur. 2001 yılında iç borçlanmanın GSYİH'ya oranı %50 seviyesinde gerçekleşmişti. Bundan sonra uygulanan Güçlü Ekonomiye Geçiş programı ile bu oran düşmeye başlamıştır. 2002 yılından 2009 yılına kadar düşüş trendinde olan bu oran 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizle birlikte yükselmiştir. 2010 yılından itibaren uygulanan politikalarla kamu iç borçlanma stokunun GSYİH'daki oranı yeniden düşüş trendine girmiştir. 2018 yılında bu oran %15 seviyelerine kadar düşmüştür.

¹⁷⁰ Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2013, 22-25.
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2013-1.pdf>, [16.06.2019].

¹⁷¹ Hazine Müsteşarlığı, Kamu Borç Yönetimi Raporu, 2014, 23-24.
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2014-1.pdf>, [16.06.2019].

5.1.5. Para Arzı

Merkez Bankası, uyguladığı para politikalarında para arzı önemli bir yer edinmektedir. 2000-2018 yılları için M2 para arzı/GSYİH ile reel para arzı trendi elde edilmiştir. Bu trend Merkez Bankasının hangi dönemlerde genişletici veya daraltıcı politika izlediğini göstermektedir. Şekil 10'da 2000-2018 dönemine ait M2 para arzı verileri GSYİH verilerine bölünerek elde edilmiş reel M2 para arzı trendi gösterilmiştir. Bu şekilde görüldüğü gibi Merkez Bankası 2000-2001 döneminde genişletici para politikası uyguladığını göstermektedir. Fakat 2001 yılında yaşanan bankacılık krizi ile Merkez Bankasının 2002 yılında daraltıcı bir para politikası uyguladığı görülmektedir. 2002 yılında nominal para arzında olarak %31'lik bir artış yaşansa da reel olarak M2 tanımlı para arzında %10.5'lik bir düşüş gözlemlenmiştir.



Şekil 10: Reel (M2) Tanımlı Para Arzı Verileri

Şekil 10'da, 2002-2010 dönemi arasında Merkez Bankasının genişleyici bir para politikası izlediği görülmektedir. 2005 yılında nominal M2 tanımlı para arzında %220'lik bir artış yaşanmış, reel olarak ise %88.4'lük bir artış yaşanmıştır. Özellikle 2005 yılında ciddi şekilde para arzının artmasının sebebi, 2005 yılında Merkez Bankası gecelik faiz oranlarını düşürmüş ve kurlardaki oynaklık nedeniyle toplam altı defa piyasaya döviz alımı yönünde müdahalede bulunmuştur. Yapılan bu

işlemler, sonuç olarak para arzının artırmaya sebep olmuştur.¹⁷² Nominal olarak M2 tanımlı para arzı 2000 yılından 2018 yılına kadar hiç düşmemiştir. Fakat reel trendli M2 tanımlı para arzı 2002 yılında yaşanan %10.5'lik düşüşün ardından 2011 yılında %4.5, 2012 yılında %2.1, 2014 yılında %1 ve 2017 yılında %2.8 oranında düşüşler yaşamıştır. Diğer tüm yıllarda reel olarak M2 para arzında artış yaşandığı gözlemlenmiştir.

Merkez Bankası enflasyonla mücadele kapsamında para arzını da kontrol ederek enflasyonu düşürmeyi hedeflemektedir. Merkez Bankası, enflasyonu düşürmek için sıkı para politikası uygulaması gerekmektedir. Fakat şekilde de görüldüğü gibi sıkı para politikası başarıyla uygulanamamıştır. Bunun esas sebebi ise Merkez Bankasının sıkı para politikası uygulamayı düşünse de karışık uygulamaların yapılması sonucunda para arzı artmakta ve genişleyici para arzı politikası görünümü elde etmektedir. Merkez Bankası yaptığı sıkı para politikalarında tutarlı olmadığından, uygulamaya koyduğu politikanın sonucunu almadan tekrar değiştirdiğinden enflasyonu düşürmek için öngördüğü sıkı para politikasından sonuç alamamaktadır.¹⁷³ Enflasyon oranının istenen seviyelere gelmemesinde Merkez Bankasının sıkı para politikasını öngördüğü şekilde uygulayamamasının da etkisi vardır. Merkez Bankasının sıkı para politikasını uygulayamamasının diğer nedeni de bu politikanın ülkede faiz oranlarını artırması, sürekli uygulandığı takdirde üretimi daraltması, işsizliğin artmasına sebep olması gibi negatif etkileri de vardır.

5.2. Genel Görünüm

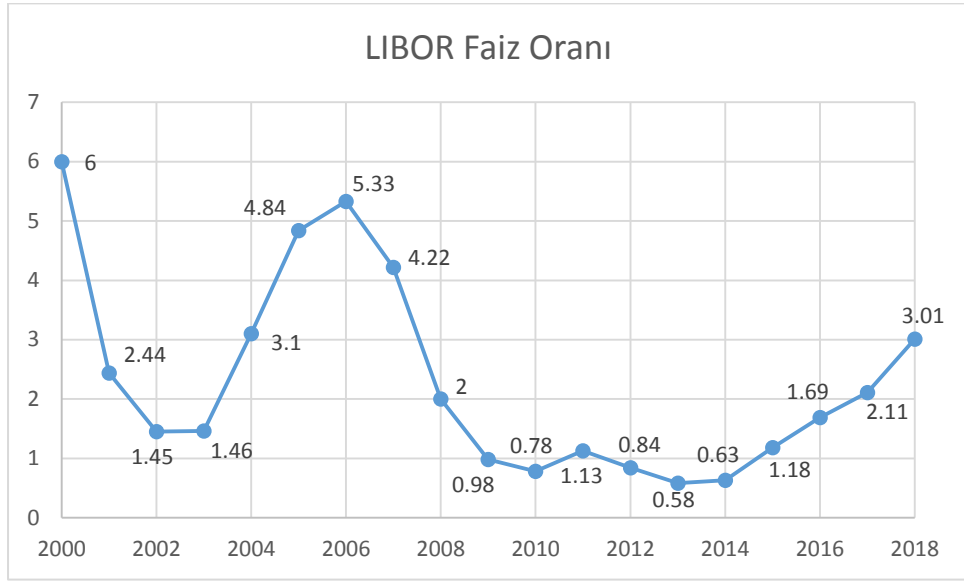
5.2.1. LIBOR Faiz Oranı

London InterBank Offered Rate (LIBOR), dünyanın en büyük bankaları arasında borçlanma zamanı bu borçlanmaya uyguladıkları referans faiz oranıdır. LIBOR hesaplanırken tüm bankalardan faizlerle ilgili teklifler alınır. Daha sonra bu tekliflerin aritmetik ortalamaları alınarak elde edilen sonuç LIBOR faiz oranı olarak belirlenir.

¹⁷² Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Yıllık Rapor 2005, 2006.

http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5f0bc551-d18d-424e-9ce8-b9610c59d764/2005_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5f0bc551-d18d-424e-9ce8-b9610c59d764-mh5zv9 [20.06.2019]

¹⁷³ Mahfi Eğilmez, Sıkı Para Politikası ve Türkiye, 2017. <http://www.mahfiegilmez.com/2017/06/sk-para-politikas-ve-turkiye.html> [20.06.2019]



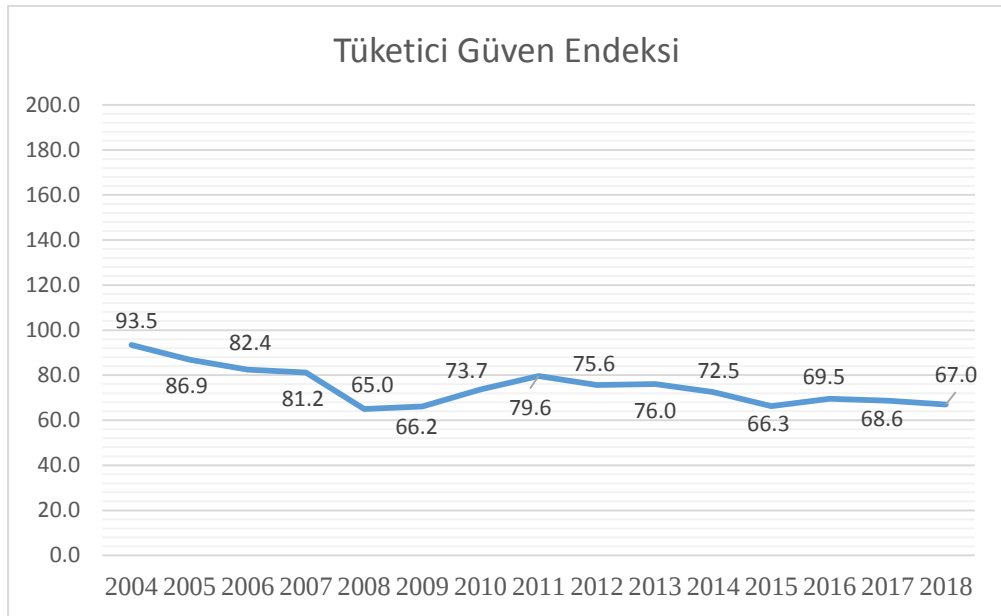
Şekil 11: 2000-2018 LIBOR Faiz Oranı Verileri

Şekil 11’de yıllık LIBOR faiz oranı verileri gösterilmiştir. 2000 yılında %6 olan LIBOR faiz oranı, her yıl değişkenlik göstermektedir. 2008 yılına kadar yukarı ve aşağı doğru sert değişiklikler yapmış olsa da 2008 yılından 2016 yılına kadar olan süreçte %1,2’in üzerine çıkmamıştır. 2016 yılından itibaren ise, tekrar hızlı bir şekilde yükselmeye başlamış ve 2018 yılında %3.01 olarak belirlenmiştir.

LIBOR faiz oranı dünya üzerindeki en güvenilir bankalar tarafından belirlendiğinden bu oranlarda yaşanan değişiklikler özellikle gelişmekte olan ülkeleri etkilemektedir. Türkiye de gelişmekte olan ülkelerdendir. Üç aya kadar vadesi olan LIBOR faizlerine kısa vadeli LIBOR faiz oranı, üç aydan daha uzun vadeli olan faizler ise, uzun vadeli LIBOR faiz oranı adlanmaktadır. Uzun vadeli LIBOR faiz oranlarındaki değişiklikler Türkiye ekonomisini direkt ve dolaylı olarak etkilemektedir. Türkiye ekonomisini büyütmek için diğer ülkelerden veya bankalardan dolar bazlı borçlanmaktadır. LIBOR faiz oranlarındaki artış Türkiye’nin alacağı yeni borçların faizlerini daha da artıracak, önceden alınmış ve vadesi süren borçların da faizi yeni LIBOR faiz oranına göre yeniden şekillenecektir. Yani 2018 yılında 2017 yılına göre yaşanmış %0,9’luk artış Türkiye’nin borç yükünü artıracak ve ülke bunu karşılayabilmek için yeniden bu sefer daha yüksek olan faizlerle borçlanacaktır. Sonuçta yüksek faizle borçlanan Merkez Bankası ülke içinde de faiz oranlarını artırmak zorunda kalmaktadır.

5.2.2. Tüketici Güven Endeksi

Tüketici güven endeksi Türkiye'de 2004 yılından itibaren oluşturulmaya başlanmıştır. Her ay yapılan anketlerle tüketicilerin gelecek beklentileri, maddi durumları, ekonomiye olan güvenleri, tasarruf eğilimleri gibi sorulara cevap alınmakta ve bu cevaplardan yola çıkarak her ay için tüketici güven endeksi oluşturulmaktadır. Tüketici güven endeksi, genel ekonomi, kişisel mali durum ve harcama ve tasarruf eğilimi kategorileri üzerinden hesaplanmaktadır.



Şekil 12: Türkiye için 2004-2018 Tüketici Güven Endeksi Verileri

TÜİK, http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1104

Tüketici güven endeksinin yorumlanması aldığı değerlere bakılarak yapılmaktadır. Şekil 11’de aylık tüketici güven endekslerinin ortalaması alınarak yıllık olarak gösterilmiştir. Tüketici güven endeksi 0-200 arasında bir değer almaktadır. Eğer bu değer 100’ün üzerindeyse, tüketicilerin ülkenin gelecek ekonomik durumuyla ilgili pozitif düşünce içinde oldukları sonucu çıkartılmaktadır. 100’ün altında alınan değerlerdeyse ülkedeki hanehalkının ülkenin gelecek ekonomik durumuyla ilgili şüphe içinde olduğu ve ekonomik endişelerinin olduğu sonucuna varılmaktadır.

Türkiye’de yapılan tüketici güven endeksi verilerinde hiçbir zaman 100’ün üzerinde değer almadığı görülmektedir. Aylık veriler de göz önüne alındığında en yüksek değer 2004 Şubat ayında 98.7 olduğu bilinmektedir. Türkiye’de tüketici güven endeksi, 2008 yılı Kasım ayında 55.7’le en düşük değerini almıştır. 100’ün altındaki değerlerde tüketicinin ekonomiyle ilgili düşüncelerinin kötümser olduğunu söylemiştik. 2008 yılındaki sonuçlara küresel ekonomik krizin etki ettiği açıkça görülmektedir. 2008 yılı Eylül ayından sonra değerlerde ciddi şekilde düşme gözlemlenmiş ve bu düşüş 2009 yılı Mart ayı sonuna kadar devam etmiştir. Türkiye için alınan sonuçlara göre tüketiciler, 2004 yılından itibaren Türkiye ekonomisinde büyümenin olmadığını, ekonominin kötüleştiğini ve kendi gelecekleriyle ilgili endişelerinin olduğunu düşünmektedirler. Tüketici güven endeksinin sonuçları Türkiye’de tüketicilerin tasarruf yönümlü olduğunu göstermektedir. Merkez Bankasının tüketici güven endeksini dikkate alması ve para politikasını tüketicilerin harcamalarını artırmaya yönelik uygulaması gerekmektedir.

6. 2004-2018 DÖNEMİNDE TÜRKİYE’DE FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER: AMPİRİK ARAŞTIRMA

6.1. Ampirik Literatür

Faiz oranlarını belirlemek için kullanılan faktörlerin, faiz oranları üzerinde ne kadar etkili olduğunu araştıran yurtiçi ve yurtdışı ampirik çalışmalar yapılmıştır. Çalışmalarda faiz oranları bazen bağımlı bazen bağımsız değişken olarak varsayılmıştır. Faiz oranlarını direkt etkileyen faktörlerin bulunması için yapılan çalışmalarda, faiz oranları bağımlı değişken olarak ele alınmaktadır. Bağımsız değişkenler ise, enflasyon, kamu iç borçlanması, döviz kuru, para arzı, para talebi, güven, interbank faiz oranları gibi faktörlerdir. Bu konuyla ilgili yurt içi ve yurt dışında yapılan çalışmalar aşağıda gösterilmiştir.

Türkiye için yapılmış araştırmaları iki ayrı gruba ayırabiliriz. Bunlar, faiz oranları ve bir değişken arasındaki ilişkilerin araştırıldığı çalışmalar ve iki ve daha fazla bağımsız değişkenin kullanıldığı çalışmalar. Bu çalışmalarda faiz oranları bağımlı ve bağımsız değişken olarak ele alınmıştır.

Berument ve Malatyalı (1999)¹⁷⁴, Şimşek ve Kadılar (2006)¹⁷⁵ ve Mercan (2013)¹⁷⁶ yapmış oldukları çalışmalarda faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Her üç çalışma da enflasyonun nominal faiz oranını pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Berument ve Malatyalı (1999), 1988:11-1996:06 dönemi için araştırma yapmışlardır. Şimşek ve Kadılar (2006), yapmış oldukları çalışmada Türkiye’de Fisher Etkisi 1987:1-2004:4 dönemine ait verilerle ARDL yaklaşımı ile araştırmışlardır. Mercan (2013), 1992:01-2013:01 döneminde Türkiye

¹⁷⁴ Hakan Berument ve Kamuran Malatyalı, “Determinants of Interest Rates in Turkey”, *Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey*, Discussion Papers No. 9902, 1999.

¹⁷⁵ Muammer Şimşek ve Cem Kadılar, “Fisher Etkisinin Türkiye Verileri ile Testi”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 7(1) (2006): 99–111.

¹⁷⁶ Mehmet Mercan, “Enflasyon ve Nominal Faiz Oranları Arasındaki Uzun Dönem İlişkinin Fisher Hipotezi Çerçevesinde Test Edilmesi: Türkiye Örneği”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(4) (2013): 368-384.

ekonomisi için Fisher hipotezinin doğruluğu ARDL Sınır Testi yardımıyla araştırılmıştır.

Karaca (2005)¹⁷⁷ ve Gül, Ekinci ve Özer (2007)¹⁷⁸, yapmış oldukları çalışmalarda faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Her iki çalışmanın sonucunda bu iki değişken arasında hiçbir eşbütünleşme ilişkisi bulunamamıştır. Karaca (2005), 1990-2005 dönemine ait aylık verileri ARDL Sınır Testi yardımıyla incelemiştir. Eşbütünleşme ilişkisi bulamadıktan sonra ise, 2001-2005 (Türkiye'de esnek döviz kuru dönemi) dönemi için döviz kuru ve faiz oranı ilişkisi analiz edilmiş ve pozitif yönlü düşük düzeyde ilişki bulunmuştur. Gül, Ekinci ve Özer (2007), sonuç bulamadıktan sonra Granger nedensellik testi uygulanmış ve nedenselliğin döviz kurundan faiz oranına doğru olduğu ortaya konulmuştur.

İki ve daha fazla bağımsız değişkenle yapılmış çalışmalar.

Masatçı ve Darıcı (2006)¹⁷⁹, Türkiyede faiz oranlarını etkileyen faktörler içsel ve dışsal olarak ele alınmıştır. 1996-2004 dönemine ait aylık veriler kullanılarak Johansen eşbütünleşme testi ile araştırılmıştır. Enflasyon, kamu borçları ve reel gelir gibi içsel, FED faiz oranları gibi dışsal faktörlerin Türkiyede faiz oranlarına etki etmediği sonucu bulunmuş ve bunun sebebi de Türkiyedeki reel faiz oranlarının dünya faiz oranlarından yüksek olması gösterilmiştir.

Zortuk (2007)¹⁸⁰, Türkiye'de Taylor Kuralı'nı oluşturan (hedeflenen enflasyon oranı, potansiyel üretim düzeyi ve döviz kuru) değişkenlerin 2001:08-2006:12 döneminde kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisini ARDL Sınır Testi yardımıyla araştırmıştır. Sonuçta Taylor Kuralı'nı oluşturan değişkenlerdeki bir sapmanın kısa vadeli faiz oranlarını anlamlı bir şekilde etkileyeceği görülmüştür.

Güngör ve Karaca (2007)¹⁸¹, Türkiye'de reel faiz oranlarını belirleyen faktörleri araştırmışlardır. Bu çalışma, 1990:01-2006:03 dönemine ait çeyrek yıllık (3

¹⁷⁷ Orhan Karaca, "Türkiye'de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?", *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 2005.

¹⁷⁸ Ekrem Gül, Aykut Ekinci, ve Mustafa Özer, "Türkiye'de faiz oranları ve döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisi: 1984-2006", *İktisat İşletme ve Finans*, 22(251) (2007): 21-31.

¹⁷⁹ Kaan Masatçı ve Burak Darıcı, "Türkiye'de Faiz Oranlarının Belirlenmesinde İçsel ve Dışsal Faktörlerin Rolü", *Akademik Fener Dergisi*, (6) (2006): 18-31.

¹⁸⁰ Mahmut Zortuk, "Koşulluluk Aracı Olma Bağlamında Kısa Vadeli Faiz Oranlarının Hedeflenen Enflasyondan Sapmada Kullanımı: Bounds Test Yaklaşımı (Türkiye Örneği)", *Ekonometri ve İstatistik*, 6 (2007): 41-68.

¹⁸¹ Tuğrul Güngör ve Orhan Karaca, "Türkiye'de Reel Faiz Oranlarını Belirleyen Faktörler", *Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları*, 2(3) (2007): 1-32.

aylık) veriler kullanılarak ARDL Sınır Test yardımıyla yapılmıştır. Çalışma sonucunda reel faiz oranlarını en çok etkileyen değişkenin kamu kesimi borçlanma ihtiyacı olduğu bulunmuştur. Diğer önemli faktörler ise, bankalararası gecelik faiz oranları ve reel büyüme hızıdır. Bu sonuçların yanı sıra, para tabanı ve yabancı portföy yatırımı gibi değişkenlerin reel faiz oranlarını etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Demir ve Sever (2008)¹⁸² ve Çoban, Doğanalp ve Uysal (2008)¹⁸³, Türkiye'de kamu iç borçlanmasının diğer değişkenler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Aynı dönem için yapılan bu iki çalışmada farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Demir ve Sever (2008), 1987-2007 dönemine ait 3 aylık veriler kullanarak Johansen eşbütünleşme ilişkisi yardımıyla kamu iç borçlanmasının faiz oranı, enflasyon ve GSMH üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, kamu iç borçlanmasının faiz oranını pozitif yönde etki ettiği görülmüştür. Çoban, Doğanalp ve Uysal (2008) ise, yaptıkları çalışmada sadece aynı döneme ait aylık veriler kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda ise, kamu iç borçlanması ile faiz oranları arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunamamıştır.

Öztürk ve Durgut (2011)¹⁸⁴ ve Demirgil ve Türkay (2017)¹⁸⁵, Türkiye'de faiz oranlarını etkileyen faktörler araştırılmıştır. Her iki çalışmada para arzının faiz oranını negatif yönde etkilediği, döviz kuru, kamu iç borç stoku, enflasyon ve LIBOR faiz oranının faiz oranını pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Öztürk ve Durgut (2011), 2004:01-2010:02 dönemine ait aylık veriler Johansen eşbütünleşme testi kullanılarak analiz edilmiştir. Ayrıca bu çalışmada enflasyonun faiz oranını negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Demirgil ve Türkay (2017), 2007:01-2015:12 dönemine ait aylık veriler ARDL Sınır Testi yardımı ile incelenmiştir. Bu çalışmada Öztürk ve Durgut (2011) çalışmasında kullanılan değişkenlerden başka tüketici güven endeksi de kullanılmıştır. Tüketici güven endeksi, faiz oranını negatif yönde etkilemiştir.

¹⁸² Demir ve Sever, *age*, 170-196.

¹⁸³ Orhan Çoban, Nihat Doğanalp ve Doğan Uysal, "TÜRKİYE'DE KAMU İÇ BORÇLANMASININ MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ." *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (20) (2008): 245-255.

¹⁸⁴ Öztürk ve Durgut, *age*, 117-144.

¹⁸⁵ Bünyamin Demirgil ve Hakan Türkay, "Türkiye'de Faiz Oranlarını Etkileyen Faktörler: Bir ARDL/Sınır Testi Uygulaması", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(3) (2017): 907.

Yurt dışında da faiz oranları üzerine yapılmış çalışmalar vardır. Bu çalışmaların da sonucuyla ilgili kısa bir açıklama yapılacaktır.

Dash (2004), Hindistan ekonomisi için döviz kuru ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Bu çalışmada 1993:03-2003:03 dönemi incelenmiş ve koentegrasyon, hata düzeltme modeli ve etki-tepki analizleri kullanılarak analiz yapılmıştır. Bu analizler sonucunda döviz kuru ile faiz oranları arasında güçlü ve negatif bir ilişki bulunmuştur.¹⁸⁶

Dua ve Pandit (2012), yapmış oldukları çalışmada Hindistan ekonomisinde faiz oranlarını etkileyen içsel ve dışsal faktörleri araştırmışlardır. Çalışmada 1993:03-2000:05 dönemi aylık veriler kullanılarak faktörler arasındaki uzun dönem ilişkisi Johansen eşbütünleşme testi ile incelenmiş ve reel faiz oranlarının reel kamu harcamaları, reel para arzı ve yabancı faiz oranlarından etkilendiği sonucu elde edilmiştir.¹⁸⁷

Peiris ve Jayasinghe (2014), yaptıkları çalışmada Sri Lanka'da faiz oranlarının belirleyicilerinin hangi faktörler olduğunu araştırmışlardır. Bunu tespit etmek için 2001:01-2012:02 döneminde 3 aylık verileri kullanarak ARDL Sınır Test yaklaşımı ile değişkenler arasında uzun dönemli ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan analizlerden, söz konusu dönemde Sri Lanka ekonomisinde enflasyon, para arzı, ulusal gelir, yabancı faiz oranı ve yabancı varlıkların faiz oranları üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.¹⁸⁸

Zainal, Nassir ve Yahya (2014), Malezya'da Fisher Etkisi'nin geçerliliğini incelemişlerdir. Yaptıkları incelemelerde 2000-2012 dönemine ait veri setini kullanmışlardır. Bu çalışmada hazine bonusu faiz oranları, tüketici fiyat endeksi ve interbank faiz oranı faktörlerinin ilişkileri incelenmiştir. Analiz ARDL Sınır Test kullanılarak yapılmış ve uzun dönemde Malezya ekonomisinde Fisher Etkisi'nin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.¹⁸⁹

¹⁸⁶ Pradyumna Dash, "The Relationship Between Interest Rate and Exchange Rate in India", *Sixth Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy*, (2004).

¹⁸⁷ Pami Dua and B.L. Pandit, "Interest Rate Determination in India: Domestic and External Factor", *Journal of Policy Modelling*, (24) (2002): 853-875.

¹⁸⁸ Peiris, H.R.I. and Prabhath Jayasinghe, "Determinants of Interest Rates: In Case of Sri Lanka", *Sri Lanka Journal of Business Economics*, (5), (2014): 1-13.

¹⁸⁹ Nurazilah Zainal, Annuar Md Nassir, and Mohamed Hisham Yahya, "Fisher Effect: Evidence From Money Market in Malaysia.", *Journal of Social Science Studies*, 1(2), (2014): 112-124.

Kanwal vd. (2014), Pakistan ekonomisinde kısa vadede faiz oranlarına etki eden ekonomik değişkenleri incelemişlerdir. 2005-2010 dönemine ait aylık veriler kullanılarak tüketici fiyat endeksi ve döviz kuru değişkenlerinin faiz oranları üzerinde etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda faiz oranları ile tüketici fiyat endeksi ve döviz kuru arasında pozitif ve güçlü bir ilişki bulunmuştur.¹⁹⁰

Wilson ve Sheefeni (2014), Namibya ekonomisinde döviz kuru ile faiz oranları arasında ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada 1994-2012 dönemine ait çeyrek yıllık veriler kullanılmıştır. Bu çalışmada değişkenler arasındaki ilişki eşbütünlük testi, etki tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırma yöntemleri ile incelenmiştir. Yapılan analizde değişkenler arasında herhangi bir eşbütünlük ilişkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.¹⁹¹

Moroşan ve Zubaş (2015), Romanya ekonomisinde 2005-2014 dönemi için faiz oranı, döviz kuru ve enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu ilişkide faiz oranı bağımlı değişken olarak ele alınmıştır. Çalışmada döviz kuru ve enflasyonun faiz oranları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Romanya’da özellikle kriz döneminde bu etkinin daha fazla öne çıktığı görülmüştür.¹⁹²

Lawrence ve George (2016), Gana ekonomisinde faiz oranlarının belirleyicileri üzerine bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmada 1970-2013 dönemi yıllık verileri ARDL Sınır Test ile incelenmiştir. Yapılan analizler sonucunda, faiz oranlarının döviz kuru ve Merkez Bankasının uyguladığı para politikası ile pozitif; enflasyon, GSYİH ve bütçe açığı ile negatif ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.¹⁹³

6.2. Veri Seti, Model ve Yöntem

Çalışmanın konusu, Türkiye ekonomisinde faiz oranlarını etkileyen faktörlerdir. Bu çalışmanın amacı Türkiye ekonomisinde kısa ve uzun dönemde faiz

¹⁹⁰ Khushbakht Kanwal, Muneer Ahmed Abbasi, Anwer Irshad Burney, Muhammad Mubin, “Determinants of Interest Rate : Empirical Evidence from Pakistan”, *Journal of Economics and Sustainable Development*, Vol.5, No.13, (2014): 25-30.

¹⁹¹ Lungu Wilson and Johannes Payavali Sheefeni Sheefeni, “The relationship between interest rate and exchange rate in Namibia”, *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*, 3(1) (2014): 947-961.

¹⁹² Gheorghe Moroşan and Ioana Mădălina Zubaş, “Interest Rate, Exchange Rate And Inflation In Romania. Correlates And Interconnection” *Journal of Public Administration, Finance and Law*, 8 (2015): 146-160.

¹⁹³ Adu Asamoah Lawrence and Adu George, “An Empirical Analysis of Determinants of Interest Rates in Ghana”, *Journal of African Business*, 17(3), (2016): 377-396.

oranlarını etkileyen faktörlerin bulunmasıdır. Çalışmanın amacına ulaşmak için ekonometrik model oluşturulmuş ve bu model Eviews 10 programı ile analiz edilmiştir. Analizde Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi, Phillips-Perron birim kök testi, Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testi ve ARDL Sınır testi kullanılmıştır.

Analiz, 2004-2018 dönemine ait üç aylık veriler kullanılarak incelenmiştir. Çalışmada faiz oranları bağımlı değişken; reel efektif döviz kuru, reel kamu iç borç stoku, tüketici fiyat endeksi, LIBOR faiz oranı, M2 para arzı ve tüketici güven endeksi ise bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir.

Bu değişkenler arasında tüketici fiyat endeksi mevsimsellik gösterebileceği için mevsimsellikten arındırılmış ve TÜFE ile tüketici güven endeksinde üstel büyüme görüldüğünden bu iki değişkenin logaritması da alınmıştır. Veriler, EVDS ve data.imf.org sitesinden alınmıştır.

Analizde kullanılacak model aşağıdaki gibidir:

$$faiz = \beta_1 + \beta_2 rkib + \beta_3 rkur + \beta_4 lntufe + \beta_5 rm2 + \beta_6 libor + \beta_7 lnguven + \mu_t$$

6.2.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Yapılan analizde zaman serilerinin durağan olup olmadığını test etmek önemlidir. Bunun sebebi, seriler durağan halde değilse, sahte regresyon problemleri ortaya çıkmasıdır. Serilerin durağanlığının test edilmesinde en yaygın olan yöntem Augmented Dickey-Fuller testidir. Dickey ve Fuller 1979 yılında birim kök testini geliştirmişlerdir. DF birim kök testi yalnızca birinci dereceden otoregresif süreçlerde uygulanmaktaydı. Daha yüksek dereceden otoregresif süreçlerde de uygulanabilmesi için 1981 yılında Dickey ve Fuller DK birim kök testini geliştirerek Augmented Dickey-Fuller testini ortaya çıkardılar. Bu iki test arasındaki temel fark, DF testinde hata terimleri ardışık ilişkisizken, ADF testinde hata terimleri ardışık ilişkili olduğu varsayılmaktadır.¹⁹⁴ Kurduğumuz modelde bu test kullanılarak serilerin durağan olup olmadığı araştırılmış, düzey değerlerinde durağan olmayan serilerin kaçınıcı farkları alındığında durağanlaştığı belirlenmiştir. Aşağıdaki tabloda ADF birim kök testi sonuçları verilmiştir.

Tablo 2'deki ADF birim kök testi sonuçlarına göre, faiz, kur, lntufe ve lnguven değişkenleri düzey değerinde %5 anlamlılık düzeyine göre seriler birim kök içermektedirler, yani bu seriler durağan değildirler. Rkib, libor ve rm2 değişkenlerinde ise, düzey değerinde ADF test %5 anlamlılık düzeyindeki kritik

¹⁹⁴ İşcan, age, 76-77.

değerlerinden küçük değer aldığı için, serinin durağan olmadığını ifade eden sıfır hipotezi reddedilmekte ve serinin düzeyde durağan olduğu kabul edilmektedir. Faiz, kur, İntufe ve İnguven değişkenlerinin birinci dereceden farkları alındığında ise, serilerin durağan hale geldiği görülmektedir.

Tablo 2: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzye Değerleri				Birinci Farkları			
	Sabitli	%5 anlamlılık değeri	Sabit ve Trendli	%5 anlamlılık değeri	Sabitli	%5 anlamlılık değeri	Sabit ve Trendli	%5 anlamlılık değeri
faiz	-1.152	-2.912	0.2732	-3.489	-3.821*	-2.913	-4.446*	-3.489
rkib	-1.124	-2.917	-4.843*	-3.494	-3.907*	-2.917	-3.934*	-3.497
kur	-1.314	-2.911	-2.542	-3.488	-7.962*	-2.913	-8.185*	-3.489
İntufe	2.1723	-2.918	3.0695	-3.488	-3.82*	-2.913	2.1646	-3.499
libor	-3.01*	-2.915	-0.827	-3.488	-4.077*	-2.913	-3.723*	-3.491
rm2	-3.72*	-2.915	-3.76*	-3.494	-2.545	-2.916	-3.072	-3.494
İnguven	-2.242	-2.911	-2.77	-3.488	-7.707*	-2.913	-7.619*	-3.489

Bir başka birim kök testi uygulayarak değişkenlerin durağanlığı bir kez daha kontrol edilmiştir. Phillips-Perron birim kök testi uygulaması ile serilerin durağanlığı incelenmiştir. Phillips-Perron birim kök testi sonuçları Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 3: Phillips-Perron Birim Kök testi Sonuçları

Değişken	Düzye Değerleri				Birinci Farkları			
	Sabitli	%5 anlamlılık değeri	Sabit ve Trendli	%5 anlamlılık değeri	Sabitli	%5 anlamlılık değeri	Sabit ve Trendli	%5 anlamlılık değeri
faiz	-1.648	-2.912	1.082	-3.488	-3.837*	-2.913	-4.404*	-3.489
rkib	-2.202	-2.911	-5.89*	-3.488	-14.352*	-2.913	-14.231*	-3.489
kur	-1.315	-2.911	-2.543	-3.488	-7.986*	-2.913	-8.969*	-3.489
İntufe	1.972	-2.912	3.0695	-3.488	-3.862*	-2.913	-4.115*	-3.489
libor	-1.449	-2.912	-1.673	-3.488	-4.046*	-2.913	-3.999*	-3.489
rm2	-2.35	-2.912	-2.19	-3.488	-9.709*	-2.913	-11.954*	-3.489
İnguven	-2.227	-2.912	-2.766	-3.488	-7.707*	-2.913	-7.619*	-3.489

Phillips-Perron birim kök testi sonuçlarına göre reel kamu iç borç stoku (rkib) değişkeni düzey değerinde durağandır. Diğer değişkenler ise, birinci farkları alındıktan sonra durağan hale gelmişlerdir.

Alınan sonuçlardan daha da emin olabilmek için KPSS birim kök testi de uygulanmıştır. KPSS testi yardımıyla modele dahil edilen değişkenlerin durağanlık

düzeyleri belirlenmektedir. KPSS testinde Phillips-Perron ve ADF testlerinden farklı olarak H_0 hipotezi serilerin durağan olduğunu bildirmektedir. KPSS test istatistik değeri %5 anlamlılık değerinden küçük ise, H_0 hipotezi reddedilemez ve serilerin durağan olduğu kabul edilmektedir.

Tablo 4: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzy Değerleri				Birinci Farkları			
	Sabitli	%5 anlamlılık değeri	Sabit ve Trendli	%5 anlamlılık değeri	Sabitli	%5 anlamlılık değeri	Sabit ve Trendli	%5 anlamlılık değeri
faiz	0.478	0.463	0.249	0.146	0.609	0.463	0.102*	0.146
rkib	0.936	0.463	0.092*	0.146	0.175*	0.463	0.113*	0.146
kur	0.752	0.463	0.231	0.146	0.155*	0.463	0.065*	0.146
Intufe	0.972	0.463	0.139*	0.146	0.405*	0.463	0.192	0.146
libor	0.417*	0.463	0.138*	0.146	0.154*	0.463	0.15	0.146
rm2	0.743	0.463	0.223	0.146	0.271*	0.463	0.086*	0.146
Inguven	0.586	0.463	0.112*	0.146	0.073*	0.463	0.068*	0.146

KPSS birim kök testi sonuçları Tablo 4’te gösterilmiştir. KPSS birim kök testi sonuçlarına göre reek kamu iç borç stoku (rkib), tüketici fiyat endeksi (Intufe), LIBOR faiz oranı (libor) ve tüketici güven endeksi (Inguven) serileri düzey değerlerde durağanlardır. Mevduat faiz oranı (faiz), reel efektif döviz kuru (kur) ve reel M2 para arzı (rm2) serileri ise birinci farkları alındıktan sonra durağan hale gelmişlerdir. Buradan da anlaşıldığı gibi seriler aynı dereceden durağan değillerdir. Bu da Engle-Granger (1987) ve Johansen (1988) eşbütünleşme testlerinin bu seri için kullanılamayacağını gösterir. Çünkü bu testlerin uygulanabilmesi için serilerin aynı dereceden durağan olması gerekmektedir. Elimizde olan serilerin uzun dönem ve kısa dönem ilişkileri Peseran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen ARDL Sınır test yaklaşımı ile analiz edilmiştir.

6.2.2. ARDL Sınır Testi Sonuçları

Analizde kullandığımız değişkenler arasında uzun dönem ve kısa dönem ilişkileri araştırmak için ARDL Sınır test kullanılmıştır. ARDL Sınır testi, zaman serilerinin $I(0)$ ve $I(1)$ olması durumunda değişkenler arasındaki eşbütünleşmeyi test etmek için kullanılan bir yöntemdir. Bu test iki aşamalıdır: Önce sınır testi ile

değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi olup olmadığı test edilir, sonra uzun dönem ilişki var ise, uzun ve kısa döneme ait parametreler bulunur ve bu parametreler tahmin edilir. ARDL Sınır test yaklaşımının regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.¹⁹⁵

$$Y_t = \gamma_{0j} + \sum_{i=1}^p \delta_j Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta'_j X_{t-i} + \varepsilon_{jt}$$

İlk olarak değişkenler arasındaki uzun dönem eşbütünleşme ilişkisi Sınır test yardımıyla araştırılır. Burada H_0 hipotezi uzun dönem ilişkisi olmadığını göstermektedir. Hipotezin kabul edilip edilmeyeceği, sınır testi ile hesaplanan F istatistiğinin değeri ile belli olmaktadır. Eğer F istatistik değeri alt sınır değerinden $I(0)$, küçük ise, H_0 hipotezi reddedilmemekte ve değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığı sonucuna varılmaktadır. F istatistiğinin değeri üst sınırdan, $I(0)$, büyük ise H_0 hipotezi reddedilmekte ve değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi olduğu kabul edilmektedir. F istatistiğinin değeri alt ve üst sınır değerleri arasında ise bu sınır testi ile herhangi bir karar verilememektedir.

Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisi belirlendikten sonra bu değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkilere bakmak için ARDL yaklaşımına dayanan hata düzeltme modeli kullanılır. Bu modelin anlamlı olması için hata düzeltme değişkeninin katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekmektedir. Hata düzeltme modeli, kurduğumuz modeldeki kısa dönemde oluşan sapmaların ne kadar sürede düzeltileceği belirlenmektedir. Yani hata düzeltme değişkeni katsayısı -0.25 olursa, bu kısa dönemde oluşan sapmaların 4 ayda düzeltilebileceğini göstermektedir (aylık verilerle).

Tablo 5: Sınır Testi Sonuçları

K	F test istatistiği değeri	Sınır Değerleri (%5 anlamlılık)	
		Alt sınır $I(0)$	Üst sınır $I(1)$
6	31.72	2.45	3.61

Tablo 5’te F istatistiği değeri 31.72 bulunmuş ve bu değer Peseran üst sınır değerinden büyük olduğundan kullanılan seriler arasında uzun dönem ilişkisi olduğu

¹⁹⁵ Koon Nam Henry Lee, Inflation and Residential Property Markets: A Bounds Testing Approach, 184-185. <http://www.ijtef.org/papers/196-CF02006.pdf> [12.05.2019]

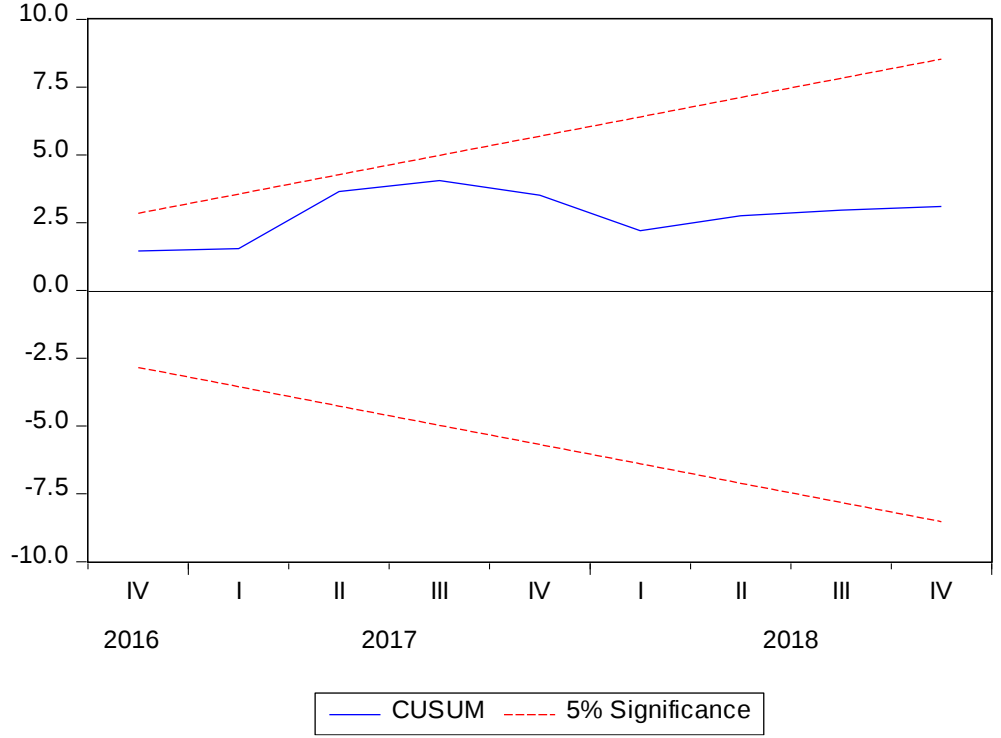
tespit edilmiştir. Uzun dönem denge ilişkisi bulunduktan sonra ARDL modelinde uygun gecikme uzunluğu araştırılır. Maksimum gecikme uzunluğu araştırılmış ve en uygun maksimum gecikme uzunluğu Schwarz kriterine göre 6 olarak bulunmuştur. Otokorelasyon sorunu olup olmadığını belirlemek için LM Test kullanılmış ve herhangi bir otokorelasyon sorunu tespit edilmemiştir.

Tablo 6 faiz ile diğer değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkiyi göstermektedir. Tablo 6’da gösterilen model tahmininin tanısal test sonuçlarına göre modelde herhangi bir otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır. Model kurma hatası, değişen varyans ve normallik testi istatistikleri ise kabul edilebilir düzeydedir.

Tablo 6: ARDL Modeli Uzun Dönem Tahmin Sonuçları

Bağımlı değişken: faiz				
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
Kur	0.002389	0.000427	5.593535	0.0003
Libor	0.018332	0.000992	18.48092	0.0000
LNTUFE	0.131668	0.034651	3.79979	0.0042
Rkib	0.096806	0.025292	3.82753	0.0040
Rm2	-0.13706	0.006819	-20.10099	0.0000
Lnguven	-0.316922	0.016929	-18.72053	0.0000
Tanısal Test	LM	Olasılık		
Model Kurma Hatası	$X^2_{RAMSEY} = 0.078875$	0.7860		
Otokorelasyon Testi	$X^2_{BG} = 1.390432$	0.2185		
Değişen Varyans	$X^2_{WDN} = 23.44885$	0.0000		
Normallik Testi	$X^2_{JB} = 4125.705$	0.0000		

Tahmin edilen ARDL modelinin kararlılığını araştırmak için CUSUM grafiği kullanılmıştır. Şekil 10’da CUSUM grafik sonuçlarını göstermektedir.



Şekil 13: CUSUM Grafiği

CUSUM grafiğinde değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisi gösteren modelin istatistikleri %5 anlamlılık düzeyinde kritik sınırlar içinde yer alması, Sınır test zamanı alınan değişkenlerin katsayılarının istikrarlı olduğunu gösterir.

Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisini aşağıdaki gibi formülize edebiliriz:

$$faiz = 0.0024kur + 0.0183libor + 0.1317lntufe + 0.0968rkib - 0.1371 - 0.3169lnguven$$

Yukarıdaki denklemden de görüldüğü gibi modele dahil edilen bütün değişkenler reel faiz oranlarına etki etmektedir. Bu değişkenlerin katsayıları %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Kur, libor lntufe ve rkib değişkenleri faiz oranını pozitif yönde etkilemektedir. Rm2 ve lnguven değişkenleri ise, faiz oranlarına negatif etki etmektedir.

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiler incelendikten sonra bu değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisini araştırmak için hata düzeltme modeli tahmin edilmiş ve Tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 7: ARDL(6,6,5,6,5,6,4) Modeli Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık
FAIZ(-1)	0.75994	0.102874	7.387064	0.0000
FAIZ(-2)	-0.493888	0.108722	-4.542688	0.0014
FAIZ(-3)	0.350394	0.097655	3.588081	0.0059
FAIZ(-4)	-0.442079	0.0937	-4.718038	0.0011
FAIZ(-5)	-0.356933	0.130486	-2.735404	0.023
FAIZ(-6)	-0.433631	0.070409	-6.158745	0.0002
KUR	8.03E-05	0.000162	0.495088	0.6324
KUR(-1)	-0.001017	0.000213	-4.766924	0.001
KUR(-2)	0.000905	0.000287	3.152948	0.0117
KUR(-3)	0.000871	0.00023	3.782871	0.0043
KUR(-4)	0.001692	0.000228	7.413801	0.0000
KUR(-5)	-0.000199	0.0002	-0.994262	0.3461
KUR(-6)	0.001529	0.000241	6.354386	0.0001
LIBOR	0.014119	0.003134	4.505163	0.0015
LIBOR(-1)	0.022467	0.005721	3.927236	0.0035
LIBOR(-2)	-0.005449	0.005067	-1.075343	0.3102
LIBOR(-3)	-0.002249	0.005239	-0.429244	0.6778
LIBOR(-4)	0.03229	0.00436	7.4065	0.0000
LIBOR(-5)	-0.03155	0.003933	-8.022061	0.0000
LNTUFE	-0.127642	0.091106	-1.401027	0.1947
LNTUFE(-1)	0.48765	0.099475	4.902232	0.0008
LNTUFE(-2)	0.228231	0.08449	2.701275	0.0243
LNTUFE(-3)	0.17078	0.099767	1.711791	0.1211
LNTUFE(-4)	-1.869886	0.158982	-11.76161	0.0000
LNTUFE(-5)	1.117485	0.173588	6.437553	0.0001
LNTUFE(-6)	0.206185	0.134436	1.533703	0.1595
RKIB	-0.16927	0.030306	-5.585391	0.0003
RKIB(-1)	0.450794	0.060329	7.472254	0.0000
RKIB(-2)	-0.002123	0.020904	-0.101566	0.9213
RKIB(-3)	0.04028	0.020511	1.963821	0.0811
RKIB(-4)	0.282715	0.025541	11.06912	0.0000
RKIB(-5)	-0.445938	0.051666	-8.631122	0.0000
RM2	-0.066509	0.013544	-4.910484	0.0008
RM2(-1)	-0.078185	0.012631	-6.189803	0.0002
RM2(-2)	-0.061496	0.013365	-4.601268	0.0013
RM2(-3)	-0.088588	0.013819	-6.410575	0.0001
RM2(-4)	-0.024988	0.009464	-2.640306	0.0269
RM2(-5)	0.065277	0.008912	7.324958	0.0000
RM2(-6)	0.032972	0.009509	3.467664	0.0071
LNGUVEN	-0.310011	0.033716	-9.194866	0.0000
LNGUVEN(-1)	-0.075238	0.0197	-3.819229	0.0041

Tablo 7 - Devam

LNGUVEN(-2)	0.045409	0.015335	2.961211	0.0159
LNGUVEN(-3)	0.015123	0.018729	0.807446	0.4402
LNGUVEN(-4)	-0.18749	0.017928	-10.45822	0.0000
ECM(-1)	-1.616197	0.084014	-19.2372	0.0000
C	1.20291	0.312507	3.849226	0.0039
Test İstatistikleri				
R ²	0.999579	Kalıntı Kareler Toplamı	3.82E-05	
Düzeltilmiş R ²	0.997523	Olabilirlik	305.7638	
Regresyonun Standart Hatası	0.002059			

Tablo 7’de görüldüğü gibi hata teriminin katsayısı negatif ve istatistiki olarak anlamlı sonuç almıştır. Bu, modelde kısa dönemde dengeden sapmaların uzun dönemde tekrar dengeye döneceğini göstermektedir. Hata düzeltme terimi katsayısının -1.616197 olması, kısa dönemde dengeden sapmaların uzun dönemde denge değerine monoton olarak değil de sönümlü dalgalanarak yakınsayacağını gösterir. Sönümlü dalgalanma bittikten sonra uzun dönem denge değerine yakınsama çok hızlı yaşanmaktadır.

Kısa dönem tahmin sonuçlarına göre, döviz kurunda yaşanan bir birimlik artış faiz oranını 0.002 birim artırmaktadır. LIBOR faiz oranındaki bir birimlik artış, faiz oranını 0.019 birim artırmaktadır. Kamu iç borçlanmasındaki bir birimlik artış, faiz oranını 0.06 birim artırmaktadır. Para arzındaki bir birimlik artış, faiz oranını 0.11 birim azaltmaktadır. Güven endeksindeki bir birimlik artış, faiz oranını 0.26 birim azaltmaktadır. Sonuçlardan da görüldüğü gibi kısa dönemdeki sonuçlar da uzun dönem sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Fakat kısa dönemde tüketici fiyat endeksinde yaşanan bir birimlik artış, faiz oranını uzun dönemdeki aksine 0.018 birim azaltmaktadır.

7. SONUÇ

Bu çalışmada Türkiye ekonomisinde faiz oranlarını etkileyen faktörler araştırılmıştır. Çalışmada faiz oranı kavramsal ve teorik çerçevede açıklanmış, faiz oranlarının türleri, faizi belirleyen faktörler ve faiz oranlarıyla ilgili teoriler anlatılmıştır. Faiz oranlarıyla ilgili bilgiler verildikten sonra faiz oranlarını etkileyen döviz kuru, kamu iç borçlanması, para arzı, enflasyon ve tüketici güven endeksi gibi faktörlerin kavramsal ve teorik çerçeveleri anlatılmıştır. Bu değişkenlerin kavramsal çerçevesi anlatıldıktan sonra faiz oranı ile ilişkileri ele alınmıştır. Faiz oranları ile onu etkileyen faktörler arasındaki ilişki anlatıldıktan sonra 2000-2018 döneminde Türkiye'de uygulanan politikalar anlatılmıştır.

Çalışmada Türkiye'de faiz oranlarının belirlenmesinde bazı faktörlerin ne kadar etki ettiği araştırılmıştır. Bu konuyla ilgili farklı yıllar için yapılan literatür çalışmalarında farklı değişkenler kullanılmıştır. Bu çalışma literatürde yapılan diğer çalışmaların bir kısmıyla benzerlik gösterirken bir kısmıyla ise hiç benzerlik göstermemektedir. Bu çalışmada Türkiye ekonomisinde faiz oranlarını etkileyen altı faktör göz önüne alınmıştır. Bu faktörler; reel efektif döviz kuru, reel kamu iç borç stoku, tüketici fiyat endeksi, LIBOR faiz oranı, M2 para arzı ve tüketici güven endeksidir. 2004-2018 dönemine ait üçer aylık veriler kullanılarak yapılmış olan çalışmamızda, ARDL Sınır Test yaklaşımıyla faiz oranları ile diğer değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişki araştırılmıştır. Bu çalışmanın sonucuna göre faiz oranları ile reel efektif döviz kuru, reel kamu iç borç stoku, tüketici fiyat endeksi, LIBOR faiz oranı, M2 para arzı ve tüketici güven endeksi arasında uzun dönemli ilişki olduğu bulunmuştur.

Türkiye'deki faiz oranlarını etkileyen faktörler araştırılmıştır. Kullanılan reel kamu iç borç stoku (kamu iç borç stokunun nominal GSYİH'ya oranı) verileri ile mevduat faiz oranı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Türkiye ekonomisinde incelenen dönemde reel kamu iç borç stokunun bir birim artması reel faiz oranlarının 0.097 birim artmasına sebep olmaktadır. Bu da Türkiye'deki faiz oranlarını belirleyen faktörlerden birinin kamu iç borçlanma stoku olduğunu göstermektedir.

Bu sonuç, Demir ve Sever (2008), Öztürk ve Durgut (2011) ve Demirgil ve Türkay (2017) çalışmalarında elde edilen sonuçlarla uyum göstermektedir.

Çalışmada kullanılan diğer değişken ise reel efektif döviz kurudur. Reel efektif döviz kuruyla faiz oranlarının ilişkisi hakkında iktisat literatüründe kesin bir görüş birliği yoktur. Bu çalışmada incelenen dönemde reel efektif döviz kurunda yaşanan 1 birimlik artış faiz oranlarını 0.002 birim artırmaktadır. Esnek kur rejimi kullanan ülkelerde genelde döviz kurunda yaşanan artış faiz oranlarını da artırmaktadır. Öztürk ve Durgut (2011) ve Demirgil ve Türkay (2017) çalışmalarında bulunan sonuçlarla uyum göstermiştir. Öztürk ve Durgut (2011), çalışmasında döviz kurundaki %1’lik artışın faiz oranını %0.009 oranında artırdığı görülmüştür. Demirgil ve Türkay (2017), çalışmasında ise kurdaki %1’lik artış faiz oranını %1.11 oranında artırmaktadır. Her iki çalışmada da reel döviz kuru faiz oranını pozitif yönde etkilese de, Demirgil ve Türkay (2017) çalışmasında döviz kurunun faiz oranı üzerinde daha büyük etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Faiz oranlarını etkileyen diğer bir değişken olarak enflasyon(tüketici fiyat endeksi) alınmıştır. Enflasyonun bir birim artması faiz oranlarını 0.13 birim artırmaktadır. Bu durum iktisadi olarak anlamlıdır ve Fisher eşitliğini de karşılamaktadır. Fisher eşitliğinde artan enflasyon oranı reel faiz oranlarını etkilememekte ve nominal faiz oranlarını artırmaktadır. Burada kullanılan mevduat faiz oranı da nominal faiz oranı kabul edilir. Bu sonuç literatürde, Berument ve Malatyalı (1999), Şimşek ve Kadılar (2006), Zortuk (2007), Mercan (2013) ve Demirgil ve Türkay (2017) çalışmalarında bulunan sonuçlarla uyumluluk göstermektedir.

Türkiyede faiz oranı üzerinde etkisi olan bir diğer değişken de LIBOR faiz oranıdır. Çalışmada kullanılan LIBOR faiz oranı uluslararası faiz oranlarını temsil etmektedir. LIBOR faiz oranında yaşanan 1 birimlik artış faiz oranını 0.018 birim artırmaktadır. Öztürk ve Durgut (2011) çalışmasında LIBOR faiz oranında yaşanan %1’lik artış faiz oranını %0.0003 ve Demirgil ve Türkay (2017) çalışmasında ise, LIBOR faiz oranında yaşanan %1’lik artış faiz oranını %0.26 oranında artırmıştır.

Faiz oranına etki eden bir diğer değişken ise para arzıdır. Çalışmada reel M2 para arzı (M2 para arzının nominal GSYİH’ya oranı) verileri kullanılmıştır ve mevduat faiz oranını negatif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Reel para arzının 1

birim artması faiz oranını 0.14 birim azaltmaktadır. Bu sonuç Keynesin likidite tercihi teorisinde bildirdiği para arzının artması faiz oranını düşürür savı ile uyumluluk göstermektedir. Literatürde para arzı değişkeninin kullanıldığı Öztürk ve Durgut (2011) ve Demirgil ve Türkay (2017) çalışmalarında da bu çalışmadaki sonuçla benzer sonuç elde edilmiştir. Öztürk ve Durgut (2011), para arzındaki %1’lik artış faiz oranını %0.003 oranında azaltmaktadır. Demirgil ve Türkay (2017), çalışmasında da para arzında yaşanan %1’lik artış faiz oranını %0.66 oranında azaltmaktadır. Öztürk ve Durgut (2011) çalışmasında para arzı faiz oranını çok düşük düzeyde etkilemektedir.

Tüketici güven endeksinin faiz oranına negatif etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Analiz sonucunda tüketici güven endeksinin bir birim artması faiz oranını 0.32 birim azaltmaktadır. Literatürde sadece Demirgil ve Türkay (2017) çalışmalarında tüketici güven endeksi değişkenini kullanmış ve bu endekste %1’lik artış faiz oranını %0.30 oranında düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Görüldüğü üzere bu sonuçlar çok benzerlik göstermektedir.

Yapılan analizden ortaya çıkan bütün sonuçlar genel itibariyle kuramsal yapı ve literatürle uyumluluk göstermektedir.

KAYNAKÇA

- Akardeniz, Erhan. *MB Faiz Kararlarının Döviz Kuru Volatilitesi ile İlişkisi*. Doktora Tezi. Kahramanmaraş : Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, 2018.
- Akdiş, Muhammet . *Para Teorisi ve Politikası*. Ankara: Gazi Kitapevi, 2006.
- Akdoğan, Abdurrahman . *Kamu Maliyesi*. 9. bs. Ankara: Gazi Kitabevi, 2003.
- Appleyard, Dennis R., Alfred J. Field ve Steven L. Cobb. *International Economics*. Boston: McGraw-Hill Irwin, 2008.
- Ardıç, Oğuzhan ve Pınar Yılmaz. *Uluslararası İktisat ve Türkiye Ekonomisi*. Ankara: Agon Bilgi Akademisi, 2006.
- Aslan, Hanifi. *Para Teorisi ve Politikası*. Bursa: Alfa Aktüel Yayınları, 2009.
- Aytaç, Deniz ve Metin Sağlam. "Kamu Açıkları, İç Borç ve Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye Örneği". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. c. 9. s. 1 (1994): 131-148.
- Bağcı, Hamdi. *Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 2001.
- Balat, Ahmet Hakan. *"Türkiye'de Enflasyonla Mücadelede, Maliye Politikalarının Rolü ve Etkisi: 1990-2008 Yılları"*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi, 2010.
- Banu, Most Gülnahar. *"Döviz Kuru Rejimleri ve Kur Savaşları"*. Yüksek Lisans Tezi. Ege Üniversitesi, 2018.
- Baydur, Cem Mehmet. "Yükselen Reel Faizler Türkiye’de Toplam Talebi Artırır". *Finans Politik&Ekonomik Yorumlar*. c. 44. s. 508 (2007): 14-20.
http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/152820004095_2.pdf
[25.05.2019].
- Begg, David, Stanley Fischer ve Rudiger Dornbusch. *Economics*. England: McGraw-Hill Publishing, 2003.
- Berument, Hakan ve Aslı Günay. "Exchange Rate Risk and Interest Rate: A Case Study for Turkey". *Open Economies Review*. c. 14. s. 1 (2003): 19-27.

- Berument, Hakan ve Kamuran Malatyalı. "Determinants of Interest Rates in Turkey". *Russian & East European Finance and Trade* c. 37. s. 1 (2001): 5-16.
<http://berument.bilkent.edu.tr/reft01.pdf> [17.05.2019].
- Boughton, James M. "On The Origins Of The Fleming – Mundell Model". *IMF Staff Papers*. c. 50. s. 1 (2003): 1-9.
- Bulut, Cihan. "*Türkiye Ekonomisinde Artan Kamu Açıklarının Enflasyon", Faiz Oranı ve Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri*". Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi, 2001.
- Bulut, Erol. "*Döviz Kuru Belirleme Modelleri ve Döviz Piyasasının Mikro Yapısı: Türkiye Örneği*". Doktora Tezi. Gazi Üniversitesi, 2005.
- Cural, Mehmet. "*Kalkınmanın Finansmanında Kamu İç-Dış Borç Yapısı*". Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi, 2012.
- Çeviş, İsmail, ve diğerleri. *Para Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Lisans Yayıncılık, 2012.
- Çoban, Orhan, Nihat Doğanalp ve Doğan Uysal. "Türkiye’de Kamu İç Borçlanmasının Makro Ekonomik Etkileri". *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. s. 20 (2008): 245-255.
- Çöloğlu, Halit. *Stagflasyon*. Ankara: G.Ü.İ.İ.B.F Yayınları, 2001.
- Darıcı, Burak. "Makro Ekonomik İstikrarın Sağlanması Açısından Dalgalı Döviz Kuru Sistemi". *Mevzuat Dergisi*. s. 104 (2006).
<https://www.mevzuatdergisi.com/2006/08a/03.htm#> [02.01.2019].
- Dash, Pradyumna. "The Relationship Between Interest Rate and Exchange Rate in India". *Sixth Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy* (2004).
- Demir, Murat ve Ersan Sever. "Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri". *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*. c. 7. s. 25 (2008): 170-196.
- Demirgil, Bünyamin ve Hakan Türkay. "Türkiye’de Faiz Oranlarını Etkileyen Faktörler: Bir ARDL/Sınır Testi Uygulaması". *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. c. 19. s. 3 (2017): 907.
- DeRosa, David F. *In Defense of Free Capital Markets: The Case Against a New International Financial Architecture*. Princeton: NJ: Bloomberg Press, 2001.
- Dinler, Zeynel. *İktisada Giriş*. Bursa: Ekin Kitapevi Yayınları, 2003.

- Doğanalp, Nihat. "*Kamu Borçlanma Teorisi ve Borçlanmanın Reel Kesim Üzerindeki Etkileri*". Yüksek Lisans Tezi. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005.
- Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fisher. *Makroekonomi*. Çev. Salih Ak ve vd. Ankara: Akademi Yayın Hizmetleri, 1998.
- Döm, Serpil. *Yatırımcı Psikolojisi*. İstanbul: Değişim Yayınları, 2003.
- Dua, Pami ve B.L. Pandit. "Interest Rate Determination in India: Domestic and External Factor". *Journal of Policy Modelling*. 24 (2002): 853-875.
http://oii.igidr.ac.in:8080/jspui/bitstream/2275/214/1/dash_1_.pdf
[20.05.2019].
- Eğilmez, Mahfi. "Sıkı Para Politikası ve Türkiye". 22 Haziran 2017.
<http://www.mahfiegilmez.com/2017/06/sk-para-politikas-ve-turkiye.html>
[20.06.2019].
- . "Enflasyon ve Faiz İlişkisi". 1 Mayıs 2014.
<http://www.mahfiegilmez.com/2014/05/enflasyon-ile-faiz-iliskisi.html>
[19.03.2019].
- . "Reel Faiz Kaç?" 4 Kasım 2014. <http://www.mahfiegilmez.com/2014/11/reel-faiz-kac.html> [14.03.2019].
- Eken Öztürk, Mehmet Hasan. *Enflasyonun Bankacılık Üzerine Etkilerinin Risk ve Karlılık Açısından Değerlendirilmesi*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, 1994.
- Engin, Büşra. "Bir Para Politikası Aracı Olarak Enflasyon Hedeflemesi". *Sosyal Bilimler Dergisi*. s. 2 (2011): 45-53. <https://dergipark.org.tr/download/article-file/100768> [18.06.2019].
- Erçevik, Başak. "*Döviz Kuru ve Faiz Oranının Dış Ticaret Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması*". Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi, 2011.
- Erdem, Metin. *Doğan Şenyüz ve İsmail Tatlıoğlu, Kamu Maliyesi*. 7. bs. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2009.
- Ergin, Ayşe. "*Döviz Kuru ve Enflasyon Arasındaki Geçişkenlik: Türkiye Örneği*". Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi, 2015.
- Ergin, Feridun. *Para ve Faiz Teorileri*. İstanbul: Beta Yayınevi, 1987.
- Erginay, Akif. *Kamu Maliyesi*. 16. bs. Ankara: Savaş Yayınları, 1998.
- Eroğlu, Nadir, Hasan Dinçer ve Ümit Hacıoğlu. *Uluslararası Finans Teori ve Politika*. İstanbul: Orion Kitab Evi, 2016.

- Ersoy, Arif. *İktisadi Teoriler ve Düşünceler Tarihi*. Ankara: Nobel Kitabevi, 2008.
- Ertürk, Emin . *Uluslararası İktisat Teori-Politika İktisadi Birleşmeler-Uluslararası Parasal İlişkiler*. Bursa: Ekin Kitapevi, 1996.
- Fisunoğlu, Mahir ve Bilge Köksal Tan. "Keynes Devrimi ve Keynesyen İktisat". *Ekonomik Yaklaşım*. c. 20. s. 70 (2009): 31-60.
- Genç, Hasret. *"Türkiye'de Bütçe Açıkları ile Kamu Borçlanması Arasındaki İlişki: 1970-2014 Dönemi"*. Yüksek Lisans Tezi. Bülent Ecevit Üniversitesi, 2015.
- Gök, Abdülkerim. "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri". *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. c. 21. s. 1 (2006): 131-145.
<http://dspace.marmara.edu.tr/bitstream/handle/11424/1641/5000009330-5000014981-1-SM.pdf?sequence=1> [02.01.2019].
- Gözen, Mehmet Çağrı. *"Başlıca Döviz Kuru Belirleme Yaklaşımları ve Seçilmiş Yaklaşımların Türkiye Örneğinde Test Edilmesi"*. Doktora Tezi. Kocaeli Üniversitesi, 2018.
- Güçlü, Mehmet. *"Ekonomik İstikrar Arayışlarında Döviz Kuru Sistemlerinin Rolü: 2000 Yılı Türkiye Deneyimi"*. Yüksek Lisans Tezi. Ege Üniversitesi, 2004.
- Gül, Ekrem, Aykut Ekinci ve Mustafa Özer. "Türkiye’de faiz oranları ve döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisi: 1984–2006". *İktisat İşletme ve Finans*. c. 22. s. 251 (2007): 21-31.
- Gümüşeli, Saniye. *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri*. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği, 1994.
- Güngör, Tuğrul ve Orhan Karaca. "Türkiye’de Reel Faiz Oranlarını Belirleyen Faktörler". *Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları*. c. 2. s. 3 (2007): 1-32.
- Hsing, Yu. "Test of the impossible trinity Hypothesis for five selected countries in the Asian and Pasific regions". *Economics Bulletin* 32. c. 32. s.1 (2012): 616-623. <http://www.accessecon.com/Pubs/EB/2012/Volume32/EB-12-V32-I1-P57.pdf> [15.02.2019].
- Husted, Steven ve Michael Melvin. *International Economics*. USA: Addison Wesley Longman, 2001.
- İnan, Emre A. "Kur rejimi tercihi ve Türkiye". *Bankacılık Dergisi* (2002): 1-10.
- İşcan, Hüseyin. *"Türkiye'de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı İlişkisi: 2009-2017 Uygulaması"*. Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi, 2018.

- Jabiyev, Farid. "*Mundell-Fleming Modeli Kapsamındaki Trilemma Hipotezinin Azerbaycan Ekonomisi Üzerine Test Edilmesi*". Doktora Tezi. Atatürk Üniversitesi, 2018.
- Kalenderoğlu, Mahmut. *Kamu Maliyesi – Bütçe ve Borçlanma*. Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004.
- Kandiller, Rıza. "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Ötesi". *Dış Ticaret Dergisi* (2001): 56-61.
- Kansu, Aydan. *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri: Türkiye'nin 1994 ve 2001 Krizleri*. İstanbul: Güncel Yayınevi, 2006.
- Kanwal, Khushbakht, ve diğerleri. "Determinants of Interest Rate : Empirical Evidence from Pakistan". *Journal of Economics and Sustainable Development*. c. 5. s. 13 (2014): 25-30.
- Kara, Hakan. "Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu". Ankara: TCMB Ekonomi Notları, 2015. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/56047f9f-10d0-4f91-8d30-4fa7e1a3320d/en1513.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-56047f9f-10d0-4f91-8d30-4fa7e1a3320d-m3fB86Z> [08.05.2019].
- Karabıçak, Mevlüt. "Uluslararası Yabancı Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisinin Küresel Rekabet Gücü Üzerindeki Etkileri". *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. c. 14. s. 1 (2009): 137-149.
- Karaca, Orhan. "*Türkiye'de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?* Tartışma Metni". Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu, 2005. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/83232/1/dp_2005-14.pdf [18.05.2019].
- Karacan, Rıdvan. "Faiz, Döviz Kuru İlişkisinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme". *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 20 (2010): 72-92. <http://kosbed.kocaeli.edu.tr/sayi20/karacn.pdf> [05.02.2019].
- Karataş, Mehmet Burak. "*Türkiye Ekonomisinde İktisadi Büyüme Ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Analizi*". Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi, 2017.
- Karluk, Rıdvan. *Uluslararası Ekonomi*. 7. bs. İstanbul: Beta Basım A.Ş., 2003.
- . *Uluslararası Ekonomi, Teori ve Politika*. 10. bs. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım, 2009.
- Katona, George. *Psychological Economics*. Oxford: Elsevier Science ltd, 1975.

- Kaya, Ayten Ayşen ve Mehmet Güçlü. "Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar". *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. c. 16. s. 55 (2005): 1-15.
- Kaytancı, Bengül Gülümse. "Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. c. 3. s. 1 (2008): 11-25.
- Kesriyeli, Mehtap. "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri". *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müd.* (1997).
- Keyder, Nur. *Para Teori –Politika-Uygulama*. 10. bs. Ankara: Bizim Büro Basımevi, 2005.
- Kılıçarslan, Engin. "Döviz Kuru ve Makroekonomik Etkileri". Yüksek Lisans Tezi. Hitit Üniversitesi, 2016.
- Koçak, Sait. "Döviz Kurundaki Değişikliklerin Ekonomik Etkileri". Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, 2006.
- Krugman, Paul R. ve Maurice Obstfeld. *International Economics: Theory and Policy*. New York: Addison-Wesley Publishing Company, 2000.
- Kurnaz, Özlem. "Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi 1987-2006 Dönemi". Yüksek Lisans Tezi. Adnan Menderes Üniversitesi, 2009.
- Lawrence, Adu Asamoah ve Adu George. "An Empirical Analysis of Determinants of Interest Rates in Ghana". *Journal of African Business*. c 17. s. 3 (2016): 377-396.
- Lee, Koon Nam Henry. "Inflation and Residential Property Markets: A Bounds Testing Approach". *International Journal of Trade, Economics and Finance*. c. 3. s. 3 (2012): 183-186. <http://www.ijtef.org/papers/196-CF02006.pdf> [22.05.2019].
- Masatçı, Kaan ve Burak Darıcı. "Türkiye'de Faiz Oranlarının Belirlenmesinde İçsel ve Dışsal Faktörlerin Rolü". *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*. c. 4. s. 6 (2006): 18-31.
- Meral, Pınar Seden. "Enflasyon ve Enflasyonun Okuma Alışkanlığına Etkisi". *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. c. 1. s. 19 (2005): 309-324. 28 05 2019. <https://dergipark.org.tr/download/article-file/231610>.
- Mercan, Mehmet. "Enflasyon ve Nominal Faiz Oranları Arasındaki Uzun Dönem İlişkinin Fisher Hipotezi Çerçevesinde Test Edilmesi: Türkiye Örneği". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. c. 27. s. 4 (2013): 368-384.
- Mishkin, S.Frederic. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. 7. bs. Boston: Pearson Education, 2004.

- Moroşan, Gheorghe ve Ioana Mădălina Zubaş. "Interest Rate, Exchange Rate And Inflation In Romania. Correlates And Interconnection". *Journal of Public Administration, Finance and Law*. 8 (2015): 146-160.
- Müslümov, Alövsat, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım. *Döviz Kuru Sistemleri Ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri*. İstanbul: Scala Basım Ve Yayım, 2003.
- Önder, N. Anıl Göğebakan. "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Temel Bilanço Büyüklükleri ve Enflasyonun Açıklanmasındaki Göreli Önemi 1990-2007". Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2008. <http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/anilgogebakan.pdf> [07.05.2019].
- Öruç, Erhan. "Döviz Kuru Belirlenmesinde Belirsizliğin Kaynağı Olarak Kur, Enflasyon ve Faiz Oynaklığı: Türkiye Üzerine Bir Uygulama". Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi, 2008.
- Özdemir, Funda. "Döviz Kuru Sistemleri ve Ödemeler Bilançosu ile İlişkisi". Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi, 2010.
- Özel, Saruhan. *Türkiye’de Enflasyon, Develüasyon ve Faiz*. İstanbul: Alkım Yayıncılık, 2000.
- Özkaya, Mehmet Hilmi. "Farklı Kur Rejimlerinin Makroekonomik Performans Sonuçları". Doktora tezi. Kocaeli Üniversitesi, 2007.
- Özsağır, Arif. "Dünden Bugüne Büyümenin Dinamiği". *KMU İİBF Dergisi*. c. 10. s. 14 (2008): 1-11.
- Öztürk, Nurettin ve Dilek Durgut. "Faiz Oranlarının Belirleyicileri: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz". *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*. c. 3. s. 1 (2011): 117-144.
- Parasız, İlker. *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. 9. bs. Bursa: Ezgi Kitapevi, 2009.
- Paya, Merih M. *Para Teorisi ve Para Politikası*. İstanbul: Filiz Kitabevi, 2002.
- Peiris, H.R.I. ve Prabhath Jayasinghe. "Determinants of Interest Rates: In Case of Sri Lanka". *Sri Lanka Journal of Business Economics*. 5 (2014): 1-13.
- Pıçak, Murat. "Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi". *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi*. c. 1. s. 4 (2012): 61-92.
- Seval, Belkıs ve Özdemir Kerem. "2000’li Yıllardan Günümüze Değişen Türkiye Ekonomisi". SEPRAM Araştırma Raporları. 2013. http://serpam.org/wp-content/uploads/TE_1.pdf [26.05.2019].

- Seyidoğlu, Halil. *Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama*. 11. bs. İstanbul: Güzem Can Yayınları, 1996.
- . *Uluslararası Finans*. 4. bs. İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003.
- . *Uluslararası İktisat*. 16. bs. İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2007.
- . *Uluslararası İktisat*. 15. bs. İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003.
- Şahan, Bilal. "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Faiz Politikasının Etkisi". Yüksek Lisans Tezi. Balıkesir Üniversitesi, 2018.
- Şimşek, Muammer ve Cem Kadılar. "Fisher Etkisinin Türkiye Verileri ile Testi". *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. c. 7. s. 1 (2006): 99-111.
- T.C. Başbakanlık Devlet İstatistik Enstitüsü. *Tüketici Fiyatları Endeksi ve Üretici Fiyatları*. Ankara: Sorularla İstatistikler Dizisi, 2005.
<https://suatatan.files.wordpress.com/2008/05/fiyatendeksleri.pdf>
[28.05.2019].
- T.C. Merkez Bankası. *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*. Ankara, 2013.
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba/Enflasyon_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba-m5lk8Dx
[18.04.2019].
- Tezcan, Onur Engin. "Döviz Piyasalarında Spot ve Vadeli Kurlar Arasındaki Dinamik İlişkinin Analizi". Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi, 2010.
- Tezcan, Serkan. "Faiz oranlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi ve İMKB'de Bir Uygulama". Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi, 2009.
- Türk, İsmail. *Maliye Politikası*. 13. bs. Ankara: Turhan Kitabevi, 1999.
- Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı. *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara, 2011.
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2011-1.pdf> [16.06.2019].
- . *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara, 2012.
- . *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara, 2011.
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2011-1.pdf> [16.06.2019].
- . *Kamu Borç Yönetimi Raporu*. Ankara, 2012.
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2012-1.pdf> [16.06.2019].

- . Kamu Borç Yönetimi Raporu. Ankara, 2013.
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2013-1.pdf> [16.06.2019].
- . Kamu Borç Yönetimi Raporu. Ankara, 2014.
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/11/Y%C4%B1ll%C4%B1k-Kamu-Bor%C3%A7-Y%C3%B6netimi-Raporu-2014-1.pdf> [16.06.2019].
- . Yıllık Ekonomik Rapor. Ankara, 2017.
https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/01/Y_ill_k-Ekonomik-Rapor-2017.pdf [14.06.2019].
- . Yıllık Ekonomik Rapor. Ankara, 2018.
<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2018/10/YILLIK-EKONOM%C4%B0K-RAPOR-2018-e.pdf> [14.06.2019].
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. *Yıllık Faaliyet Raporu*. Ankara, 1997.
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/02eb7d77-f468-4fe8-b322-1646c69f0bdb/1997_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-02eb7d77-f468-4fe8-b322-1646c69f0bdb-mh5yNPu [07.05.2019].
- . *Yıllık Faaliyet Raporu*. Ankara, 2018.
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2018/files/tr-full.pdf> [08.05.2019].
- . *Yıllık Faaliyet Raporu*. Ankara, 1998.
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2042b4b9-4673-49f8-8dfe-6f7a041dba6a/1998_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2042b4b9-4673-49f8-8dfe-6f7a041dba6a-mh5yRlR [07.05.2019].
- . *Yıllık Faaliyet Raporu*. Ankara, 2002.
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6832b8f2-f5f1-45a3-b63c-097e9167f0d4/2002_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6832b8f2-f5f1-45a3-b63c-097e9167f0d4-mh5zkN7 [07.05.2019].
- . *Yıllık Faaliyet Raporu*. Ankara, 2016.
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2016/files/tr-tcmb2016.pdf> [08.05.2019].
- . *Yıllık Faaliyet Raporu*. Ankara, 2017.
<http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/files/tr-full.pdf> [08.05.2019].
- . 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler, Ankara, 2002.
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/df6d8bb2-68d4-4f36-856e-435ab313db72/baskan_ParaPol02.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-df6d8bb2-68d4-4f36-856e-435ab313db72-m3fB7u3 [6.6.2019].

- . 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara, 2008.
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/62d8b7e3-00ca-4229-b558-e39567bfff4b/Baskan_ParaPol09.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-62d8b7e3-00ca-4229-b558-e39567bfff4b-m3fB7u3
[11.6.2019].
- . 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara, 2009.
https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/64c78adc-6ffc-4fb6-904c-4429620f142c/Baskan_ParaPol10.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-64c78adc-6ffc-4fb6-904c-4429620f142c-m3fB7u5
[12.6.2019].
- . 2018 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 2017.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3/2018parakur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3-m3fB7u3> [6.6.2019].
- . 2019 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 2018.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e8681e26-e3e6-4476-b79d-b2aa9e8f34d2/2019ParaKur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e8681e26-e3e6-4476-b79d-b2aa9e8f34d2-mtZhGm2> [14.6.2019].
- . Yetmiş Birinci Hesap Yılı Hakkında Banka Meclisi'nce Hazırlanan Faaliyet Raporu Bilanço, Kar ve Zarar Hesabı, Ankara, 2002.
- Uluatam, Özhan. *Makro İktisat*. Ankara: Savaş Yayınları, 2001.
- Unay, Cafer. *Makro Ekonomi*. Bursa: VİPAŞ AŞ, 2001.
- Uygur, Ercan. *2000'li Yıllarda Türkiye Ekonomisi ve Ekonomi Öğretimi*. Ankara: T.E.K. Yayınları, 2000.
- Uzunoğlu, Sadi. *Para ve Döviz Piyasaları*. İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2003.
- Ünsal, Erdal. *Makro İktisat*. Ankara: İmaj Yayıncılık, 2013.
- Üstünel, Besim. *Makro Ekonomi*. İstanbul: Ofset Yayıncılık, 1990.
- Vardar, Ercüment. "*Türkiyede İç Borçlanmanın Gelişimi*". Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2007.
- Wilson, Lungu ve Johannes Payavali Sheefeni Sheefeni. "The relationship between interest rate and exchange rate in Namibia". *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*. c. 3. s. 1 (2014): 947-961.
- Yay, Gülsün Gürkan. *Para ve Finans: Teori-Politika*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2012.

- Yentürk, Nurhan. "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkiler". *İktisat Dergisi*. c. 8. s. 27 (1997): 131-156.
<https://www.ejmanager.com/mnstemps/94/94-1395510503.pdf?t=1558475824> [30.03.2019].
- Yıldırım, Kemal, Doğan Karaman ve Murat Taşdemir. *Makroekonomi*. 8. Ankara: Seçkin Kitapevi, 2009.
- Yıldırım, Yeşim. "Enflasyon Ve Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye'de Fisher Etkisinin Geçerliliği". Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi, 2014.
- Yılmaz, Hayriye Deniz. "Para Arzının Makroekonomik Faktörler Üzerine Etkisinin Analizi". Yüksek Lisans Tezi. Başkent Üniversitesi, 2015.
- Yılmaz, Müge. "Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki İlişki". Yüksek Lisans Tezi. Adnan Menderes Üniversitesi, 2016.
- Zainal, Nurazilah, Annuar Md Nassir ve Mohamed Hisham Yahya. "Fisher Effect: Evidence From Money Market in Malaysia". *Journal of Social Science Studies*. c. 1. s. 2 (2014): 112-124.
- Zarakoğlu, Avni. "Memleketimizde Kanunî Karşılıklar Politikası Ve Kredi Dağılımı". *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*. c. 30. s. 1 (1973): 353-382. <http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/313/3039.pdf> [02.05.2019].
- Zortuk, Mahmut. "Koşulluluk Aracı Olma Bağlamında Kısa Vadeli Faiz Oranlarının Hedeflenen Enflasyondan Sapmada Kullanımı: Bounds Test Yaklaşımı (Türkiye Örneği)". *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*. 6 (2007): 41-68.

ÖZ GEÇMİŞ

Toğrul Alili

Yıldız Teknik Üniversitesi, İdari Bilimler ve İktisat Fakültesi, Davutpaşa Kampüsü,
Esenler/İstanbul, Türkiye.

Email : togrul93elili@gmail.com

Telefon: +90 531 656 2863

Doğum Yeri ve Tarihi:

Sumgait/Azerbaycan, 19/09/1993.

Eğitim Bilgileri:

09/2011 – 05/2015 – Bakü Devlet Üniversitesi, Uluslararası İlişkiler ve
İktisat Fakültesi, İktisat Anabilim Dalı.

09/2016 – 07/2019 – Yıldız Teknik Üniversitesi, İdari Bilimler ve İktisat
Fakültesi, İktisat Anabilim Dalı.

Diller:

Türkçe – iyi

İngilizce – intermediate

Rusça – средний

Bilgisayar Bilgileri:

Microsoft Office Programları, Eviews 10.