



T. C.

**BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**  
**İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI**

**TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASININ**  
**UYGULADIĞI FAİZ POLİTİKALARI**  
**VE EKONOMİYE ETKİLERİ**

**(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

**Berk DORUK**

**BURSA – 2019**





T. C.

**BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**  
**İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI**

**TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASININ**  
**UYGULADIĞI FAİZ POLİTİKALARI**  
**VE EKONOMİYE ETKİLERİ**

**(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

**Berk DORUK**

**Danışman:**

**Prof. Dr. Nejla ADANUR AKLAN**

**BURSA - 2019**

## TEZ ONAY SAYFASI

T. C.

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İktisat Teorisi Anabilim Dalı, İktisat Bilim Dalı'nda 701311024 numaralı Berk DORUK 'un hazırladığı "Türkiye'de Merkez Bankasının Uyguladığı Faiz Politikaları ve Ekonomiye Etkileri" konulu Yüksek Lisans ile ilgili tez savunma sınavı, 6...01/2020 günü ..12.00 - ..13.00...saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin ...başarılı!..... (başarılı / başarısız) olduğuna .....oy birliği!..... (oy birliği / oy çöklüğü) ile karar verilmiştir.

Prof. Dr. Nejla Adanur  
Akten  
Üye (Tez Danışmanı ve Sınav  
Komisyonu Başkanı)  
Prof. Dr. Nejla Adanur AKLAN  
Uludağ Üniversitesi

Y. Dr. Öğr. Üyesi, Meryem  
Filiz  
BAŞTÜRK  
Üye  
Prof. Dr. Hülya AKAY  
Uludağ Üniversitesi

Üye  
Doç. Dr. Hilal Yıldırım KESER  
Bursa Teknik Üniversitesi



SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**YÜKSEK LİSANS İNTİHAL YAZILIM RAPORU**

T.C.

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 10/12/2019

**Tez Başlığı / Konusu: Türkiye'de Merkez Bankasının Uyguladığı Faiz Politikaları ve Ekonomiye Etkileri**

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 158 sayfalık kısmına ilişkin, 10/12/2019 tarihinde şahsım tarafından *Turnitin* adlı intihal tespit programından (Turnitin)\* aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre, tezimin benzerlik oranı %19'dir.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1- Kaynakça hariç
- 2- Alıntılar hariç/dahil
- 3- 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları dahil

Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Özgünlük Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

Tarih ve İmza  
10/12/2019

Adı Soyadı:	Berk DORUK
Öğrenci No:	701311024
Anabilim Dalı:	İktisat Teorisi
Programı:	İktisat Bilim Dalı
Statüsü:	Yüksek Lisans

**Danışman**  
Prof. Dr. Nejla Adanur AKLAN  
10/12/2019

## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Türkiye’de Merkez Bankasının Uyguladığı Faiz Politikaları ve Ekonomiye Etkileri” başlıklı çalışmanın bilimsel araştırma, yazma ve etik kurallarına uygun olarak tarafımdan yazıldığına ve tezde yapılan bütün alıntılarının kaynaklarının usulüne uygun olarak gösterildiğine, tezimde intihal ürünü cümle veya paragraflar bulunmadığına şerefim üzerine yemin ederim.

Tarih ve İmza

13/01/2020



**Adı Soyadı:** Berk DORUK

**Öğrenci No:** 701311024

**Anabilim Dalı:** İktisat Teorisi

**Programı:** İktisat Bilim Dalı

**Statüsü:** Yüksek Lisans

## ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Berk DORUK  
Üniversite : Bursa Uludağ Üniversitesi  
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Anabilim Dalı : İktisat Teorisi  
Bilim Dalı : İktisat  
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi  
Sayfa Sayısı : xiii + 142  
Mezuniyet Tarihi : .... / .... / 20...  
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Nejla ADANUR AKLAN

### **TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASININ UYGULADIĞI FAİZ POLİTİKALARI VE EKONOMİYE ETKİLERİ**

Faiz kavramı, her dönem ekonomide önemli iktisadi faktörlerinden biri olmuştur. Faiz; birçok iktisatçı tarafından ele alınmış ve faizin iktisadi etkilerine yönelik çalışmalar yapılmıştır. Merkez Bankası ekonomik göstergeler doğrultusunda alacağı kararlar ile faize müdahale etmekte ve dolaylı olarak diğer iktisadi unsurlara da müdahale ederek ekonomiyi yönlendirmektedir. Faize yönelik tercihler merkez bankasının para politikası kararları ile tayin edilmektedir. Alınan bu kararlar doğrultusunda yatırım tercihleri, tasarruf eğilimi, enflasyon haddi, milli gelir düzeyi, dış ticaret hacmi gibi ekonomik faktörler de değişiklik göstermektedir. Faiz; merkez bankaları için oldukça önemli bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır.

Ülkemizde 2001 krizinden sonra enflasyon hedeflemesine geçiş ile birlikte faiz temel politika aracı olarak kabul edilmiştir. Ekonomide yaşanacak iktisadi gelişmelerde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın alacağı faiz kararlarının doğrudan parasal faktörler üzerinde etkili olacağı görülmektedir.

Bu çalışmada öncelikle faiz kavramı ve faiz çeşitleri incelenecektir. Daha sonra faize yönelik iktisat okullarının temel görüş ve varsayımları ele alınacaktır. Faizin ekonomide hangi iktisadi unsurlar tarafından etkilendiği incelenecek ve faizde meydana gelen değişimlerin ekonomik sonuçları kapsamlı bir şekilde ele alınacaktır. Ülkemizde faiz oranlarının dönemsel gelişimi ele alınacak ve ekonomik etkileri değerlendirilecektir.

**Anahtar Sözcükler:** Faiz, Merkez Bankası, Ekonomik Etkiler, Faiz Teorileri

## **ABSTRACT**

Name And Surname : Berk DORUK  
University : Bursa Uludag University  
Institution : Social Science Institution  
Field : Economics Theory  
Branch : Economics  
Degree Awarded : Master  
Page Number : xiii + 142  
Degree Date : .... / .... / 20...  
Supervisor : Prof. Dr. Nejla ADANUR AKLAN

### **INTEREST POLICIES OF CENTAL BANK IN TURKEY AND EFFECTS ON THE ECONOMY**

The concept of interest is became one of the most important factor on the economy. Interest is analysed by many economist and the effect of interest is evaluated in their analysis. Central Bank analyses economic situation and takes decisions to effect on interest, these decisions also effects on another economic factors indirectly in the economy. Interest decides are managed my monetary policy of central bank. Taken decides effect on investment, savings, inflation rate, national income level and foreign trade. Thanks to the impacts of interest its highly important monetary policy instrument for central bank.

In Turkey, after 2001 crisis interest is became more significant monetary policy tool and it has been decided to use interest as the main tool of monerary policy. This decision makes interest more important about monetary policy management and effect the economy directly.

In this study, first interest concept and types of interest will be examined then interest theories will be examined. Further; factors, which effect the interest, will be evaluated. Regarding to the interest rate changes economic results will be analysed. In the last chapter ecomic results of interest will be examined for Turkey.

**Key Words: Interest, Central Bank, Economic Effects, Interest Theories**



## ÖNSÖZ

Tez çalışmam süresince değerli yardımlarını ve desteğini esirgemeyen, bilgi ve birikimleriyle çalışmamı baştan sona kadar yönlendiren ve tezimin şekillenmesinde büyük emek sarf eden çok değerli danışman hocam Prof. Dr. Nejla ADANUR AKLAN'a çok teşekkür eder, saygılarımı sunarım.

Çalışmam boyunca her zaman destek ve yardımcı olan Arş. Gör. Nurten DERİCİ ve Prj. Asist. Hatice Nehrî TUNALI'ya çok teşekkür ederim.

Ayrıca bu zorlu süreçte gösterdikleri destek ve motivasyonları için her zaman yanımda olup beni destekleyen aileme sonsuz teşekkür ederim.

Berk DORUK

Kasım 2019, BURSA

# İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ .....	iv
ÖZET .....	v
ABSTRACT .....	vi
ÖNSÖZ.....	vii
İÇİNDEKİLER.....	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xii
KISALTMALAR.....	xiii
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM .....	3
FAİZİN TEORİK YAPISI .....	3
1. FAİZ TEORİLERİ .....	3
1.1. Verimlilik Teorisi .....	3
1.2. Nemalandırma Teorisi.....	4
1.3. Üretim Teorisi.....	5
1.4. Vazgeçme Teorisi.....	5
1.5. Emek Teorisi .....	6
1.6. Zaman Teorileri .....	9
1.6.1. Acyo Teorisi.....	9
1.6.2. Fisher'in Sabırsızlık Teorisi.....	10
2. İKTİSAT OKULLARI AÇISINDAN FAİZ .....	12
2.1. Klasik İktisat Öncesi Faiz .....	12
2.2. Klasiklerin Faiz Oranları Yaklaşımı .....	15
2.3. Keynes'in Faiz Kuramı .....	20
2.4. Monetaristlerin Faiz Kuramı .....	24
2.5. Neo-Klasik Faiz Oranları Yaklaşımı .....	29
2.5.1. Marshall'ın faiz konusundaki görüşleri.....	31
2.5.2. K. Wicksell'in ödünç verilebilir fonlar kuramı .....	32
2.6. Hicks-Hansen Neo-Keynesgil Sentezi .....	33
2.7. Tobin'in Portföy Kuramı .....	35
İKİNCİ BÖLÜM.....	36
FAİZ ÇEŞİTLERİ, FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER, FAİZ ORANININ VADE VE RİSK YAPISI .....	36
1. FAİZ ÇEŞİTLERİ .....	36
1.1. Basit Faiz - Bileşik Faiz.....	36

1.2. Brüt Faiz - Net Faiz.....	37
1.3. Mevduat Faizi - Kredi Faizi .....	38
1.4. Sabit Faiz Oranı - Değişken Faiz Oranı .....	38
1.5. Serbest Faiz Oranı - Kanuni (Kontrollü) Faiz Oranı.....	39
1.6. Öz Sermaye Faizi - Ödünç Sermaye Faizi.....	40
1.7. Temerrüt (Gecikme) Faizi.....	41
1.8. Nominal Faiz - Reel Faiz .....	41
1.9. Negatif Faiz .....	43
2. FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER .....	45
2.1. Fon Arzı - Fon Talebinin Faiz Oranlarına Etkisi.....	45
2.2. Para Arzındaki Değişmelerin Faiz Oranlarına Etkisi .....	46
2.3. Para Talebindeki Değişmelerin Faiz Oranlarına Etkisi.....	51
2.4. Kamu İç Borçlanmasının Faiz Oranına Etkisi.....	52
2.5. Enflasyonun Faiz Oranına Etkisi.....	54
2.6. Finansal Araçların Faiz Oranlarına Etkisi.....	55
2.7. Asimetrik Bilginin Faiz Oranlarına Etkisi.....	56
2.8. Döviz Kuru Faiz Oranı İlişkisi.....	58
2.9. Güvenilirliğin Faiz Oranına Etkisi .....	58
3. FAİZ ORANININ VADE VE RİSK YAPISI .....	59
3.1. Faiz Oranlarının Vade Yapısı.....	66
3.1.1. Bekleyişler Teorisi.....	66
3.1.2. Bölümlenmiş Piyasalar Teorisi .....	68
3.1.3. Tercih Edilen Habitat Teorisi .....	71
3.1.4. Likidite Primi Teorisi .....	72
3.2. Faiz Oranlarının Risk Yapısı .....	75
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....</b>	<b>80</b>
<b>FAİZ ORANININ EKONOMİK ETKİLERİ, DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI, TÜRKİYE'DE FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER VE TÜRKİYE'DE FAİZİN DÖNEMSEL ANALİZİ</b> .....	<b>80</b>
1. FAİZ ORANININ EKONOMİK ETKİLERİ.....	80
1.1. Tasarrufların Milli Gelirdeki Payını Belirleme İşlevi.....	81
1.2. Sermaye Faktörünün Dağılımını Belirleme İşlevi.....	83
1.3. Ekonomide Yapısal Değişmeyi Yönlendirme İşlevi .....	86
2. DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI .....	87
2.1. Dünya'da Merkez Bankacılığı .....	87
2.2. Türkiye'de Merkez Bankacılığı.....	90
2.2.1. TCMB'nin Kuruluşu .....	90

2.2.2. TCMB'nin Temel Yetki ve Görevleri .....	91
<b>3. TÜRKİYE'DE FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER .....</b>	<b>93</b>
<b>3.1. Temel Faktörler .....</b>	<b>94</b>
3.1.1. Para Arzındaki Değişmeler .....	94
3.1.2. Para Talebindeki Değişmeler .....	94
3.1.3 Enflasyon .....	95
<b>3.2. İkincil Faktörler .....</b>	<b>95</b>
3.2.1. Döviz Kuru .....	95
3.2.2. Kamu İç Borçlanması .....	96
3.2.3. Uluslararası Sermaye Akımları .....	96
<b>4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FAİZ ORANLARININ GELİŞİMİ .....</b>	<b>97</b>
4.1. Türkiye'de 2002 ve Öncesinde Uygulanan Faiz Politikaları .....	98
4.2. Türkiye'de 2002 - 2008 Arası Uygulanan Faiz Politikaları .....	105
4.3. Türkiye'de 2008 ve Sonrası Uygulanan Faiz Politikaları .....	110
<b>SONUÇ .....</b>	<b>123</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>127</b>

## **TABLÖLAR LİSTESİ**

Tablo 1: 2002 - 2008 Yılları Arasında Finansal Göstergeler .....	109
Tablo 2: 2008 Yılında Türkiye Faiz Oranlarında Değişim .....	111

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Klasik İktisatçılara Göre Denge Faiz Oranının Oluşumu .....	17
Şekil 2: Keynes'e Göre Faiz Oranları ile Para Talebi Arasındaki İlişki .....	22
Şekil 3: Monetarist Faiz Politikası.....	26
Şekil 4: Monetarist Politikada Faiz Oranlarının Dengeye Gelmesi.....	28
Şekil 5: Neo-Klasik Politikada Faiz Oranlarının Dengeye Gelmesi .....	31
Şekil 6: IS - LM Eğrilerinin Analizi .....	34
Şekil 7: Fon Arzında Değişiklik Olması Durumunda Faiz .....	45
Şekil 8: Fon Talebinde Değişiklik Olması Durumunda Faiz .....	46
Şekil 9: Pozitif Eğimli Getiri Eğrisi.....	62
Şekil 10: Negatif Eğimli Getiri Eğrisi .....	63
Şekil 11: Yatay Getiri Eğrisi .....	64
Şekil 12: Dalgalı Getiri Eğrisi .....	64
Şekil 13: Getiri Eğrisinin Aşağıda ve Yukarı Yönlü Hareketi.....	65
Şekil 14: Bölümlenmiş Piyasalar Teorisine Göre Hasılat Eğrisi.....	70
Şekil 15: Beklentiler Teorisi ile Likidite Primine Göre Getiri Eğrileri .....	74
Şekil 16: Risk -Getiri İlişkisi.....	79
Şekil 17: Faiz oranı ile para miktarı arasındaki ilişki .....	82
Şekil 18: Dışlama Etkisi ve Yatırım İlişkisi.....	85
Şekil 19: Türkiye'de Faizler ile Döviz Kuru Arasındaki Etkileşim .....	96
Şekil 20: TCMB Faiz Koridoru .....	115
Şekil 21: 2002 - 2015 yılları arasında TÜFE ve Enflasyon Hedefi .....	117
Şekil 22: 2017 Yılı Kısa Vadeli Faiz Seviyeleri .....	120
Şekil 23: 2008 - 2018 yılları arasında Kredi Hacmi Artış Hızı.....	121
Şekil 24: 2018 Yılı Kısa Vadeli Faiz Seviyeleri .....	122

## KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APİ	: Açık Piyasa İşlemleri
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	:Federal Reserve Bank System
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF (International Monetary Fund)	: Uluslararası Para Fonu
NRFR	: Nominal risksiz faiz oranını
PPK	: Para Politikası Kurulu
REDK	: Reel Efektif Döviz Kuru
ROM	: Rezerv Opsiyonu Mekanizması
RRFR	: Reel risksiz faiz oranını
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası

## GİRİŞ

Faiz; sermaye sahiplerinin ellerinde bulundurduğu parayı üretim ve yatırım faaliyetlerinde kullanılmak üzere fon ihtiyacı olanlara devretmesi karşılığında elde ettiği gelirdir, yani paranın kiralanması sonucunda elde edilen bedeldir. Faiz; fon arz eden kişiler açısından gelir kaynağı oluştururken fon talep eden kişiler açısından da sermaye oluşturması sebebi ile ekonomide önemli bir yere sahiptir. Ayrıca faiz para politikasının önemli araçlarından biridir. Ekonomik hedeflere ulaşmada doğrudan veya dolaylı olarak faizin kullanıldığı görülmektedir. Faizin tarihsel gelişimine baktığımızda faizin ekonomik faaliyetlerin oluşmaya başladığı ilk andan itibaren çeşitli şekillerde karşımıza çıktığı görülmektedir. Faizin başlangıcı paranın henüz icat edilmediği, dolayısıyla paraya dayalı ekonomik faaliyetlerin henüz başlamamış olduğu dönemlere dayanmaktadır. Bireylerin temel ihtiyaçlarını takas usulü ile giderdiği dönemlerde dahi faiz sisteminin farklı şekillerde uygulandığı görülmektedir.

Faiz ekonomide her dönem varlığını göstermiş olması sebebi ile birçok iktisatçı tarafından ele alınmıştır. Ayrıca iktisatçılar faiz teorileri üzerine de önemli çalışmalar yapmışlar ve beklenen sonuçları ele aldıkları teori kapsamında paylaşmışlardır. Ayrıca iktisat okulları da faizi kendi pencerelerinden ele almış ve sonuçlarını yorumlamışlardır. Faizlerin değişmesi durumunda ekonomide birçok faktör etkilenmektedir. Yaşanan değişimlerin etkisi piyasaya hızlıca yansımaktadır. Küresel faktörler, siyasi konjonktür, ekonomik otoritelerin almış olduğu kararlar ve saptanan ekonomi politikaları sonucunda ekonomide faiz haddi belirlenmektedir. Belirlenen faizler ise ülkede harcama dengesi, fon talebi, döviz kurları, yatırımlar ve dolayısıyla milli gelir seviyesi üzerinde etkili olmaktadır.

Ülkemizde de faizler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın her dönem odağına aldığı önemli iktisadi değişkenlerden birisi olmuştur. Ülkemizde faizler Merkez Bankası'nın ilk kurulduğu yıllarda anayasa ile tayin edilmiştir. Gelişen ekonomik koşullar ve piyasaların iktisadi faktörlerdeki oynaklığa açık olmaları sebebi ile ilerleyen yıllarda farklı yöntemlerle faizlerin tayin edildiği görülmektedir.

2001 yılında yaşanan kriz sonrasında hedeflenen fiyat istikrarı, 2002-2005 yıllarında örtük enflasyon hedeflemesi ve 2006 yılında ise açık enflasyon hedefleri



aracılığı ile piyasada faizler tayin edilmiştir. 2008 yılı küresel krizi sonrasında ise ekonomik hareketlilik ve sermaye akımlarının ülkeye kayıyor olması sebebi ile faizler daha aktif bir şekilde izlenmeye başlanmıştır. Takip eden yıllarda faiz haddi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından ekonomi izin verdiği sürece düşürülmeye başlanmış ve düşük %5 dolaylarında seyretmesine imkân verilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde faizin teorik yapısı incelenmekte ve faiz teorileri ele alınmaktadır. İktisat okullarının faize yönelik görüş ve yaklaşımları ele alınmıştır. Faizin ekonomik etkileri iktisat okulları açısından incelenmiştir.

İkinci bölümde faiz çeşitleri ele alınarak hangi durumlarda hangi faiz türünün kullanıldığı incelenmiştir. Faiz oranının hangi ekonomik değişkenler tarafından belirlendiği analiz edilmiş ve son olarak faiz oranının vade ve risk yapısı ele alınmıştır.

Çalışmanın son bölümünde faiz oranının değişmesi sonucunda ekonomide hangi iktisadi faktörlerin değişiklik göstereceği ele alınmıştır. Dünya’da ve Türkiye’de Merkez Bankacılığı ele alındıktan sonra ülkemizde faiz oranını belirleyen faktörler incelenmiştir. Son olarak ülkemizde faizin tarihsel gelişimi ele alınmıştır. Çalışmada dönemsel analiz; 2002 yılı ve öncesi dönem, 2002-2008 arası dönem ve 2008 ve sonrası dönem olarak üçe ayrılarak uygulanan faiz politikaları ve ekonomik etkileri incelenmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FAİZİN TEORİK YAPISI

Faiz; iktisadi olayların başlangıcından itibaren her dönemde odak noktası olmuş ve faizin ekonomi üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Bu bağlamda birçok iktisatçı tarafından faiz yorumlanarak faiz ve ekonomik değişkenler arasında bağ kurmaya çalışılmış ve faiz teorileri geliştirilmiştir.

#### 1. FAİZ TEORİLERİ

##### 1.1. Verimlilik Teorisi

Faizin varlığına açıklamaya yönelik verimlilik teorisinin savunucuları Jean Baptiste Say, Roscher, Riedel, Landerdale, Malthus, Lares ve Von Thünen'dir. Bu teoriye göre üretimde kullanılan sermaye miktarı arttıkça verimlilik de artacaktır. Artan verimlilikten sermaye sahiplerinin aldığı pay faizdir.<sup>1</sup>

Faiz ve verimlilik arasındaki ilişki örneklendirildiğinde ağ yardımı ile elle yakalamaya oranla daha çok balık avlanılabiliyorsa o ekipman yani ağ, üretim faktörü içinde kullanılmalıdır. Dolayısıyla, üretim faktörlerinin kullanımındaki artışa bağlı olarak verimlilik artacaktır. Ayrıca, üretim faktörleri doğru kullanıldığında bugün ekilen buğday veya dikilen fidan ileride daha çok buğday veya kereste vereceğinden cari döneme oranla gelecekte verimlilik daha fazla artacaktır.<sup>2</sup>

Teoriye göre faiz kavramının var oluşundaki temel neden sermayenin üretken bir yapıda olmasından kaynaklanmaktadır, faizin ilişkilendirildiği ekonomik argümanların en başında verimlilik gelmektedir. Üretim faktörlerinin artması sonucu verimlilik ve dolayısıyla mamül ürün miktarı artmaktadır.

---

<sup>1</sup> Ralph Badger And Harry Torgerson Investment Theory, Principles And Practises, Prentice Hall, New Jersey, 1970, s. 153

<sup>2</sup> John Dewey, Interest and Effort in Education, Boston, 1913, s. 38-43.

## 1.2. Nemalandırma Teorisi

Fizyokratlar ve Turgot (1727-1781), tarafından ortaya atılan Nemalandırma Teorisi, temel olarak toprağın getirisi üzerine kuruludur. Fizyokrat bir iktisatçı ve aynı zamanda Fransız devlet adamı olan Turgot'a göre para sahibi kişiler ellerindeki para ile rant ya da faiz elde etmektedirler. Rant veya faiz getirisi elde etmek isteyen bireyler daima getirisi yüksek olan alternatifi seçmektedirler. Tasarruf sahiplerinin getiri faktörü olarak faizi seçmeleri için en az rant kadar gelir elde etmeleri gerekmektedir aksi takdirde bu kişiler rantı faize tercih edeceklerdir.<sup>3</sup>

Turgot yapmış olduğu çalışmalarla faiz ile rant kavramlarını özdeşleştirerek faiz gelirini haklı bir kazanç olarak göstermeye çalışmıştır. Ayrıca tam serbesti yerine devlet müdahalesinin olması gerektiğini de savunmuştur. Turgot'un çalışmaları neticesinde Fransa'da faizle ilgili yasaklayıcı hükümler kaldırılmıştır.<sup>4</sup>

Fizyokrasinin önemli iktisatçılarından olan Quesnay (1694-1774), faiz kavramının doğal bir yasaya tabi olduğunu ve faizin topraktan elde edilen gelirle açıklanabileceğini savunarak arz, talep gibi faktörleri faiz kavramına dahil etmemiştir. Quesnay, toprak alım satımı sonucu elde edilecek gelirle faizin doğru orantılı olduğunu savunmaktadır.<sup>5</sup>

Fizyokratlara göre faiz sadece tarımsal faaliyetlerde kullanılmalı ve devlet tarafından belirlenmelidir. Bu şekilde elde edilecek faizin haklı bir kazanç olduğu savunulmaktadır. Eğer faiz sadece tarımsal faaliyetlerde kullanılmaz ve devlet tarafından belirlenmez ise bu durum sadece rant sahibi kişilerin lehine olacaktır. Fizyokratlar sanayi ve ticarete kullanılan faizin de yüksek oranda olması gerektiğini belirtmişlerdir. Quesnay'a göre eğer sanayideki faiz kazanç oranı düşük oranlı olursa sanayide para talebi artacak, ekonomik gelişmeler hızlanacak ve tarım sanayinin gerisinde kalacaktır.<sup>6</sup>

Nemalandırma teorisine göre menkul kıymetler hem kendileri ile hem de gayrimenkul mallarla mübadele edilebilir. Bu nedenle belirli bir miktar paranın değeri

---

<sup>3</sup> Nazım Öztürk, Para Banka Kredi, Ekin Yayınevi, 3. Baskı, Bursa, 2016, s. 279.

<sup>4</sup> D. Peter Groenewegen, A "Reinterpretation Of Turgot's Theory Of Capital And Interest", The Economic Journal, Cilt. 81, Sayı: 322, 1971, 327-340.

<sup>5</sup> Vural Savaş, İktisadın Tarihi, 4. Baskı, Siyasal Kitapevi, Ankara, 2000, S.49.

<sup>6</sup> Rana Funda Adaçay, Hasan İslatince, İktisadi Düşünceler Tarihi, Ekin Kitapevi, Bursa, 2009, S. 34-35.

aynı deęerdeki bir toprak parçası deęeri ile ifade edilebilir. Bu durumda sermaye sahibi kaynaklarını toprak dıřında bir varlık ile deęerlendirdiđi zaman bunun karřılıđında bir kazanç rant elde etmek ister. Bu dūřune ile kapital toprađa, faiz de toprađın getireceđi gelire dōnūřtūrūlūp temsil edilebilmektedir. Bu durumda faiz oranı da rant oranına eřitlenmektedir.<sup>7</sup>

### **1.3. Őretim Teorisi**

Őretim teorisi bir diğer adıyla kullanma teorisine gōre faizin varlığı ve getirisi sermaye malları ũzerinden hesaplanmaktadır. Őretim teorisi birçok iktisatçı tarafından ele alınmıştır, bu teorinin en önemli savunucuları Carl Menger (1840-1921) ve F.B.W. von Hermann (1795-1868)'dir. Carl Menger ũretim faktōrlerinin değerlerinin belirlenmesinde bu faktōrlerin ũrettikleri ũrūnlerin kıymetine sağladıkları değere gōre o malzemelerin fiyatlarının belirlenmesi gerektiğini savunmaktadır.

Bu teoriye gōre mũlkiyet sahipleri kullanım hakkı bulundurduğu sermayelerinin hem kullanımı hem de ona sahip olmaları nedeni ile bir ödeme yapmaları gerekmektedir. Kullanıcısının mũlkiyetinde olan varlık bir tasarruf sağlamaktadır bu tasarruf karşılığında da faiz ödemesi yapılması gerekmektedir. Örnek olarak toprak sahibi bir kişi mũlkiyetindeki toprağı satmasa yani tũketmemiř olsa bile bir fayda sağlamaktadır. Menger bu Şekilde kullanımı zaman sũrecinde sermaye ũzerinde tasarruf olarak kabul etmektedir ve buna karşılık faiz olarak bir ödeme yapması gerektiğini savunmaktadır.<sup>8</sup>

### **1.4. Vazgeçme Teorisi**

İktisatçı olmamasına rağmen iktisat alanında yapmış olduğu çalışmalar ve ne sũrdũđu iktisadi politikalarla tanınmış İngiliz dũřũnũr Nassau William Senior (1790-1864) tarafından ortaya atılmış bir teoridir. Senior'a gōre ũretim yapılabilmesi için gerekli olan iki temel girdi emek ve doğal kaynaklar ũretim faktōrlerini tam olarak açıklamaya yeterli olmamaktadır. Bu nedenle teoriye "vazgeçme" kavramını da dahil etmiştir. Sermaye sahipleri ũretim girdilerini ũretim sũrecine Şimdi dahil etmeyecek ve ilerleyen dōnemde ũretim dōngũsũne dahil edeceklerdir. Şimdi elde edilecek verime kıyasla

---

<sup>7</sup> M. Okan Taşar, Para Teorisi ve Politikası, Lisans Yayıncılık. 1. Baskı, İstanbul, 2012, s. 163.

<sup>8</sup> Ferber Robert, The Theory Of Investment, National Bureau Of Economic Research, New York, 1971, S. 48.

gelecek dönemde daha çok verim elde edilecektir. Kaynakların kullanımını inceleyen bu teoride şimdiki tüketimden vazgeçilerek bir gelir elde edilmesi söz konusudur. Elde edilecek bu gelir de faiz olarak adlandırılmaktadır. Bireylerin şimdi tüketim eğilimine yönelmeyerek tasarruf etmeleri için en önemli faktör faizdir, faiz getirisine göre bireyler tüketimi tercih edecekler veya tüketimden kaçınarak bir faiz geliri elde edeceklerdir. William Senior'a göre faiz tüketimden vazgeçmenin karşılığı olarak değerlendirilmiştir.<sup>9</sup>

William Senior'un savunduğu Vazgeçme Teorisi'ne göre sermayenin kaynağı tasarruflardır. Eğer bireyler tüketimlerden vazgeçerek elde edecekleri faydayı erteliyorlarsa bunun karşılığında bir ödül olarak faiz insanlara verilmelidir. Senior vazgeçme eylemi karşılığında sermayenin verimsiz kullanımının da önleneceğini savunmaktadır.<sup>10</sup>

Senior'un savunduğu bu teori dönemin Fransa'sını etkilemeyi başarmıştır. Ekonomi ile ilgili varsayımları Fransızcaya çevrilmiştir. Diğer taraftan devletlerin iktisadi politikaları ile de ilgilenmiştir, çalışmalarında tümden gelim yönetimi ile kira, sermaye ve faiz dağılımlarını incelemiştir.<sup>11</sup> Sosyal huzursuzluğun artış gösterdiği Napolyon savaşları döneminde siyasi karışıklıklar faiz artışlarına yol açmış ve bu durum da William Senior tarafından ele alınmıştır.<sup>12</sup>

### **1.5. Emek Teorisi**

Emek gücünün etkisi klasik iktisadın önde gelen temsilcilerinden olan Karl Marx\* ve Adam Smith tarafından ele alınmıştır. Marx ve Smith zenginliğin oluşumu için üretim faktörlerinde temel unsur olarak emek yer almalıdır. Kişiler arasında yapılacak iş bölümü diğer bir deyişle yapılacak görev dağılımı zengin toplumları oluşturacaktır. Burada önemli olan nokta kişilerin toplumun menfaatinden çok öncelikle kendi menfaatlerini

---

<sup>9</sup> LANDRETH Harry and David C. Colander, History of Economic Thought. Fourth Edition. Houghton Mifflin. Pennsylvania. A.B.D, 2002, s. 172.

<sup>10</sup>Marian Bowley, Nassau Senior And Economics, London, 1967, s. 168-169

<sup>11</sup> Joseph Schumpeter, History of Economic Analysis, London, reprint 1994, and original edition New York, 1954, s. 483-485

<sup>12</sup> Sten Dahlstedt, Nassau Senior, "The Whig Leaders' Counsellor In The Age Of Laissez-Faire", Södertörn University College History Of Ideas, 2006, s. 20-27.

\* Ayrıntılı bilgi için Bkz. EKELUND, R. B., Hebert, R. F., A History of Economic Theory and Method, McGraw-Hill Book Company, New York, 1975.

korumasıdır. Çıkarıcılık sonucunda bireyler üretim süreçlerini nasıl daha verimli bir hale getirebilir bunları araştırarak ve üretim süreçlerini daha da verimli hale getirmeye başlayacaklardır.<sup>13</sup>

Piyasada bir ürünün fiyatı o ürün için harcanmış olan emek ile belirlenmektedir. Ekonomide bir ürünün fiyatı Adam Smith tarafından ortaya atılan doğal fiyat kuramı\* ile denge noktasına ulaşacaktır. Her bir ürünün, hizmetin sadece bir tane gerçek fiyatı vardır o fiyat da harcanan emek ile ölçülmektedir. Adam Smith'e göre bu teori sadece ilkel toplumlarda kullanılmaya uygun bir yöntemdir gelişmiş toplumlarda süreç daha da karmaşıklaşmakta bunun nedeni de yeni üretim teknolojileri, kira bedelleri, üretim maliyetleri gibi etkenlerin de teoriye dahil edilmesidir.<sup>14</sup>

*“Bir metanın fiyatı, toprak rantını, emek ücretini ve o metayı yetiştirmek, hazırlamak ve pazara götürmek için kullanılan mal mevcudunun karının doğal oranlarına göre ödüyorsa ve buna yetecek miktardan ne az ne de çoksa bu meta doğal fiyatı adı verilebilecek bir fiyattan satılmaktadır.”<sup>15</sup>*

Teoriye göre eğer sadece ilkel toplumların ekonomisi göz önüne alınırsa harcanan emek neticesinde bir ürünün fiyatı oluşacak, iş bölümü kavramı daha etkin hale gelmeye başlayacak ve verimlilik artarak zenginliğin kaynağını oluşturacaktır. Smith'in savunmuş olduğu bu teori toplumun gerçeklerinden uzak ve ekonominin birçok unsurunu model dışında bırakan bir teori olmuştur, politik unsurlar değişen faiz oranları modele dahil edilmemiştir.<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> Adam Smith, An Inquiry Into The Nature And Causes Of The Wealth Of Nations, 1977, s. 64-89.

\* Ayrıntılı bilgi için Bkz. Adam Smith An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Edwin Cannan, (Ed.), New York: The Modern Library, 1977, s. 55-56.

<sup>14</sup> Ersan Bocutoğlu, " İktisat Teorisinde Emegün Öyküsü: Değerin Kaynağı Olan Emekten Marjinal Faydanın Türevi Olan Emegü Yolculuk", Hak-İş Uluslararası Emek Ve Toplum Dergisi, Cilt: 1, Yıl: 1, Sayı: 1, 2012, s. 128 - 144

<sup>15</sup> Adam Smith, a.g.e., S. 55- 56.

<sup>16</sup> Hannah Robie Sewall, The Theory Of Value Before Adam Smith, American Economic Association, 1902, s. 56-57

Adam Smith'ten sonra klasik iktisadın en büyük düşünürü olan David Ricardo ortaya koyduğu emek-değer teorisi Smith'in teorisi ile benzer yönere sahip olmakla birlikte farklı noktalara da sahiptir. Fakat temel olarak Adam Smith'in ortaya atmış olduğu teori ile aynı temellere dayandırmaktadır. David Ricardo uzun vadeli fiyatlar ve değer dağılımının emek-değer teorisi kapsamında mutlaka incelenmesi gerektiğini savunmaktadır, bu durum daha önce Smith tarafından ele alınmıştır. Ricardo'nun emek-değer teorisi bu noktada Smith'in teorisinden ayrılmaktadır. Bir varlığın değerini belirleyen iki temel unsur vardır. Bunlardan ilki o varlığın nadir bulunuyor olması ve diğeri de o varlığı elde etmek için kullanılan emek miktarıdır. Bu nedenle Smith'in emek teorisini eleştirerek tek bir emek kavramı ile bütün ürünlerin aynı değer üzerinden ölçülmesi yanlış olacaktır, ona göre farklı ürünler için harcanan farklı emek türleri ve miktarlarının kıyaslanıyor olması gerekmektedir.<sup>17</sup>

*"Eğer bir emekçinin ücreti ürettikleriyle aynı oranda olsaydı, bir metanın içinde yer alan emek miktarı ve o metanın içerdiği emeğin diğer metaları alabilme gücü birbirine eşit olurdu ve ikisi de diğer şeylerle olan çeşitlemelerde kesin olarak ölçülebilirdi, ancak bunlar birbirine eşit değildir; birincisi birçok durum altında ve değişmez standartlarda doğruca diğer şeylerin çeşitlenmesini belirtir; diğeryse kendisiyle kıyaslanan metaların çok sayıdaki dalgalanmalarına bağlıdır. Adam Smith ustaca, değişken bir vasıtanın, altın ve gümüş gibi, yetersizliğini açıkladıktan sonra, diğer şeylerin değişken değerlerinin belirlenmesi için olan meseleyi bizzat kendisi tahıl ve emeğe dayandırmıştır, ki bu daha az değişken olmayan bir vasıta"dır."*<sup>18</sup>

Karl Marx Ricardo'nun düşüncelerini esas olarak kabul etmekle birlikte dönemsel bazda harcanan emeğin de etkisine vurgu yapmıştır, ayrıca kullanılan emek türü, işin yoğunluğu ve emek sürecinin nasıl organize edildiği önemlidir. Marx *Tarihsel*

---

<sup>17</sup> David Begg, Fisher Stanley, Rudiger Dornbusch, Makro iktisat, Çev. Vildan Serin, İstanbul, Alkım Yayınları, 2001, S. 558

<sup>18</sup> Begg, A.G.E., S. 558

*Materyalizm* adı verilen metodu kullanmaktadır. Tarihin farklı dönemlerindeki sosyal ilişkileri emek bölümünü inceler. Bu nedenle Marx, bir vakanın ancak olduktan sonra değerlendirilebileceği savını kullanmıştır. Emeğin kapitalist sistem tarafından kullanıldığını ve alınıp satılabilen bir unsur haline geldiğini belirtmiştir. Marx paranın sirkülasyonu teorisine\* de atıfta bulunarak paranın yeni sermaye birikimlerine dönüşebilmesi için karın gerekli olduğunu vurgulamaktadır. Sermaye değerlenmesinin temel unsuru kardır ve emek gücünün sömürülmesi ile ortaya çıkmaktadır. Emek gücü sermayedarlar tarafından artı değer olarak sömürülür.<sup>19</sup>

## **1.6. Zaman Teorileri**

Zaman teorilerine göre faiz olgusunun temel nedeni zaman kavramıdır. Sermaye mallarının bugün veya gelecek bir zaman diliminde kullanılması elde edilecek tatmine göre değişecektir. Zaman teorileri temel olarak iki başlık altında ele alınmaktadır, bunlardan birisi Acyo Teorisi diğeri de Sabırsızlık Teorisidir.

### ***1.6.1. Acyo Teorisi***

Böhm-Bawerk (1851-1914) tarafından desteklenen Acyo teorisine göre sermayenin bugün veya gelecek bir tarihte kullanımı arasında bir fark oluşacaktır bu fark da faiz kavramıdır. Gelecekte elde edilecek gelirin bugünkü gelire eşit kılınması için faizin eklenmesi gerektiği savunulmaktadır.<sup>20</sup>

Acyo teorisinin diğeri faiz teorilerinden en belirgin farkı, faiz olgusunun ilk defa parasal unsurlar içermeden açıklanıyor olmasıdır. Diğeri üretim faktörlerinin fiyatına oranla sermayenin reel gelir oranına olan yüzdesi hesaplanmıştır. Bawerk'e göre sermaye yoğun üretim faaliyetleri düşük sermayeli üretim faaliyetlerine göre daha başarılı olacaktır. Bu durumun temel nedeni karar mekanizması olan kişiler üretim sürecinde her zaman daha iyi olanı tercih etmektedirler. Bu teoride sermaye ve faiz teorilerini subjektif

---

\* Ayrıntılı bilgi için Bkz. Xiaoyun Xing, Wanting Xiong, LiuJun Chen, Jiawei Chen, Yougui Wang, and H. Eugene Stanley, Money circulation and debt circulation: a restatement of quantity theory of Money, Discussion Paper No. 2018-1, January 02, 2018, s. 9

<sup>19</sup>Gianni Vaggi, Peter Groenewegen, A Concise History Of Economic Thought, Palgrave Macmillan, London, 2003, S. 160.

<sup>20</sup>Eugen Von Böhm Bawerk, Capital And Interest: A Critical History Of Economic Theory, Macmillan, 1890, s. 153.



değer teorisinden bağımsız olarak ele alınmıştır. Bawerk'in bu teorisinde kişilerin gelirlerinin marjinal faydası zaman içinde belirli tatmin düzeylerine erişeceğinden marjinal faydada giderek azalmaya başlayacaktır. Dolayısıyla bu durum, bireyleri daha çok kazanç istemeye yönlendirecektir. Diğer taraftan üretim faaliyetlerinin zaman alan bir uğraş olması faiz oranlarının da pozitif eğimli olmasına yol açacaktır.<sup>21</sup>

Gelecek dönemde daha umutlu olan bireyler için önemli olan şimdiki dönemin ihtiyaçlarının karşılanmasıdır, çünkü gelecek dönemde zaten bireylerin eline faiz nedeniyle para geçecektir. Güncel ihtiyaçlar için ödünç para alınarak ihtiyaçların karşılanması daha mantıklı olacağı savunulmaktadır. Belirli miktar borç karşılığında bir mal veya hizmete sahip olan kişi bunun bedeli olarak faiz ödemesi yapması gerekmektedir. Faiz oranı bugünkü mallar ile gelecekteki mallar arasında oluşan değer farkıdır ve faizi oluşturan temel etken zamandır. İki dönem arasında oluşan zaman farkı yani Acyo'nun faiz ile ortadan kaldırılması gereklidir. Faiz oranını oluşturan temel etkenin zaman olduğu belirtilerek zaman teorisi modele dahil edilmiştir.<sup>22</sup>

Faiz konusunda yapmış olduğu bu değerlendirmelerin yanında Bawerk, faiz oranını bireylerin psikolojik konumlarına ve sübjektif değerlerine de dayandırmıştır. İnsan psikolojisinin her dönemde aynı olacağı düşüncesini savunarak Marksizm'e karşı çıkmış, sosyalist düzende bile faizin zorunlu olduğunu iddia etmiştir. İnsanların her dönemde ve her yerde aynı psikolojik duruma sahip olmalarından dolayı faizi evrenselleştirerek hak edilmiş bir değer olarak tanımlamıştır.<sup>23</sup>

### ***1.6.2. Fisher'in Sabırsızlık Teorisi***

Irving Fisher tarafından ortaya atılmış olan sabırsızlık teorisi temel bağlamda Bawerk'in Acyo Teorisi ile benzer özellikler taşımaktadır. İktisadi bireylerin şimdiki ve gelecekteki mallar arasında bir zaman tercihinine sahip oldukları kabul edilmektedir. Benzer yaklaşım Bawerk'in teorisinde de bulunmaktadır. Ancak, faizin varlığı Fisher'in çalışmasındaki kadar net vurgulanmamıştır. Bu teorinin üç temel bileşeni gelir, gelir akımının yapısı, bireylerin şimdiki ve ileriki tarihteki mallara karşı olan davranışlarıdır. Faiz olgusunu açıklamaya yönelik Fisher'in yapmış olduğu çalışmalarda üç yaklaşım

---

<sup>21</sup> Maurice Allais, *Economie Et Intere*, Imprimerie Nationale, Paris, 1971, s. 324

<sup>22</sup> Eugen Von Böhm Bawerk, A.G.E. S. 153.

<sup>23</sup> Akif Ersoy, *İktisadi Teoriler ve Düşünceler Tarihi*, Nobel Kitapevi, Ankara, 2008, s. 480

mevcuttur, bu yaklaşımlardan ilki zaman teorisinin varlığı nedeniyle, pozitif faiz seviyesidir. Şimdiki mal ile gelecekteki mal arasında bir oran mevcuttur ve bu oran daima birden büyüktür. İkinci yaklaşım bireysel zaman tercihi eğrisidir. Bu eğri bireyin şimdiki ve gelecek zamandaki mallar arasındaki tercihini yansıtmaktadır. Üçüncü yaklaşım ise fırsat eğrisidir, iktisadi gelirin şimdiki ve gelecek zamandaki kullanımı arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Son yaklaşım ile Fisher ilk iki varsayımı gerçek hayata daha çok uygun hale getirmiştir. Fisher daha gerçekçi olan üçüncü yaklaşımda tek bir faiz oranının belirlenmesinin zorluğuna değinerek, farklı derecelerde risk teşkil eden farklı faiz oranlarının var olacağını belirtmiştir.<sup>24</sup>

Fisher'in sabırsızlık teorisinde temel üç varsayım bulunmaktadır. Bu varsayımlar; kişinin geliri sabittir. Sabit olan bu gelir seviyesi net olarak bilinmektedir. Bireyler kendi aralarında borç alma-borç verme gibi iktisadi teşebbüslerde bulunarak gelirlerinin zaman şekillerini kendilerine uygun hale getirebilirler ve buna bağlı olarak da toplumda genel bir faiz haddi belirlenir. İkinci yaklaşımda gelirin sabit olduğu varsayımı geçerli değildir ve esnek bir gelir düzeyinin varlığı kabul edilir. Bu yaklaşımda da bireyler arasında borç alma verme faaliyetleri ile genel faiz seviyesi arasında bir etkileşim meydana gelecektir. Üçüncü ve son yaklaşımda ise kesin bir gelir ve faiz haddi söz konusu değildir. Bireyler denge seviyeleri hakkında bilgi sahibi değildirler. Gelir zaman eksenini boyunca değişmektedir. Gelir seviyesinin iktisadi şekli bireyler tarafından bilinmemektedir.<sup>25</sup>

Fisher, insanları karakteristik özelliklerine göre iki tür sınıflandırma yapmıştır; sabırlı olan ve sabırsız olan gruplar. Sabırsız olanlar belirli bir mala şimdi sahip olmak istemekte yani sabırsızlanmaktadırlar. Bu durumda sabırsız olan kesim elde edeceği mal karşılığında sabırlı olan gruba belirli bir ödeme yapmak durumdadır bu da faizdir. Bu teoriye göre faiz; insanların sabırsızlıkları ile toplumda sabırsızlıkları tatmin edecek malların miktarı arasındaki farktan kaynaklanmaktadır.<sup>26</sup>

---

<sup>24</sup> Irving Fisher, *The Theory Of Interest, As Determined By Impatience To Spend Income And Opportunity To Invest It*, The Macmillan Company, New York, 1930, s. 14

<sup>25</sup> Irving Fisher, a.g.e., s. 13.

<sup>26</sup> İsmail Seyrek, Zekeriya Mızırak, "Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı", Konya, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C. 22, 2009, s. 7-8.

Sermaye sahibi elinde bulunan varlığı kapital değeri ile gelir olarak değerlendirilmesi arasındaki farkı hesaplayarak elde edeceği faiz seviyesini belirleyebilir. Fisher bireylerin herhangi bir zamanda tasarrufta bulunmak, ödünç almak veya ödünç vermek gibi iktisadi faaliyetlerde bulduklarını belirtmektedir. Bu alternatiflerin değerlendirilmesindeki temel etken farklı yatırımların getiri oranına ve piyasa faiz haddine bağlıdır. Faiz oranı yatırımın sonucu elde edilecek gelir ve zaman tercihi tarafından belirlenmektedir.<sup>27</sup>

## 2. İKTİSAT OKULLARI AÇISINDAN FAİZ

### 2.1. Klasik İktisat Öncesi Faiz

Faiz kavramı iktisadi faaliyetlerin olduğu her dönem önemli bir tartışma konusu olmuştur. Faiz sadece iktisatçıların araştırmalarına konu olmayıp diğer yandan dini düşünürler, felsefe, siyasi ve hukuk alanında da faiz olgusu araştırılmış ve faizin gerekliliği sorgulanmıştır. Bu bağlamda bir grup faizin gerekliliğini savunarak, işletme sahipleri yönünden sermayenin etkinliğini arttıran bir faktör olması dolayısıyla, büyüme ve ekonomik kalkınma için gerekli olduğunu belirtmişlerdir. Karşı görüş ise faizin gerekli olmadığını haksız bir kazanç olduğunu savunmaktadır. Günümüzde hala faiz için geçerli bir hâkim görüş bulunmamaktadır.<sup>28</sup>

Faizin ortaya çıkışı paranın icadından çok öncelere dayanmaktadır. Henüz para ile alışverişin olmadığı bu dönemde kişiler ellerindeki değerli gördükleri varlıklarını korumak amacıyla güvendikleri tapınaklara ya da rahiplere emanet ederdi. Bu şekilde bir teminat verilmesi ile faiz kavramı ortaya çıkmış oldu.<sup>29</sup>

Faize yönelik ilk çalışmaya Hammurabi Kanunları'nda yer verilmiştir, kişiler ödünç verdikleri buğday ya da tarımsal ürünlerin hangi oranlarda geri alınacağını biliyorlardı. Kişilerin yapmış olduğu koruma hizmeti karşılığında mal sahiplerinden tahıl

---

<sup>27</sup> Murat Pıçak, "Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi", Diyarbakır, Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi, C. 1, 2012, s.7.

<sup>28</sup> Oliver E. Williamson, "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead", Journal of Economic Literature. c.38, 2000, s. 596-613.

<sup>29</sup> David R. Henderson, TheFortune Encyclopedia Of Economics, Warner, 1993, s. 584.

malzemeleri, küçük baş-büyük baş hayvan, alet, değerli madenler gibi mallar almaktaydı. Yani bu dönemde faiz olgusunun içinde para değil de mal olgusu bulunmaktadır.<sup>30</sup>

Eski Yunan ideolojisinde Platon faiz olgusunun gelişmesinin kişileri ahlaki zafiyete düşüreceğini savunmuştur ve faizle ilgili görüşlerine “Yasalar” adlı kitabında da değinmiştir. Platon’a göre para sadece değişim aracı olarak ekonomi içerisinde yer almalı ve bununla birlikte para servet biriktirme aracı olarak kullanılmamalıdır. Ayrıca ticaretin masum bir olay olmadığını ve ticaretin yasaklanması gerektiğini her fırsatta savunmuştur. Faizin ahlak dışı bir kavram olduğuna da değinerek erdemli ve faziletli insanlara faiz geliri elde etme gibi bir iktisadi faaliyetin yakışmayacağını söylemiştir.<sup>31</sup>

Aristo'ya göre faiz; ekonomi içerisinde kendiliğinden gelişen doğal bir kavram değildir ve yapay bir olgudur. Doğal olan eylem kişilerin ellerindeki para veya servetlerini harcamalarıdır. Fakat faizde böyle bir olgu mevcut değildir. Bu tezi savunmasındaki neden ise sermaye sahibi kişiler faiz verme eylemi sonucunda zenginliklerini daha da arttıracaklardır. Diğer taraftan da toplumun büyük kısmı fakirleşecektir. Aristo'ya göre bir eşya ya da mal el değiştirerek kendini çoğaltamaz bu doğal değildir. Doğal olmayan servet edinme yöntemlerinden en kötüsü faiz ile olmaktadır. Bu konudaki ikinci yaklaşım noktası ise para üzerinden açıklanmaktadır. Para topluluklar arasında mübadele amacıyla ortaya çıkmıştır fakat faiz olgusu bu yaklaşıma tamamen zıt bir şekilde hareket etmekte ve paranın miktarını arttırmaktadır. Bu nedenle faiz doğal bir döngü değildir.<sup>32</sup>

Eflatun ekonomik faaliyetler sonucunda faiz yaklaşımının kesinlikle yasaklanması gerektiğini savunmuştur. Eflatun'a göre faiz ahlaka aykırı bir kavramdır ve kesinlikle yasaklanmalıdır. Toplum içerisinde yaşayanlar ekonomik çıkar düşüncesinden uzak yaşamalı ve bu sayede herkes kendi ihtiyacı kadar tüketim yoluna gitmeli, toplumda kıtlık ve aşırı bolluğa yer verilmemelidir. Paranın sadece ihtiyaç duyulan malların temini için kullanılması gerektiğini savunarak faiz olgusuna karşı çıkmıştır.<sup>33</sup>

---

<sup>30</sup> Martha T. Roth, “Mesopotamian Legal Traditions and The Laws of Hammurabi”, Chicagp-Kent Law Review, Volume 71 issue I, 1995, s. 13-19.

<sup>31</sup> Onur Kumbaracıbaşı, Ekonomik Doktrinler ve Ekonomik Düşüncelerin Evrimi, Ankara İ.T.İ.A:102, 1976, s.25

<sup>32</sup> Robert B. Ekelund, Robert F. Hebert, A History Of Economic Theory And Method, Mcgraw-Hill, 1990, s.23.

<sup>33</sup> M. Kutluğhan Savaş Ökte, “Antik Çağda İktisadi Düşünce”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 7, Sayı 24, 2008, s. 37-38.

Orta çağ ile birlikte toplumda faiz konusunda düşünceler değişiklik göstermeye başlamıştır. Orta çağ Hıristiyan Avrupa'sında faiz, fiyat, mülkiyet ve para gibi kavramlara yönelik kurallar sadece kilise hukukuna göre düzenlenmekteydi. Bu sorunların çözümü konusunda din adamlarının fikir ve söylemleri hakimdi. Bu dönemde faizi kesin olarak yasaklayan bir kural bulunmamaktadır.

Sekizinci yüzyılda faizi yasaklayan bir kural getirilmiş olmasına karşılık bu yasağın felsefi nedenini açıklayan bir düşünce paylaşılmamıştır. Bu yasağın nedenini 13. Yüzyılda İtalyan Katolik din bilgini Aquinas (1274) açıklayabilmiştir, bu bağlamda Aquinas iktisadi düşünürlerin öncülerinden sayılmaktadır. Aquinas faizi doğal hukuk ve hıristiyanlık ahlakı açısından incelemiştir ve hangi durumlarda faiz meşru hangi durumlarda meşru değil belirleyerek faize getirilen yasağı bir miktar hafifletmiştir. Aquinas'a göre belirli bir miktar ödünç verilen varlık veya para karşılığında gelir yani faiz elde edilmesi uygun bir davranış değildi.<sup>34</sup>

Orta çağın başlangıç dönemlerinde dini düşünceler toplumun yönlendirilmesinde hakimdi. Bu nedenle dönemin ilk zamanlarında faize karşı duruşların ağırlık kazandığı görülmektedir. Bu dönemde kilise faizi yasaklamış ve faiz gelirin elde edilmesine karşı çıkmıştır. Her türlü iktisadi olay sonucunda faiz kazancı önlenmeye çalışmıştır. Faiz elde edilmesi durumunda maddi ve manevi cezalar verilmeye başlanmıştır. Ödünç verme eylemi satış faaliyeti olarak değerlendirilmiş ve satış kuralları ödünç verme faaliyetlerinde de uygulanmıştır. Ödünç veren kişi, verdiği miktardan fazlasını talep edemez dolayısıyla kar da elde edemez. Aynı mantıktan hareketle borcun ödemesinin zamanında yapılamaması durumunda da ödenecek paranın artmaması gerekmektedir.<sup>35</sup>

Orta çağın son dönemlerine gelindiğinde değişen ekonomik ve sosyal yapı, hıristiyanlık dininde gerçekleştirilen ve reform adı verilen köklü ve yapısal değişiklikler ile birlikte faiz olgusunun doğal bir hak olduğu ispatlanmaya çalışılmıştır. Bu görüşün arkasında iki gerekçe mevcuttu. Birinci gerekçe likidite ihtiyacı olanlar; dar gelirli gruplardan ziyade iş adamları, girişimciler ve devletti. Söz konusu grup zenginler yerine

---

<sup>34</sup> George O'Brien, An Essay On Medieval Economic Teachnig, Augustus M. Kelly, 1920. s.166.

<sup>35</sup> K. Ann Renninger, The Role of Interest in Learning and Development, Universitat der Bundeswehr, Psychology Press, Munich, 1992, s. 43-72.

dar gelirlilere borçlanmakta ve onlara hisse senedi veya tahvil satarak onların küçük tasarruflarını borç olarak almaktadırlar. İkinci gerekçe ise borç alınmasının temel sebebi üretimi arttıracak faaliyetlerde bulunulacak olmasıdır. Bu nedenle faiz meşru bir gelir olmalıdır denilmekteydi.<sup>36</sup>

Faiz olgusuna yönelik St. Thomas (1225-1274) ve J. Calvin (1509-1564) tarafından yapılan çalışmalarda faizin dini ve ahlaki yönleri üzerinde durulmuştur. Thomas, faiz alınmasının haksız kazanca yol açacağını ve borç alan kişi ile borç veren kişi arasında eşitsizliğe neden olacağını savunmuştur. O'na göre faiz mevcutta olmayan bir şeyi satmak ve haksız para kazanmak demektir. Oysa, J. Calvin'e göre faiz yatırım amacıyla alındığında herhangi bir problem oluşturmayacaktır.<sup>37</sup>

İslamiyet'te faize kesin bir şekilde karşı çıkılmış ve yasaklanmış, toplum çıkarını bireyin çıkarının üzerinde tutarak mikro düzeyde teşebbüs hürriyetine makro düzeyde ise devlet müdahalesine yer vermiştir. İslam'a göre helal kazancın emek ile elde edilen kazanç olduğu vurgulanmıştır. Faize karşı son derece katı bir duruş olduğu için İslam dünyasında faize yönelik teorik bir çalışma yapılmamıştır. Bölüşümde adaletsizliğe, dengesizliğe neden olduğu için faizin ekonomik boyutundan çok nelerin faiz sayıldığı konusu ağırlık basmıştır. Faize yönelik Gazali'nin açıklamaları mevcuttur. Gazali'ye göre faiz paranın para ile satılmasıdır. İnsanların yaşamlarını sürdürebilmeleri için gerekli temel besinlerin faize tabi olması durumunda haksız kazanç oluşacaktır. Bu durum gelir kaynağının sadece belirli bir grup insan tarafından paylaşılması sebebi ile adaletsizliğe yol açacaktır.<sup>38</sup>

## 2.2. Klasiklerin Faiz Oranları Yaklaşımı

Klasik faiz kuramı Adam Smith ve David Ricardo tarafından geliştirilerek ilerleyen dönemlerde diğer klasik iktisatçılar tarafından ele alınmıştır. Klasik faiz teorisine göre faiz, yatırımlar ve tasarrufları dengeleyen bir araçtır. Diğer deyişle faiz, tüketimi geleceğe ertelemek için gereklidir. Tasarruf arzı ve tasarruf talebi belirli bir noktada kesişerek denge faiz noktasını oluşturur ve bu oran otomatik olarak arz ve talep

---

<sup>36</sup> M. Kutluğhan Savaş Ökte, a.g.e., s. 37-38.

<sup>37</sup> Lionel Robbins, History of Economic Thought: The LSE Lectures. Ewing, NJ, USA: Princeton University Press, 1998, s. 12.

<sup>38</sup> Lionel Robbins, a.g.e., s. 12.

edilen tasarruf miktarlarını eşitler. Klasik iktisada göre tasarruflar yatırımlara her dönemde eşit olmaktadır. Tüketicilerin tasarruf eğiliminde bulunmalarının temel nedeni, tasarruf sahiplerinin tüketimlerinden vazgeçtikleri için faiz ile ödüllendirilmeleridir. Bugün yapılacak olan harcama ertelenerek gelecek dönemde kazanılacak olan faiz ile birlikte daha yüksek harcama yapma olanağı sağlayacaktır. Faiz oranlarının yüksek olması demek içinde bulunulan zaman diliminde gelirin daha yüksek bir kısmının tasarruf edilmesi demektir. Faiz oranları ile tasarruf miktarı arasında doğru orantı bulunmaktadır, faiz oranı arttıkça tasarruf oranı da artış gösterecektir. Firmalar yatırım yapmak için tasarruf talebinde bulunurlar. Faiz oranı yükseldikçe talep edilen tasarruf azalacaktır, yatırımların getirisi faiz oranından ne kadar yüksek olursa talep edilen miktar o ölçüde artacaktır. Faiz oranı düştükçe sermayenin getirisi kadar kar elde etme olanağı bulacaklardır. Bu nedenle faiz oranları düştükçe yatırım miktarı artış gösterecektir. Denge faiz oranı tasarruf arz ve talebinin kesiştiği noktada oluşacaktır. Tasarruf arz veya talebinde meydana gelecek olan fazlalık veya eksiklik sonucu yeni bir denge noktasına denge faizi kayacaktır.<sup>39</sup>

Klasik teori faizi, “her arz kendi talebini yaratır” şeklindeki Say Kanunu’nun işleyemediği durumlarda, yani ekonomide belirli bir miktar paranın harcanmadan tasarruf olarak muhafaza edildiği durumlarda tasarrufların yatırıma dönüşerek yeniden ekonomiye kazandırılmasına aracılık yapan bir değişken olarak ele alınmaktadır.

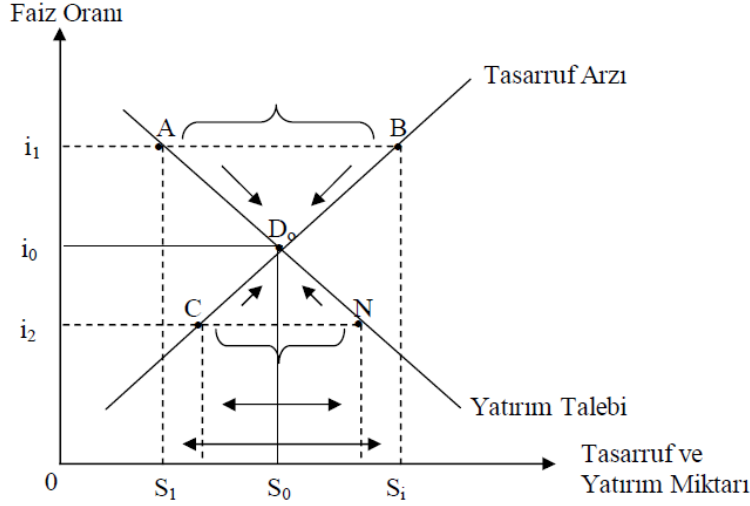
Klasik iktisatçılara göre denge faizinin oluşumu Şekil 1’de gösterilmektedir. Yatırım talep eğrisi yatırımcıların kar beklentilerine göre oluşan yatırım fonksiyonu eğrisidir. Yatırım talep eğrisi faizin azalan bir fonksiyonudur ve yatırımlar ile faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Tasarruf arz eğrisi pozitif eğimli olup faizin artan bir fonksiyonudur. Yatırımlar ile tasarruflar arasındaki denge kesişme noktası olan tam istihdam seviyesinde dengeye gelmektedir. Dengeден herhangi bir nedenle çıkılması durumunda faiz oranlarındaki değişmelerle denge yeniden sağlanmaktadır. Klasik teoriye göre para sadece mübadeleyi gerçekleştiren bir araçtır, herhangi bir gömüleme söz

---

<sup>39</sup> Ernesto Screpanti, Stefano Zamangni, David Field, An Outline Of The History Of Economic Thought, Oxford University Press, 1995, s. 129

konusu olmadığı ve yatırımlar her zaman tasarruflara eşit olduğu için Say Kanunu da geçerli olmaktadır.<sup>40</sup>

### Şekil 1: Klasik İktisatçılara Göre Denge Faiz Oranının Oluşumu



**Kaynak:** Smith Adam, 1977, s. 86.

Klasik iktisatçılar tarafından öne sürülen görüşler temel olarak Adam Smith'in ileri sürdüğü görüşlere dayandırılmaktadır. Adam Smith'e göre sermaye, tasarruf birikiminin bir sonucudur. Bir kişi eğer gelirinden tasarruf yapıyorsa bu tasarrufu sermayesine ekleyebilir. Üretim faaliyetine girerek istihdam sağlamaya çalışabilir veya tasarruflarının kullanımını belirli bir faiz oranı karşılığında başkalarına devredebilir. Adam Smith'e göre kar seviyesinin en güvenilir ölçümü faiz oranı ile yapılmaktadır. Diğer bir deyişle, faiz oranları ile kar oranları birlikte seyretmektedir. Piyasa faiz oranı değiştikçe sermaye karları da bu durumdan etkilenir. Alınan paranın kullanımı ile yapılacak iş hacmi artış gösterdiğinde, paranın elde edilmesi için yapılacak ödeme miktarı da daha fazla olacaktır. Bu durumun tam tersi olduğunda, alınacak olan paraya karşılık yapılacak iş hacmi daha düşük olursa kişilerin ödeyecekleri faiz de daha az olacaktır. Adam Smith bu genellemeden yola çıkarak belirli bir piyasada faiz oranları artış yönünde gelişme gösterdiğinde, karlılık seviyelerinin de artış gösterdiğini belirtmektedir. Tasarruf

<sup>40</sup> Adair Turner, "Monetary And Financial Stability: Lessons From The Crisis And From Classic Economics Texts", Monetary Policy and the Challenge of Economic Growth, South African Reserve Bank Conference Series, 2012, s. 259-262.



sahiplerinin ödünç vermesi için en az risk oranına eşit bir faiz oranı olması gerekir. Smith, faiz kavramını her zaman brüt karın bir parçası olarak görmekte ve net karı kapitalin bir getirisi olarak düşünmektedir.<sup>41</sup>

Klasik iktisadın önemli temsilcilerinden olan David Ricardo piyasadaki para miktarında bir artış olması faiz oranlarını öncelikle düşürecektir. Bankalardan talep edilen para miktarı paranın kullanımı sonucunda elde edilecek kar oranları ve paranın ödünç verilmesi sonucunda alınacak olan faiz oranına bağlıdır. Bankalar ödünç verdikleri fonların karşılığında piyasa faiz oranlarının altında bir oran isterlerse, kredi talep edenler piyasa faiz oranından daha düşük bir maliyetle kredi temin edeceklerdir. Bankalardan aşırı para talebi sonucunda bankalarda ödünç verilecek bir para kalmayacaktır. Para arzı nedeni ile fiyatlar genel seviyesi artış göstermeye başlayacaktır. İlk başta meydana gelen para arzı fazlası fiyat seviyelerinde meydana gelen artışı karşılayabilmek amacıyla gerekli hale gelecektir. Para arzı fazlası kısıldığında faiz oranları kar oranları seviyesine geri dönecektir. Bu durumda para arzındaki değişimler sadece fiyatlar genel seviyesini etkilemiş olacaktır.<sup>42</sup>

Klasik iktisat okulu tarafından geliştirilen tasarrufların yatırıma eşit olduğu denge noktasının varlığı Malthus dışında genel kabul görmüştür. Rasyonel bir şekilde hareket eden ve homo-economicus değerlere sahip bireyler ihtiyaç fazlası âtil para bulundurmayacaklardır. Herkes sadece tasarruflarını verimli kılmak amacıyla yanlarında para bulunduracaktır. David Ricardo tarafından ortaya atılan bu görüş diğer klasik iktisatçılar tarafından da benimsenmiştir. Ancak Malthus bu görüşe katılmayarak tasarrufların yatırımların üzerine çıkabileceğini bu nedenle de ekonomide ihtiyaç fazlası üretimin olabileceğini savunmaktadır. Malthus'un bu görüşleri klasik doktrinde yer almamaktadır.<sup>43</sup>

Klasik iktisatçı olan N. Senior faiz konusunda daha genel bir değerlendirmede bulunmuştur. Senior'a göre bir ekonomide reel tasarruf arzı ile reel sermaye talebi

---

<sup>41</sup> Adam Smith, *An Inquiry in to the Nature and Causes of Wealth of the Nations*, Edit. Edwin Cannan, Methuegen and Co. Ltd, 1904, s. 321.

<sup>42</sup> John Eatwell, Murray Milgate, Peter Newman, *The New Palgrave: A Dictionary Of Economics*, Basingstoke, 1987, s. 111.

<sup>43</sup> Gülten Kazgan, *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*, 7. Basım, İstanbul, Remzi Kitabevi, 1997, s. 92.

birbirlerini etkilemektedir. Bir malın fiyat seviyesini o mala olan arz ve talep miktarı nasıl belirlemekte ise faiz oranını da reel tasarruf arzı ile reel sermaye talebi belirlemektedir. Yani Senior'un faize yönelik çalışmasında faiz tasarrufçuya sermayedar tarafından ödenen ve tasarrufun karşılığını teşkil eden bedeldir. Tasarruf sahibi kişinin talep ettiği bedel ile sermayedarın karlılık seviyesine göre vermeyi düşündüğü bedel faiz oranını belirlemektedir.<sup>44</sup>

Klasik iktisadın bir diğer düşünürü Jean Baptist Say'in (1762-1832) faiz hakkındaki görüşlerinin birçok yönden Avusturya ekolüne benzediği görülmektedir. Say, faiz oranının paranın fiyatı değil, kredinin ya da sermaye ödücünün fiyatı olduğunu belirtmektedir. Bu nedenle piyasada oluşan para bolluğu veya para kıtlığını piyasa faiz oranlarını belirleme noktasında yeterli olmayacaktır. Say yapmış olduğu bu analizde nominal veya piyasa faiz oranlarını değil reel faiz oranlarını dikkate almaktadır. Say'a göre faiz oranları borçlunun ödeme riskinden doğacak kayıplara karşı sigorta işlevi gören belli miktar risk primi içermelidir. Say'in yapmış olduğu çalışmanın en büyük eksikliği, faiz oranını "zaman tercihleri" kavramı ile ilişkilendirilmemiş olması yani tüketicinin şu an elinde bulundurduğu malı gelecekte elde edecekleri mallara tercih edecekleri hipoteze dayandırmamış olmasıdır.<sup>45</sup>

John Stuart Mill, Adam Smith'in yapmış olduğu çalışmalara katılmış ve faiz oranı ile karlılık seviyesi arasında bir ilişki kurmaya çalışmıştır. Para ne kadar çok kazandırırorsa o derece çok faiz oranı ödenmesi gerekmektedir. Piyasa faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmalar arz ve talep tarafından belirlenmektedir. Günlük faiz oranı gün içinde arz edilen sermaye miktarı ile kredi olarak talep edilen sermaye miktarı tarafından belirlenmekte, uzun dönem faiz oranı sermayeden elde edilen ortalama kar oranına göre belirlenmektedir. Piyasa faiz oranı, kar oranının altında kaldığında, yatırımcılar sermaye ödünç alıp yatırıma dönüştürmek isteyeceklerdir. Borç vermek isteyenlerin sayısının artması da faiz oranlarını düşürecektir. Özellikle ekonomik belirsizlik dönemlerinde ya

---

<sup>44</sup> Adam Smith, *Ulusların Zenginliği*, Çev. Ayşe Yunus ve Mehmet Bakırcı, Alan Yayınları, 1985, s.54.

<sup>45</sup> Jean Baptist Say, *A Treatise on Political Economy*, Lippincott, Grambo&Co., 1855, s.78

da devletin borçlanma ihtiyacı olduğu dönemlerde insanların borç vermeye ikna edilebilmesi için faiz oranları yükselecektir.<sup>46</sup>

Klasik iktisat teorisine göre faizler sadece tasarruflarla ilişkilendirilmektedir. Diğer taraftan yatırımların da faiz oranlarından etkilendiği kabul edilmektedir. Yatım ve tasarruf arasındaki denge, değişkenlerin biri tarafından bozulduğunda bu değişiklik herhangi bir yeri etkilemeyecektir. Faiz oranlarının değişmesi ile birlikte yatırım ve tasarruflar yeniden denge noktasına gelecektir. Böylelikle tam istihdam seviyesinin korunmasını yani arzın kendi talebini yaratmasını engelleyen tasarruflar yatırıma ve üretim faktörlerine yönlendirilerek sistem içerisinde oluşabilecek aksaklıkların giderilmesine yönelik mekanizma açıklanmaktadır.<sup>47</sup>

Gizli el düşüncesini temel unsur olarak kabul eden klasik iktisat anlayışına göre faiz ödenmesi gereken haklı bir bedeldir. Faiz oranı da mal piyasasında olduğu onların gibi ödünç verilebilir faiz ve talebi tarafından belirlenen denge noktalarına göre belirlenmektedir. Talep fazlası olan tasarrufların tekrar ekonomiye kazandırılarak tam istihdam seviyesinden uzaklaşılmasına izin verilmediği kabul edilmektedir. Fakat tam istihdam seviyesine ulaşmış bir ekonomide sermayeye ödenecek ilave faiz hangi kaynaklardan temin edilecektir netliğe kavuşturulmamıştır. Tasarruf sahibinin parasını kullanmak için faiz oranlarının yükselmesi gerekebilecektir. Ekonominin tam istihdam seviyesinde olduğu göz önüne alındığında, sermayenin üretkenliği hiçbir zaman faiz oranına yaklaşamayacaktır. Bu durum da fiyat artışların beraberinde getirecektir.<sup>48</sup>

### **2.3. Keynes'in Faiz Kuramı**

Keynesyen yaklaşımın faiz teorisi üzerine görüşleri esas olarak likidite tercihine dayanmaktadır. Likidite tercihi bireylerin ellerinde para tutma isteğidir. Bu yaklaşımda paranın elde nakit olarak bulunması durumunda bireyler istedikleri zaman herhangi bir mal veya hizmet talebinde bulunabilirler. Fakat para elde tutulmayarak ödünç verilir ise birey hem mal veya hizmet talep edemeyecek hem de likiditesi azalarak kayıp yaşayacaktır. Keynes ödünç verilen miktar sonucunda yüzde değerinden belirli bir tutarın

---

<sup>46</sup> John Stuart Mill, *Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy*, Longmans, 1874, s. 92.

<sup>47</sup> Adam Smith, *Ulusların Zenginliği*, çev. Ayşe Yunus ve Mehmet Bakırcı, Alan Yayınları, 1985, s.54.

<sup>48</sup> John Stuart Mill, a.g.e., s. 92.

elde edilmesine faiz demektir, yani paranın elde tutulmasından vazgeçme sonucu alınacak ödüldür. Burada faiz oranı likidite tercihlerini belirleyici rol almaktadır. Diğer değişkenlerin aynı olduğu bir ortamda likidite tercihi artarsa faiz oranı yükselir, likidite tercihi azalırfa faiz oranları düşmektedir.<sup>49</sup>

Faiz oranı bireylerin ellerinde tutmak istedikleri para miktarı ile piyasadaki para stoğunu eşitleyen fiyattır. Piyasadaki para miktarının artış veya azalma göstermesi sonucu faiz oranları da kendini yenileyecektir. Bu nedenle teoriye göre faiz oranı likidite tercihi ve piyasadaki para miktarına göre belirlenecektir. Keynes faiz oranının belirlenmesinin paranın kıymet biriktirme fonksiyonundan kaynaklandığını belirtmektedir. Keynes bu noktada kendinden önceki iktisatçılardan ayrılarak paranın kıymet biriktirme özelliğine atıf yapmaktadır. Hem klasik hem de neo-klasik iktisatçılar parayı günlük ihtiyaçların karşılanabilmesi amacıyla elde tutulduğunu belirtmekteydi. Fakat Keynes bu düşünceye katılmayarak para talebini üç ana nedene bağlamıştır bunlar işlem güdüsü, ihtiyat güdüsü ve spekülasyon güdüsüdür. İnsanların spekülasyon amacıyla para talepleri Keynes'in faiz teorisinin çıkış noktasını oluşturmaktadır.<sup>50</sup>

İşlem ve ihtiyat güdüsüyle para talebi ekonomik hareketlilik ile direkt bağlantılıdır, ekonomi hareketli bir dönemde iken iş hacmi ve dolayısıyla harcamalar da artacaktır. İşlem ve ihtiyat güdüsüyle para talebi faize karşı dirençlidir. Aynı durum spekülasyon güdüsüyle para talebinde geçerli değildir, burada spekülasyon güdüsüyle para talebi faiz oranlarına doğrudan duyarlıdır.

Keynes'e göre para talebi ile faiz oranlarının arasındaki ilişki Şekil 2'de L eğrisi ile gösterilmektedir. Dikey ekseninde faiz oranı, yatay ekseninde para arz ve talebi gösterilmektedir. 0-Mt aralığı mübadele ve ihtiyaç güdüsüyle elde tutulan para miktarını göstermektedir. Mübadele ve ihtiyat amaçlı para talebi faiz oranına duyarlı değildir. Mt-M3 ise spekülasyon amaçlı para talebini ifade etmektedir. Spekülasyon amaçlı para talebi faiz oranlarına duyarlı olup faiz oranları ile ters yönlü ilişki içindedir. M1, M2, M3 para arzı miktarlarını göstermektedir. Para arzı eğrisi dikey eksene paralel olmasının sebebi faiz oranlarına duyarlı olmamasından kaynaklanmaktadır, yani merkez bankası para

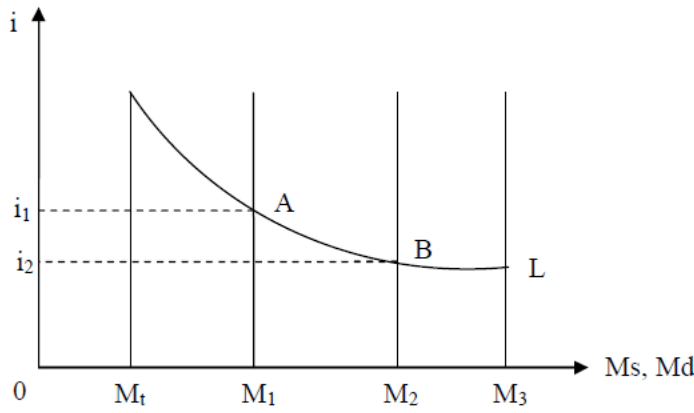
---

<sup>49</sup> Sadun Aren, İstihdam ve İktisadi Politika, Savaş Yayınevi, 1998, s.25.

<sup>50</sup> John Maynard Keynes, General Theory of Employment, Interest and Money, Macmillan, 1936, s. 166-172.

arzını dilediği gibi ekzojen olarak belirlemekte piyasaların para arzı üzerinde hiçbir etkisi bulunmamaktadır. Para arzında  $M_t$ 'den  $M_2$ 'ye kadar meydana gelen bir artış her defasında faiz oranını düşürmektedir. Ancak  $M_2$ 'den sonra para arzı ne kadar artırılırsa artırılsın bu noktadan sonra faiz oranları üzerinde herhangi bir etki yapmamaktadır. Para arzında meydana gelen ilave artışların tamamı spekülasyon amacıyla elde tutulmakta ve ekonomi likidite tuzağına yakalanmaktadır. Bu noktadan sonra ekonomideki para arzı artışı âtil ankeslere gitmektedir.<sup>51</sup>

**Şekil 2: Keynes'e Göre Faiz Oranları ile Para Talebi Arasındaki İlişki**



**Kaynak:** John Keynes, 1936, s. 158.

L eğrisi ile  $M_t$  noktasının kesiştiği noktadan yukarıdaki kısımlarda L eğrisi dik bir şekildedir bunun sebebi her gelir düzeyinde faiz oranı ne olursa olsun belirli bir miktar paranın elde tutulması gerektiğindedir yani bu noktadan yukarı doğru çıkıldıkça faize karşı herhangi bir elastikiyet bulunmamaktadır. L eğrisi ile  $M_3$  noktasının kesiştiği noktadan itibaren L eğrisi yatay olacaktır bunun nedeni ise spekülasyon nedeni ile para talebinin faize karşı elastik olmasından kaynaklanmaktadır. En düşük faiz oranında para talebinin sonsuz olması durumuna likidite tuzağı denilmektedir, bu noktadan itibaren artık faiz oranının daha da düşmesi mümkün olmamaktadır. Bu nedenlerden dolayı bireyler çok düşük faiz seviyesi nedeniyle, parayı ellerinde tutmayı tercih edeceklerdir. Bu teoride toplam para talebi işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdülleri ile para talebinin

<sup>51</sup> Luigi L. Pasinetti, Keynes and the Cambridge Keynesians, Fererico Caffè Lectures, Cambridge, 2017, s. 9-12.

toplama eşit olmaktadır. Faiz oranı parasal bir değişkendir. Para talebi ve para arzı tarafından belirlenmektedir.<sup>52</sup>

Teoriyi önemli kılan bir diğer unsur ise faiz olgusunun ilk kez makro iktisadi bir çerçevede ele alınmasıdır. Klasik ve neo-klasik modelde faiz oranının tasarruf ve yatırımları birbirine eşitleyeceği vurgulanmaktaydı. Hatta bu nedenle 1929 Büyük Bunalımını hafifletmedeki etkisizliği daha pekiştirdiği düşünölmekteydi. Keynes bu modellerin faizi açıklamada yeterli deliller sunmadığını belirterek karşı çıkmıştır. Keynes'in genel teorisi (1936) 1930'lu yıllarda büyük destek aldı ve makro iktisadi analize yerleşti. Bu nedendir ki Keynesyen faiz teorisi Keynesyen iktisadi analiz en önemli parçasıdır. Ayrıca paranın ekonomideki rolü vurgulanarak kendisinden önce reel etkenlerle izah edilen faiz oranlarını parasal unsurlarla izah etmiştir.

Klasik iktisat tasarrufların otomatik olarak yatırımlara dönüşeceğini ve faiz oranlarının tasarruf ile yatırımı eşitleyeceğini ileri sürerken, Keynes aynı durumun tam aksini belirterek yatırımların otomatik olarak geliri arttırarak tasarrufu etkileyeceğini ve faiz oranlarının bir etkisi olmadığını vurgulamıştır. Klasikler yatırımların sadece tasarrufların artması ile artabileceğini belirtirken Keynes aksine tasarruf artışının marjinal tüketim meylini azaltarak çarpanın etkisiyle geliri azaltacağını ve bunun da dolaylı olarak hem tasarruf hem de yatırımları olumsuz etkileyeceğini ifade etmiştir.<sup>53</sup>

Keynesyen teoride faiz paradan ayrılmanın bir ödölüdür. Keynes'e göre faiz haddini tayin eden faktörler likidite tercihi ve para miktarıdır. Keynes parayı sadece mübadele aracı olarak görmeyip aynı zamanda değer saklama aracı olarak da kabul etmiştir. Bunun nedeni de insanların gelecekle ilgili belirsizlikleri ortadan kaldırmak istemesidir. Likidite tuzağına yol açan etken, yatırımcıların gelecekte faiz oranlarının artacağına dair varsayımlarıdır. Yani yatırımcıların ileriki dönemde karlılık düzeylerinde bekledikleri artış paralarını âtil vaziyette bekletmelerine neden olmaktadır. Bu durumda para arzının artması faiz oranlarını daha da düşürüp yatırım artışına yol açmamakta,

---

<sup>52</sup> Takashi Negishi, *Economic Thought from Smith to Keynes*, Edward Elgar Publishing, 2000, s. 215-216.

<sup>53</sup> Alvin H. HANSEN, *Guide To Keynes*, New York, Mc. Graw Hill Book Company, 1953, s.131.

ekonomide para artışına bağlı bir ekonomik genişleme sağlanmaktadır. Faizin ekonomideki işlevi bir bakıma yok olmaktadır.<sup>54</sup>

Likidite tuzağı, para talebinin faize karşı sonsuz esnek hale geldiği durumda ortaya çıkmaktadır. Eğer faiz oranı, bireylerin beklentileri ile karşılaştırıldığında, istisnai olarak düşük bir düzeyde ise piyasa katılımcıları tahvil alım satımında yüksek zararlarla karşılaşacakları korkusuna kapılırlar. Bunun nedeni, faiz oranlarının yükseleceğini ve dolayısıyla tahvil fiyatlarının düşeceğini beklemeleridir. Böylece, bütün bireyler parayı tercih edecektir. Eğer faiz daha da düşerse, para talebi hızla yükselecek ve faiz oranındaki bir değişiklik karşısında para talebi sonsuz olarak artacaktır. Bu ise para talebinin faiz esnekliğinin sonsuz olması demektir.<sup>55</sup>

Teoriye eleştiri yöneltilen kısım ise Keynes'in teoriyi sadece parasal unsurlara dayandırması üzerine olmuştur. Modele üretim faktörleri ve mevcut şartlar dahil edilmemiştir. Halbuki üretim faktörleri faiz seviyesinin temel belirleyicilerindedir. Bir diğer eleştiri ise faizin teorik olarak geldiği noktanın bilinmemesi ve nasıl belirlendiğini açıklamaması üzerinedir.<sup>56</sup>

#### **2.4. Monetaristlerin Faiz Kuramı**

1930'lu yılların sonuna doğru Keynes'in faiz kuramı daha önceki tüm iktisadi yaklaşımları geride bırakarak ekonomiye yeni bir yol gösterici olmuştur. Bu kapsamda Keynesyen görüş giderek güçlenerek zaman içinde yayılmıştır. Devletlerin konjonktürdeki gelişmeyi kontrol altında tutabilmeleri için bütçe ve maliye politikasının kullanılması gerektiği öne sürülmüştür. Bunun yanında da para politikasının etkisiz kalacağı savunulmuştur. Bu teori 1960'lı yıllardan itibaren belirgin bir şekilde güç kaybetmeye başladığından, teorinin geçerliliği sorgulanmaya başlanmıştır. Buna yol açan başlıca nedenler; sanayi ülkelerinde baş gösteren işsizlik ve enflasyonun aynı anda yaşanması ve bu sorunlara Keynesyen yaklaşımın çözüm bulamamasıdır.<sup>57</sup>

---

<sup>54</sup> Aydın Türkbâl, Makro İktisat, Aktif Yayınevi, İstanbul, 2005, s. 296.

<sup>55</sup> Bernhard Felderer, Stefan Homburg, Makro İktisat ve Yeni Makro İktisat, (Çev.: Osman Aydoğuş ve Oğuzhan Altay), 9. Baskı, Efil Yayınevi, Ankara, 2010, s. 152.

<sup>56</sup> İsmail Zeyrek, Zekeriya Mızırak, "Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı", Selçuk Üniversitesi SBE Dergisi, Sayı: 22, 2009, s. 383-395.

<sup>57</sup> İlker Parasız, Monetarizm, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1996, s. 10.

1940'lı yıllarda M. Friedman Keynesyen düşünceye karşı çıkarak iktisadi faaliyetlerde paranın önemini vurgulamıştır. 1960'lı yıllarda yaşanan iktisadi sorunların çözülmesinde Friedman'ın teorilerinin çözüm sağlamaya başlamış olması Monetarist politikaları popüler hale getirmeye başlamıştır. Monetarizm Samuelson tarafından şöyle tanımlanmıştır; "Monetarizm işsizlik ya da enflasyon gibi makro ekonomik toplam talebi belirleyen birinci etmenin  $M_1M_2$  gibi para olduğunu vurgulayan bir düşüncedir".<sup>58</sup>

Monetarist iktisatçılar modern miktar teorisini makro ekonomik politikaların temeline dayandırarak para stoğundaki değişmelerin iktisadi faaliyetler açısından son derece önemli olduğunu belirtmişlerdir. Monetarist iktisadın öncülerinden olan Friedman miktar teorisinde bireylerin sahip olduğu servetin çeşitli yatırım araçları arasında (para, tahvil, hisse senedi, beşerî sermaye gibi) ne şekilde dağıtılacağını araştırmıştır. Yeni miktar teorisinde para hem reel aktiflerin hem de finansal aktiflerin bir ikamesidir. Para çok çeşitli aktifler tarafından ikame edilebildiği zaman finansal aktiflerle ikame derecesi azalmaktadır. Bu da para talebinin faiz esnekliğinin düşük olmasına yol açmaktadır.<sup>59</sup>

Şekil 3'de miktar teorisine göre para arz ve talebinin nasıl değiştiği gösterilmektedir. Para arzının  $MS_1$ 'den  $MS_2$ 'ye kaydığını yani ekonomide para arzının arttığını düşünürsek bireyler ellerine geçen fazla parayla belirtilen yatırım araçlarından bir veya birkaçından satın alacaklar ve ekonomideki bu fazla parayı kullanacaklardır. Bu nedenle para talebi faize karşı daha az duyarlı olacaktır. Para arzı arttığı zaman  $MD_1$  eğrisi  $MD_2$  eğrisine kayacaktır. Bireylerin ellerine geçecek fazla para miktarı finansal ve reel aktiflerin fiyatını yükseltecek ve faiz oranlarını düşürecektir. Fiyatlar düzeyinin artması ve faiz oranlarının düşmesi sonucunda bireyler üretim kaynaklarına yönelecek ve üretim artacaktır bu da milli gelir seviyesinin artmasına sebep olacaktır. Miktar teorisine göre para talebindeki değişmelerin etkisi ekonomide geniş bir alana etki ettiği için önemli bir politika aracı olarak kabul edilmektedir.<sup>60</sup>

---

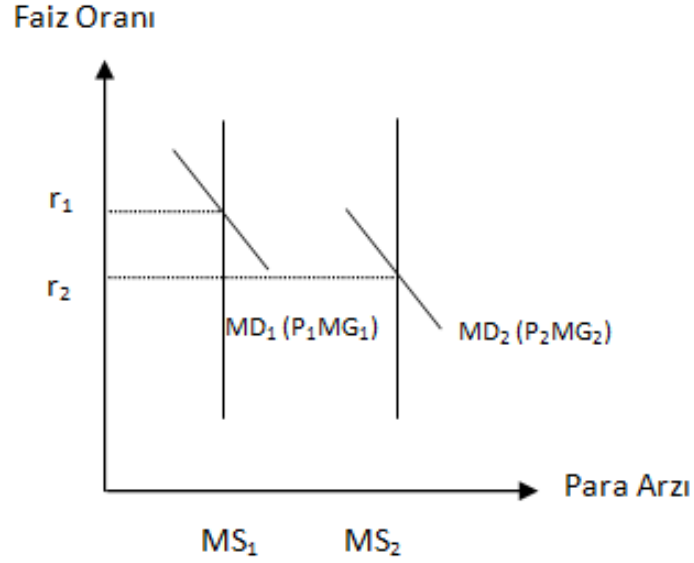
<sup>58</sup> Allan H. Meltzer, "Monetary, Credit And (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", Journal Of Economic Perspectives Vol. 9, No. 4, Fall 1995, s. 49-72.

<sup>59</sup> Allan H. Meltzer, a.g.e., s. 49-72

<sup>60</sup> Robert E. Lucas, "Tobin and Monetarism: A Review Article", Journal of Economic Literature Vol. 19, No. 2, 1981, s. 558-567.



### Şekil 3: Monetarist Faiz Politikası



**Kaynak:** Milton Friedman, 2011, s.143.

Friedman faiz oranlarında meydana gelecek değişimlerin oldukça önemli olduğunu belirterek faiz oranlarındaki ufak bir değişikliğin ekonomide büyük dalgalanmalara yol açacağını belirtmekte ve faiz oranlarının reel değerleri de etkileyebileceğini belirtmektedir. Ayrıca Friedman faizi kredinin fiyatı olarak değerlendirmiştir. Eğer ekonomide kredi artışı olursa bu artış faiz oranının düşmesine sebep olurken; kredinin azalması durumunda ise faiz oranlarının yükseleceğini belirtmektedir. Friedman'a göre burada önemli olan nokta uzun dönemde para arzındaki artış ya da azalışların uzun dönemde faiz oranlarını değiştirmeyecek olmasıdır.<sup>61</sup>

Friedman'a göre miktar teorisini oluşturan en önemli etkenlerin başında para talebi gelmektedir. Para bireylerin ellerinde bulundurabileceği servet çeşitlerinden sadece bir tanesidir. Friedman para talebinin göstereceği değişimin sahip olunan varlıkların beklenen getiri oranına bağlı olduğunu belirtmektedir. Burada para talebi farklı bir varlığın göreceği talep ile eşdeğer tutulmaktadır. Bu kapsamda para talebi;

1. Elde bulundurulmuş servet,
2. Servetlerin getirileri ve fiyatı,
3. Kişisel zevk ve tercihlerden oluşmaktadır.

<sup>61</sup> Paul Krugman, Who Was Milton Friedman, The New York Review of Books, 2007, s. 4.

Friedman'a göre servet bireylerin elde edeceği tüm gelirlerin bugünkü değerine eşittir. Bireyler servetlerini maksimum getiriyi elde edecek şekilde değerlendirmekte ve çeşitli aktifler arasında dağıtmaktadır. Bu değişim servetler arasındaki marjinal fayda seviyesinin aynı düzeye geleceği noktaya kadar devam edecektir. Bu sebeple para talebi servetteki değişimlere ve servet getirilerindeki değişmeye dayanmaktadır. Friedman miktar teorisinde servetin yatırım araçları arasında nasıl bölüşüleceğini ele alarak mikro yaklaşımdan makro düzeyde para talebi dengesine ulaşmaktadır.<sup>62</sup>

Para hem reel aktiflerin hem de finansal aktiflerin ikamesi olarak işlem görmektedir. Para çok çeşitli aktiflerin ikamesi olunca finansal aktiflerle ikame derecesi azalır ve bu durum para talebinin faiz esnekliğinin düşük olmasına yol açmaktadır.<sup>63</sup>

Ekonomide denge halinin olduğu, parasal genişleme oranının sıfır, reel gelirin sabit, beklenen ve gerçekleşen enflasyon oranının sıfır olduğu bir durumda para arzının arttığı düşünülürse faizde meydana gelecek değişimleri değerlendirmek için üç etki göz önünde bulundurulmalıdır. Bunlar likidite etkisi, gelir etkisi ve beklentilerin rolüdür.

Likidite etkisi genişleyen para miktarının faiz oranlarını düşürme yönünde etkisi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Fiyatlar sabit iken bireyler ellerinde fazladan para tutmaları için nominal faiz oranlarının düşmesi gerekmektedir. Ancak Monetaristler likidite etkisinin geçici bir dengesizlik durumuna getirdiğini ve kalıcı bir duruma yol açmayacağını belirterek fiyatlar genel seviyesi para miktarındaki artış ile uyumlu bir şekilde artacağını belirtmektedir.<sup>64</sup>

Gelir etkisi ekonomide genişleyen para miktarının geliri yükseltmesi ile artan para talebinin faizleri yükseltmesi sonucunda ortaya çıkacağını belirtmektedir. Nominal gelir fiyatlardan daha hızlı artarsa reel gelir yükselecektir. Reel gelirdeki artış kredi talebi fazlası yaratacak ve buna bağlı olarak da nominal faiz oranları yükselecektir.<sup>65</sup>

Faiz oranlarının artış göstermesinde likidite etkisine göre daha etkilidir. Parasal genişleme bireylerde enflasyonist beklentiler yaratacak ve fon arz edenlerin daha fazla

---

<sup>62</sup> Gikas A. Hardouvelis, "The Predictive Power of the Term Structure During Recent Monetary Regimes," *Journal of Finance*, June 1988, s. 339-356.

<sup>63</sup> Robert E. Lucas, a.g.e., s. 558-567.

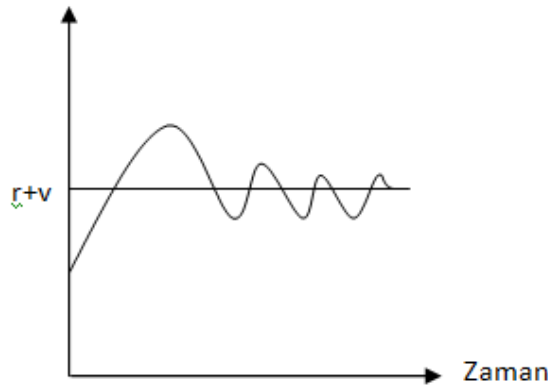
<sup>64</sup> Orhan Osman, "Monetarist Politikalar" Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt 4, s. 1, 1987, s. 163

<sup>65</sup> Michael Woodford, "Price Level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate," *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 43, 1995, s. 251

faiz talep etmelerine neden olacaktır. Bu artışın temel sebebi ise risk priminin artmış olmasından kaynaklanmaktadır. Fiyatların artması sonucu beklenen enflasyon efektif enflasyon oranına yükselecektir. Bireyler daha çok mal ve hizmet tüketmek isteyeceklerdir. Buna bağlı olarak da paranın dolaşım hızı artacak, artan dolaşım hızı para talebini arttırarak faizleri yükseltecektir. Tüm bu değişkenleri bir arada değerlendirdiğimizde Monetarist iktisatçılara göre para arzındaki bir artışın faiz oranını kısa vadede düşüreceğini ancak para miktarındaki artışın iktisadi birimleri harcamaya teşvik edeceğini bunun sonucunda ise fiyatlar genel seviyesinin artma eğilimine geçeceğini savunmaktadırlar. Artan fiyatlar faiz oranlarını arttıracaktır. Monetaristlere göre fiyatların ve faiz oranlarının birlikte artmasının sebebi gerçekleşen ve beklenen enflasyon oranlarından kaynaklanmaktadır.<sup>66</sup>

Özet olarak Friedman'a göre para miktarındaki artışın faiz oranı üzerindeki etkisi, öncelikle faizlerin düşmesine sebep olacak sonra ise gelir ve beklenti etkisi ile faiz oranının yükselmesine neden olacaktır. Şekil 4'de ilk olarak parasal genişleme faiz oranlarını düşürecek daha sonrasında ise faiz oranı yükselme eğilimine geçecek ve enflasyon oranından daha yüksek olacaktır. Son durumda ise parasal genişleme hızı "v" ve enflasyon eşit hale gelecektir.<sup>67</sup>

#### Şekil 4: Monetarist Politikada Faiz Oranlarının Dengeye Gelmesi



**Kaynak:** Paul Krugman, Who Was Milton Friedman, The New York Review of Books, 2007, s. 4.

<sup>66</sup> Keith M. Carlson, "A Monetarist Model for Economic Stabilization: Review and Update", Economic Research Federal Reserve Bank, Vol. 68, No. 8, St. Louis, 1986, s. 45.

<sup>67</sup> İlker Parasız, a.g.e., s.123.

Monetarist iktisatçıların para arzı ile faiz oranı arasındaki iki yönlü ilişkiden dolayı faizi para politikası göstergesi olarak kabul etmemektedirler. Faiz hem gösterge olarak hem de büyüklük olarak dikkate alınması gereken sağlıklı bir veri değildir demektedirler.<sup>68</sup>

Monetarist faiz politikasında ele alınması gereken bir diğer önemli konu aktarım mekanizmasıdır. Yani paranın ekonomiyi hangi yollardan ve hangi ekonomik değişkenler ile etkilediğidir. Paradaki değişmelerin toplam talebi etkilerken aktarım mekanizması iki aşamaya ayrılarak inceleme yapılmaktadır.<sup>69</sup>

Birinci kısımda para miktarındaki bir artış bireylerin portföyünde dengesizlik yaratacaktır. Bireyler faiz oranı ve gelir düzeyine göre daha fazla para tutarlar ve bu fazla para diğer aktiflere yönelmektedir. Faiz oranları değişeceği için varlıkların fiyatları ve getirileri de değişecektir. Bundan sonraki süreçte iktisadi birimler reel ve finansal araçlarını gözden geçirirler. Çünkü fiyatların artması ile finansal varlıklar finansal olmayanlara göre daha pahalı hale gelmiştir. Bireyler böyle bir durum sonucunda ucuzlayan finansal olmayan varlıklara yöneleceklerdir. Bu varlıkların fiyatları da artmaya başlayacak böylece parasal uyarılma süreci finansal pazarlardan mal ve hizmet piyasasına yayılmasına sebep olacaktır.<sup>70</sup>

İkinci kısımda ise faiz oranlarındaki değişme sonucu toplam talepte meydana gelen değişmeler ele alınmaktadır. Özet olarak aktarım mekanizması; para miktarındaki bir değişimle portföy dengesizlikleri yaratarak faiz oranlarını değiştirir. Faiz oranlarında meydana gelen değişme sonucunda toplam talep de değişecektir.<sup>71</sup>

## **2.5. Neo-Klasik Faiz Oranları Yaklaşımı**

Neo-Klasik iktisatçılar faiz oranlarının açıklanmasında reel unsurların yanında parasal unsurların da ekonomiye etkisi olduğunu belirtmişlerdir. Neo-Klasik faiz oranları

---

<sup>68</sup> Coşkun Can Aktan, "Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi", Ekonomi Bilimleri Dergisi, Cilt 2, No 1, 2010, s. 169- 173.

<sup>69</sup> Fisher Dornbusch, Makro Ekonomi Çev: Salih Ak V.D, Akademi Yayınevi, İstanbul, 1998, s. 126.

<sup>70</sup> Coşkun Can Aktan, Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi", Ekonomi Bilimleri Dergisi, Cilt 2, No 1, 2010, S. 169- 173.

<sup>71</sup> Florin Aftalion, Monetarizm, Çev: Lerzan Özkale, İletişim Yayınları, 1992, s. 60-64.

yaklaşımı ödünç verilebilir fonlar teorisi olarak da adlandırılabilir. Neo-Klasik iktisatçılara göre faiz oranları ödünç verilebilir fonların arz ve talebi sonucunda oluşan bir fiyat olduğunu kabul etmektedirler. Ödünç verilebilir fonların arzı, reel faiz oranlarının artan veya pozitif bir fonksiyonudur ve tasarruf sahiplerince belirlenmektedir. Fon talebi ise yatırımcılarca veya borç alanlarca belirlenen bir olgudur ve faiz oranı ile negatif bir ilişki içindedir.<sup>72</sup>

Klasik iktisatçılar bu yaklaşımda paranın faiz üzerinde hiçbir etkisi olmadığını belirtmektedir. Neo-Klasik iktisatçılar ise faizi, ödünç verilebilir fonların arz ve talebinin neticesi olarak meydana geldiğini savunmaktadır. Neo-Klasik iktisat ile Klasik iktisadın ortak yönü her iki grup da para arzındaki dalgalanmaların kısa dönem faiz oranları üzerinde herhangi bir etki yapmayacağını savunmalarıdır.<sup>73</sup>

Piyasada belirli bir zaman diliminde ellerindeki fonları başkalarına ödünç vermeye hazır kişi ve kurumlar ve bu fonları almayı isteyen kişi ve kurumlar bulunmaktadır. İktisat teorisince bu durum Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi olarak adlandırılmaktadır. Ödünç verilebilir fonların arz ve talebi finansal piyasalarda belirli bir noktada kesişecektir. Kesiştikleri bu nokta yani arz ve talebi denkleştiren mekanizma faiz oranı olacaktır.<sup>74</sup>

Şekil 5'de (i) faiz oranını, (io) denge faiz oranını, (S) fon arzını ve (I) fon talebini göstermektedir. Piyasada ellerindeki belirli miktar fonu arz edecek bir grup ve bu fonları talep edecek bir diğer grubun daha olduğunu varsayalım. Piyasaya fon arz edecek kişilerin getiri oranı, faiz oranı arttıkça piyasaya süreceği fon miktarı da artacaktır. İki değişken arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Diğer taraftan talep edilen fon miktarı ile piyasa faiz oranı arasında da tam ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Faiz oranı arttıkça bireylerin katlanması gereken maliyet de artacaktır. Faiz oranı artacağı için talep edilen miktar azalacaktır. Bir diğer deyişle faiz oranı ile fon talebi arasında ters yönlü bir ilişki

---

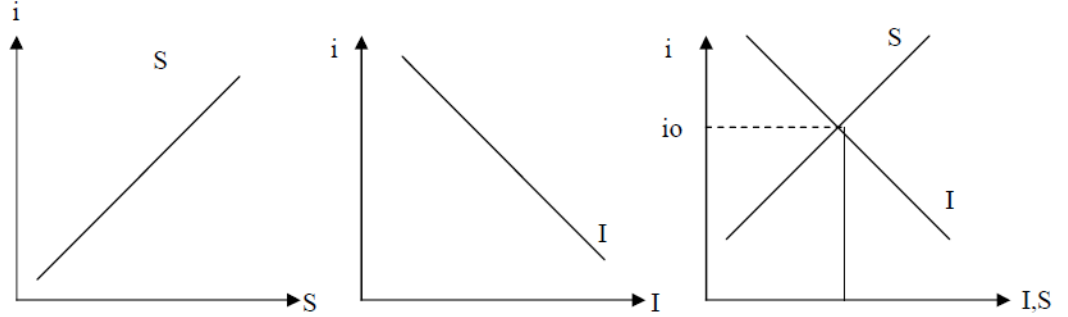
<sup>72</sup> Batu Tunay, Makro Ekonomi Teori ve Politika, Arıkan Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 2007, s. 290.

<sup>73</sup> Batu Tunay, a.g.e, s.290

<sup>74</sup> George MACESICH, The Politics of Monetarizm – Its Historical and Institutional Development, New Jersey, 1984, s. 3-4.

bulunmaktadır. Piyasada faiz oranı fon arzı(S) ve fon talebi (I) eğrilerinin kesiştiği  $i_0$  noktasında dengeye gelmektedir. <sup>75</sup>

### Şekil 5: Neo-Klasik Politikada Faiz Oranlarının Dengeye Gelmesi



**Kaynak:** Sergio Cesaratto, 1999, s. 771.

Neo-Klasik iktisadın savunduğu ödünç verilebilir fonlar teorisindeki en önemli eksiklik denge noktasının geçici denge noktası olmasıdır. Bu teori kalıcı denge noktasının nerede oluşacağını belirtmemektedir. Kalıcı dengeye ulaşabilmek için önemli olan husus ise gelir seviyesidir. Fakat bu değişken analizin dışında tutulmuştur. Kalıcı denge noktasının tam olarak belirlenemediği bir durumda faiz oranı denge noktasının daha üstüne çıkabilir veya daha düşük seviyelere inebilir. Bu sebeple ödünç verilebilir fonlar teorisi nihai düzeyi belirlemekten ziyade o anki faiz oranını göstermektedir. Ayrıca ödünç verilebilir fonlar teorisinde arz ve talep eğrileri birbirlerinden bağımsız hareket etmemektedir. Fon arzını etkileyen faktörler mutlaka fon talebini de etkileyecektir. <sup>76</sup>

#### 2.5.1. Marshall'ın faiz konusundaki görüşleri

Alfred Marshall (1842-1924) faizi beklemenin karşılığında elde edilen gelir olarak tanımlamıştır. Marshall insanların bir mal veya hizmeti gelecekte elde etmek yerine şimdi elde etmek istediklerini savunmaktadır. Çünkü gelecekte bireyler nelerle karşılaşacağını bilememektedir. Bu sebepten ötürü şimdi elde edilecek mal veya hizmet gelecekte elde edilecek mal veya hizmetten daha değerli olacaktır. Diğer taraftan sermaye sahibi de elindeki parayı harcamak yerine tasarrufa yöneldiğinden kendi arzu ve isteklerini

<sup>75</sup> Özlen Hiçbirol, Aysen Hiç Gencer, "Neo-Klasik İktisat ve Neo-Klasik Sentez", Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 16, Sayı 1, 2014, s. 259-280.

<sup>76</sup> İlker Parasız, Para Banka ve Finansal Piyasalar, 9. Baskı, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2009, s. 56.

ötelemiş olacaktır. Bu sebeple sermaye sahibi kişi yapmış olduğu tasarruf ve beklemenin karşılığı sonucunda bir bedel elde edecektir. <sup>77</sup>

Marshall'a göre sermaye talebi; üretime en son katılan sermayenin verimliliğine yani bir diğer ifadeyle sermayenin marjinal verimliliğine bağlıdır. Sermayenin marjinal verimlilik değeri arz edilen sermayenin faiz haddine eşit olduğu noktaya kadar sermaye talebi olacaktır. Yani sermayenin marjinal verimliliği piyasa faiz haddinden düşük bir noktada ise bireyler yatırım yapmaktan vazgeçeceklerdir. Diğer bir taraftan sermaye miktarı artış gösterdikçe azalan verimler kanuna göre sermayenin marjinal verimliliği de azalacaktır. Azalan verimler durumu teknolojik çalışmalar ve inovasyonla durdurulamadığı takdirde zaman geçtikçe faiz oranları ve buna bağlı olarak yatırımların marjinal verimliliği de düşecektir. <sup>78</sup>

Marshall'ın faize yönelik teorisinin eksik yanlarından ilki bireylerinin tüketim taleplerini erteleme durumu her koşulda faizi gerektirmemesidir. Teorinin ikinci eksik nokta ise sermayenin marjinal verimliliği ile faiz oranına bağlanmak istenmesidir. Marshall'ın öne sürdüğü denklik esasları doğru olmakla birlikte buradan faiz seviyesini tespit etmek doğru sonuçlar vermeyecektir. Bu sebeplerden dolayı Marshall faiz haddini açıklama konusunda çok başarılı olamamıştır. <sup>79</sup>

### ***2.5.2. K. Wicksell'in ödünç verilebilir fonlar kuramı***

Neo- Klasik iktisadın önemli temsilcilerinden olan Knut Wicksell (1851-1926) faiz analizine parasal unsurları da dahil etmiştir. Bu yaklaşım Wicksell'in teorisinin daha başarılı sonuçlar vermesini sağlamıştır. Wicksell faiz oranlarını parasal faiz oranı ve doğal faiz oranı olmak üzere ikiye ayırmıştır. Doğal faiz oranı, yatırım ve faiz oranı kararlarına, işletilen reel sermayeden elde edilen kar oranına bağlıdır. Parasal faiz oranı

---

<sup>77</sup> Wendy Edelberg & David Marshall, "Monetary Policy Shocks and Long-Term Interest Rates", Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, 1996, s. 14–17.

<sup>78</sup> Paul A. Samuelson, İktisat, (Çev: Y. Demirgil), ODTÜ Yayını, Ankara, 1965, s. 644.

<sup>79</sup> John H. Cochrane, "The Return of the Liquidity Effect: A Study of the Short-Run Relation Between Money Growth and Interest Rates", Journal of Business & Economic Statistics, C. 7, Chicago, 2012, s. 76-77.

ise, bankaların krediler üzerinden talep ettikleri faiz oranıdır. Bir diğer deyişle doğal faiz oranı reel faktörler parasal faiz oranı ise parasal faktörlerle ilişkilendirilmektedir.<sup>80</sup>

Eğer ekonomide doğal faiz oranı ve parasal faiz oranı birbirine eşitse herhangi bir değişiklik meydana gelmeyecektir. Fakat bu iki oran birbirinden uzaklaşmaya başladığında ise ekonomi tepki gösterecektir. Parasal faiz oranı doğal faiz oranı seviyesini aştığında yatırımlar azalacaktır ve ekonomik durgunluk meydana gelecektir. Tam tersi doğal faiz oranı daha yüksek bir seviyeye ulaştığında ise ekonomide enflasyon problemi gündeme gelecektir.<sup>81</sup>

Wicksell, klasik iktisadın savunmuş olduğu görüşün aksine paranın reel kesimi de etkilediğini savunmuştur. Para ve fiyatlar arasındaki ilişkiyi incelerken faizi de modelin içine dahil ederek aradaki ilişkiyi faizlerle açıklamıştır. Para miktarındaki bir değişimin faiz oranını değiştirdiğini açıklayan ilk iktisatçı olmuştur. Wicksell yapmış olduğu bu analizle Keynesyen iktisadın oluşmasına ortam sağlamıştır.<sup>82</sup>

## **2.6. Hicks-Hansen Neo-Keynesgil Sentezi**

John Hicks (1904-1989) ve Alvin Hansen (1887-1975) tarafından geliştirilen bu model Keynes'in Genel Teori'sindeki görüşlerini Klasik iktisadın temel ilkeleri ile birleştirerek iki modelin sentezini yapmıştır. Hicks kısa dönem denge gelir seviyesinin, istihdam seviyesinin ve faiz oranının para arzı ile para talebinin eşitlendiği bir seviyede belirleneceğini kabul etmiştir. Bu çalışma daha sonra Hansen tarafından da geliştirilmiş ve literatüre Hicks-Hansen modeli olarak girmiştir.<sup>83</sup>

Faiz oranı ile gelir düzeyinin belirlenmesi, reel ve parasal kesimle birlikte gerçekleşmektedir. IS-LM analizi olarak adlandırılan bu modele göre tasarruf ve yatırımları eşitleyen tek bir faiz oranı bulunmaktadır. Bu sebeple her gelir düzeyi için de para talebini sabit para arzına uyarlayan faiz oranı tekdir. Modele göre IS eğrisi, mal

---

<sup>80</sup> Nur Keyder, Kur Değişimi ve Türkiye'de Borcun Sürdürülebilirliği “, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Haziran-2003, s.57-64.

<sup>81</sup> Knut Wicksell, Interest And Prices A Study Of The Causes Regulating The Value Of Money, Translated By R.F. Kahn, Newyork: Reprints Of Economic Classics, 1962, s. 14.

<sup>82</sup> Hakan Berument ve Kamuran Malatyalı, “Determinants of Interest Rates in Turkey”, TCMB Discussion Paper: 9902, 1999, s.2.

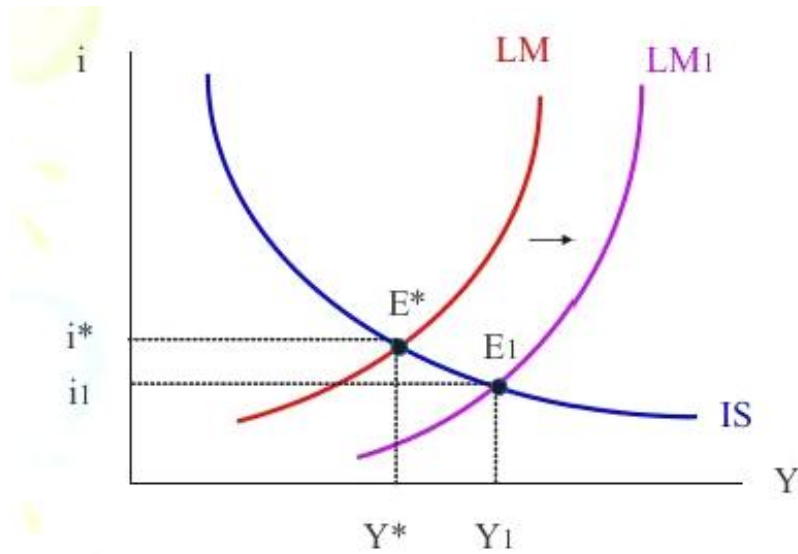
<sup>83</sup> John R. Hicks, “Mr. Keynes and The Classics: A suggested Interpretation”, Econometrica, 1937, s. 148.



piyasa faiz oranı ve gelir seviyesini göstermektedir. LM eğrisi ise, para talebini para arzına eşitleyen faiz oranı-gelir bileşimini göstermektedir. IS-LM eğrilerinin kesiştiği noktada mal ve para piyasasını dengeye getiren faiz oranı-gelir bileşimi elde edilmektedir. İki eğrinin kesiştiği bu noktada milli gelir faiz düzeyinde ve mal-para piyasasında bir denge oluşmaktadır.<sup>84</sup>

Şekil 6'da IS-LM eğrilerinin grafiksel gösterimi ve kesişim noktaları gösterilmektedir. IS ve LM eğrilerinin kesiştiği noktada piyasa faiz oranı  $i^*$  ve gelir düzeyi ise  $Y^*$  noktasında oluşacaktır. Ekonomide artan para arzı LM eğrisini sağa kaydıracaktır. Bu durumda faiz oranları  $i_1$  seviyesine düşecek ve yatırımlar artacaktır. LM eğrisinin sola kayması yani Merkez Bankası'nın piyasadaki para miktarını azaltması durumunda ise yatırımlar azalacak ve faiz haddi artacaktır.<sup>85</sup>

#### Şekil 6: IS - LM Eğrilerinin Analizi



**Kaynak:** Alvin Hansen, 1953, s. 141.

Ekonomide genişletici maliye politikalarının uygulanması durumunda yani devlet harcamalarının artması durumunda IS eğrisini sağa kaydıracaktır. Böyle bir durumda artan harcamalar para talebini arttıracaktır ve faiz oranlarının da yükselmesine neden

<sup>84</sup> Alvin Hansen, Guide to Keynes, Mc. Graw Hill Book Company, New York, 1953, s. 141.

<sup>85</sup> Samuel Bentolila, " Hicks-Hansen Model", An Eponymous Dictionary Of Economics, 2004, s. 1-2.

olacaktır. Eğer ekonomide devlet harcamaları azalırsa IS eğrisi sola kayacaktır. Bu durumda da faiz oranları düşecektir.<sup>86</sup>

Analize göre; faiz oranlarını, tasarruf arzı, yatırım fonları talebi, nakit talebi ve para arzının dikkate alındığı dört değişken tarafından belirlenecektir. Tasarrufların artması tüketim isteğini azaltacaktır ve bu da doğrudan gelir seviyesine etki edecektir. Sermayenin marjinal etkinliği ise yatırımları ve gelir seviyesini etkileyecektir.<sup>87</sup>

IS-LM analizi daha önce faize yönelik çalışmalara kıyasla faizi çok daha kapsamlı ve sağlam dayanaklar üzerine oturmuşlardır. Serbest piyasanın hem reel hem de parasal yönü dikkate alınmış ve nihai olarak ekonomik değişkenlerin hangi noktada buluşacağı açıklanmıştır. Ekonominin genel denge noktasına ulaşmasındaki araçları da kapsamlı bir şekilde açıklamıştır.

## 2.7. Tobin'in Portföy Kuramı

James Tobin (1918-2002) tarafından ortaya atılan portföy kuramına göre bireyler servetlerinin farklı yatırım araçlarını kullanarak değerlendirmektedir. Bireyler servetlerini parasal, finansal ve reel yatırım araçlarından oluşturacaklardır. Portföyün dağılımında önemli olan unsur her bir yatırım aracının getirisidir. Portföy içi dağılım getiri oranı ve karlılık seviyesine göre çeşitli yatırım araçları arasında bölüştürülecektir. Bu sebeple faiz oranlarının belirlenmesinde para arzı ve talebine ek olarak diğer yatırım araçları da rol oynamaktadır.<sup>88</sup>

Tobin'e göre yatırımcılar portföylerini yatırım araçları arasında getiri ve risk dengesini gözetmektedir. Herhangi bir yatırım aracında risk artmaya başladığında bireyler servetlerini bu yatırım araçlarından çekecekler ve daha güvenli buldukları tarafa yönlendireceklerdir. Teoriye göre para güvenli bir yatırım aracıdır. Para talebi diğer varlıkların beklenen getirileri kadar riskine de bağlıdır.<sup>89</sup>

---

<sup>86</sup> Samuel Bentolila, a.g.e., s. 1-2.

<sup>87</sup> Muhammet Akdiş, Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye, Ankara, 1995, s. 53.

<sup>88</sup> James Tobin, "Money, Capital and Other Stores of Value", AER, Vol.51, 1961, s. 26-30.

<sup>89</sup> Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer, Makroekonomi, McGraw Hill-Akademi, 1998, s.383.

## İKİNCİ BÖLÜM

### FAİZ ÇEŞİTLERİ, FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER, FAİZ ORANININ VADE VE RİSK YAPISI

#### 1. FAİZ ÇEŞİTLERİ

Ekonomide birden çok faiz çeşidi bulunmaktadır. Faizin geri ödeneceği periyot faiz seviyesinin hesaplanma metodu farklılık göstermektedir. Bu bölümde faiz çeşitleri açıklanacaktır.

Birinci bölümde faiz üzerine yapılan varsayımlar ve ekonomik örneklerde herhangi bir ayrıma gitmeden tek bir faiz oranı üzerinden durum aktarılmıştı. Bunun sebebi bir faiz oranı için yapılan değerlendirmelerin diğer faizler için de aynı şekilde geçerli olması sebebindendir.<sup>90</sup>

#### 1.1. Basit Faiz - Bileşik Faiz

Kiralanan ana paranın faiz bedelinin dönem sonunda satıcıya ödendiği faiz türüdür. Basit faiz temel olarak kısa vadeli işlemlerde veya en fazla bir yıllık dönem için kullanılmaktadır. Basit faiz her bir dönem için ayrı ayrı hesaplanmaktadır. Basit faize göre faiz sadece bir kere hesaplanmakta ve bu bedel faizi kullanan taraftan talep edilmektedir. Faiz tutarı üzerinden ikinci bir faiz oranı işletilmemektedir.<sup>91</sup> Basit faiz oranı aşağıdaki gibidir;

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

Denkleme göre F faiz miktarı, a anaparayı, i faiz oranı seviyesini ve n de faiz kullanılacak dönemi belirtmektedir. Denkliğin paydası faiz eğer yıl olarak dikkate alınmışsa

---

<sup>90</sup> Erdal Ünsal, Makro İktisat, 7. Baskı, İmaj Yayınevi, Ankara, 2007, s. 110.

<sup>91</sup> Metin K. Ercan, Ünsal Ban, Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 2014, s. 63.

100, ay olarak dikkate alınmış ise 1200 ve gün olarak dikkate alınmışsa 36000 olarak yazılması gerekmektedir.<sup>92</sup>

Basit faiz hesabına göre kişinin 1000 TL bankaya yatırdığını varsayalım. Basit faiz oranının %9 olduğunu ve dönemin de bir sene olduğunu dikkate alalım. Bu şartlar altında kişinin eline geçecek olan faiz tutarı 90 TL olacaktır.

Bileşik faizde ise belirli bir dönemde elde edilen faiz geliri anaparaya eklenmektedir. Bir sonraki dönem faiz hesabında anapara ve faiz bedeli üzerinden tekrar hesap yapmaktadır. Yani bileşik faizde faizin faizi oluşacak ve anapara giderek artacaktır. Bileşik faiz genellikle bir yıldan daha uzun süren işlemlerde tercih edilmektedir.<sup>93</sup>

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

Bileşik faiz formülü yukarıdaki gibidir. Basit faiz de olduğu gibi a anapara, i faiz oranı ve n de faiz dönemini belirtmektedir. Denklemden dikkat edilmesi gereken önemli nokta faiz oranının türü ile (günlük, aylık veya yıllık) dikkate alınan dönemin aynı cinsten olması gerekliliğidir.<sup>94</sup>

Bileşik faiz hesabına göre 1000 TL anapara, aylık faiz oranı %5 ve 2 aylık bir dönem için faiz getirisi hesaplınsın. 2 aylık dönem için 102,5 TL bileşik faiz getirisi olacaktır.

## 1.2. Brüt Faiz - Net Faiz

Brüt faiz taraflar arasında anlaşılan faiz oranıdır. Faiz işleminde meydana gelecek birtakım masraflar oluşabilir. Bu ilave masraflar ilave vergiler, reklam maliyetleri, komisyon maliyetleri, damga vergisi olabilir. Bankaların anlaşmış oldukları faiz brüt faizdir. Fakat bankaların eline geçecek olan faiz brüt faiz değeri olmayacaktır. Gerçek geliri saptayabilmesi için yapacağı masrafları çıkartması gerekmektedir. Brüt faiz oranından yapılan masrafların çıkartılması sonucunda oluşacak faiz oranı ise net faiz

---

<sup>92</sup> Aylin Alkaya, İbrahim Yağlı, "Finansal Okuryazarlık - Finansal Bilgi, Davranış Ve Tutum Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi İİBF Öğrencileri Üzerine Bir Uygulama", Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, Cilt: 8 Sayı: 40, 2015, s.587-588.

<sup>93</sup> Murat Kıyılar, Paranın Zaman Değeri, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2010, s. 4- 16.

<sup>94</sup> Kemal Yıldırım, Doğan Karaman ve Murat Taşdemir, Makroekonomi, 8. Baskı, Seçkin Kitapevi, Ankara, 2009, s. 70.

olarak adlandırılmakta ve bankaların gerçek gelirini yansıtmaktadır. Bu denkliğin formülü aşağıdaki gibidir.<sup>95</sup>

$$\text{Brüt Faiz} = \text{Net Faiz} + \text{Kesintiler}$$

Yıllık faiz oranının %10 olduğunu kabul edelim. Bankaya 1000 TL yatıran bir yatırımcı bir yılın sonunda 200 TL brüt faiz geliri elde edecektir. Bankanın yapmış olduğu bir takım ek maliyetler sebebi ile banka bu tutarı yatırımcıya ödemeyecektir. Brüt faiz tutarında yapılan harcamaların düşülmesi gerekmektedir. Banka %8 stopaj vergisi alması ve 15 TL sabit damga vergisi alması durumunda denklik;  $200 = \text{Net faiz} + (200 * \%8 + 15)$  şeklinde olacaktır. Yatırımcının eline geçecek tutar yani net faiz de 169 TL olacaktır.

### **1.3. Mevduat Faizi - Kredi Faizi**

Mevduat faizi gerek bireylerin gerekse bankaların ödünç verilen vadeli mevduatlar için uygulamış oldukları faizlerdir. Mevduat faizi bankaya yatırılacak parasal büyüklüğe ve vade süresine göre değişiklik göstermektedir. Vade sonunda bankalar belirtilmiş olan stopaj kesintisini düştükten sonra anapara ve faiz getirisini taraflara iletmektedir.<sup>96</sup>

Kredi faizi ise alınan krediler sebebi ile kredi arzı sağlayan bankalara ödenen kredi kullanımından kaynaklı faizdir. Bankalar piyasa koşullarının el verdiği ölçüde kredi faiz oranlarını düşük seviyelerde tutmaya çalışmaktadırlar. Bunun neticesinde ürün ve hizmet sektörünün gelişmesinden kaynakların etkin kullanılması mümkün olacaktır. Kredi faizleri piyasada rekabetçi şartlarda belirlenmektedir.<sup>97</sup>

### **1.4. Sabit Faiz Oranı - Değişken Faiz Oranı**

Sözleşme dönemi boyunca borç alan ve borç veren taraf için faiz oranlarının değişmediği faiz oranları sabit faiz oranları olarak adlandırılmaktadır. Böyle bir

---

<sup>95</sup> Thomas E. Borcharding, Filson, Darren, "Conflicts Of Interest In The Hollywood Film Industry: Coming to America - Tales From The Casting Couch, Gross And Net, in a Risky Business", Claremont Colleges Working Papers In Economics, No. 2000-07, Claremont McKenna College, 2000, s. 2-18.

<sup>96</sup> Ercümen Güler, " Türk Bankacılık Sisteminde Mevduat Faizi Değişimlerinin Katılma Fonları Üzerindeki Etkisi ve Likidite Riski Yönetimi", Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi • Cilt: 8 • Sayı: 15, Temmuz 2016, s. 385-412.

<sup>97</sup> Ali Rıza Sandalcılar, Ali Altınır, "Türkiye’de Tüketici Kredileri ile Cari İşlemler Açığı Arasındaki Nedensellik İlişkisi", Türkiye Bankalar Birliği, Vol. 25, Sayı 89, İstanbul, 2014, s.10

anlaşmada sözleşme dönemine bakılmaksızın uzun veya kısa dönem için baştan anlaşılan faiz oranı geçerli olacaktır. Değişken faiz oranı ise kısa veya uzun dönemde borç alan ve borç veren taraf için faiz oranlarının değişmesi durumuna denilmektedir. Değişken faiz oranında taraflar arası sözleşme öncesinde belirli bir endekse göre faiz oranları değişiklik görecektir. Bu endeksler; beyaz eşya piyasası, altın piyasası, döviz piyasası, enflasyon oranı gibi endeksler olabilmektedir. Bu sebeple değişken faiz oranında faiz oranı sürekli değişiklik gösterebilmektedir. Sözleşme sonundaki faiz oranı ile ilerleyen dönemlerdeki faiz oranı farklı olacaktır. Anlaşılan endekste meydana gelecek artışlar faiz oranını arttıracak, tam tersi endekste düşüşlerin yaşanması durumunda da faiz oranı azalmaya başlayacaktır.<sup>98</sup>

Sabit ve değişken faiz oranlarının tercih edilmesi aşamasında mevcut piyasa durumu ve geleceğe ilişkin beklentiler oldukça önem taşımaktadır. Eğer gelecekte faiz oranlarının artması bekleniyorsa borç alan taraf sabit oranlı faiz oranlarını, borç veren taraf da değişken faiz oranlarını tercih etmek isteyecektir. Gelecek dönemde faizlerin düşeceği beklentisi hâkim ise borç alan taraf değişken faiz oranını, borç veren taraf ise sabit faiz oranını tercih etmek isteyecektir. Taraflar faiz beklentilerini dikkate alacak ve riskli durumdan kaçınmaya çalışacaklardır.<sup>99</sup>

### **1.5. Serbest Faiz Oranı - Kanuni (Kontrollü) Faiz Oranı**

Bir ekonomide faiz oranları borç alan ve borç veren tarafından herhangi bir ekonomik veya makro iktisadi değişkene bakılmadan belirlenebilir. Tarafların kendi aralarında serbestçe belirlediği faiz oranı serbest faiz oranı olarak adlandırılmaktadır. Serbest faiz oranı tamamen sözleşmenin sağlanacağı durumdaki arz ve talebin kesişmesi sonucunda oluşacaktır.<sup>100</sup>

Kanuni (kontrollü) faiz oranı ise tarafların özgür iradelerinden bağımsız olarak kanuni otorite tarafından belirlenmektedir. Kanuni faiz oranı kanuni otorite veya para otoriteleri tarafından tek taraflı olarak belirlenmektedir.<sup>101</sup>

---

<sup>98</sup> Frederic Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, New York: Pearson-Addison Wesley, 2004, s.45-47.

<sup>99</sup> Feridun Ergin, *Para ve Faiz Teorileri*, 2. Baskı, Beta Basım-Yayım-Dağıtım, İstanbul, 1983, s. 258.

<sup>100</sup> Halil Dirimtekin, *Genel İktisat Teorisi cilt 2 (Makro)*, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1989, s. 205.

<sup>101</sup> Feridun Ergin, *Para ve Faiz Teorileri*, BETA Basım/Yayım Dağıtım, İstanbul, 1983, s. 259.

İçinde bulunduğumuz dönemde ekonomik otoriteler çoğunlukla serbest faiz oranlarını tercih etmektedir. Fakat belirli durumlarda ise kanuni faiz oranını uygulamaya almaktadırlar.

### **1.6. Öz Sermaye Faizi - Ödünç Sermaye Faizi**

İşletme sahiplerinin şirket içindeki payına öz sermaye denilmektedir. İşletmenin öz sermayesi temel olarak ortakların işletmeye başlangıçta veya daha sonradan koymuş oldukları sermaye ile karların işletmeye bırakılmasıyla ortaklara dağıtılmadan işletmede bırakılan karlardan oluşmaktadır.<sup>102</sup>

Öz sermaye faizi (asli faiz) girişimcilerin elde edilecek gelirle yatırım yapmak için kullandığı faizdir. Öz sermaye faizi başka bir deyişle sermayenin alternatif maliyetidir. Faiz oranlarının seviyesine göre girişimcilerin iki alternatifi olacaktır. İlk alternatif sermayenin yatırıma dönüştürülmesidir. Burada elde edilecek gelir girişimciler açısından önemli noktadır. İkinci alternatif ise girişimcilerin ellerindeki sermayeyi başkalarına faiz geliri karşılığında vermeleridir. Bu sebeple öz sermaye faizi girişimcilerin yatırım kararları aşamasında oldukça önem taşımaktadır.<sup>103</sup>

Ödünç sermaye faizi ise girişimcilerin sahip oldukları sermayeyi kendilerinin kullanmayıp başka girişimcilere üretim veya yatırım faaliyetlerinde kullanmak üzere vermesidir. Firmaların yapmış olduğu piyasaya tahvil arz edilmesi veya bankaların vermiş olduğu faiz ödünç sermaye faizidir. Ödünç sermaye faizi de öz sermaye faizinde olduğu gibi girişimcilerin yapacağı yatırım kararlarında belirleyici faktörlerden olacaktır. Eğer sermayenin ödünç kullanımı sonucunda işletmelerin karşılaşacağı faiz oranı yüksekse karlılık düşecektir. Böyle bir durumda işletmeler ödünç sermaye talebini azaltacaklardır. Tam tersi bir durumda ödünç sermaye faiz oranı düşük ve yatırımlarla alakalı ekonomide herhangi bir şüpheli durum yoksa işletmelerin karlılığı yüksek olacaktır. Girişimcilerin yatırım iştahı artacak ve ödünç sermaye kullanımına yöneleceklerdir.<sup>104</sup>

---

<sup>102</sup> Selin ERTÜRK ATABEY, Öz Sermaye Kavramı ve Türk Vergi Mevzuatında Uygulama Alanları, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar 2016 Cilt: 53 Sayı: 619, s. 90.

<sup>103</sup> Robert N Anthony, "Equity interest--Its time has come", Journal of Accountancy, Vol. 154, New York, 1982, s. 76.

<sup>104</sup> Robert N Anthony, a.g.e., s. 76.

## 1.7. Temerrüt (Gecikme) Faizi

Temerrüt faizi borç alan tarafın önceden belirlenmiş vade içerisinde anapara ve faiz borcunu ödeyememesi durumunda sermayesini arz eden tarafa ödemekle yükümlü olduğu faiz miktarıdır. Temerrüt faizi bu sebeple gecikme faizi olarak da adlandırılmaktadır. Temerrüt faizi borç ilişkisine giren taraflar arasında ticari faaliyetin kapsamına göre ve yasal sınırlar dahilinde taraflarca belirlenebilmektedir. Özel bir temerrüt koşulu belirtilmemesi durumunda ise kanun koyucuların belirlemiş olduğu temerrüt faiz oranı uygulanmaktadır.<sup>105</sup>

*"Bu kapsamda Merkez Bankası'na çıkarılarak 2 Ocak 2018 tarihli ve 30643 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan "Mal ve Hizmet Tedarikinde Alacaklıya Yapılan Geç Ödemelere İlişkin Temerrüt Faiz Oranının Belirlenmesi Hakkında Tebliğ'de 13/01/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun 1530 uncu maddesinin yedinci fıkrası uyarınca mal ve hizmet tedarikinde alacaklıya yapılan geç ödemelere ilişkin temerrüt faiz oranının sözleşmede öngörülmediği veya ilgili hükümlerin geçersiz olduğu hallerde uygulanacak faiz oranı yıllık yüzde 21,25, alacağın tahsili masrafları için talep edilebilecek asgari giderim tutarı 245,00 Türk Lirası olarak tespit edilmiştir. Bu oran ve tutar 01/01/2019 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 02/02/2019 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir."*<sup>106</sup>

## 1.8. Nominal Faiz - Reel Faiz

Nominal faiz, para talep eden kişinin para arz eden kişiye parayı kiralamak için ek olarak ödemekle mükellef olduğu faizdir. Bir diğer ifadeyle borçlunun alacaklıya tüketimden vazgeçmesini sağlamak üzere ödemeye razı olduğu bedeldir. Piyasada

---

<sup>105</sup> Dilek Durgut, "Faiz Oranlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz" Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, 2010, s. 12.

<sup>106</sup> Türk Ticaret Kanunu Mevzuat 2019, 2019 Yılı Temerrüt Faiz Oranı, [http://www.asmo.org.tr/ckfinder/userfiles/files/Turmob\\_Sirkuler\\_2019\\_19.pdf](http://www.asmo.org.tr/ckfinder/userfiles/files/Turmob_Sirkuler_2019_19.pdf) (11.07.2019).



gerçekleşen faiz oranı ve bankaların paylaşmış olduğu faiz oranı nominal faiz oranıdır. Nominal faiz oranı, yatırılan paranın büyüme seviyesini de göstermektedir. Enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde nominal faiz oldukça önemlidir. Ekonomi otoriteleri bu sebeple nominal faiz oranının çok yüksek veya tersi çok düşük oranlara sahip olmasını tercih etmemektedir. <sup>107</sup>

1000 TL sermayeye sahip bir kişi elindeki bu sermayeyi aylık %20 faiz oranı üzerinden 1 aylığına bankaya yatırdığını varsayalım. Buradaki faiz nominal faizdir ve yatırımcı 200 TL faiz getirisi ve 1000 TL ana para ile toplamda 1200 TL geri alacaktır.

Nominal faiz oranı denklemi aşağıdaki bileşenlerden meydana gelmektedir;

$$i = i^* + EP + \ddot{O}P + LP + VP$$

Denklemden  $i$  nominal faiz oranını ifade etmektedir,  $i^*$  riskten arındırılmış faiz oranıdır. EP enflasyon primi,  $\ddot{O}P$  ödenmeme risk primi, LP likidite risk primi ve VP de vade primini ifade etmektedir. Enflasyon oranının artış göstermesi, likidite priminin artması veya vade priminin artış göstermesi nominal faiz oranının artmasına sebep olacaktır. Nominal faiz oranları ile para politikası ve maliye politikalar sürekli ilişki halindedir. Herhangi bir dönemde devletin para arzını arttırıyor olması ilk başta faiz oranlarını düşürecektir. Para arzının artması enflasyon beklentisine sebep olması sebebiyle daha sonradan tekrar faiz oranları yükselecektir. <sup>108</sup>

Reel faiz, temelinde Irving Fisher tarafından ortaya atılan Fisher Denklemi aracılığıyla açıklanmaktadır. Önceki konularda da bahsedildiği üzere Fisher'in bu denklemi nominal faiz oranının beklenen enflasyon ve reel faiz oranının toplamına eşit olduğunu ifade etmektedir. Başka bir deyişle enflasyondan arındırılmış faizdir. <sup>109</sup> Denkliğe göre reel faiz oranı aşağıdaki gibi olacaktır;

$$i_r = i - \pi^e$$

---

<sup>107</sup> Erdal M. Ünsal, Makro İktisat (8.Baskı), İmaj Yayıncılık, Ankara, 2009, s.50.

<sup>108</sup> Stanley Fischer, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", Journal of Monetary Economics, Vol. 32, 1993, s. 15.

<sup>109</sup> Frederic S. Mishkin, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, New York: Pearson-Addison Wesley, 2004, s. 87.

Reel faiz oranını saptamak için nominal faiz oranından beklenen enflasyon değerini çıkartmak gerekmektedir. Bir örnek üzerinden gidersek nominal faiz oranı %22 ve beklenen enflasyonun %16 olduğunu varsayalım. Bu durumda reel faiz oranı %6 olması beklenmektedir. Örneğimizde çıkan %6 reel faiz oranı ekonomistlere göre nispeten yüksek bulunacak bir faiz oranıdır. İdeal ekonomilerde reel faiz oranının %2 ile %4 arasında olması beklenmektedir. Ekonomide istikrarsızlık, geleceğin öngörülememesi, risk beklentileri reel faiz oranını arttıracaktır. <sup>110</sup>

Reel faiz oranının düşük olması durumunda faiz getirisi azalacağından bireyler kararlarını yatırımdan yana yapmayacaklar ve tüketime yöneleceklerdir. Bu durumda tüketimin fırsat maliyeti reel faiz oranı olacaktır. Reel faiz oranı yatırımcılar açısından da göz önünde bulundurulmaktadır. Eğer reel faiz oranı düşükse ekonomide harcama eğilimi yüksek olması sebebiyle firmaların beklediği karlılık yüksek olacak ve yatırımlarını arttıracaklardır. <sup>111</sup>

Nominal faiz ve reel faiz arasındaki en önemli fark sahip olabilecekleri değerle alakalıdır. Nominal faiz her dönem pozitif değere sahip olmaktadır, hiçbir dönem nominal faiz negatif değere sahip olmaz. Reel faiz ise pozitif olabileceği gibi negatif değere de sahip olabilmektedir. Eğer beklenen enflasyon nominal faiz oranından daha yüksek bir değere sahipse reel faiz negatif olacaktır. <sup>112</sup>

### **1.9. Negatif Faiz**

Önceki bölümlerde ele alınan faiz çeşitlerinde her faiz dönemi borç alan taraf borç veren tarafa sermayenin kullanımı karşılığında ilave bir bedel ödemekteydi. Bu faizin temel prensibidir. Bazı durumlarda ise borç veren taraf dönem sonunda ilave bir sermaye elde etmeksizin borç vermenin karşılığında vade sonunda daha az miktarda sermaye kendisine dönebilir. Enflasyon oranı ile nominal faiz haddinin birbirine eşit olması veya enflasyon oranının nominal faiz oranından daha yüksek seviyede olmasına negatif faiz

---

<sup>110</sup> Metin Coşkun, Para ve Sermaye Piyasaları: Kurumlar, Araçlar, Analiz, (1.Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2010, s. 26.

<sup>111</sup> Abuzer Pınar ve Bahar Erdal, Para Banka Mali Kuruluşlar ve Uluslararası Mali Sistem Teori ve Uygulama, Naturel Yayıncılık, Ankara, 2008, s.142.

<sup>112</sup> Levent Öztürk, 2000-2001-2002 Yıllarında Türkiye'de Uygulanan Faiz Politikaları ve Ekonomiye Yansımaları, Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde, 2004, s. 32.

denilmektedir. Borç veren taraf vade sonunda ana paradan daha az miktarda bir para elde edecektir. Negatif faizde borç veren tarafın sermayesi azalacağı için borç alan tarafa faiz ödemiş olacaktır. <sup>113</sup>

Konuyu bir örnekle açıklamak gerekirse 1000 TL anaparanın %20 faiz oranı ile borç verildiğini kabul edelim. Vade sonunda anapara ve faiz getirisi toplamı 1200 TL olacaktır. Diğer taraftan bahsi geçen dönem için enflasyon oranının da %20 olduğunu kabul edelim. Vade sonunda enflasyon sebebi ile anaparanın değeri 800 TL ve faiz getirisini de 160 TL olacak ve faiz artı anapara toplamı 960 TL olacaktır. Borç veren taraf 40 TL anapasından değer kaybetmiş olacaktır.

Negatif faizin olabilmesi için en az nominal faiz oranı ile enflasyon oranının birbirine eşit olması gerekmektedir. Enflasyon oranı nominal faiz oranına göre ne kadar yüksek olursa negatif faizin etkisi de o derece büyük olacaktır. <sup>114</sup>

Negatif faiz durumu 2008 yılında meydana gelen küresel kriz sonrasında meydana gelmiştir. Tasarruf sahipleri sermayelerinin yüksek enflasyon karşısında değer kaybetmesinden endişelenmeleri sonucunda yüksek faiz oranları veren Avrupa Bankaları yerine tasarruflarını çok daha düşük faiz ve hatta sıfır faiz veren ABD bankalarına yatırmışlardır. <sup>115</sup>

Ekonomide belirli dönemlerde yaşanan durgunluk Merkez Bankaları'nı zaman zaman negatif faiz politikalarına yönlendirmektedir. Negatif faiz sebebi ile yatırımcılar paralarını yatırımlara yöneltecek ve yeni yatırımlar istihdam artışına sebep olarak işsizliği azaltacaktır. Azalan işsizlik ve meydana parasal genişleme mal ve hizmet piyasasında toplam talebi arttırması ve ekonomik dinamizm yaratması beklenmektedir. Bu sebeple nominal faiz oranını enflasyon oranının altında belirlemektedirler. <sup>116</sup>

---

<sup>113</sup> Ersin Dedekoca, 2016 "Gevşek Para Politikasının İkizi: Negatif Faiz", Erişim: <http://ankaenstitusu.com/gevsek-para-politikasinin-ikizi-negatif-faiz/>, (15.07.2017).

<sup>114</sup> Robin Wigglesworth, Leo Lewis ve Dan Mccrum, "Central Banks: Negative Thinking", <Http://Www.Ft.Com/Intl/Cms/S/2/7333e92a-D4a2-11e5-829b8564e7528e54.Html#Axzz41jphvvq2> (15.07.2019).

<sup>115</sup> Ayşe Ergin Ünal, Filiz Yetiz, "Parasal Genişlemeye Alternatif Arayışları: Negatif Faiz", Politik Ekonomik Kuram, Cilt 1, Sayı 2, 2017, s. 68.

<sup>116</sup> Ömer Yalçınkaya, Vedat Kaya, "Nominal Negatif Faiz Oranı Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: İlk Kanıtlar", International Journal Of Academic Value Studies, Vol:3, Issue:11, 2017, s.91-105.

## 2. FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

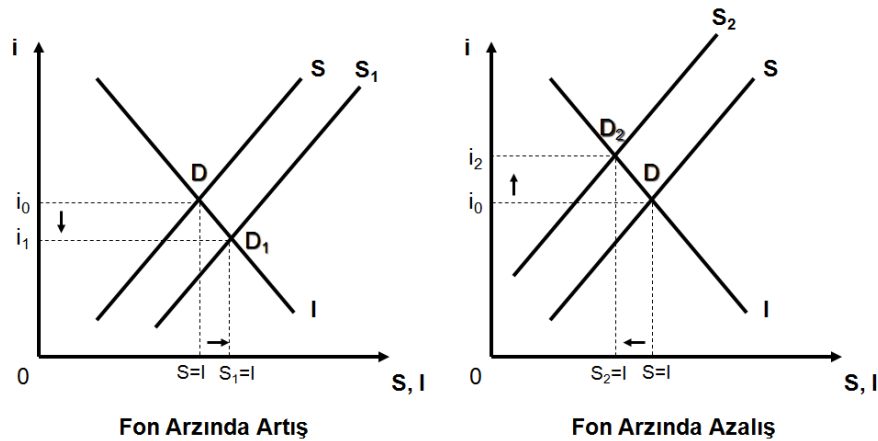
Faiz oranları ekonomide yatırımlar, tüketim harcamaları gibi birçok değişkeni etkilediği gibi faiz de birçok değişken tarafından etkilenmektedir. Bu bölümde faizi etkileyen başlıca etkenler ele alınacaktır.

### 2.1. Fon Arzı - Fon Talebinin Faiz Oranlarına Etkisi

Faiz oranlarının etkilendiği önemli faktörlerin başında fon arz ve talebi gelmektedir. Faiz paranın fiyatıdır. Mal ve hizmet piyasasında bütün fiyatlar arz ve talep ile doğru orantılı olması sebebi ile faiz fon arz ve talebine göre değişiklik gösterecektir.

Şekil 7'de fon arzında artış ve azalış olması halinde faizin ne yönde değişeceği gösterilmektedir. Şekilde  $i$  faiz oranı seviyesini ve  $i_0$  da denge faiz haddini göstermektedir.  $S$  fon arzı ve  $D$  eğrisi de fon talebini göstermektedir. Ekonomik gelişme sonucu kişilerin servetlerindeki artış, fiyatlarda düşme beklentisi, tasarrufları teşvik eden vergi politikaları sonucu fon arz eğrisi sağa kayacaktır. Fon arzının  $S$  den  $S_1$  e kayması yani fon arzı artışı durumunda arz ve talep eğrilerinin yeni kesişme noktası  $D_1$  noktasında olacaktır. Bu durumda faiz haddi  $i_0$  seviyesinden  $i_1$  seviyesine gerileyecektir. Tam tersi fon arzının azalması durumunda ise faiz haddi  $i_2$  seviyesine çıkacak ve faizler artış gösterecektir.<sup>117</sup>

**Şekil 7: Fon Arzında Değişiklik Olması Durumunda Faiz**

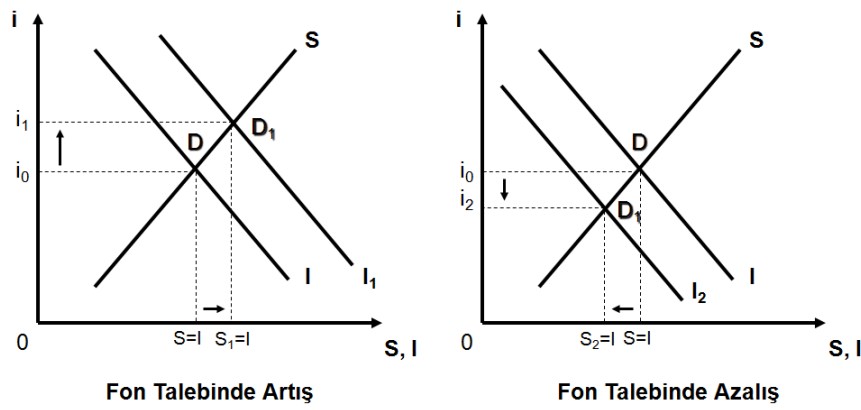


**Kaynak:** Kunt Wicksell, 1969, s.216.

<sup>117</sup> Principles of Economics, Saylor Academy, [https://saylordotorg.github.io/text\\_principles-of-economics-v2.0/s28-02-demand-supply-and-equilibrium-.html](https://saylordotorg.github.io/text_principles-of-economics-v2.0/s28-02-demand-supply-and-equilibrium-.html) (22.07.2019).

Şekil 8'de fon talebindeki bir değişimin faizleri ne yönde etkilediği gösterilmektedir. Yatırım karlılığında artışlar, enflasyonist beklentiler, kamu harcamaları artışı ve ekonomik canlanma gibi durumlarda fon talep eğrisi sağa kayacaktır. Yeni denge D noktasından  $D_1$  noktasına kayacaktır. Piyasa faiz haddi  $i_0$  seviyesinden  $i_1$  seviyesine yükselecektir. Tam tersi fon talebinde azalma olması durumunda ise faiz haddi azalacaktır. Ödünç verilebilir fonlar teorisine göre denge faiz oranı fon arzının fon talebine eşit olduğu noktada oluşacaktır. <sup>118</sup>

**Şekil 8: Fon Talebinde Değişiklik Olması Durumunda Faiz**



**Kaynak:** David Ricardo, 2008, s.73.

## 2.2. Para Arzındaki Değişmelerin Faiz Oranlarına Etkisi

Faiz oranları ile para arzı arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Herhangi bir değişiklik durumunda bu iki ekonomik gösterge birbirlerini kolaylıkla etkileyebilmektedir. Para arzı ile faiz oranı arasındaki bağ Klasik görüş, Neo-Klasik görüş ve Keynesyen görüş tarafından kapsamlı bir şekilde incelenmiştir. Klasik iktisatçılar para arzı ve faiz arasındaki ilişkiyi tasarruf arzı ve sermaye talebi üzerinden açıklamışlardır. Klasiklere göre Merkez Bankası müdahaleleri sonucu para arzında meydana gelecek bir değişiklik kısa vadede faiz oranlarına etki edecek ve düşürecektir. Fakat bu müdahale uzun vadede bir değişiklik sağlayamayacak ve ekonomi eski denge noktasına geri dönecektir. Neo-Klasik iktisatçılar da Klasik iktisatçılar gibi kısa vadede bir değişim olacağını fakat uzun vadede bir değişim olmayacağını ödünç verilebilir fonlar teorisi

<sup>118</sup> Principles of Economics, Saylor Academy, [https://saylordotorg.github.io/text\\_principles-of-economics-v2.0/s28-02-demand-supply-and-equilibrium-.html](https://saylordotorg.github.io/text_principles-of-economics-v2.0/s28-02-demand-supply-and-equilibrium-.html) (22.07.2019).

üzerinden açıklamışlardır. Ödünç verilebilir fonlar teorisine göre para arzı artışı sonucunda fon arzı da artış gösterecek ve bu sebeple faiz oranı düşecektir. Tam tersi para arzı azaldığı zaman ekonomide fon arzı da düşecek ve faiz oranı artacaktır. <sup>119</sup>

Keynesyen görüş para arzında meydana gelecek pozitif yönlü hareketlerin mutlak suretle faiz oranını negatif yönde etkileyeceğini savunmaktadır. Keynesyen görüşe göre para arzı doğrudan merkez bankası kontrolündedir. Merkez bankası kendi iç dinamiklerine göre ekonomideki para miktarını kolaylıkla değiştirebilmektedir. Faiz oranında meydana gelecek her türlü değişiklik makro ekonomiyi etkileyecektir. Faiz oranlarında meydana gelecek bir değişiklik sonucunda yatırımcılar farklı yatırım araçlarına veya tüketime yönelebilirler. Bu da para talebini ve faiz oranlarını arttıracak ve yatırımları ters yönde etkileyerek azaltacaktır. <sup>120</sup>

Keynesyen teoriye göre kısa dönemde fiyatlar katıdır ve değişmesi mümkün değildir. Bu varsayım altında nominal faiz oranında meydana gelecek değişiklikler para politikasındaki katılığı gösterecektir. <sup>121</sup>

Para arzı artışı sonucunda ekonomide dört farklı etki meydana gelecektir. Bunlar likidite etkisi, fiyatlar genel düzeyi etkisi, gelir etkisi ve enflasyonist beklentiler etkisidir.

Likidite Etkisi: Kısa dönemde meydana gelecek etkileri açıklamaktadır. Para rezervinde meydana gelecek bir değişim faiz oranlarını kısa vadede etkileyecektir. Merkez bankası para arzını arttırdığında, bireyler daha çok para tutacaklar ve para talebi artacaktır. Aynı dönem içerisinde fiyatlar genel seviyesinde bir değişim olmayacağı için kişilerin ellerinde tuttukları para miktarı da artacaktır. Bireyler ellerinde fazla olan bu parayı gelecekte faizin yükseleceği beklentisinden hareketle tahvil piyasasında değerlendirmek isteyecekler. Diğer değişkenler veri olmak kaydıyla, faizlerde artış

---

<sup>119</sup> Nozar Hashemzadeh, Philip Taylor, "Stock Prices, Money Supply, and Interest Rates: The Question of Causality", *Applied Economics*, Volume 20, Issue 12, 1988, s.1603-1611.

<sup>120</sup> Aydın Sarı, "Çıktıya (GSMH) Para Arzındaki Büyümenin, Faiz Oranı Oynaklığı ve Döviz Kuru Oynaklığının Etkileri: Türkiye Örneği", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 11, Sayı 2, 2009, s. 19-36.

<sup>121</sup> Nilanjan Patra, "Long Run Relationship Between Real Exchange Rates And Real Interest Rate Differentials: The Cointegration Approach", 2006, s. 4.

meydana gelecektir. Elde para tutmanın stok maliyeti de düşeceği için para talebinde artış görülecektir. <sup>122</sup>

Fiyatlar Genel Düzeyi Etkisi: Merkez bankası almış olduğu kararlar sonucunda ekonomideki para arzını arttırırsa artan para bireyleri daha çok harcama eğilimine yöneltecektir. Mal ve hizmetlere normalden daha fazla talep olması da ilgili mal ve hizmet gruplarının fiyatlarını arttıracaktır. <sup>123</sup>

Gelir Etkisi: Reel ankeslerin genişlemesi sonucu bireylerin ellerinde tutukları para miktarı artacaktır. Artan bu para ile harcamalar da artacak, tahvil fiyatları yükselecek ve faizler düşecektir. Ekonomide ortaya çıkacak olan bu ilave talep sonucunda üretim birimleri faaliyetlerini daha da arttıracaktır. Artan üretim sonucunda nihai olarak reel milli gelir de artacaktır. Reel milli gelir artışı para talebini de genişletecektir. Likidite sıkıntısı yaşayacak olan bireyler tahvil satışına yönelecek ve tahvil fiyatları düşecektir. Faizler ise yükselecektir. Para arzı artışı faiz oranlarını arttıracaktır. <sup>124</sup>

Enflasyonist Beklentiler Etkisi (Fisher Etkisi): Fisher tarafından ortaya atılan bu teoriye göre nominal faiz oranları, reel faiz oranı ile beklenen enflasyonun toplamına eşittir. Nominal faiz oranı ile enflasyondaki artışlar aynı oranda olmaktadır. Fakat reel faiz oranı bu değişikliklerden etkilenmeyecektir. Fisher'in yapmış olduğu bu çalışmada reel faiz oranı sabittir ve değişmeyecektir. Sadece nominal faiz oranı değişecektir. Fisher denklemi  $i = r + \pi^e$  olarak bilinmektedir. Denklemden  $i$  nominal faiz oranı,  $r$  reel faiz oranı ve  $\pi$  de beklenen enflasyon oranını göstermektedir. Paranın büyüme oranında meydana gelecek bir artış nominal faiz oranlarını düşürecek ve enflasyonu arttırarak faiz oranlarını da arttıracaktır. <sup>125</sup>

Para arzında meydana gelecek artış sonucunda likidite etkisi, fiyatlar genel düzeyi etkisi, gelir düzeyi etkisi ve enflasyonist beklentiler etkisinin faiz oranları üzerinde sonuç

---

<sup>122</sup> Lawrence J. Christiano, Martin Eichenbaxn, Identification And The Liquidity Effect Of A Monetary Policy Shock, National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, November 1991, s. 6-22.

<sup>123</sup> Merih Paya, Para Teorisi ve Para Politikası, Filiz Kitapevi, İstanbul, 2002, s. 149.

<sup>124</sup> Michael Dotsey, "The Predictive Content of the Interest Rate Term Spread for Future Economic Growth", FRB Richmond Economic Quarterly, vol. 84, no. 3, Summer 1998, s.31-51.

<sup>125</sup> Muammer Şimşek ve Cem Kadılar, "Fisher Etkisinin Türkiye Verileri ile Testi", Doğu Üniversitesi Dergisi, Cilt 7, Sayı 1, 2006, s. 99-111.

olarak ne şekilde etki edeceğini net olarak saptamak oldukça güçtür. Dört etkiden hangisi daha büyük ise o faktör etkili olacak ve faize yön verecektir. Likidite etkisi para arzı artışının faiz oranlarında azalmaya yol açacağını belirtmektedir. Fiyatlar genel düzeyi etkisi, gelir etkisi ve enflasyonist beklentiler etkisi ise para arzında meydana gelecek bir artışın faiz oranlarında artışa sebep olacağını öne sürmektedir.<sup>126</sup>

Faiz oranı üzerinde etkili olan bir diğer faktör de uygulanan para politikası araçlarıdır. Açık piyasa işlemleri, reeskont oranları, mevduat karşılık oranlarını belirleyerek merkez bankası ekonomideki para arzı miktarını belirlemektedir. Burada en etkili araç açık piyasa işlemleridir. Merkez Bankasının kısa vadeli faiz oranlarının politika faizleri ile uyumlu gitmesi ve piyasada likidite kontrolünü sağlamak adına yapmış olduğu işlemler açık piyasa işlemleri kapsamında yürütülmektedir. Hazine bonosu, tahvil, hisse senedi alım ve satımı ile açık piyasa işlemlerinin kontrolü sağlanmaktadır.<sup>127</sup>

Zorunlu karşılıklar politikası, bankalara yatırılan toplam mevduatın belirli bir kısmının zorunlu olarak merkez bankasına yatırılmasıdır. Bu işlem bankaların inisiyatifinde olmaması sebebi ile karşılıklar politikası olarak da adlandırılmaktadır. Zorunlu karşılıkların iki önemli sebebi vardır. Bunlardan birincisi zorunlu karşılıkların para politikası olarak kullanılmasıdır. Zorunlu karşılıklarda bir azalma para arzını arttıracak ve faiz oranlarını düşürecektir. Düşen faiz oranlarını banka kredilerinin yükselmesine sebep olacaktır. Zorunlu karşılık tutulmasının ikinci bir sebebi ise bankalarının istikrarını ve güvenilirliğini sağlaması gerekliliğindedir. Zorunlu karşılıklarda bir azalma olması bankaların yatırması gereken rezerv miktarını azaltacaktır. Fazla rezervlerin de kullanımıyla birlikte bankalar daha fazla kredi verebilir pozisyona düşeceklerdir. Kredi verilebilir fon artışı faiz oranlarını düşürecek ve ekonomide bir hareketlilik meydana getirecektir. Tüm bu etkenler sonuç olarak büyümeyi etkileyecektir.

128

---

126 Aslan, Hanifi, Para Teorisi ve Politikası, Alfa Aktüel Yayınları, Bursa, 2009, s. 417-418.

127 Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fisher, Makroekonomi, (Çev: Salih Ak vd.), Akademi Yayın Hizmetleri, Ankara, 1998, s. 124.

128 Salih Barışık ve Hakan Çetintaş, “Para Politikası Araçlarının Etkinliği Perspektifinden Türkiye’de Zorunlu Karşılıkların GSYİH ve Yatırımlar Üzerindeki Etkileri: 1987–2004 Dönemine İlişkin Ekonometrik Analizi”, Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı 16, 2008, s. 116–138.



Tüm bu çalışmalar ışığında para arzının artışı (para talebi ve gelir sabitken) faiz oranlarının ters yönlü hareket etmesine sebep olacak ve düşük faiz oranında para piyasası dengesini oluşturacaktır. Bu etki para arzının doğrudan etkisidir. Para arzının dolaylı etkisi ise para arzının artması sonucu faiz oranları düşecektir. Düşen faiz oranları yatırımları arttıracak ve bu artış da toplam çıktı miktarını arttıracaktır.<sup>129</sup>

Reeskont oranı ile Merkez Bankası ekonomiye müdahalede bulunmaktadır. Nakit ihtiyacı olan bireyler sahip oldukları senetleri bozdurarak likiditelerini arttırma yolunu tercih edebilirler. Bu tür durumlarda bankaların talebe karşılık verebilme imkânı hazinesinde bulundurduğu nakit para miktarı ile bağlantılıdır. Bankaların sahip olduğu rezerv arttıkça reeskont talebine cevap verebilme kabiliyeti de artacaktır. Bankaların yeterli rezerve sahip olmaması durumunda kısa vadeli senetleri reeskont ettirerek yeni fon için kaynak yaratabilirler. Piyasada makro ekonomik dengeyi korumak amacıyla Merkez Bankası reeskont oranı belirlemektedir. Reeskont oranına yapılan müdahaleler ile Merkez Bankası para arzı kontrolünü ve piyasa kredi hacmini kontrol altında tutmayı sağlamaktadır.<sup>130</sup>

Gecelik borç alma ve borç verme faizi arasında oluşan fark faiz koridoru olarak adlandırılmaktadır. Merkez Bankası borç alma ve borç verme faizlerine müdahale ederek para arzını kontrol altında tutmaktadır. Bu sebeple faiz koridoru Merkez Bankasının etkin olarak kullandığı para politikası araçlarındandır. Koridorun alt sınırını borç alma faizi oluşturmaktadır. Üst sınırı ise borç verme faizi oluşturmaktadır.<sup>131</sup>

TCMB ülkemizde fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanabilmesi için para politikası araçlarını çeşitlendirmiştir. Oluşturulan yeni politika ile faiz koridoru ülkemizde de politika aracı olarak belirlenmiştir. Uygulanan bu politika ile bankalara kısa vadeli likidite sağlanabilmekte ve fon fazlası olanlardan da gecelik vade ile borç alabilmektedir. 18 Mayıs 2010 tarihli “Para Politikası Kurulu Kararı” ile teknik faiz

---

<sup>129</sup> Aykut Ekinci, "Türkiye'de Para Arzının Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisinin Ekonometrik Analizi: 1990-2002 Dönemi Uygulaması", s. 7.

<sup>130</sup> Andrew Levin, Volker Wieland, and John Williams, “Robustness of Simple Monetary Policy Rules Under Model Uncertainty” Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1998, s1 15-27.

<sup>131</sup> Hakan Kara, “Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Research Notes in Economics, Research and Monetary Policy Department, Ankara, 2015, s. 2-6.

ayarlamasına gidilmiş ve faiz koridoru arasında kalan 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı politika faiz oranı olarak belirlenmiştir.<sup>132</sup>

Rezerv opsiyon katsayısı bankaların veya diğer finansal kuruluşların rezervlerinde yerli para dışında döviz veya altın cinsinden bulundurabilecekleri varlıkların miktarını belirleyen katsayıdır. Bu durum bankalar için zorunlu bir uygulama değildir. Bankaların talep etmesi halinde alternatif bir opsiyon tanımaktadır. Rezerv opsiyon katsayısı bankaların yerli para likiditelerinin artmasına ve yerli para ile fonlama maliyetlerinin azalmasına sebep olmaktadır.<sup>133</sup>

### **2.3. Para Talebindeki Değişmelerin Faiz Oranlarına Etkisi**

Likidite tercihi teorisine göre para arz ve talebi eşit olduğunda denge faiz oranı oluşmaktadır. Bu sebeple faiz oranı para arzından etkilendiği gibi para talebinden de etkilenmektedir. Para talebi temel olarak bireylerin kazanç seviyelerine ve fiyatlar genel seviyesine bağlıdır. Bir ekonomide eğer ekonomik faaliyetlerde ve buna bağlı olarak toplam çıktı miktarında artış olursa bireylerin eline daha fazla para geçmeye başlayacaktır. Artan para miktarı sonucu genel harcama eğilimi de artış gösterecek ve bireyler ellerinde daha fazla para bulunduracaklardır. Bireylerin geliri artacak ve para talebi eğrisi sağa kayacaktır. Fiyatlar genel seviyesi artış göstermeye başladığında ise bireyler ellerinde bulundurdukları para ile ihtiyaçlarını karşılayamaz hale geleceklerdir. Reel gelirden meydana gelecek bu kayıp bireyleri daha fazla para talep etme arzularına yönlendirecek ve para talep eğrisi sağa kayacaktır.<sup>134</sup>

Faizin etkilenmesi noktasında para talebi en az para arzı kadar önemlidir. Para, üretim ve fiyatlar arasında önemli bir bağ kurmaktadır. Merkez bankaları para arzında bir değişiklik yaparak veya fiyatlara müdahale ederek bireylerin gelirlerinde istediği

---

<sup>132</sup> TCMB, Para Politikası Kurulu Kararı, 18 Mayıs 2010, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/cd77e2b7-a58e-4fc6-a58b-ebecfa2d2d44/5.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-cd77e2b7-a58e-4fc6-a58b-ebecfa2d2d44-m3fBdHX> (15.10.2019)

<sup>133</sup> Charles Bean, "The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction", Annual Congress of the European Economic Association, Barcelona, 2009, s.14-15.

<sup>134</sup> Choi W. G., S. OH, "A Money Demand Function with Output Uncertainty, Monetary Uncertainty and Financial Innovation", Journal of Money, Credit, and Banking, 2003, s. 685-709.

değişikliği sağlayabilmektedir. Bu sebeple merkez bankaları para talebinin gelir düzeyi ve fiyatlar genel seviyesi ile istikrarlı olmasını beklemektedir.<sup>135</sup>

1970’li yıllarda meydana gelen petrol şoku öncesinde faiz oranı ve fiyatlar genel düzeyi M1 para talebi birbirlerine yakın hareket etmekteydi. Bu sebeple ilgili dönemde M1 para arzı çapa olarak belirlenmiştir. Fakat ilerleyen dönemlerde yeni modellerin desteklemesi ile birlikte para talebi politikalarında değişiklikler yapılmaya başlanmıştır. Örnek olarak Goldfeld (1976) ve Cooley ve Leroy (1981) para talebi öngörülerinde hatalar yapıldığını belirtmiştir. Bu iktisatçılara göre yapılan hatalı tercihler sonucu faizler de giderek normal seyrinden çıkmıştır. Goldfeld özellikle gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının serbestleştirilmesini savunmuştur. Daha sonra bu görüşten hareketle Goldfeld tipi para talebi modelleri kullanılmaya başlanmıştır.<sup>136</sup>

#### **2.4. Kamu İç Borçlanmasının Faiz Oranına Etkisi**

Kamu harcamaları ekonomide devlet otoriteleri tarafından yapılan her türlü yatırım ve hizmet faaliyetlerini kapsamaktadır. Kamu harcamaları bütçe harcamaları sonucunda meydana gelmektedir. Bir önceki konu olan para talebinde değinildiği üzere fiyatlar genel seviyesinde meydana gelecek bir artış bireylerin para talebini arttırdığı gibi kamu kesiminde de para talebini arttırmaktadır. Artan fiyatlar kamu kesiminde de kamu iç borçlanmasına yönlendirecektir. Diğer taraftan para arzında meydana gelecek bir artış bireylerin harcama eğiliminin artmasına sebep olacak ve kamu iç borçlanma oranını düşürecektir.<sup>137</sup>

Kamu harcamalarının bütçe ile uyumlu olmaması halinde kamu iç borçlanması gündeme gelmektedir. İç borçlanma kamu açıklarının finansmanında kullanıldığı ölçüde faiz oranları üzerinde etkili olmaktadır. Kamu iç borçlanması ile faiz arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. İç borçlanma sonucu ekonomide ilk etkilenecek birim faizlerdir.

---

<sup>135</sup> George J. GEORGOPOULOS, “Estimating The Demand For Money In Canada: Does Including An Own Rate Of Return Matter?”, *The Quarterly Review Of Economics And Finance*, 2006, s. 513–529.

<sup>136</sup> Ramachandran, M, “Do Broad Money, Output, And Prices Stand For A Stable Relationship In India”, *Journal Of Policy Modeling*, 2004, s. 983–1001.

<sup>137</sup> Aykut Ekinci, "Türkiye'de Para Arzının Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisinin Ekonometrik Analizi:1990-2002 Dönemi Uygulaması", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 8, 2015, s. 1-12.

Ekonomik olarak daralma yaşıyan ve kamu gelirlerinin kamu giderlerini karşılayamadığı ekonomilerde faizler önemli bir gelir kaynağı olmaktadır. Kamu iç borçlanması artış gösterdikçe faiz haddi de aynı oranda artış gösterecektir. İç borçlanmanın giderek artması durumunda piyasa faiz haddi de giderek artış göstereceğinden üretim sektöründe durgunluk kaçınılmaz olacaktır. <sup>138</sup>

Artan faiz oranları yabancı yatırımcılara cazip gelecektir. Yani artan faiz oranları yabancı yatırımcıları içeri çekecektir. Siyasi otorite artan kamu iç borçlanması ve faiz oranlarına karşılık özel piyasalardan kaynakları çekerek özel yatırımları devre dışı bırakabilir. Ekonomiye gelen yabancı para miktarı ve para arzı artışına bağlı olarak bir süre faiz oranlarında düşüşe yol açacaktır. <sup>139</sup>

Ş. Kalaycı, L. Aytemiz, Y. Helhel'in (2004) yapmış olduğu çalışmada iç borçlanma ile faiz arasındaki ilişki incelenmiş ve nedensellik ilişkisi kurulmuştur. Yapılan çalışmaya göre borçlanma faiz oranları ile iç borç stoğu arasında ters yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır. İç borç faiz oranları artış gösterdikçe borç stoğu azalacaktır. Ters yönde iç borç faiz oranlarının düşmesi halinde kamu geliri azalacağı için borç stoğu artış gösterecektir. İç borç faiz oranları öncelikle enflasyona sebep olacak ve borç stoğunu etkileyecektir. Aradaki bağlantı enflasyon aracılığı ile olmaktadır. <sup>140</sup>

F. Caselli, A. Giovannini, T. Lane (1998) ise yapmış olduğu çalışmada OECD ülkelerinde mali değişkenler ile borçlanma arasındaki ilişki incelenmiştir. Faiz maliyetlerin borç stoğu, enflasyon ve büyüme ile ilişkili olduğu savunulmuştur. <sup>141</sup>

---

<sup>138</sup> Doğanalp, Nihat, "Kamu Borçlanma Teorisi Ve Borçlanmanın Reel Kesim Üzerindeki Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 2005, s. 72.

<sup>139</sup> Catherine Bonser-Neal, Timothy R Morley, "Does the Yield Spread Predict Real Economic Activity? A Multicountry Analysis", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, volume 82, 1997, s. 37-53.

<sup>140</sup> Şeref Kalaycı, Levent Aytemiz ve Yeşim Helhel, "İç Borç, Faiz, Enflasyon ve Üretim Etkileşimleri: Türkiye Örneği", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 19. yıl, Ağustos 2004, s.80-87.

<sup>141</sup> Francesco Caselli, Alberto Giovannini and Timothy Lane, "Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries", IMF Working 1998, s.1-22.

## 2.5. Enflasyonun Faiz Oranına Etkisi

Faize yönelik çalışmalarda faizin bağlantı olduğu değişkenlerin başında enflasyon gelmektedir. Bu iki kavram sıklıkla iktisatçılar tarafından ele alınmış ve aradaki ilişki yorumlanmıştır.

İktisat tarihine bakıldığında bu iki kavram ilk olarak Amerikalı ekonomist Irvin Fisher (1867-1947) tarafından 1930 yılında yayınladığı “The Theory of Interest” adlı eserinde ele alınmıştır. Bu sebeple “Fisher Etkisi” veya “Fisher Paritesi” olarak da adlandırılmaktadır. Denkliğe göre herhangi bir dönem nominal faiz oranı (i) reel faiz oranı (a) ile beklenen enflasyonun toplamına (p) eşittir. Enflasyonda meydana gelecek bir artış nominal faiz oranlarını da aynı oranda etkileyecektir. Enflasyonda meydana gelecek bu artış nominal faiz oranına etki ederken reel faiz oranında herhangi bir değişiklik meydana gelmeyecektir. Nominal faiz oranlarında değişiklik sadece kısa dönemde meydana gelecek uzun dönemde bir değişiklik yaşanmayacaktır. Bu açıklamalara göre Fisher Denklemi aşağıdaki gibidir.<sup>142</sup>

$$i = a + p$$

Fisher Etkisi'ne göre nominal faiz oranının beklenen enflasyon ve reel faiz oranı toplamına eşit olması durumunda bu eşitliğe “Yurtiçi Fisher Etkisi” olarak adlandırılmaktadır. Denklikte nominal faiz oranı %10 ve enflasyon oranının %6 seviyesinde olması durumunda reel faiz oranı %4 seviyesinde olmalıdır. Enflasyon oranı örnekte belirtilen %6 seviyesinden daha fazla olması ve nominal faizin değişmemesi durumunda reel faiz oranı düşmeye başlayacaktır.<sup>143</sup>

Bir diğer Fisher Etkisi ise "Genelleştirilmiş Fisher Etkisi" 'dir. Genelleştirilmiş Fisher Etkisi, Fisher Etkisi'nin farklı ülke grupları arasında uygulanması üzerine dayalıdır. Burada da Fisher Etkisi'nde olduğu gibi nominal faiz oranı beklenen faiz oranı ve enflasyon toplamına eşitlenmektedir. Burada Fisher etkisine ilave olarak modelin içine

---

<sup>142</sup> Erkan Alsu, "Döviz Kurları, Enflasyon Ve Faiz Oranlarının Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri Türkiye Örneği (1985-2005)", Yüksek Lisans Tezi, T.C.Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı, Gaziantep, Aralık 2006, s.8.

<sup>143</sup> Crowder, W.J., “International Evidence on the Fisher Relation”, University of Texas at Arlington Working, 2003, s.1-17.

arbitraj unsuru da eklenmektedir. Bunun sebebi ise sermaye sahiplerinin farklı ülkeler arasındaki reel faiz oranını dikkate alacak olmasıdır. Reel faiz oranının yüksek olduğu ülkeye doğru bir fon akışı sağlanacak ve yatırımlar kayacaktır. Genelleştirilmiş Fisher Etkisine göre iki farklı ülke arasındaki nominal faiz oranı ile beklenen enflasyon oranı incelenmek istendiğinde denklem aşağıdaki gibi olacaktır. <sup>144</sup>

$$i_1 - i_2 = p_1 - p_2$$

Denklemden  $i_1$  birinci ülkeye ait nominal faiz oranı,  $i_2$  ikinci ülkeye ait nominal faiz oranı,  $p_1$  birinci ülkeye ait beklenen enflasyon oranı ve  $p_2$  'de ikinci ülkeye ait beklenen enflasyon oranını vermektedir.

Fisher Etkisi'nin üçüncü ve son modeli de "Uluslararası Fisher Etkisi" olarak adlandırılmaktadır. Bu modelde de Genelleştirilmiş Fisher Etkisi'nde olduğu gibi uluslararası faiz seviyeleri ve beklenen enflasyon değerleri dikkate alınmaktadır. Burada denklige döviz kuru da eklenmiştir, modelin farklılaştığı kısım bu noktada oluşmaktadır. Uluslararası Fisher Etkisi denkliği aşağıdaki gibidir; <sup>145</sup>

$$i_1 - i_2 = (S_1 - S_2) / S_2$$

Denklemden S ilgili ülkeler için döviz kurunu ifade etmektedir. Ülkelerin para birimlerine bağlı olarak döviz kurunda meydana gelecek farklar aynı ülkeler arasındaki nominal faiz oranı farkına eşit olacaktır. Diğer bir deyişle iki ülke arasındaki nominal faiz oranları farkı ile aynı oranda döviz kurunda negatif yönlü bir hareket olacaktır. Nominal kurdaki noksan kısım döviz kuru artışı ile kapatılacaktır. Yapılan çalışmalarda nominal faiz oranının döviz kuruna kıyasla yüksek olduğu ülkelerde ulusal paranın değerinin düştüğü görülmektedir. <sup>146</sup>

## 2.6. Finansal Araçların Faiz Oranlarına Etkisi

Finansal aracılık, fon fazlası kişiler ile fon talebi olan kişilerin arasında fon aktarımını sağlamak üzere aracı olması üzerine kurulu bir modeldir. Finansal araçlar fon

---

<sup>144</sup> Halil Seyidoğlu, Uluslararası Finans, (Geliştirilmiş 5.Baskı), Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2013 s.83.

<sup>145</sup> Alan C. Shapiro, Multinational Financial Management, Prentice-Hall, Inc. London, 1998, s.118.

<sup>146</sup> Istemi Demirag, and Scott Goddard, Financial Management for International Business, McGraw-Hill Book Company Europa, Berkshire, 1994, s. 64-66.

fazlası kişiler ile fon talebi olan kişilerin karşılaşmasından başlayarak fon transferinin sağlanması sürecine kadar tüm aşamalarda yer almaktadırlar. Finansal aracılardan ilgilendikleri tasarruf araçları fonlar ve sigorta poliçeleridir. Fon fazlasına sahip kişi veya kurumlar finansal araçlara ulaşmaktadır. Diğer taraftan fon talebi olan kişiler de finansal araçlara başvurmakta ve bu noktada finansal araçlar bir taraftan diğer tarafa fon transferinin sağlanmasına aracılık etmektedirler.<sup>147</sup>

Tasarruf yapmak isteyen taraf ile tasarruflarını borç veren taraf arasında tam bir bilgi iletimi hiçbir zaman olmamaktadır, asimetrik bilgi mevcuttur. Finansal araçlar hali hazırda piyasada faaliyet göstermelerinden dolayı iki taraf arasındaki asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmaktadır.<sup>148</sup> Finansal araçlar diğer taraftan işlem maliyetlerini de düşürmektedirler. Gerek uzmanlaşma gerek izleme gerekse denetleme işlemlerinden kaynaklı maliyeti azaltıcı etkileri bulunmaktadır.<sup>149</sup>

Finansal araçlar ihtiyaç fazlası tüm rezervlerin ekonomiye dahil edilmesini sağlamaktadır. Bu sayede ekonomide kaynak dağılımının etkin olarak dağılması sağlanır. Atıl fonların seviyesi azalır. Piyasada fon arzı fazlası olduğu durumlarda faiz oranları aracılık hizmetlerinin sonucu olarak azalma trendine girecektir. Ekonomide yatırımların ve büyümenin artmasına katkı sağlayacaktır.<sup>150</sup>

## **2.7. Asimetrik Bilginin Faiz Oranlarına Etkisi**

Asimetrik bilgi; iki taraf arasında meydana gelecek olan bir ticari aktivitede taraflardan birinin veya her ikisinin istenen bilgi düzeyine sahip olup olmaması durumudur. Asimetrik bilgide taraflar bilginin bütününe sahip olamadığı gibi hatalı bir

---

<sup>147</sup> Franklin Allen. Anthony M. Santomero, "The Theory of Financial Intermediation", Journal of Banking & Finance, Vol.21, 1998, s.1461-1485.

<sup>148</sup> Frederic S. Mishkin, Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı, İstanbul: Akademi Yayıncılık, 2011, s.198-199.

<sup>149</sup> Bert SCHOLTENS, Dick van WENSVEEN "The Theory Of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain" Société Universitaire Européenne de Recherches Financières (SUERF) - The European Money and Finance Forum, 2003, s.9.

<sup>150</sup> İlker Parasız, Para ve Banka, İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, İktisat Fakültesi Yayını:3, Bursa, 1982, s. 63.

bilgiye de sahip olabilmektedir. Böyle bir durumda ticari ilişki içerisinde olan taraflar arasında bilgi kopukluğu olacaktır.<sup>151</sup>

Asimetrik bilgi taraflar arasında yanıltma amacıyla kullanıldığı gibi gerçekten bilgi eksikliği sebebi ile de ortaya çıkabilir. Bu iki sebepten herhangi birisi nedeniyle meydana gelecek işlemler haksız bir kazanç oluşturacak veya ranta sebep olacak ve ekonomik ilişkilerde taraflar arasındaki dengeyi bozacaktır. Diğer taraftan bu işlem makro ekonomi üzerinde de olumsuz etkili olmaktadır. Asimetrik bilgi sonucunda paranın etkinliği azaltmakta ve finansal verimsizlik sebebi ile makro ekonomik sorunlara yol açmaktadır.<sup>152</sup>

Bilgi eksikliği temelde iki grup üzerinden ele alınmaktadır. Bunlardan ilki “ters seçim” problemidir. Ters seçim problemine göre işlem sözleşmenin yapılmasından önce meydana gelmektedir. Örnek olarak gelecek dönem için Euro döviz kurunda ciddi bir düşüş beklentisi olsun. Bu bilgi fon arz edecek kişide mevcut ve fon talep eden kişide aynı bilgi mevcut değilse ters seçim meydana gelecektir. Fon talep eden bilgi eksikliği sebebi ile hatalı bir işlem yapmış olacaktır. Eğer aynı bilgi fon talep eden kişide de olsa idi bu işlem gerçekleşmeyecek ve hatalı yatırım meydana gelmeyecekti. Ters seçim her zaman sözleşmenin yapılmasından önce meydana gelmektedir.<sup>153</sup>

Ahlaki Tehlike sorunu da asimetrik bilgi sebebi ile meydana gelen bir diğer durumdur. Ahlaki tehlike her zaman sözleşmenin yapılmasından sonra meydana gelmektedir. Taraflardan biri yapılan işlem ile alakalı yeterli bilgi seviyesinin olmaması ve güvenilirliğin sağlanamamasından dolayı ticari faaliyeti iptal edebilir. Böyle bir durumda ticari ilişki sona erecek ve piyasada kaynakların etkin bir şekilde kullanılamaması sorununa sebep olacaktır. Aynı şekilde kredi arz ve talebinde de ahlaki tehlike meydana gelmektedir. Girişimciler riskli bir yatırım karşısında kredi talep etmektedir. Tercih ettikleri yatırımın getiri kazandırması durumunda elde edilecek olan kar girişimi sağlayan bireylere kayacaktır. Diğer taraftan riskli işlem sonucu parasal kayıp

---

<sup>151</sup> Eric Engle, “Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison”, European Business Law Review, Vol.26, 2010, s.465-490.

<sup>152</sup> Robert S. Pindyck ve Daniel L. Rubinfeld, “Microeconomics, Macmillan Publishing Company”, Second Edition, New York, 1992, s.608.

<sup>153</sup> Güler Aras, Alövsat Müslümov, Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. İktisat, İşletme-Finans Dergisi. Sayı 222, 2004, s. 57.



yaşanması halinde de meydana gelecek bu kayıp şirketlere yansıtılacaktır. Her iki durumda da fonların etkin kullanımı gerçekleşmemiş olacaktır.<sup>154</sup>

## **2.8. Döviz Kuru Faiz Oranı İlişkisi**

Döviz kuru ve faiz arasındaki ilişki faiz oranının seviyesi ile alakalıdır. Net bir ayırım olmamakla birlikte döviz kuru ve faiz birbiri ile ters yönlü hareket etmektedir. Ekonomide faiz oranının artması durumunda getiri oranı artış gösterecektir. Bu artış sebebi ile ülkeye parasal bir aktarım gerçekleşecek ve ülkenin parası değerlenmeye başlayacaktır. Böyle bir durumda paranın satın alma gücü de artacağı için döviz kuru düşmeye başlayacaktır. Eğer tersi bir hareket olursa faizler düşme trendine girecek ve ekonomiden kaçış başlayacaktır. Bu durumda da paranın satın alma gücü azalacağından döviz kuru artacaktır.<sup>155</sup>

## **2.9. Güvenilirliğin Faiz Oranına Etkisi**

Güvenilirlik parasal olmayan bir faktör olmakla birlikte ekonomide parasal değişkenler üzerinde etki sağlamaktadır. Güvenilirlik bir bütünü yansıtmakla birlikte içerisinde ekonomik istikrar, risk faktörlerinin ekonomiden arındırılmış olması, siyasi belirsizliğin olmaması, sadakat gibi unsurların birleşimi sonucunda ortaya çıkmaktadır.

156

Ekonomide güvenilirliğin yüksek olması durumunda ticari faaliyetlerde güvenilirlikten kaynaklı herhangi bir riskli işlem meydana gelmeyecek ve işlemler herhangi bir tarafın zarar görmeden sonlanmasını sağlamış olacaktır. Güvenilirliğin yüksek olması durumunda piyasada riskli bir durum oluşmayacağından faiz oranları da düşük olacaktır. Düşük faiz oranları para talebinin artmasına sebep olacak buna bağlı olarak yatırımlarda da canlanma meydana gelecektir. Fon arz edenler de arz konusunda herhangi bir tereddüde düşmeyeceklerdir. Tam tersi güvenilirliğin düşük olması

---

<sup>154</sup> Frederic S. Mishkin, "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", Federal Reserve Bank of New York, Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research NBER, 1994, s.560.

<sup>155</sup> Orhan Karaca, "Türkiye'de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2005, s.3

<sup>156</sup> Arif Özsağır, "Ekonomide Güvenlik Faktörü", Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 6, Sayı 20, 2007, s. 46-62.

durumunda ise riskli işlem oranı artacak ve borç alınan paranın geri dönmeme ihtimali olacaktır. Bu sebeple fon arz edenler arz işlemini durduracak veya risk primi yüksek olması sebebi ile daha yüksek faiz oranları talep edeceklerdir. Bu ekonomiyi durgunluğa sürükleyecektir.<sup>157</sup>

Ekonomik birimlerin yapmış olduğu faaliyetler iktisadi, sosyal, siyasi ve hukuki değerler bağlamında gerçekleştiğinde güven katsayısı giderek artacaktır. Bireylerin ekonomiye olan inançları artacak ve bu durum sonucunda da işlem maliyetleri azalacaktır. Yani işlem maliyetleri açısından bakıldığında, güvenilirlik arttıkça işlem maliyetleri düşecektir. Güvenilirlik azaldıkça da işlem maliyetleri artacak ve bürokrasinin artması sebebiyle işlemlerin tamamlanma süresi de uzayacaktır.<sup>158</sup>

Bahsedilen tüm bu durumlar sadece genel durumu yansıtmaktadır fakat net bir bilgi sağlamamaktadır. Buradaki açığı kapatmak üzere tüketici güven endeksi oluşturulmuştur. Tüketicilerin çalışma şartları, ekonomik geçimlerini sağlayabilmeleri, refah seviyeleri hakkında paylaştıkları yorumlar üzerinden ölçülmektedir. Tüketici güven endeksleri, yatırımcılar, siyasi otorite ve devletler tarafından büyümeye ilişkin değerlendirmelerde sıklıkla dikkate alınan veriler arasındadır.<sup>159</sup>

### 3. FAİZ ORANININ VADE VE RİSK YAPISI

Faiz oranları ekonomideki reel ücretlerin seviyesi, ekonomideki verimlilik düzeyi, kullanılan üretim teknikleri gibi reel unsurlar tarafından belirlenmektedir. Reel faktörlerle birlikte para ile alakalı almış oldukları kararlar sebebi ile ekonomik otorite faiz üzerinde hâkim güçtür.<sup>160</sup>

Faiz teorileri genelde tek bir faiz oranının varlığından hareketle sebep sonuç ilişkisini açıklamaktadır. Fakat gerçekte durum böyle değildir. Hiçbir piyasa için tek bir faiz oranının ve tek bir vadenin varlığından söz edilemez. Piyasada her dönem farklı

---

<sup>157</sup> Kack S. And P. Keefer, “Does Social Capital Have an Economic Pay-Off? A Cross Country Investigation”, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 1997, s.1251–1288.

<sup>158</sup> Francis Fukuyama, Editör Levent Cinemre, *Güven Sosyal Erdemler ve Refahın Yaratılması*. 3. Baskı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul, 2005, s.140.

<sup>159</sup> Jeffrey Fuhrer, *What role Does Consumer Sentiment Play in The US Macroeconomy?* *New England Economic Review*, 1993, s. 32-44.

<sup>160</sup> Massimo Pivetti, *An Essay On Money And Distribution*, Macmillan, Birinci Baskı, 1991, s. 8

vadelerin olması beklenen bir durumdur. Bu sebeplerle farklı vadelerde faiz oranlarının da çeşitlilik göstermesi normal olacaktır. <sup>161</sup>

Faizin etkilerinin doğru bir şekilde anlaşılması ve sağlıklı tespitler için faiz oranlarının vade yapısı önemlidir. Farklı vadelere sahip varlıkların getiri oranlarının tespiti faiz oranlarının vade yapısını vermektedir. Bir diğer deyişle farklı vadelere sahip fakat aynı geri ödenmeme riskini taşıyan, aynı likidite özelliği taşıyan tahvillerin analiz edilmesidir. Getirilerin birbiri ile kıyas edilebilir olması hem yatırımcılar hem de ekonomik otoriteler tarafından sıklıkla kullanılmasını sağlamaktadır. Ayrıca vade süreleri ile vadelerin kazanç miktarları kıyaslanırken diğer taraftan da farklı yatırım araçları ile de kıyaslama imkânı sunmaktadır. <sup>162</sup>

Ülkelerin kredi aldığı dönemlerde yapacak oldukları borçlanma ile ilgili analizlerde içinde bulunulan dönemin şartları, geleceğe yönelik beklentiler bir analiz ile hesaplanmak durumundadır. Merkez Bankası gecelik faiz oranlarının tespiti ve uzun vadeli faizler ile arasındaki ilişki açısından sürekli olarak kontrol etmektedir. Portföy ve riskler açısından da faiz oranlarının vade yapısı önem arz etmektedir. <sup>163</sup>

Faiz oranlarının vade yapısı ile geleceğe yönelik getiri tahmini yapılabilmesi için vadelerin farklı olması önemli koşuldur, aynı vadeye sahip farklı yatırım araçları arasında geleceğe yönelik bir tahmin yapılması söz konusu değildir. <sup>164</sup>

Faiz oranlarının ekonomi içerisinde büyük önem arz etmesinin temel sebeplerinden ilki tahvillerin ve sabit kazanca sahip yatırım araçları faize karşı duyarlılık göstermesidir. Bir diğer sebep senet, bono, tahvil, hisse senedi vb. taşınır değerlerin piyasa fiyatlarının belirlenmesinde önemli bir araç olmalarındandır. Bu yatırım araçlarının vadelerinin artması durumunda faiz oranları ne şekilde tepki vermekte analiz edilmektedir. Üçüncü ve son sebep ise beklentilere bağlı yatırım kararlarının faiz

---

<sup>161</sup> Merih Paya; Para Teorisi ve Para Politikası, Filiz Kitapevi, İstanbul, 2002, s. 125.

<sup>162</sup> Martellini, L., Priaulet, P. ve Priaulet, S. Fixed-Income Securities Valuation, Risk Management and Portfolio Strategies. West Sussex: John Wiley & Sons, 2006, s. 81-87.

<sup>163</sup> Assenmacher-Wesche, K. ve Gerlach, S, "The Term Structure Of Interest Rates Across Frequencies", European Central Bank Working Papers Series, 2008, s. 976.

<sup>164</sup> İlyas Şıklar, Finansal Ekonomi, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2008, s. 100-106.

oranlarına bağılı olarak alınması sebebiyle faiz oranları önemli bir iktisadi faktör haline gelmektedir. <sup>165</sup>

Tarihsel dönemde baktığımızda faiz oranlarının vade yapısına ilişkin analizler öncelikle gelişmiş ülkelerde anlaşılmaya çalışılmıştır. Faizlerin dönem analizi, faiz oranlarının faktör analizleri ve dönem priminin anlaşılmasına yönelik önemli çalışmalar yapılmıştır. <sup>166</sup>

Vade yapısına yönelik incelemelerde geri ödeme riskinin neredeyse olmadığı veya en düşük seviyelerde olduğu devlet tahvilleri veya hazine bonoları örnek olarak alınmaktadır. İlave olarak ekonomide hangi otoritenin piyasaya yol gösterdiği de incelenmektedir. <sup>167</sup>

Faiz oranlarının vade yapısı getiri eğrileri aracılığıyla takip edilebilmektedir. Getiri eğrisinin seyrini takip ederek analistler gelecekte öngörülen faiz oranlarının seviyesine göre karlılık ve yatırımların durumuna dair tahminlerde bulunmaktadır. <sup>168</sup>

Getiri eğrisi senet, bono, tahvil, hisse senedi vb. taşınır değerlerin faiz oranlarının vade yapılarının nasıl olduğunu belirtmektedir. Getiri eğrileri dört çeşittir bunlar; pozitif eğimli getiri eğrisi, negatif oranlı getiri eğrisi, yatay getiri eğrisi ve dalgalı getiri eğrisidir.

Pozitif eğimli getiri eğrisinin belirgin özelliği uzun vadede faizlerin ve enflasyonun yükseleceğine yönelik beklentilerin hâkim olduğu dönemdir. Ekonomide en sık rastlanılan getiri eğrisidir. Artan getirinin olması durumunda yatırımcılar tercihlerini kısa vadeli fonlardan ziyade uzun vadeli fonlara yatırmayı tercih edeceklerdir. Vade dönemi uzadıkça getiri de daha çok olacaktır. Şekil 9'da artan getiri eğrisinin grafiksel gösterimi paylaşılmaktadır. Dikey eksen faiz oranını yatay eksen ise fonların vadesini göstermektedir. <sup>169</sup>

---

<sup>165</sup> İlyas Şıklar, a.g.e., s. 100- 106.

<sup>166</sup> Gregory Duffee, "Term Premia And Interest Rate Forecasts in Affine Models". The Journal Of Finance, 2000, 57, s. 405-443.

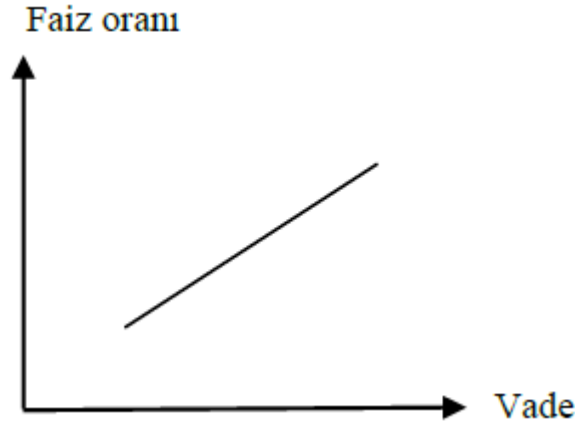
<sup>167</sup> Michael J. Brennan, Eduardo Schwartz, "A Continious Time Approach To The Pricing Of Bonds", Journal Of Banking And Finance, 3 Temmuz 1979, s. 133-155.

<sup>168</sup> Pierluigi Ciocca, Giangiacomo Nardozzi, The High Price Of Money, Clarendon Press, Birinci Baskı, 1996, s. 97.

<sup>169</sup> İlker Parasız, Para Banka ve Finansal Piyasalar, 9. Baskı, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2009, s. 68-69.

Pozitif eğimli getiri eğrisi gelecekte ekonominin canlanacağı yönünde beklentileri arttırır. Uzun vadeli faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarından düşük olduğu dönemlerde ekonomide pozitif eğimli getiri eğrisinin olduğu görülmektedir. Aynı dönemde enflasyonist beklentiler de arttığında, Merkez Bankası para politikası aracı olarak kısa vadeli faizler oranlarını yükseltir. Dolayısıyla, bu süreçte uzun vadeli faizler de yükselme trendine girecektir. Bir diğer deyişle bu dönemde vade uzadıkça faizler de artacaktır.<sup>170</sup>

### Şekil 9: Pozitif Eğimli Getiri Eğrisi



**Kaynak:** İlker Parasız, 2009, s. 68.

Negatif eğimli getiri eğrisi pozitif eğimli getiri eğrisinin tersi koşulların olması durumudur. Ekonomide negatif eğimli getiri eğrisi söz konusu ise uzun vadeli faiz oranlarının getirisi kısa vadeli faiz oranlarının getirisinden daha düşük seviyelerde olacaktır. Yatırımcılar geleceğe dair karamsar beklentilere sahip olacaklar ve ekonominin küçüleceğini bekleyeceklerdir. Bu sebeple yatırımcılar riske girerek uzun vadeli fonlar almak yerine kısa vadede daha yüksek faiz oranına sahip fonları tercih edeceklerdir. Vade süresi azaldıkça yatırımcıların karlılığı artış gösterecektir.<sup>171</sup>

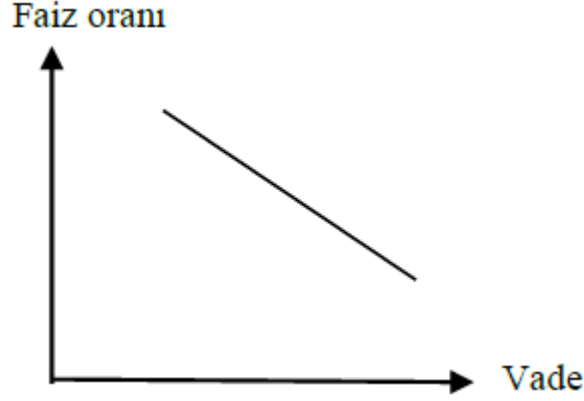
Negatif eğimli getiri eğrisi genellikle konjonktürün en yüksek (boom) olduğu dönemlerin sonrasında karşılaşılmaktadır. Sıkı para politikaları sonrasında kısa vadeli faiz oranları seviyesi uzun vadeli faiz oranları seviyesinden düşük değerlerde

<sup>170</sup> Ali Umut İrtürk, Term Structure of Interest Rates. *Theory of Finance Economics*, 234B, 2006, s. 6.

<sup>171</sup> Bünyamin Demirgil, Hakan Türkay, "Tarihsel Süreç İçerisinde Faizin Kuramsal Açısından Gelişimi", Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 18, Sayı 2, 2017, s.131-137.

kalmaktadır. Azalan getiri eğrisi devletlerde ekonomik bunalımın başlayacağına dair önemli işaretlerden olduğu kabul edilmektedir. 2008 yılında ABD'de yaşanan ipotekli konut kredisi piyasası (mortgage) krizinde azalan eğimli getiri eğrisi ile karşılaşıldığı görülmektedir.<sup>172</sup>

### Şekil 10: Negatif Eğimli Getiri Eğrisi



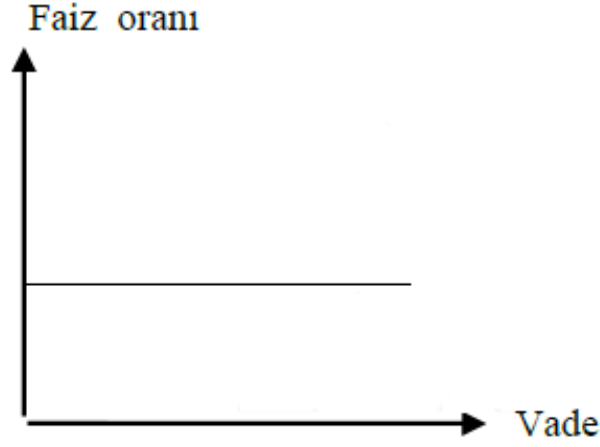
**Kaynak:** İlker Parasız, 2009, s. 69.

Ekonomide yatay getiri eğrisinin olması durumunda ise kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları her dönem birbirlerine eşit olacaktır. Önemli bir enflasyonist bekleyiş söz konusu değildir. İstikrarlı bir ekonomiyi temsil etmektedir. Ekonomi otoriteleri tarafından alınan kararlar ve politikalar doğrultusunda yatay getiri eğrisi artan getiri eğrisi veya azalan getiri eğrisine dönüşebilmektedir.<sup>173</sup>

<sup>172</sup> Reichert Choudhry, The Principles Of Banking, Singapore, John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd., Singapore, 2012 s.72.

<sup>173</sup> Bünyamin Demirgil, Hakan Türkay, " Tarihsel Süreç İçerisinde Faizin Kuramsal Açıdan Gelişimi", Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 18, Sayı 2, 2017, s.131-137

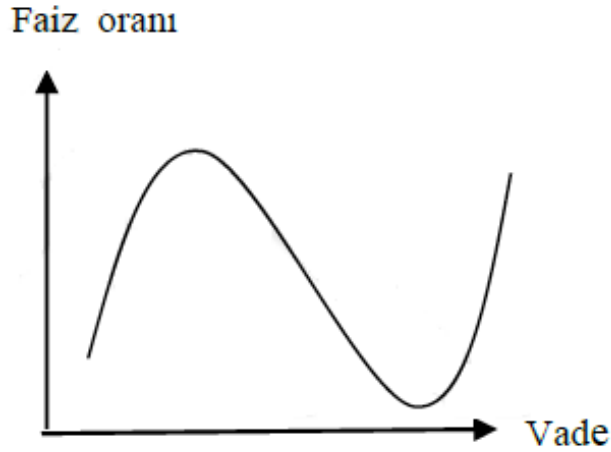
**Şekil 11: Yatay Getiri Eğrisi**



**Kaynak:** İlker Parasız, 2009, s. 69.

Dalgalı getiri eğrisi ise ekonomide kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasındaki farkın önce artacağı daha sonra ise azalacağına dair beklentinin olması durumudur. Ekonomik durgunluk sonrası finansal hareketlilik beklentisi veya önce finansal hareketlilik ardından da durgunluğun hâkim olma durumudur.<sup>174</sup>

**Şekil 12: Dalgalı Getiri Eğrisi**



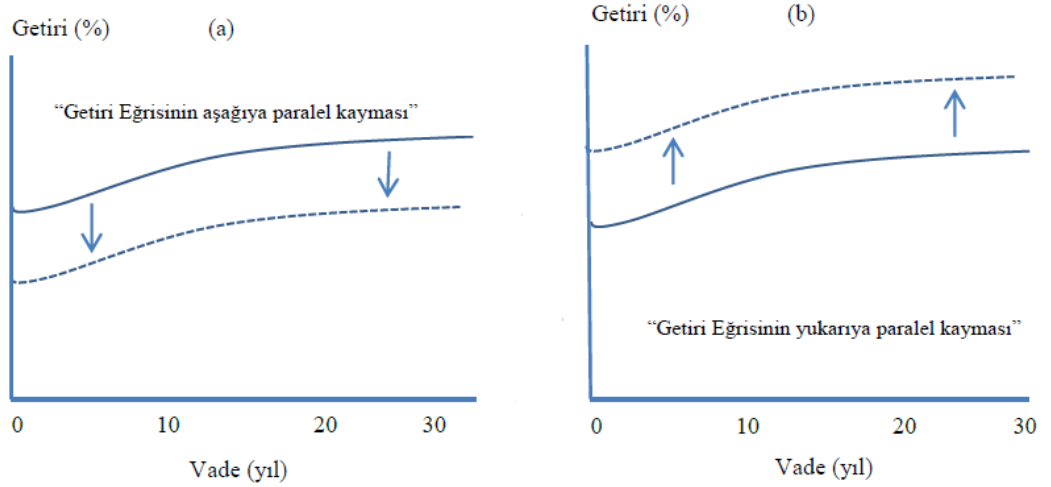
**Kaynak:** Reichert Choudhry, 2012, s.72.

<sup>174</sup> Suat Teker ve Levent Gümüşsoy, Faiz Oranı Eğrisi Tahmini: T.C. Hazine Bonosu ve Eurobonds Üzerine Bir Uygulama. 8. Ulusal Finans Sempozyumu, 2008, s.1-16.

Getiri eğrileri iktisadi konjonktür boyunca farklı şekillerde olabilmektedir. Vadesi daha yüksek yatırım araçlarının beklenen karlılığı daha çok risk içermesi ve likiditesinin daha az olması sebebi ile daha yüksek olabilir. Ekonomik hareketliliğin ve kalkınmanın yaşandığı dönemlerde kısa vadeli getiriler uzun vadeye göre çok daha yüksek olması beklenmektedir. Diğer taraftan ekonomik yavaşlama dönemlerinde ise uzun vadeli getirilerin kısa vadeye göre daha yüksek olması beklenmektedir.<sup>175</sup>

Getiri eğrisi piyasadaki tüm vadelere ait faiz oranlarının benzer yönde ve benzer şekilde olması durumunda getiri eğrileri bütünüyle aşağı veya yukarı yönlü hareket edecektir. Faiz oranlarının düşmesi durumunda kısa ve uzun vadeli fonların da getirisi düşecektir. Bu durumda alternatif araçlardan olan tahvillere talep artacak ve getiri eğrisi Şekil 13’de görüldüğü gibi bütün olarak yukarı kayacaktır. Ters olarak kısa ve uzun vade faiz oranlarının aynı ölçüde artması durumunda ise tahvil fiyatları düşecek ve getiri eğrisi aşağı yöne hareket edecektir.<sup>176</sup>

### Şekil 13: Getiri Eğrisinin Aşağıda ve Yukarı Yönlü Hareketi



**Kaynak:** Reichert Choudhry, 2012 s.72.

<sup>175</sup> Pierre Siklos, Money Banking And Financial Institutions: Canada In The Global Environment, Mcgraw-Hil, 2003, s.135

<sup>176</sup> Philippe Vannerem, "Assessing Interest Rate Risk Beyond Duration:Shift, Twist, Butterfly", MSCI Barra Research., 2010-13, s. 24



Tüm vadelerde değişimin aynı oranda olmaması ve farklı değişimler gözlenmesi durumunda ise getiri eğrisi bütün olarak kaymayacak olup eğrinin eğiminde veya çukurluğunda değişimler meydana gelebilecektir. <sup>177</sup>

### **3.1. Faiz Oranlarının Vade Yapısı**

#### **3.1.1. Bekleyişler Teorisi**

Piyasa beklentilerine bağlı olarak getiri eğrilerinin uzun dönemde oluşacağını varsaymaktadır. Bekleyişler teorisi faiz oranlarının gelecek dönemde alabileceği faiz değerlerini tayin etmeyi amaçlamaktadır. Bekleyişler teorisi ilk olarak Amerikalı iktisatçı Irving Fisher (1930) tarafından "Faiz Teorisi" adlı kitabıyla ortaya atılmıştır. Devam eden yıllarda Fisher'in yapmış olduğu çalışma çeşitli iktisatçılar tarafından da iktisadi analizlere dahil edilmiştir. Lutz (1940) ve Hicks (1949) tarafından devam ettirilen çalışmalarda faiz oranlarının şekillenmesinde bekleyişler teorisi aracılığı ile faiz oranlarının vade yapısını belirlediği savunulmaktadır. <sup>178</sup>

Beklentiler teorisine göre para politikası kısa dönem faiz haddini ve bekleyişleri baz alarak uzun dönem piyasasını şekillendirmektedir. Kısa dönem beklenti ve faiz oranlarına müdahale ederek uzun dönem faiz oranları yönlendirilebilmektedir. <sup>179</sup>

Bekleyişler teorisine göre yatırımcılar kısa dönemli fonlar ve uzun dönemli fonlar arasında tercih yaparken bu fonlar arasında bir ayrıma gitmemektedir. Gelecek dönemde kısa vadeli fonların değerinde bir artış veya düşüş beklenmesi durumunda yatırımcılar karını maksimize edecek fonlara yönelmektedirler. Yatırımcılar uzun dönem fonların da karlılık seviyelerini karşılaştırmaktalar. Teoriye göre yatırımcılar kısa ve uzun vadeli fonlar arasından rahatlıkla birisini tercih edebilmektedir. Bu sebeple ekonomide tam ikame durumu söz konusudur. Önemli olan fonların getirisidir. Teoriye göre kısa ve uzun vadeli tahviller birbirinin tam ikamesidir. <sup>180</sup>

---

<sup>177</sup> Philippe Vannerem, a.g.e, s. 24.

<sup>178</sup> Katrin Assenmacher-Wesche ve Stefan Gerlach, "The Term Structure Of Interest Rates Across Frequencies", European Central Bank Working, 2008, s. 976.

<sup>179</sup> Vance Roley, Gordon Sellon, "Monetary policy actions and long-term interest rates", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 1995, s.73-89.

<sup>180</sup> Fuat Sekmen, Para Teorisi Kavram-Kuramlar-Modeller, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2012, s. 120-121.

Diğer bir varsayım ise uzun dönemli fonların faiz haddi kısa vadeli fonların faiz haddinin ortalamasına eşit olmasıdır. Piyasada fon alım ve satım işlemleri sürecinde herhangi bir işlem maliyetinin olmaması ve finansal piyasaların etkinliği diğer varsayımlardır. Ayrıca yatırımcılar her zaman karını maksimize edecek şekilde hareket etmektedir. <sup>181</sup>

Bekleyişler teorisine ait formül aşağıdaki gibidir;

$$1 + R(t, T) = \left[ (1 + R(t, 1)) (1 + F^e(t, t+1, 1)) (1 + F^e(t, t+2, 1)) \dots (1 + F^e(t, t+(T-1), 1)) \right]^{1/T}$$

$R(t, T)$  :  $(t)$  zamanında,  $(T)$  vadeli cari faiz oranı

$F^e(t, t+k, 1)$  :  $(t)$  zamanında,  $(t+k)$  zamanından itibaren 1 dönem geçerli olması beklenen cari faiz oranı

182

Bekleyişler teorisine göre gelecek dönemde kısa vadeli fonların faiz haddinde bir artış beklentisi söz konusu ise getiri eğrisi artan trende sahip olacaktır. Bu durumda vade uzadıkça getiri de artacaktır. Gelecek dönemde kısa vadeli faiz oranlarında düşüş bekleniyorsa negatif eğimli getiri eğrisi piyasaya hâkim olacaktır ve uzun dönemde karlılık seviyesi düşecektir. Kısa vade ve uzun vade arasında önemli bir değişim gözlenmeyecek olması durumunda ise getiri eğrisi yatay olacaktır. Dönemler arasında sıklıkla değişken bir öngörünün olması durumunda ise dalgalı getiri eğrisi piyasaya hâkim olacaktır. <sup>183</sup>

Teoriye göre finansal yatırım araçları birbiri ile tam ikame olması sebebi ile getiri eğrileri artan veya azalan eğimli olmayıp yatay getiri eğrisine sahip olacaklardır. <sup>184</sup>

Beklentiler teorisi, ekonomik faaliyetler açısından dört önemli sonuca ulaştırmaktadır. Bunlardan ilki uzun vadeli faiz oranlarının getiri düzeyi, içinde bulunulan

---

181 Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (7th ed). New York: Pearson Addison-Wesley, 2004, s. 283.

182 Arda Sürmeli, *Faiz Oranlarının Vade Yapısı ve Faiz Oranı Modelleri: Heath-Jarrow-Morton Yaklaşımı Çerçevesinde Tahvil ve Faiz Oranına Dayalı Opsiyon Fiyatlaması*, Doktora Tezi, İşletme Ana Bilim Dalı, Eskişehir, 2011, s. 5.

183 Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, *Finans Teori, Kuram ve Uygulama*, Ekin Kitapevi, Bursa, 2001, s. 131.

<sup>184</sup> Ufuk Başoğlu, a.g.e., s. 131

dönem ve gelecek dönem beklenen faiz haddine bağlıdır. Kısa vadeli faiz oranı ile uzun vadeli faiz oranı aynı yönde hareket etmektedir. İkinci sonuç uzun vadeli fonların değeri kısa vadeli faiz oranlarının sahip olacağı değerle bağlantılıdır. Üçüncü ekonomik sonucu ise uygulanacak sıkı para politikaları kısa vadeli faiz haddini arttıracaktır. Dördüncü ve son önemli sonuç ise Merkez Bankaları faiz oranlarını belirli bir dönem için düşürdükten sonra yakın bir zaman dilimi içerisinde tekrar faizlerin artış trendine geçeceği beklenmektedir. Bu durum getiri eğrisinin de ekonomik bunalım ve yavaşlama döneminde neden pozitif eğimli olduğunu açıklamaktadır.<sup>185</sup>

Bekleyişler teorisine örnek olarak finansal piyasada aylık tahvilin %10 getiriye sahip olduğunu varsayalım. Yıllık tahvil getirisinin de %16 olması durumunda bireyler sermayelerini karını maksimize edecek olan yıllık tahvile yönlendireceklerdir. Kısa dönemli ve uzun dönemli tahviller arasındaki faiz oranları ve karlılık eşitlenmedikçe tahviller arasından kazançlı olanı yatırımcılar tercih edeceklerdir. Yatırımcıların kısa dönemli veya uzun dönem tahvil alma arasında kayıtsız kalabilmesi mümkündür. Bu durumun sağlanabilmesi için uzun ve kısa dönem faiz oranlarının denge halinde gitmesi gerekmektedir.<sup>186</sup>

Bekleyişler teorisi iki açıdan eleştirilmektedir. Bunlardan ilki teoriye göre yatırım araçları birbiri ile tam ikamedir. Fakat gerçek hayatta böyle bir durum söz konusu değildir. İkinci eleştiri noktası ise piyasaya ilişkin beklentiler kesindir. Fakat hiçbir zaman bu şekilde kesin ve net bir beklentiye sahip olunamamaktadır.<sup>187</sup>

### ***3.1.2. Bölümlenmiş Piyasalar Teorisi***

Culbertson (1957) tarafından ortaya atılmış olan Bölümlenmiş Piyasalar Teorisi, faiz oranlarının vade yapısına dayalıdır. Teoriye göre yatırımcıların tercih ettiği vade yapısı çeşitlilik gösterdikçe içinde bulunacakları piyasa da çeşitlilik gösterecektir. Bu sebeple uzun dönem ve kısa dönem için ortak bir piyasa bulunmayacaktır. Her iki vade grubu için piyasalar birbirinden bağımsızdır ve vade yapıları da farklı olacaktır.

---

<sup>185</sup> Karl T. Whelan, International Monetary Economics: The Term Structure of Interest Rates, 2009, s.12.

<sup>186</sup> İlker Parasız, Para Politikası: Keynesgil İktisadın Düşüşü ve Yükselişi, 3. Baskı, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1993, s. 32

<sup>187</sup> İlker Parasız, a.g.e., s. 32.

Yatırımcılar da uzun vadeyi tercih edenler ve kısa vadeyi tercih edenler olarak birbirlerinden ayrılmaktadırlar. Bir yatırımcı sadece içinde bulunduğu grup içerisinde iktisadi işlemlerini yapabilmekte ve diğer vadeye sahip piyasaya geçememektedir. Gerek yatırımcı gerekse piyasa açısından bir ikame durumu söz konusu olmamaktadır.<sup>188</sup>

Piyasaların bu şekilde birbirinden ayrılmasındaki sebep farklı vadeye sahip yatırım araçları arasındaki riski en aza indirme çabasından dolayıdır. Böyle bir durumda uzun vadeli fon talebi olan kişi veya kuruluş riski kısa vadeli piyasaya dağıtmamış olacaktır. Kısa vadeli piyasa içerisinde fon talep eden tarafların da bu risk priminin bedelini yüklenmelerine gerek kalmayacaktır.<sup>189</sup>

Yatırımcılar piyasada sadece kendi vade türlerine uygun yatırım araçları ile ilgilenmektedir. Bunun sebebi, yatırımcıların kendi yatırım fonları için yüksek bilgi düzeyine sahip olmalarıdır. Yatırımcılar sadece sahip oldukları bu fonların beklenen getirisiyle ilgilenmektedir.<sup>190</sup>

Bölünmüş piyasalar teorisinde Bekleyişler Teorisi'nin tam tersi bir şekilde her bir vade grubu için arz ve talep dengeleri ayrı belirlenmektedir. Ortak bir arz talep eğrisi bulunmayacaktır. Herhangi bir dönemde kısa vadeli fonlara talebin artması durumunda ilgili fonlara ait fiyatlar genel seviyesi artış gösterecektir ve faiz oranlarını düşürecekler. Getiri eğrileri artan getiri eğrisine dönüşecektir. Fakat uzun vadeli fonlara talebin yüksek olması durumunda ise uzun vadeli fonların fiyatı artacak fakat faiz oranları düşecektir. Bu durumda uzun vadeli fonlar azalan getiri eğrisine sahip olacaktır. Fonlar kendi piyasa dinamiklerine göre değerlendirilmesi nedeniyle aynı dönem içerisinde uzun vadeli fonlar azalan getiriye sahip olmaktadır. Uzun ve kısa vadeli fonların arz ve talepleri birbirlerine yakın değerlere sahip olması durumunda ise getiri eğrisi yatık olmaktadır.<sup>191</sup>

Şekil 14'de bölümlenmiş piyasalar eğrisine ait getiri eğrisi gösterilmektedir. Grafikte  $S_1$  birinci yatırım grubuna ait fon arz eğrisi ve  $D_1$  de birinci yatırım grubuna ait

---

<sup>188</sup> Nurgül Chambers, *Türev Piyasalar*, Beta Basım A.Ş, İstanbul, 2009, s. 19.

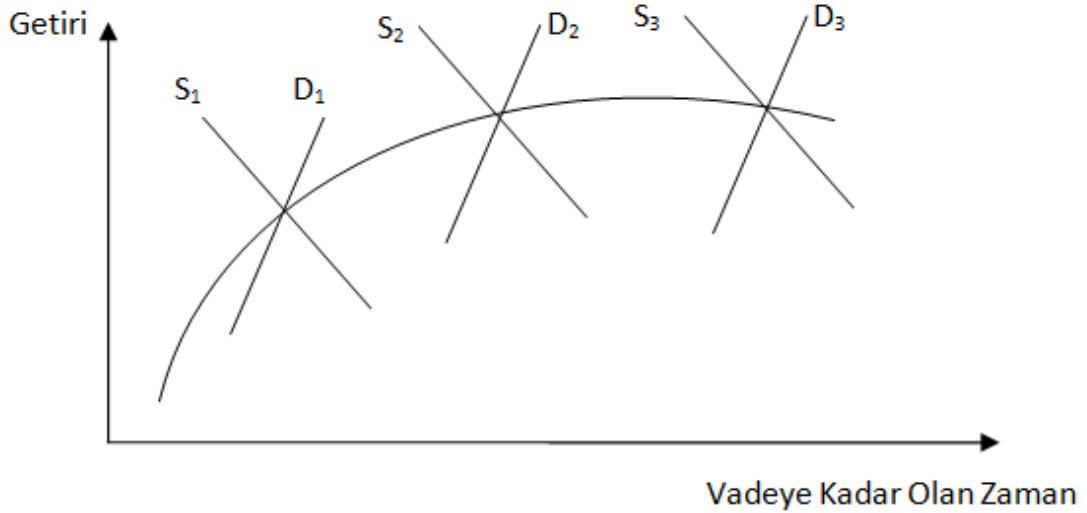
<sup>189</sup> Frederic S. Mishkin, *Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı*, İstanbul: Akademi Yayıncılık, 2011, s.198-199.

<sup>190</sup> Frederic Mishkin, *Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar*. Çev. Editörü Nazım Engin, (8.Baskı), Akademi Yayıncılık, İstanbul, s. 139.

<sup>191</sup> Fuat Sekmen, *Para Teorisi Kavram-Kuramlar-Modeller*, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2012, s. 123.

fon talep eğrisidir. Aynı şekilde ikinci ve üçüncü grup yatırımlar için arz ve talep eğrileri de gösterilmektedir. Grafikte de görüleceği üzere farklı vadelere sahip her bir yatırım grubu için arz ve talep eğrileri bağımsızdır ve birbirleri ile kesişmemektedir. Farklı yatırım grubundaki bireyler dışarıdan piyasaya müdahale edememektedir. <sup>192</sup>

#### Şekil 14: Bölümlenmiş Piyasalar Teorisine Göre Hasılat Eğrisi



**Kaynak:** John M. Culbertson, 1957, s. 485.

Her iki gruba örnek vermek gerekirse bir yıl vadeli ihtiyaç kredisi çeken bir aile kısa vadeli fon piyasası ile ilgilenecektir. Diğer taraftan bir otomotiv fabrikasına yapılacak yatırım için 30 yıl vadeli çekilen kredi ise uzun vadeli fonlar piyasasında yerini bulacaktır. Aynı şekilde fon arz eden taraf için de benzer durum söz konusudur. Birkaç aylığına birikimini değerlendirmek isteyen birey sahip olduğu fonu kısa vadeli fonlar piyasasında değerlendirecektir. Bireysel emeklilik fonuna yatırım yapan bir diğer birey ise uzun vadeli fonlar piyasasında işlemlerini gerçekleştirecektir. <sup>193</sup>

*"Farklı vadelere sahip tahviller birbirlerinin ikamesi olmayınca, yatırımcılar ve finansal piyasadan ödünç alanlar tahmini nakit ihtiyaçlarını giderecek vadedeki senetleri tercih edeceklerdir. Örneğin, emeklilik fonları ve hayat sigortası şirketleri,*

<sup>192</sup> John M. Culbertson, "The Term Structure Of Interest Rates", Quarterly Journal of Economics, Kasım 1957, s. 485-517.

<sup>193</sup> David Kern, Peter Gutmann, Interest Rate Analysis And Forecasting, Woodhead-Faulkner, 1992, s. 83

*genelde uzun vadeli pasifleriyle uyumlu olarak uzun vadeli yatırımları tercih ederler. Ticari bankalar, kısa vadeli pasiflerine uygun olarak daha kısa vadeli yatırımları seçerler. Eğer yatırımcı ve ödünç alanlar sadece kendi belirli ihtiyaçlarını karşılayan vadedeki piyasalarda işlem yapıyorlarsa piyasalar bölünmüştür. Yatırımcılar ve ödünç alanlar, uzun vadeli piyasadan kısa vadeli piyasaya sadece nakit ihtiyaçlarının zamanlaması değişirse geçeceklerdir. Teoriye göre, kısa vadeye karşı uzun dönemin seçimi, gelecekteki faiz oranlarının tahmininden ziyade ihtiyaca göre yapılır." <sup>194</sup>*

Bölünmüş Piyasalar Teorisi'nin eleştirildiği nokta ise günümüz ekonomisinde karşılaşılması mümkün olan farklı vadeye sahip olan fonların benzer şekilde hareket etmesi durumunu (getiri eğrilerinde meydana gelecek aşağı ve yukarı yönlü değişimler) açıklayamamasıdır. Diğer bir eleştiri noktası ise teorideki piyasaların birbirinden bağımsız olma durumudur. Yatırımcılar kısa ve uzun vadeler arasında dönemin getireceği şartlar, beklentiler ve riskler doğrultusunda geçiş sağlayabilirler. Teorinin bu notada eksik kaldığı görülmektedir. Ayrıca piyasadaki yoğun bilgi akışı ve yatırımcıların birbirleri ile haberleşme durumunun da atlandığı ve teori varsayımlarına dahil edilmediği görülmektedir. <sup>195</sup>

### **3.1.3. Tercih Edilen Habitat Teorisi**

Tercih Edilen Habitat Teorisi Franco Modigliani ve Richard Sutch (1966) tarafından ortaya atılmıştır. Teoriye göre yatırımcılar uzun vadeye sahip yatırım araçları ve kısa vadeye sahip yatırım araçları hakkında bilgi birikimine sahiptir. Yatırımcılar bir piyasada getirinin azalması durumunda veya riskin artması durumunda diğer piyasalara kolaylıkla geçiş yapılabilmektedir. Yatırımcılar her dönem piyasaları analiz etmektedirler. Ayrıca yatırımcılar her dönem karlılıklarını koruyarak riski minimize edecek şekilde hareket etmektedirler. <sup>196</sup>

---

<sup>194</sup> Cebrail Telek, Uluslararası Fisher Etkisi Hipotezi Kapsamında Nominal Faiz Oranları ve Döviz Kurları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Türkiye Örneği, Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Malatya, 2018, s. 30.

<sup>195</sup> Sanjay K. Nawalkha, Gloria M. Soto, Natalia A. Beliaeva, Interest Rate Modelling: The Fixed Income Valuation Course, New Jersey, John Wiley & Sons Inc, 2005, s. 55-56.

<sup>196</sup> Franco Modigliani, Richard Sutch, "Innovations In Interest Rate Policy", American Economic Review, 56, Mayıs 1966, s. 179-197.

Burada Bölünmüş Piyasalar Teorisi'nde belirtildiği gibi farklı vadeye sahip yatırım fonları arasında izole bir durum yoktur. Farklı vadeye sahip araçlar arasında tam olmasa da kısmi ikame durumu söz konusudur. Bu sebeple piyasada tam ikame olduğunu öne süren bekleyişler teorisi ve piyasalar arası ikamenin mümkün olmadığını öne süren bölümlenmiş piyasalar teorisi birbiri ile farklılık göstermektedir. Herhangi bir piyasada meydana gelebilecek dengesizlikler arz ve talep dengesinin yeniden oluşması ile giderilecektir. Eğer gerekirse farklı vadelere yönelerek yatırımcılar pozisyonlarını burada koruyacaklardır. <sup>197</sup>

Piyasayı oluşturan esas etken fonlara olan arz ve taleplerdir. Yatırımcılar sahip olacakları kazanç miktarı ve vadeleri yakından takip etmektedirler. Yatırımcılar genel olarak kısa vadeli fonları uzun vadeli fonlara tercih edeceklerdir. Teoride yatırımcıların tercih ettiği ideal vade düzeyleri bulunmaktadır. Bunlara habitat denilmektedir ve teoriye adını veren husus buradan kaynaklanmaktadır. <sup>198</sup>

Yatırımcılar aynı getiriye sahip kısa vadeli fonlarla gene aynı getiriye sahip uzun vadeli fonları kıyaslayacaklardır. Vadenin kısa olması sebebi ile kısa vadeli yatırım araçlarını tercih edeceklerdir. Uzun vadeyi tercih etmeleri için ilave bir prim talep edeceklerdir. <sup>199</sup>

#### **3.1.4. Likidite Primi Teorisi**

Likidite Primi Teorisi'ne göre daha önceki faiz oranlarının vade yapısı ile alakalı teorilerde eksiklik bulunmaktadır ve paylaşılan teoriler gerçekçi değildir. Likidite Primi Teorisi'ne göre kısa vadeli ve uzun vadeli faiz oranlarına ait analizlerde risk faktörü de göz önünde bulundurulmalıdır. Yatırımcılar tam bilgi birikimine hiçbir zaman sahip olamazlar. Bu sebeple katlanmaları gereken bir risk bulunmaktadır. Ayrıca değişen ekonomik koşullar da her dönem belirsizlik içermektedir. Bu sebeple risk priminin vade getiri analizine dahil edilmesi gerekmektedir. <sup>200</sup>

---

<sup>197</sup> Franco Modigliani, a.g.e., s. 179-197.

<sup>198</sup> Fisher Douglas, Money and Banking, Richard Irvin Inc., New Haven, 1971, s. 246.

<sup>199</sup> Fisher Douglas, a.g.e., s. 246.

<sup>200</sup> Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız; Finans Teori, Kuram ve Uygulama, Ekin Kitapevi, Bursa, 2001, s. 133.

Kısa vadeli yatırım fonları her dönemde uzun vadeli yatırım fonlarına göre daha likittirler. Uzun vadeli fonların beklenen risklerinin de daha fazla olması sebebi ile uzun vadeli fonlar için daha fazla faiz oranı ödenmesi gerekmektedir. Uzun vadeli fonlar beklenen faiz oranı ve likidite priminin toplam değerine eşit olmalıdır. Vade uzadıkça risk de artacağı için getiri de aynı şekilde artmalıdır. Ancak bu şekilde bir yaklaşım yatırımcıları uzun vadeli fonlara yönlendirecektir.<sup>201</sup>

Likidite primi sebebi ile yatırımcılar vade tercihlerini değiştirebilmektedirler. Teoriye göre likidite primi her dönem pozitif eğimlidir ve vade dönemi arttıkça likidite priminin de artması gerekmektedir.<sup>202</sup>

Teoriye göre yatırımcılar aynı faiz oranı seviyesinde kısa vadeli fonları tercih edeceklerdir. Fakat likidite priminin artması durumunda kısa vadeli fonlar yerine uzun vadeli fonları tercih edeceklerdir. Bunun birinci sebebi uzun vadeli fonların likiditesi daha yüksektir ve vade sonunda beklenen getiri de daha yüksektir. İkinci sebep ise uzun vadeli fonların kısa vadeli fonlara göre daha az riskli olduğuna inanmaktadırlar. Önemli olan unsur faiz haddinin fon sahiplerini çekecek düzeyde olmasıdır.<sup>203</sup>

Şekil 15 Beklentiler Teorisi ile birlikte Likidite Primi'ni ele almaktadır. Beklentiler Teorisi ve Likidite Primi Teorisi için getiri eğrileri grafikte gösterilmektedir. Likidite Primi Teorisi'ne göre getiri eğrilerinin oluşmasında kısa dönem ve uzun dönem faiz oranları, vadelere göre karşılaşılabilecek risk seviyesi ile bağlantılı olarak getiri eğrisi şekillenecektir.<sup>204</sup>

---

<sup>201</sup> Eric M.Leeper, David B.Gordon, "In Search of the Liquidity Effect", Journal of Monetary Economics, Volume 29, Issue 3, June 1992, s. 341-369.

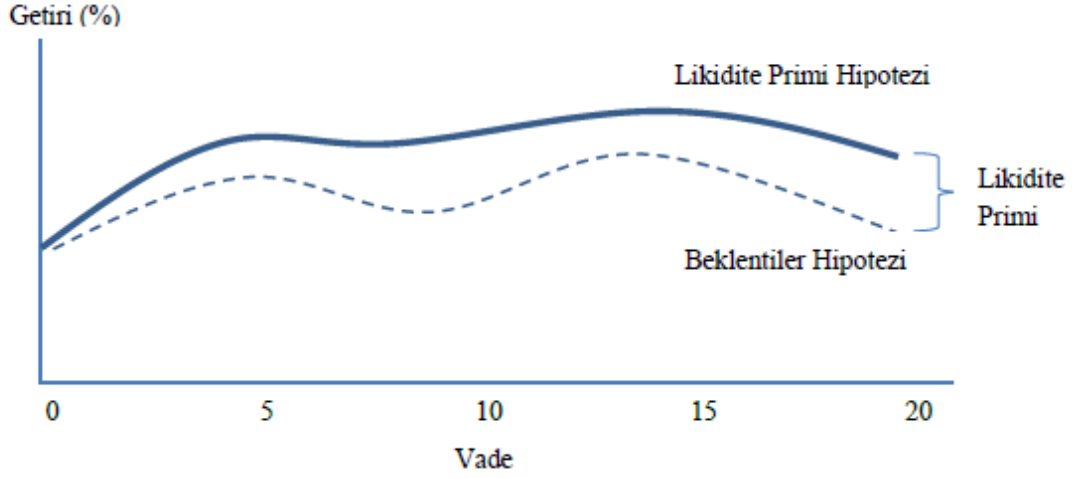
<sup>202</sup> Metin Coşkun, Para ve Sermaye Piyasaları: Kurumlar, Araçlar, Analiz, (1.Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2010, s. 25.

<sup>203</sup> Russel J. Fuller, James L. Farrell, Modern Investments and Security Analysis, McGraw-Hill, 1987, s. 412.

<sup>204</sup> Reichert Choudhry, The Principles of Banking, John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd., Singapore, 2012, s. 264-269.



**Şekil 15: Beklentiler Teorisi ile Likidite Primine Göre Getiri Eğrileri**



**Kaynak:** Metin Coşkun, 2010, s. 25.

Likidite Primi Teorisi'ne göre faizlerin vade yapısı, beklentiler ve risk seviyesi doğrultusunda likidite primi şekillenecektir. Vadenin artması durumunda likidite primi de artacaktır. Teoriye göre getiri eğrileri pozitif eğimlidir. Bu sebeple faiz oranları sürekli olarak pozitif bir seyir izleyecektir. Fakat faiz oranları vadede meydana gelecek değişimler ve beklentiler sebebi ile negatif veya sıfır eğimli olmasının da mümkün olduğunu açıklamaktadır. Ayrıca vadenin uzaması durumunda getiri eğrileri pozitif eğimli olarak seyredecektir.<sup>205</sup>

Teoriye getirilen eleştiri faiz oranlarının seviyesinin belirlenmesinde eksik kaldığı üzerinedir. Teori getiri eğrilerinin yönü ve vade süresi likidite primi arasında bir bağ kurmaktadır. Fakat kısa dönem ve uzun dönemde karşılaşılabilecek faizler ne seviyede olacaktır buna değinilmemektedir. Ayrıca vadenin artması durumunda faizlerin de artacağı paylaşılmaktadır. Fakat bunun sebebi beklentiler mi yoksa likidite etkisi mi olduğu tam olarak açıklanmamaktadır.<sup>206</sup>

<sup>205</sup> Reichert Choudhry, The Principles Of Banking, John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd., Singapore, 2012, s. 264-269.

<sup>206</sup> Frank J. Fabozzi, Fixed Income Analysis, New Hope, Pennsylvania, Frank J. Fabozzi Associates, 2007, s. 80.

### 3.2. Faiz Oranlarının Risk Yapısı

Vadeleri farklı olan fonların faiz oranlarında meydana gelen farklılıklar ve bu fonların arz talebinde meydana gelen farklılıklar önceki bölümlerde ele alınmıştı. Önceki çalışmalarda karşılaştırılan fonların vadeleri birbirlerinden farklılık göstermekteydi ve genelde uzun vadeli fonlar ile kısa vadeli fonlar kıyaslanmaktaydı. Aynı vadeye sahip fonlar açısından bir inceleme de bulunulmamıştı. Aynı vadeye sahip fonlar arasında da faiz oranı farklılıkları mevcuttur. Faiz oranlarının risk yapısı vade açısından aralarında bir fark olmayan fonlar (aynı vadeye sahip fonlar) arasındaki faiz oranı farklılıklarını açıklamaktadır.<sup>207</sup>

Ekonomik otoritelerin yapacakları yatırımları değerlendirirken temel olarak ilgilendikleri üç ana önemli ekonomik gösterge bulunmaktadır. Bunlardan ilki ellerinde bulundurdukları fonların gelecek dönemde ulaşmasını bekledikleri getiridir. İkinci önemli yatırım faktörü beklenen enflasyon oranıdır. Enflasyon; fiyatlar genel seviyesi, arz ve talep, faiz oranları gibi birçok değişkeni etkileyeceği için önemli bir etkidir. Karar verme aşamasında değerlendirilen üçüncü önemli faktör ise yatırım sürecinde oluşması muhtemel riskler veya başka bir deyişle yatırımın riskliliğine dikkat edilmesidir.<sup>208</sup>

Faiz oranlarının risk yapısını oluşturan denklem aşağıdaki gibidir;

$$i_{rrr} = RFR + IP + RP$$

Denklemden RFR reel risksiz faiz oranını göstermektedir. RFR yatırım fonunun gelecek dönemlerde olması muhtemel tüm risklerden, belirgin olmayan ekonomik durumlardan ve enflasyondan arındırılmış getiri miktarını belirtmektedir. IP beklenen enflasyon değeri ve RP de risk primini göstermektedir.<sup>209</sup>

Yukarıda paylaşılan denklemden hareketle nominal getiri oranı da hesaplanabilmektedir.

---

<sup>207</sup> Metin Coşkun, Sermaye Piyasaları, 2.Baskı, Genç Copy Center, Eskişehir, 2008, s.21.

<sup>208</sup> Frank Reilly, Keith Brown, Investment Analysis and Portfolio Management, 6. Edition, South-Western Thomson Learning, 2012, s. 560-562.

<sup>209</sup> Robert C. Merton, "On The Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure Of Interest Rates", The Journal of Finance, Volume29, Issue2, 1974, s. 449-470.

$$\text{NRFR} = \text{RRFR} + \text{IP}$$

Denklemden RRFR ve beklenen enflasyon değerinin toplamı nominal risksiz faiz oranını vermektedir. Denklemden NRFR ile gösterilmektedir. Beklenen enflasyonun denkleme dahil edilmesi durumunda nominal faiz getirisine ulaşılmaktadır.<sup>210</sup>

Faiz oranlarının vade yapısında farklılık oluşmasına temel olan önemli faktörler bulunmaktadır. Bunlar geri ödenmeme riski, likidite riski, gelir vergisi farklılıkları, döviz riski ve olay riskleridir.

*Geri ödenmeme riski:* Herhangi vadeye sahip bir fonun vadesi dolduğunda fon talebinde bulunan kişilerin anapara ile faizi veya sadece faizi ödeyememesinden kaynaklanmaktadır. Burada faizin geri ödenmemesi taraflarca kötü niyetli olarak yapılabildiği gibi ekonomik olarak yaşanan bunalımdan da kaynaklanabilmektedir. Şirketlerde geri ödenmeme riski ile daha sıklıkla karşılaşıldığı görülmektedir. Eğer şirketler vade sonunda yeterli finansal kaynağa sahip değilse veya zarar durumu söz konusu ise faiz ödemesini öteleyebilmektedirler. Karşılaşılan risk durumundan dolayı riskli olduğu ön görülen şirketler için geri ödenmeme seviyesi de yüksek olacaktır.<sup>211</sup>

Şirket tahvillerinde karşılaşılan yüksek geri ödenmeme riskine karşılık hazine bonolarında ise geri ödenmeme riski yoktur. Bunun sebebi ise hükümetler şirketlerin faizi ödeyemeyeceklerini anlamaları durumunda istedikleri şekilde ek vergi finansmanı yoluna gidebilmektedir. Bu sebeple bonolarda geri ödenmeme riski daha düşük olacaktır. Buradan hareketle aynı vadeye sahip iki farklı fon arasında geri ödenmeme riskinin farklı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu iki fon arasında da faiz oranları farklı olacaktır. Riskli olan fonlarla riski düşük olan fonların arasındaki faiz oranı farkına "risk primi" denilmektedir. Risk primi aynı vadeye sahip fonların neden farklı faizlere sahip olmasını açıklamaktadır.<sup>212</sup>

---

<sup>210</sup> Oded Sarig, Arthur Warga, "Some Empirical Estimates of the Risk Structure of Interest Rates", The Journal of Finance, Volume44, Issue5, 1989, s. 1351-1360.

<sup>211</sup> Metin Coşkun, Sermaye Piyasaları, 2.Baskı, Genç Copy Center, Eskişehir, 2008, s. 21.

<sup>212</sup> Richard Stanton, "A Nonparametric Model of Term Structure Dynamics and The Market Price of Interest Rate Risk, The Journal of Finance, Volume 52, Issue 5, 1997, s.1973-2002.

Geri ödenmeme riski ile risk primi arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Devlet bonolarında geri ödenmeme riski düşük olduğu için risk primi de düşük olacaktır. Geri ödenmeme riski yüksek olan şirketler için ise risk priminin de yüksek olması gerekmektedir.<sup>213</sup>

*Likidite Riski:* Likidite bir yatırım aracının istenen bir dönemde düşük satış maliyetiyle ve varlığın piyasa değeriyle satılabilmesidir. Likidite arttıkça tasarruf sahipleri istedikleri zaman diliminde ve piyasa değeriyle satış işlemini gerçekleştireceklerdir. Çünkü yatırım aracının piyasası hali hazırda oluşmuştur. Eğer yatırım aracı piyasada yeterli talebi görmemekte ise likiditesi düşük olacaktır. Likidite düşük ise satış işlemi maliyet gerektirecektir ve varlık istenilen zamanda kolaylıkla satılamayacaktır. Bu durumda borçlanılacak aracın likiditesi yüksek olursa o yatırım aracına talep de fazla olacaktır. Bunun sonucunda talep edilen faiz oranı düşük olacaktır. Likiditesi düşük olan yatırım araçlarında ise yeterli talep olmaması sebebi ile faiz oranı daha yüksek olacaktır.<sup>214</sup>

*Gelir Vergisi Ayrıcalıkları:* Kazanılan faiz gelirinden elde edilen vergiler farklılık göstermektedir. Bu vergilerin farklılık göstermesi sebebiyle tahviller aynı vadeye sahip olsa dahi faiz oranlarında değişiklik meydana getirecektir. Faiz gelirinden elde edilecek vergi miktarı arttıkça faiz oranı artacaktır. Faiz gelirinden elde edilecek vergi oranı azaldıkça da faiz oranı azalacaktır. Vergilerin sebep olduğu faiz oranlarındaki bu artış vergi primi olarak adlandırılmaktadır.<sup>215</sup>

Gelir vergisi de vadeleri aynı olsa dahi fonlar arasındaki faiz oranlarını farklılaştırmaktadır. Bu sebeple gelir vergisi faiz oranının risk yapısı üzerinde etkili olmaktadır.

*Döviz Kuru Riski:* Eğer tahvil farklı bir ülkenin sermayesinden oluşmakta ise döviz kurunda meydana gelebilecek dalgalanmalara karşı oluşan muhtemel riske döviz kuru riski denilmektedir. Döviz kurunda herhangi bir oynaklık anaparada değer kaybına

---

<sup>213</sup> Frederic S. Mishkin, Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı, İstanbul: Akademi Yayıncılık, 2011, s.198-199.

<sup>214</sup> Fuat Sekmen, Para Teorisi Kavram-Kuramlar-Modeller, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2012, s. 119.

<sup>215</sup> Metin Coşkun, Para ve Sermaye Piyasaları: Kurumlar, Araçlar, Analiz, (1.Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2010, s. 24.

yol açacaktır. Bu sebeple risksiz faiz oranı miktarına döviz kurlarından kaynaklı risk primi de ilave edilmelidir. Döviz kuru riski genellikle yabancı ülkeler arasında yapılan alışveriş veya borçlanma sebebi ile dış ticaret dengesinde meydana gelen farklılıklardan oluşmaktadır.<sup>216</sup>

*Öngörülme Risk Faktörü:* Vadesini ödeyebilecek durumda olan kişi veya finansal kuruluşların öngörülemedik durumlarla karşılaşması sonucunda anapara ve faiz ödemelerinin planlanan vadeye uygun gerçekleştirilememesinden kaynaklanmaktadır. Öngörülme risk faktörüne örnek olarak sel, yangın, deprem gibi doğal afetler veya ani gelişen sektörel krizler verilebilir.<sup>217</sup>

Yukarıda paylaşılan faktörlerden dolayı aynı vadeye sahip yatırım araçları arasında likidite riski sebebi ile faiz oranları farklılaşacaktır.

Şekil 16'da Faiz oranlarının risk-getiri ilişkisi grafiksel olarak paylaşılmıştır. Grafiğin dikey ekseninde beklenen getiri, yatay ekseninde ise risklilik seviyesi yer almaktadır. Yatırımcıların riskli işlemler karşısında alacakları kararlar ve ekonomik faaliyetler Markowitz'in (1952) Finansal Varlık Fiyatlama Modeline dayalı olarak ortaya atılan Menkul Kıymet Piyasa Doğrusu SML'ye (Security Market Line) dayanarak açıklanmaktadır. SML doğrusunun eğimi riskli yatırım grupları için getiri miktarını göstermektedir. Risk arttıkça yatırımcılar daha yüksek getiri elde etmeyi talep etmektedirler. Eğer piyasada risk yaratan faktörlerde artış meydana gelecek olursa SML'nin eğimi de pozitif yönde artacaktır. Bunun sebebi ise daha yüksek risk seviyelerinde yatırımcıların riskli portföyler için daha yüksek getiri talep etmeleridir.<sup>218</sup>

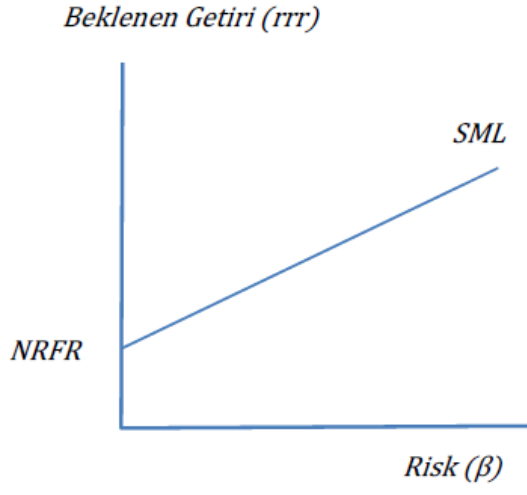
---

<sup>216</sup> Oded Sarig, Arthur Warga, "Some Empirical Estimates of the Risk Structure of Interest Rates", The Journal of Finance, Volume44, Issue5, 1989, s. 1351-1360.

<sup>217</sup> James Van Horne, "Interest-Rate Risk and the Term Structure of Interest Rates," Journal of Political Economy 73, 1965, s.344-351.

<sup>218</sup> Brigham Houston, Fundamentals of Financial Management, 8. Edition, Dryden Press, 1998, s. 186.

**Şekil 16: Risk -Getiri İlişkisi**



**Kaynak:** Frederic S. Mishkin, 2011, s.198.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FAİZ ORANININ EKONOMİK ETKİLERİ, DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI, TÜRKİYE'DE FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER VE TÜRKİYE'DE FAİZİN DÖNEMSEL ANALİZİ

#### 1. FAİZ ORANININ EKONOMİK ETKİLERİ

Makro iktisadi faaliyetlerin tamamında faiz her dönem önemli bir iktisadi kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Ekonomideki genel görünüme bağlı olarak gerek talebin arttırılması gerekse talebin azaltılmasına yönelik tedbirlerde faiz vazgeçilmez bir politika aracıdır. Meydana gelen dönemsel krizler veya daralma dönemlerinde de uygulanan faiz politikaları ile ekonomilerin makro iktisadi başarıya ulaştığı ekonomi otoriteleri tarafından iyi bilinmektedir.<sup>219</sup>

Ekonomide karar vericiler temel olarak iki ana politika aracından yararlanarak hedeflerini gerçekleştirmektedirler. Bunlardan ilki para politikası araçlarıdır, diğeri ise maliye politikası araçlarıdır. Bu temel iki araçta da parasal dengelerin sağlanması ve istikrarın korunması açısından faizin önemli işlevleri bulunmaktadır. Meydana gelecek herhangi bir parasal dengesizlikte sorunun sebebine bağlı olarak merkez bankaları faiz oranlarının arttırılması veya faiz oranlarının azaltılması yoluyla ekonomik dengeye müdahalede bulunmaktadır. Ekonomik istikrar politikalarında karar verilen faiz haddi bireylerin ve yatırımcıların tüketim tercihlerini etkileyerek tüketimin zamanlamasına da müdahale etmektedir. Borçlanma seviyesinin yüksek veya düşük olmasına göre borçlanma maliyetleri artış gösterecek veya azalacaktır. Buna bağlı olarak döviz kurunda değişiklikler meydana gelecek, tasarruf ve yatırım seviyesinde değişiklikler meydana gelecektir. Bu değişiklikler doğal olarak milli gelirden de değişimlere yol açacak ve işsizlik

---

<sup>219</sup> Michael Dotsey, "The Predictive Content Of The Interest Rate Term Spread For Future Economic Growth", Federal Reserve Bank Of Richmond Economic Quarterly, 1998, s. 84.

seviyesine de etki edecektir. Bu sebeple istikrar programlarının temel ve vazgeçilmez unsurlarından bir tanesi faiz politikaları olmaktadır.<sup>220</sup>

İktisat okulları açısından da bakıldığında fizyokrazi ile başlayarak Neo-Klasik iktisat dahil bütün iktisat okullarında faizin ekonomideki fonksiyonu incelenmiş ve ekonomik etkileri paylaşılmıştır.

### **1.1. Tasarrufların Milli Gelirdeki Payını Belirleme İşlevi**

Faiz politikasına yönelik alınan kararlar neticesinde harcama düzeyi etkilenmekte ve buna bağlı olarak da yatırım ve tasarruf seviyeleri şekillenmektedir. Neo klasik yaklaşıma göre milli gelirden ne ölçüde paranın tasarruflara yönlendirileceği konusu faizlerle doğrudan ilgilidir. Faizlerin yüksek olduğu bir ekonomide bireyler içinde bulunulan zaman diliminde tüketim yerine tasarruf etmeyi tercih edeceklerdir. Bunun sebebi şimdiki tüketim yerine gelecekteki tüketimin daha çok fayda sağlamasıdır. Keynes'in faiz ve tasarruflara yönelik yapmış olduğu araştırmalarda ise tasarruflar gelirin fonksiyonudur. Keynes'e göre gelir düzeyi düşük ekonomilerde yatırım seviyesi de istenen seviyelerde olmayacak ve düşük kalacaktır. Bu sebeple gelir düzeyi düşük ekonomik gruplarda faiz oranında meydana gelecek değişiklikler istenen seviyede tasarruf ve yatırımlar üzerinde bir etki yaratmayacaktır. Gelir seviyesi yüksek olan ülkelerde ise faizde meydana gelen düşüşler yatırımları ve buna bağlı olarak da milli geliri etkileyecektir.<sup>221</sup>

Diğer taraftan faizin düşük veya yüksek olması tercih edilecek tasarruf araçlarını da etkileyecektir. Eğer faiz oranı yüksek ise yatırım tercihi bankalar ve vadeli mevduatlardan yana kullanılacak, yatırım talebi yüksek olacaktır. Fakat faiz oranının istenen seviyede olmaması durumunda alternatif yatırım araçları olan fon, döviz ve altın gibi farklı alanlara da yönelebilir.<sup>222</sup>

---

<sup>220</sup> Thomas Laubach, "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt", FEDS Working, 2003, s.12.

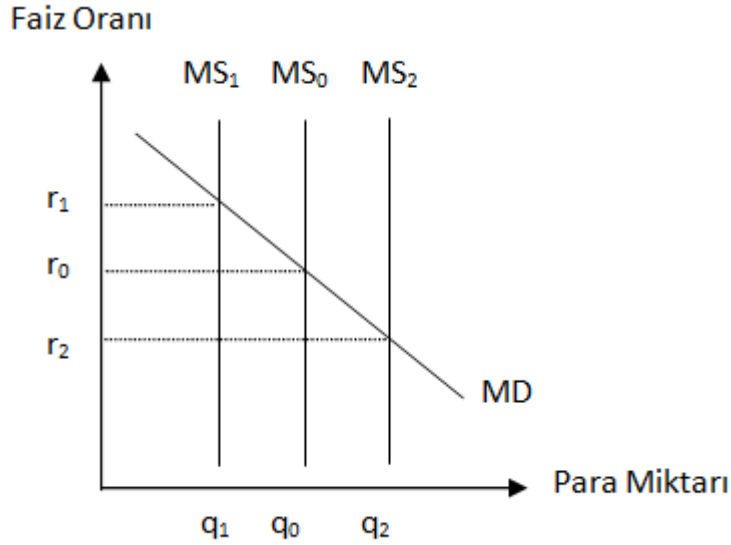
<sup>221</sup> Sergio L. Rodriguez, "Supply Side Effects of Interest Rate Policy", Erişim: <http://www.dii.uchile.cl/lacea99/papers/127.pdf>, (24.07.2019).

<sup>222</sup> Chor F Tang and K. S. CH'NG; "A Multivariate Analysis Of The Nexus Between Savings And Economic Growth In The Asean-5 Economies". Margin The Journal Of Applied Economic Research, 2012, s.385-406.



Şekil 17'de faiz oranı ile ekonomide para miktarı arasındaki ilişki gösterilmektedir. Grafikte dikey eksen de faiz oranı seviyesi yatay eksen de ise para miktarı bulunmaktadır. MS para arzı eğrisi, MD de para talebi eğrisini göstermektedir. Para arzının  $MS_0$  denge noktasında olduğunu varsayarsak piyasa faiz oranı  $r_0$  olacak ve para miktarı  $q_0$  miktarında olacaktır. Merkez bankası para arzını arttırması durumunda para arzı eğrisi sağa kayacak ve yeni denge noktasına  $MS_2$ 'de ulaşacaktır. Paranın bollaşması yatırımcıları yeni servetlere yöneltecek ve talep edilen yatırım ürünlerinin değerini arttıracaktır. Yatırım ürünlerinin değerindeki bu artış faiz oranının düşmesine sebep olacaktır. Ters durumda para arzı azalır ise piyasada yatırımcılar olması gereken düzeyde para bulunduramayacaklardır. Daha fazla para elde edebilmek amacıyla ellerinde bulunan sermayeleri satışa çıkaracaklardır. Sermayelerin satış işlemi parasal değerini düşürecek ve faiz oranının artmasına sebep olacaktır. Faiz oranı  $r_1$ 'e çıkacak ve para miktarı  $q_1$  noktasına gerileyecektir.<sup>223</sup>

**Şekil 17: Faiz oranı ile para miktarı arasındaki ilişki**



**Kaynak:** Serpil Türkyılmaz ve Erkan Özata, 2007, s. 493.

Merkez bankası para politikası işlemlerinden olan açık piyasa işlemleri ile para arz ve talebini kontrol etmektedir. Açık piyasa işlemi ile merkez bankasının piyasaya para

<sup>223</sup> Michael Parkin, Economics, Fifth Edition, New York, Addison Wesley Publishing Company, 2000, s. 724.

arz etmesi durumunda bankaların bulundurmuş olduğu rezerv para miktarının artmasına sebep olacaktır. Bu artış faiz oranlarını düşürecek ve de dolayısıyla yerli para sahip olduğu değerini kaybetmeye başlayacaktır. Paranın değerinde meydana gelecek olan bu düşüş sebebi ile yabancı yatırımcıların dikkatini çekecek ve net ihracatın artışı ile birlikte tüketim ve yatırımın da artmasına sebep olacaktır. Bu artışlar toplam talebi arttıracak ve talep eğrisini sağa kaydıracaktır. Tüm bu değişimlerin sonucunda da reel çıktı miktarı ve yatırımların artması sebebi ile milli gelir artacaktır. Bu sebeple faiz oranlarında meydana gelecek düşüşler milli gelirin artmasına olumlu yönde katkı sağlayacaktır. Merkez bankası APİ ile piyasadaki para miktarını azaltması durumunda ise banka rezervleri azalır. Faiz oranları artar ve para değer kazanır, tüketim ve yatırımlar azalır. Toplam talepteki azalma reel milli geliri düşürmektedir. Bu sebeple faiz oranlarında meydana gelecek bir yükseliş de milli gelire olumsuz etkide bulunacaktır.<sup>224</sup>

Faiz oranları ile tasarruflar sıkı bir etkileşim halindedir. Faiz oranı düştükçe tasarruflar azalacak ve reel milli gelir artacak, faiz oranının artması halinde ise reel milli gelir yavaşlamaya başlayacaktır.<sup>225</sup>

## **1.2. Sermaye Faktörünün Dağılımını Belirleme İşlevi**

Faizin etkisini gösterdiği alanlardan bir diğeri de sermaye faktörüdür. Bu sebeple gerek ekonomi otoriteleri gerekse devlet politikaları tarafından da faiz politikaları yönlendirilmektedir. Faiz oranlarının dönemsel seyri, yüksek oranlarda veya düşük oranlarda olması sonucunda sermaye dağılımının ne şekilde olacağı değişecektir. Faiz oranları ekonomide kaynak dağılımını yönlendirici özelliği sebebiyle dönemsel şartlar doğrultusunda kaynaklar etkin kullanılacağı alanlara yönlendirilecektir. Bu sayede kıt kaynaklar ekonomide yer almış olacaktır.<sup>226</sup>

Sermaye sahiplerinin veya diğer bir deyişle yatırımcıların temel hedefi karlılıklarını arttırmak ve sermayelerini büyütmektir. Bu sebeple sermaye sahipleri varlıklarını getirisi yüksek alanlara yönlendirmek istemektedirler. Sermaye sahipleri kaynaklarını dağıtırken iki farklı alternatifini değerlendirecektir. Bunlardan ilki

<sup>224</sup> Mehmet Özgen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Faiz Politikaları", Maliye Dergisi, Ocak-Şubat 1994, s. 61

<sup>225</sup> Nur Keyder, Para, Teori, Politika, Uygulama (7. Baskı), Bizim Büro Basımevi, Ankara, 2000, s.67.

<sup>226</sup> Zeynep Ada, Faiz Politikası ve Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkisi, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, 1992, s. 3.

sermayesini içinde bulunan zaman diliminde üretim süreçlerine dahil etmesidir. Diğer bir seçenek ise üretim süreçlerine girmeden yatırım yapmaktır. Eğer gelecekte beklenen gelir üretim sonucunda elde edilecek gelirden yüksek ise sermaye sahipleri üretim süreçlerine dahil olmayı tercih etmeyeceklerdir.<sup>227</sup>

Bu durumu önleyerek ekonomide yatırımları arttırmak ve ekonomik hareketlilik yaşanması için para otoriteleri veya hükümet politikaları düşük faiz oranlarını destekleyici politikalar uygulayabilirler. Böyle bir durumda sermaye sahiplerini varlıklarını faize yönlendirmeyerek üretim ve yatırım süreçlerine dahil edeceklerdir. Düşük faiz oranları sermaye faktörünün ekonomiye sağlıklı bir şekilde dağılımını sağlamış olacaktır. Diğer taraftan faiz oranlarının değişimi ile öz kaynak ve dış kaynak dengesi sağlanmakta ve sermaye faktörü üzerindeki dağılım belirlenmektedir.<sup>228</sup>

Faiz oranlarının yüksek olması durumunda sermaye sahipleri kaynaklarını üretim faktörleri içerisinde kullanmayı tercih etmeyeceklerdir. Bunun temel sebebi yatırımların şimdiki değerinin üretim maliyetini karşılamayacak olmasındandır. Üretim ve yatırım sürecinde karşılaşılan risk faktörleri, verimsizlik vb. sebeplerle sermaye sahipleri yüksek olan faiz oranlarına yöneleceklerdir. Sermaye sahiplerinin yatırımdan kaçınacak olmasının temel sebebi riskli üretim şartları ve diğer taraftan risksiz bir süreç ve vade sonunda yüksek faiz getirisidir. Faiz oranları ile yatırımlar arasında ters bir ilişki söz konusudur. Faiz oranları artış gösterdikçe yatırımlar azalacak, faiz oranları azaldıkça da yatırımlar artacaktır.<sup>229</sup>

Faiz oranları ve sermaye dağılımı ilişkisinde bir diğer önemli kavram ise dışlama etkisidir. Dışlama etkisi; artan kamu harcamalarının iç borçlanma nedeniyle faiz oranlarını arttırmasıdır. Artan faizler sebebi ile de yatırımların beklenen karlılık seviyeleri düşeceği için özel sektör yatırımları azalacak ve dolayısıyla milli gelir azalacaktır.<sup>230</sup>

---

<sup>227</sup> Selçuk Abaç, "Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye'deki Uygulamalar", Türkiye İkinci İktisat Kongresi, İzmir, 1981, s.19.

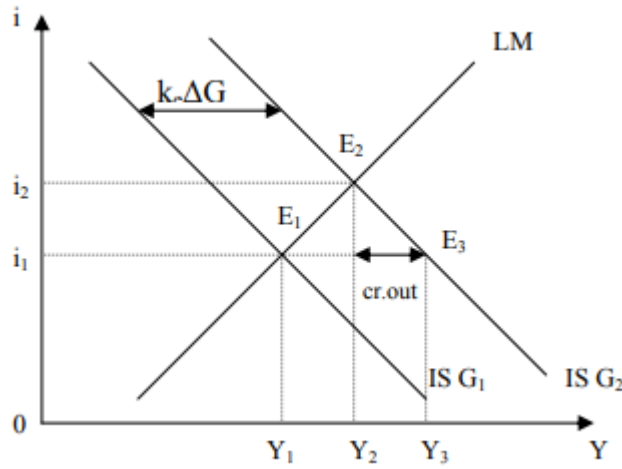
<sup>228</sup> Muhsin Kar ve Sami Taban, "Kamu Harcama Çeşitlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri", Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 2003, s.145-169.

<sup>229</sup> Muhsin Kar ve Sami Taban, a.g.e., s. 145-169.

<sup>230</sup> Isabel Argimon, Jose M. Gonzalez-Paramo and Jose M. Roldan, "Evidence of Public Spending Crowding-Out from A Panel of OECD Countries" Applied Economics, 1997, s. 1001-1010.

Şekil 18'de IS ve LM eğrileri  $E_1$  noktasında kesişerek mal ve para dengesinde dengeyi sağlamaktadır. Ekonomide çeşitli nedenlerle kamu harcamalarının arttığını varsayalım. Bu durumda IS  $G_1$  eğrisi sağa kayacak ve denge  $E_2$  noktasında sağlanacaktır. Bu durumda faiz haddi  $i_1$ 'den  $i_2$ 'ye yükselecektir. Artış sonrası toplam hasıla değerlerini gösteren  $Y_1Y_2$  arası mesafe  $Y_1Y_3$  arası mesafeden kısa olması dışlama etkisini göstermektedir.<sup>231</sup>

**Şekil 18: Dışlama Etkisi ve Yatırım İlişkisi**



**Kaynak:** Doğan UYSAL, Mehmet MUCUK, 2003, s. 161.

Dışlama etkisini bir örnekle açıklamak gerekirse ülkemizde otomotiv piyasasında uygulanan vergi politikasını dikkate alabiliriz. Yüksek kamu harcamaları sebebi ile bir finansman aracı olarak otomobillerden alınan vergi oranları yüksek oranlarda belirlenmiştir. Bunun sonucunda bireyler otomobil taleplerini ertelemekte ve bu da toplam talebi düşürmesi sebebi ile milli gelir üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır.

Ülkelerde uygulanan ekonomik politikalara bakıldığında ekonomik durağanlık veya daralma döneminde olan ülkelerde faiz düşürücü politikalar ile sermayenin yatırıma yönlendirilmesi amaçlanmıştır. Ülkemizde de 1980 yılı sonrasında uygulanan ekonomik

<sup>231</sup> Doğan Uysal - Mehmet MUCUK, "Crowding - Out (Dışlama) Etkisi: Türkiye Örneği 1975-2000", Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2003, s. 161.

politikalarda faizlerin düşük oranda tutulması gerektiği karar kılınmıştır. Bu sayede kaynaklar yatırımlara yönelecek ve ekonomik bir hareketlilik hedeflenmekteydi.<sup>232</sup>

### 1.3. Ekonomide Yapısal Değişmeyi Yönlendirme İşlevi

Faiz oranlarının bir başka fonksiyonu da ekonomide yapısal değişimlerin gerçekleştirilmesi üzerinedir. Faiz politikaları ile sanayi yatırımları ve toplam hasıla kontrol edilmektedir. Yapılan bu müdahaleler sonucunda ülke milli geliri ve verimlilikte artış hedeflenmektedir.<sup>233</sup>

Ülkelerdeki gelişmişlik ile bağlı olarak tercih edilen faiz politikası tasarrufları, yatırımları etkilemektedir. Bu sebeplerden dolayı ülkenin toplam verimliliği ve çıktı düzeyi de etkilenmektedir. Tasarrufların yatırıma dönüşmesi, bireysel faaliyetlerin yönü, iç ticaret ve dış ticaret dengesi, üretim ve tüketim hacmi gibi birçok faktör faiz oranı neticesinde etkilenmektedir. Faizin birden çok noktaya etki etmesi sebebi ile ekonomi otoriteleri de faiz konusunu kapsamlı bir şekilde ele almakta ve faiz politikalarına yer vermektedirler.<sup>234</sup>

Gelişmiş ülkeler açısından bakıldığında faiz; yatırım ve tasarrufları, dış ticaret hacmi, hisse senedi ve tahvil gibi yatırım araçlarının değerini tayin etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları; yatırılabılır fonlar üzerinde etki sağlama ve ülke kaynaklarının mobilite kontrolünde araç olarak kullanılmaktadır. Ayrıca kamu kesimi için ucuz kredi sağlama ve makroekonomik istikrarın sağlanması için de faizler para politikası aracı olarak kullanılmaktadır.<sup>235</sup>

Tasarruf yapan kişiler açısından faizin gelir sağlama fonksiyonu bulunmaktadır. Faiz haddi seviyesine göre bireyler varlıklarını belirli bir vade ile değerlendirmekte ve faiz geliri elde edebilmektedirler. Bu sebeple tasarruf yapan kesimin ekonomik tercih ve

---

<sup>232</sup> Fevzi Devrim, "Türkiye'de 1980 Sonrası Dönemde Uygulanan İstikrar Politikaları", Yeni Türkiye Ekonomisi Özel Sayısı I, 1998, s. 15.

<sup>233</sup> Maxwell J. FRY, Money, Interest And Banking in Economic Development, Second Edition, The Johns Hopkins Unverstiy Press, London, 1995, s.235-237.

<sup>234</sup> William H. Branson. "High World Interest Rates: Shortage Of Saving Or Liquidity", Ed. by Peter B. Kenen, Francesco Papadia, Fabrizio Saccomanni, The International Monetary System, Cambridge University Pres, 1994, s. 107-128

<sup>235</sup> Mehmet Özgen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Faiz Politikaları", Maliye Dergisi, S. 116, Ocak-Şubat 1994, s. 60-79

davranışları faiz oranı doğrultusunda şekillenmektedir. Faiz oranları borçlanma eğilimlerini etkileyerek ekonomi üzerinde ödünç verilebilir fonlar kapsamında bir etki oluşturmaktadır.<sup>236</sup>

Faiz, parasal aktarım mekanizması yolu ile de ekonomiye etki etmekte ve yapısal değişime müdahale etmektedir. Portföy dengesi yaklaşımına göre bireyler tasarruf yaparken portföylerinde tuttıkları yatırım araçlarının her birinden elde edilen birim fayda dikkate alınacaktır. Bir yatırım aracından elde edilecek gelir ile diğer yatırım aracının geliri eşit olduğu noktaya gelecek şekilde yatırımlarını yapacaklardır. Yani marjinal faydalarını eşitleyecek şekilde yatırımlarını değerlendirmektedirler. Portföy teorisine göre faizler yatırım kararında etkili olan önemli faktörlerden biridir.<sup>237</sup>

## 2. DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI

### 2.1. Dünya'da Merkez Bankacılığı

Merkez bankası, ülkenin para kontrolünü sağlamakla yetkili olan ve banka sistemini kontrolü altında tutan bir kurumdur. Merkez bankası ülkenin temel makro iktisadi politikalarını gözlemleyerek yönlendirmektedir. Bankacılık sisteminin merkezinde olması ve diğer bankaların da merkez bankası kontrolünde olması sebebi ile merkez bankası olarak adlandırılmaktadır.<sup>238</sup>

Dünyada merkez bankacılığının ortaya çıkması 1600'lü yıllara uzanmaktadır. O dönemlerde piyasaya fon arzı ve ekonomik faaliyetler özel bankalar tarafından yürütülmekteydi. Savaş zamanlarında veya bankaların nakde ihtiyaç duymaları anında kontrolsüzce para basımı yapılmaktaydı. Herhangi bir devlet kontrolünün olmaması ve bankaların ekonomik dinamikleri hesaba katmadan para basıyor olmaları merkez bankacılığı kavramını meydana getirmiştir. Merkez bankalarının bu dönem kuruluş amacı

---

<sup>236</sup> Rahmi Yamak ve Banu Tanrıöver, "Faiz Oranı, Getiri Farkı ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği (1990-2006)", Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2009, s. 43-58.

<sup>237</sup> Şehnaz Bakır Yiğitbaş, "Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye'de Banka Kredi Kanalı", Bankacılar Dergisi, Sayı 85, 2013, s. 72-78.

<sup>238</sup> Lawrence Broz, The Origins of Central Banking: Solutions to the Free-Rider Problem. Cambridge University Press, 1998, s. 231-268.

savaş finansmanı, ticari faaliyetler, sanayinin desteklenmesi ve devlete ödünç para verme üzerinedir.<sup>239</sup>

Dünya'da ilk merkez bankası 1668 yılında İsveç'te Riksbank adıyla kurulmuştur. Bankanın kurulma amacı ticari bankacılık faaliyetlerinin sağlanması üzerinedir. Herhangi bir ticari beklentinin olmadığı görülmektedir. 1694 yılında ise en eski ikinci merkez bankası olan The Bank of England İngiltere'de kurulmuştur. Bu bankanın kuruluş amacı Fransa ve İngiltere arasında yaşanan Dokuz Yıl Savaşları'nın finansmanının sağlanması üzerinedir. Merkez bankacılığının gelişimi Amerika Birleşik Devleti'nde 1791 yılında First Bank of United States kurularak başlamıştır. Ülkede para arzının sağlanmasına katkıda bulunmuştur. 1800 yılında Fransa'da Banque de France adıyla kurulan Fransız Merkez Bankası öncelikle özel ticari banka olarak çalışmalarını sürdürmüş daha sonra ise kamulaştırılmıştır. Bu bağlamda daha önce kurulan merkez bankalarına göre farklılık göstermektedir. İlerleyen yıllarda Bank-ı Dersaadet, Ottoman Bank, Bank-i Osmanii Şahane ve Reichbank gibi bankaların kurularak ekonomide merkez bankacılığı kavramının giderek gelişmeye başladığı görülmektedir.<sup>240</sup>

1913 yılında daha esnek, güvenilirliği daha yüksek ve istikrarlı bir iktisat politikası oluşturmak amacıyla Amerika Merkez Bankası olan Federal Reserve Bank System (FED) kurulmuştur. Merkezi Washington'dadır. FED ülkedeki ticari bankaların çok sayıda olması ve ülkenin federal yapıda olması sebebi ile tek bir merkez bankasından oluşmamaktadır. FED 12 Federal Merkez Bankasından oluşan bir merkez bankacılık sistemidir. 1929 yılında patlak veren ve 30'lu yıllar boyunca devam eden Büyük Buhran döneminin ardından FED sistemine tanınan yetkiler, merkez bankalarının bağımsızlığı sayesinde artmıştır. Amerika Birleşik Devletleri'nin para birimi olan doların tüm ülke piyasaların da yer alması sebebi ile FED kararları ve uyguladığı politikalar diğer merkez bankaları için de önem taşımaktadır. FED'in görevleri temel olarak dört ana bölümden oluşmaktadır. Yüksek istihdamın sağlanması, fiyat istikrarı, ekonomide kredi kullanımını düşük maliyetle yaygınlaştırma FED'in öncelikle sorumlu olduğu alandır. İkinci sorunluluk alanı bankacılık sisteminin düzenlenmesi ve sistemin düzgün işleyişini

---

<sup>239</sup> Türkan Gedikkaya ve Cihangül Gürler, "Ekonomik ve Parasal Birlik Hazırlıkları ve Avrupa Merkez Bankası", TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, 1999, s.45.

<sup>240</sup> Fatma Turna, Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları ve Modern Merkez Bankacılığının Bir Örneği: Avrupa Merkez Bankası, Journal Of Life Economics, 2014, s. 42-44

sağlamaktır. Risk içeren finansal kuruluşların kontrol altına alınması ve piyasalarda riskli durumun önlenmesi üçüncü sorumluluk alanıdır. Ülkede faaliyet gösteren yabancı şirketlere ve ABD ekonomisine finansal hizmetlerin sağlanması da FED'in diğer sorumlu olduğu alandır.<sup>241</sup>

Merkez bankacılığının ilerleme kaydettiği dönem 21. Yüzyıl sonrası döneme denk gelmektedir. Birinci dünya savaşı sonrası finansman ihtiyacı, kontrol altına alınamayan ekonomiler ve fiyatlar genel seviyesinin giderek artması merkez bankasına olan gerekliliği arttırmıştır. 1920 yılında Brüksel'de toplanan Milletlerarası Maliye Konferansında alınan kararlar birçok ülkede merkez bankası sisteminin kurulması kararlaştırılmıştır. Kurulacak merkez bankaları ile mümkün olduğunca hızlı bir şekilde tam istihdam seviyesine ulaşılması ve üretimi destekleyici ekonomik politikaların desteklenmesi amaçlanmıştır.<sup>242</sup>

İkinci Dünya Savaşı ve beraberinde gelen ekonomik problemlerin ardından merkez bankaları kamulaştırılmıştır. Hükümet politikaları ile merkez bankası politikaları desteklenmiş ve ekonomik istikrar hedeflenmiştir. 1970 yılında savaş sebebi ile bozulan ekonomik denge ve yeterli üretim faaliyetlerinin sağlanamaması sebebi ile yüksek enflasyon oluşmuştur. Merkez bankaları bu ortaya çıkan yüksek enflasyonu önleme üzerine politikalar geliştirmişlerdir. 1980 yılından itibaren ise ekonomik istikrar hedefine ek olarak merkez bankası bağımsızlığı sağlanmaya çalışılmıştır.<sup>243</sup>

Merkez bankaları finansal sistemin denetlenmesi ve kontrol görevini kâr amacı gütmeyen sağlaması sebebi ile ülkedeki en önemli ekonomi otoritesidir. Merkez bankaları para arzının kontrolünü sağlamakta ve gereken durumlarda ekonomiye para arzı sağlamaktadır. Devletin maliye politikasını destekleyici ve yol göstericidir. Merkez bankası devlete gereken fon arzını sağlayabilir ve hazine hesaplarını takip eder. Gereken durumlarda piyasadaki borç ihtiyacını reeskont faaliyetleri ile karşılar. Yerli paraya olan

---

<sup>241</sup> İlker Yılmaz, Merkez Bankası Bağımsızlığı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Avrupa Merkez Bankaları Sistem ve Federal Reserve Sistem, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Dicle Üniversitesi, s. 97-100.

<sup>242</sup> Frederic Kisser, Herbert Wagner, "Central Bank Independence and Macroeconomics Performance: A Survey of the Evidence", FernUniversität Hagen, Nr. 255, Haben, 1998, s. 9-12.

<sup>243</sup> William Wiseley, "A Tool of Power: The Political History of Money", John Wiley and Sons Inc., New York, 1977, s.32.



güveni artırır ve ekonomik istikrarı sağlar. Ülke hazinesinde yabancı para ve altın bulundurarak yabancı para veya altın karşısında değer kayıplarını en aza indirir. Bu sebeple merkez bankaları her ülke ekonomisinde önemli bir yere sahiptir. Ekonomik gelişmişlik ve istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmaktadır.<sup>244</sup>

## **2.2. Türkiye’de Merkez Bankacılığı**

1929 yılında dünya genelinde yaşanan ekonomik bunalım sonrası ülkemizde de merkez bankası sisteminin yaygınlaşması ve bu yolla ekonomik istikrarın yeniden sağlanması gerektiği görüşü etkili olmuştur. Türkiye’de uzun yıllar hâkim olan yüksek enflasyon, işsizlik, yerli paranın değer kaybetmesi gibi kronik problemler merkez bankası politika ve faaliyetleri ile önlenmeye çalışılmıştır.<sup>245</sup>

### **2.2.1. TCMB’nin Kuruluşu**

Cumhuriyetin ilan edildiği yıllarda ülkemizde de devlet bankası kurulmasına yönelik fikir ilk kez 1923 yılında Türkiye İktisat Kongresi’nde ortaya atılmıştır. Kongrede ülkemizde para arzının kontrollü bir şekilde yapılması, bankacılık sisteminin kontrol altında tutulması ve devlete kredi tahsisinin sağlanmasının merkez bankası aracılığı ile yapılması gerekliliği paylaşılmıştır. Bu karara yol açan sebep ise ülke içerisinde yabancı bankaların hakimiyet sağlamasını önlemek ve ulusal ticareti güçlendirmektir. Ülkemizde merkez bankası kurulmasına yönelik faaliyetler takip eden yıllarda başlamıştır. 11 Haziran 1930 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) kurulmuştur. Anonim şirket statüsünde kurulan TCMB hisselerinin bir kısmı devlet memurlarına maaşlarından kesinti yapılarak verildiği görülmektedir. Banka bağımsızlığının sağlanması amacı ile hazine içindeki payı en fazla %15 olarak kararlaştırılmıştır. 1932 yılına gelindiğinde ise bu oranın %25 olarak değiştirilmesi kararlaştırılmıştır.<sup>246</sup>

TCMB’nin kuruluş amacı “memleketin iktisadi kalkınmasına yardımcı olmak” şeklinde belirtilmiştir. Ülkemizde para politikasını etkili bir biçimde düzenleyecek, hazine işlemlerini kontrol edecek, TL’nin değerinin korunmasına yönelik tedbirleri

---

<sup>244</sup> Erdiç Tokgöz, “Merkez Bankaları Bağımsızlığı”, Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 13, 1995, s. 6-9.

<sup>245</sup> Rıza Ayhan, “Merkez Bankası ve Para Politikası”, Yeni Türkiye, Yıl 5, Sayı 27, 1999, s.268.

<sup>246</sup> Azim Özdemir, “Interest Rate Surprises and Transmission Mechanism in Turkey: Evidence from Impulse Response Analysis”, TCMB Working Paper, 2015, s. 1-27.

alacak ve gereken durumlarda piyasaya para arzını sağlayacak tek yetkili kurumun TCMB olduğu açık bir şekilde paylaşılmıştır. Kurulduğu dönemden itibaren sıkı para politikasını benimseyen TCMB bu yaklaşımını 1950 yılında aldığı kararlar revize etmiştir. Yeni politika kapsamında genişletici para politikasının devreye alınmasına karar verilmiştir.<sup>247</sup>

1970 yılına kadar 1715 sayılı kanun ile çalışmalarını sürdüren TCMB yasası 1970 yılında 1211 sayılı yasa ile değiştirilmiştir. Yeni yasa ile merkez bankası yapısında değişikliğe gidilmiş, görev ve yetkiler yeniden düzenlenmiştir. 1980 yılında TCMB politikasında değişiklik yapılmıştır. Bu değişiklik ile dışa dönük ekonomik yaklaşım desteklenmiş ve serbest piyasa ekonomisinin temelleri atılmıştır.<sup>248</sup>

2001 yılında 4651 sayılı kanunla bankacılık sistemine müdahale edilmiştir. Yeni kanunla birlikte Avrupa Birliği normları ve dünya merkez bankacılığındaki normlar TCMB'ye de kazandırılmıştır. Yapılan değişiklik ile bir önceki kanun olan 1211 sayılı Kanun'un 14 maddesinde değişikliğe gidilmiş, 7 madde yürürlükten kaldırılmış ve 1 madde de ilave edilmiştir. 4651 sayılı Kanun ile TCMB bugünkü özerk yapısına ulaşmış ve para politikası hedeflerini gerçekleştirmede bağımsızlığının daha da artmasının temelleri atılmıştır.<sup>249</sup>

TCMB'nin idari yapısını oluşturan organlar; Genel Kurul, Başkanlık, Banka Meclisi, Denetleme Kurulu, Yönetim Komitesi, Para Politikası Kurulu olarak belirlenmiştir.<sup>250</sup>

### ***2.2.2. TCMB'nin Temel Yetki ve Görevleri***

Merkez bankalarının görev ve sorumlulukları temel olarak 5 ana bölümden oluşmaktadır. Bunlardan ilki fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Bu doğrultuda düşük enflasyon oranı da hedeflenmektedir. Araç bağımsızlığına sahip olan TCMB takip

---

<sup>247</sup> Murat Duran, Gülserim Özcan, Pınar Özlü, Deren Ünalı, "Measuring the Impact of Monetary Policy on Asset Prices in Turkey" TCMB Working Paper, 2010, 1-21.

<sup>248</sup> TCMB, (2003) Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi. [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/\(17.04.2019\)](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/(17.04.2019))

<sup>249</sup> TCMB, [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve/\(22.05.2019\)](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve/(22.05.2019))

<sup>250</sup> Azim Özdemir, a.g.e., s. 1-27.

edilecek para politikası araçlarını kendi belirlemektedir. Finansal istikrarın sağlanması da merkez bankasının temel görevlerindedir. Para ve döviz piyasasına yönelik tedbirlerle finansal istikrar sağlanmaktadır. Ülkenin döviz kuru rejimi de TCMB tarafında düzenlenmektedir. Banknot basma ve ihraç imtiyazı da sadece TCMB kontrol ve hakimiyetindedir. Ödeme sistemlerine yönelik işlemler de gene merkez bankası kontrolü altındadır. Her türlü fon ve menkul kıymetin hızlı ve güvenli bir şekilde aktarımı, yeni sistemlerin kurulması ve işlemlerin kesintisiz devam etmesi merkez bankası tarafından sağlanmaktadır.<sup>251</sup>

Merkez Bankası'nın temel görevleri;

- a) Açık piyasa işlemleri yapmak,*
- b) Hükümetle birlikte Türk lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek, Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk lirası ile değişimi ve diğer türev işlemlerini yapmak,*
- c) Bankaların ve Bankaca uygun görülecek diğer mali kurumların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi dispoizibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek,*
- d) Reeskont ve avans işlemleri yapmak,*
- e) Ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek,*
- f) (20/6/2013 tarihli ve 6493 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) Türk lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemlerini ve gözetimini sağlamak ve gereken düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dahil olmak üzere kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek,*
- g) Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak,*
- h) Mali piyasaları izlemek,*
- ı) Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemektir.”<sup>252</sup>*

---

<sup>251</sup> Duygu Güneş İnal, Türkiye’de para politikası faiz kararlarının uzun dönemli faizler üzerine etkisi. Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2006, s. 15-18.

<sup>252</sup> TCMB, (2015), <http://www.tcmb.gov.tr> (22.06.2019).

Merkez Bankası'nın temel yetkileri;

- a) Türkiye'de banknot ihracı imtiyazı tek elden Bankaya aittir.
- b) Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur.
- c) Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir.
- d) Banka, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, belirleyeceği usul ve esaslara göre bu Fona avans vermeye yetkilidir.
- e) Banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini yürütür.
- f) Banka, bankaların ödünç para verme işlemlerinde ve mevduat kabulünde uygulayacakları faiz oranlarını, belirleyeceği usul ve esaslara göre bankalardan istemeye yetkilidir.
- g) Banka, mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kurumlardan ve bunları düzenlemek ve denetlemekle görevli kurum ve kuruluşlardan gerekli bilgileri istemeye ve istatistiki bilgi toplamaya yetkilidir.”<sup>253</sup>

### 3. TÜRKİYE'DE FAİZ ORANINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Türkiye'de faiz oranını iki önemli iktisadi unsur etkilemektedir. Bunlardan ilki temel faktörlerdir. Temel faktörler para arzında meydana gelen değişimler, para talebinde meydana gelen değişimler ve enflasyondur. Merkez Bankası'nın bu üç iktisadi faktör için yapacağı müdahale sonucunda ülkede faizler doğrudan etkilenecektir. Paylaşılan 3 faktöre ilave olarak ikincil faktörler de bulunmaktadır. Bu faktörler temel faktörler kadar faiz ile doğrudan bir ilişki içerisinde değildir, fakat dolaylı olarak faizleri etkilemektedir. İkincil faktörler döviz kurunda meydana gelen değişimler, kamu iç borçlanması ve uluslararası sermaye akımlarıdır.<sup>254</sup>

<sup>253</sup> TCMB, (2015), a.g.e., (22.06.2019).

<sup>254</sup> Kaan Masatçı, Burak Darıcı, "Türkiye'de Faiz Oranlarının Belirlenmesinde İçsel ve Dışsal Faktörlerin Rolü", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, Cilt 4, Sayı 6, 2006, s. 13-31.

### 3.1. Temel Faktörler

#### 3.1.1. Para Arzındaki Değişmeler

Ülkemizde de tıpkı diğer ülkelerde olduğu gibi merkez bankasının temel işlevi ekonomik istikrarı sağlamak ve gereken durumlarda para politikası aracılığıyla fon arzını sağlamaktır.<sup>255</sup>

Türkiye ekonomisinde faizlerin genel seviyesinde para arzı faizleri etkileyen temel faktörlerdendir. Ülkemizde para arzı TCMB tarafından ayarlanmaktadır. Para arzında meydana gelecek artış veya azalış faizleri doğrudan etkileyecektir. Bu değişim neticesinde de yatırımlar etkilenecektir. Para talebinin değişmediği durum dikkate alındığında reel para arzında meydana gelecek bir artış ülkemizde faiz oranını düşürecektir. Düşen faiz oranları neticesinde yatırımın maliyeti azalacağı için yatırımlar artacak ve gelirden de pozitif yönlü bir artış görülecektir. Ülkemizde 2000’li yıllardan önce TCMB herhangi bir finansman gereken durumda para basarak finansman yöntemini kullanmaktaydı. Bu sebeple para arzına yönelik her müdahalenin ülke ekonomisini etkilediği görülmektedir.<sup>256</sup>

#### 3.1.2. Para Talebindeki Değişmeler

Ülkemizde faizlerin genel seviyesine etki eden bir diğer faktör ise para talebidir. Gerek bireylerin gerekse yatırımcıların para talebi yıllar içinde sürekli artarak devam etmiştir. Bu durum Türkiye’de finansal yatırım araçlarının gelişmesine ve çeşitliliğinin artmasına sebep olmuştur. Artan çeşitlilik neticesinde ülkede para talebi daha kolay karşılanır hale gelmiştir. Bu durum faiz oranlarının piyasada daha normal şartlarda değerlendirilmesine katkıda bulunmuştur.<sup>257</sup>

---

<sup>255</sup> Düünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d7033add-774f-4358-b4f7-1fd227d640d0/11-6.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d7033add-774f-4358-b4f7-1fd227d640d0-m3fB7Ju> (10.08.2019).

<sup>256</sup> Aykut Ekinci, "Türkiye’de Para Arzının Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisinin Ekonometrik Analizi: 1990-2002 Dönemi Uygulaması", s. 7.

<sup>257</sup> Neşe Algan ve Salih Gencer, "Türkiye’de Para Talebi Fonksiyonunun Modellenmesi", Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C.XX., No:1, 2011, s.195-211.

### 3.1.3 Enflasyon

Enflasyon da ülke ekonomisi üzerinde oldukça hâkim bir güce sahiptir. Ülkemizde geçmiş yıllardan beri süre gelen yüksek enflasyon seviyeleri faizleri her dönem etkilemiştir. Bu iki ekonomik kavramın sürekli yakın bir etkileşim halinde olduğu görülmektedir. Ülkemizde 2002 yılından itibaren devreye alınan enflasyon hedefleme politikaları ile düşük bir enflasyon seviyesi ve buna bağlı olarak da düşük oranlı faiz seviyelerine ulaşılması hedeflenmiştir.<sup>258</sup>

## 3.2. İkincil Faktörler

Ülkemizde faiz oranını etkileyen 3 temel faktör bir önceki bölümde ele alınmıştır. Ayrıca ülke ekonomisine ve buna bağlı olarak faizler genel seviyesi üzerine de dolaylı etkiye sahip faktörler de bulunmaktadır.

### 3.2.1. Döviz Kuru

Ekonomiye etki eden ve dolayısıyla faizleri etkileyen dolaylı faktörlerden ilki döviz kurlarıdır. Döviz kurlarında arz ve talep dengesi serbest piyasada kendiliğinden gerçekleşmektedir. Meydana gelecek herhangi bir küresel değişim döviz dengesini ülkemizde de değiştirebilecektir. Faiz oranlarında meydana gelecek değişimler de dolaylı yollardan döviz kurlarına etki edecektir. Yükselen faiz haddi sebebi ile ülkemize daha fazla döviz girecektir. Böyle bir durumda ülkemizde Türk Lirasına talep artışı olacağından TL değerlenecek ve yabancı paraların değeri de düşecektir.<sup>259</sup>

Şekil 19'da Türkiye'de 2010 ve 2018 yılları arasında döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişki incelenmiştir. Artan döviz kurunu kontrol altına almak ve ani yükselişleri önlemek adına faizlerin arttırıldığı görülmektedir. Artan faiz oranı neticesinde ülkeye portföy yatırımların artacağı beklentisi ve bu sebeple de düşük kur seviyesine inme hedeflenmektedir.<sup>260</sup>

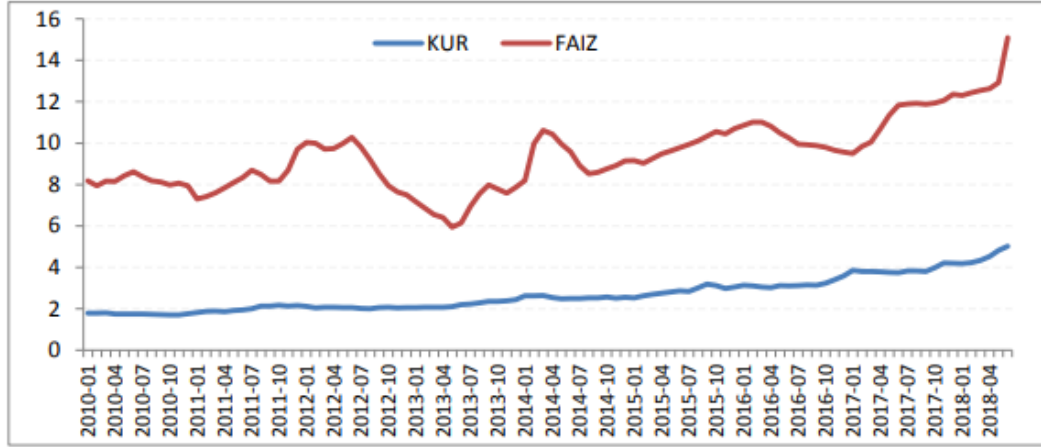
---

<sup>258</sup> Musa Atgür ve N. Oğuzhan Altay, "Enflasyon ve Nominal Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye Örneği", Yönetim ve Ekonomi Dergisi, C. XXII., No:2, 2013, s.522.

<sup>259</sup> Mehmet Şentürk, Engin Dücan, " Türkiye'de Döviz Kuru-Faiz Oranı ve Borsa Getirisi İlişkisi: Ampirik Bir Analiz", Business and Economics Research Journal Volume 5 Number 3, 2014, s, 68-76.

<sup>260</sup> Erşan Sever, Zekeriya Mızrak, "Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması", Selçuk Üniversitesi, İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Konya, 2007, s. 268-274.

**Şekil 19: Türkiye’de Faizler ile Döviz Kuru Arasındaki Etkileşim**



**Kaynak:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (TCMB EVDS)

### 3.2.2. Kamu İç Borçlanması

Bir diğer dolaylı faktör ise kamu iç borçlanmalarıdır. Ülkemizde devlet harcamalarının artması sonucunda finansman kaynağı olarak iç borçlanma yoluna gidildiği gözlemlenmektedir. 2000 yılı öncesinde iç borçlanma miktarı arttıkça faiz oranları da artmış ve ödeme vadeleri azalmıştır. 2000 yılından sonra borç miktarının düşmeye başlaması sonucunda ülkemizde faiz haddinin de azalmaya başladığı ve vade sürelerinin de uzadığı gözlemlenmektedir.<sup>261</sup>

### 3.2.3. Uluslararası Sermaye Akımları

Ülkemizde faizler genel seviyesinin dolaylı yollarla etkilendiği bir diğer iktisadi etken ise uluslararası sermaye akımlarıdır. Belirli dönemlerde yaşanan ekonomik bunalımlar ekonomi içerisinde toplam talepte daralmalara yol açmış ve piyasada riskli durumun artmasına sebep olmuştur. Böyle dönemlerde karlılıkları azalması sebebi ile yabancı yatırımcılar ülkemizde faaliyetlerini sonlandırma kararı almışlardır. Ülkeden

<sup>261</sup> Murat Demir ve Ersan Sever, "Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri", Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Şanlıurfa, 2008, s.180.

çıkışlar sebebi ile ekonomide likidite yetersizliği gündeme gelmiş ve bu durum da faizleri yukarı yönlü hareket ettirmiştir. <sup>262</sup>

#### 4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FAİZ ORANLARININ GELİŞİMİ

Bu bölümde Türkiye’de faiz oranlarının gelişimi dönemsel olarak ele alınacaktır. İlgili dönemlerde uygulanan ekonomi politikaları, önleyici politikalar ve yapısal değişiklikler kapsamında değerlendirilecektir. Türkiye’de meydana gelen ekonomik gelişmeler takip edilirken global çerçeve, devlet politikaları ve TCMB politikaları açısından da değerlendirilecektir.

Türkiye’de uygulanan para politikaları ve faiz politikaları incelendiğinde gerek içsel faktörler gerekse dışsal faktörler sebebi ile sürekli değişiklik göstermiştir. 1980 ve öncesi yıllarda ülkede temel sorunlardan olan yüksek enflasyon sebebi ile alınan tedbirler doğrultusunda faiz politikaları geliştirilmiştir. Enflasyon seviyesini azaltmaya yönelik alınan tedbir programlarının daha sonralarda faize yönelik yaklaşımı da şekillendirdiğini görmekteyiz. Fakat TCMB’nin bu dönemde hedef olarak belirlediği enflasyonun düşürülmesine yönelik politikaların etkinliğini sağlayamadığı ve daha çok kaynak açıklarının tahsisine yöneldiği görülmektedir. Takip eden yıllarda yürürlüğe konulan sıkı maliye tedbirlerinin de ülke ekonomisine ve faize yön verdiği görülmektedir. <sup>263</sup>

2000’li yıllarda karşılaşılan bankacılık krizinin getirmiş olduğu sonuçlar ve ardından merkez bankası ve hükümet tarafından alınan "Güçlü Ekonomiye Geçiş" tedbirleri ülke ekonomisi açısından önemli dönemler olmuştur. 2002 ve sonrası dönemde enflasyon hedeflemesi ve fiyat istikrarına yönelik alınan kararlar da para politikası ve buna bağlı olarak da faizi dönemler boyunca etkilediği görülmektedir. <sup>264</sup>

Merkez Bankası’nın uyguladığı iktisadi politikalar Taylor Kuralı kapsamında da değerlendirilebilir. Taylor Kuralı; 1993 yılında John Taylor tarafından öne sürülen bir

---

<sup>262</sup> Fuat Lebe, Ş. Mustafa Ersungur, " Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Ekonomik Faktörlerin Ampirik Analizi", Atatürk Ü. İİBF Dergisi, 10. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Özel Sayısı, 2011, s. 326-330.

<sup>263</sup> Erdem Başçı, Özgür Özel ve Çağrı Sarıkaya, The Monetary Transmission Mechanism in Turkey: New Developments, TCMB Research and Monetary Policy Department, 2007, s. 476-479.

<sup>264</sup> Erkan Yıldırım, Kenan Lopcu, Selim Çakmaklı ve Özlem Özkan, Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Model: Türkiye Uygulaması, 2009, s. 2.



iktisadi yaklaşımdır. Kurala dayalı politikalar ve ihtiyari politikalar ayrımında kurala dayalı politikalar tarafında yer almaktadır. <sup>265</sup> Kısa dönem borçlanma faizleri, gerçekleşen ve potansiyel gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) farkı ile gerçekleşen ve hedeflenen enflasyon oranı arasındaki sapmalarla aynı yönde değişmesi gerektiğini belirtmektedir. Taylor Kuralı'nda iki durum ve bir araç vardır. GSYİH ve enflasyon durum, faizler ise araçtır. Daha önceki çalışmalarda ağırlıklı olarak tek durum ve tek araç koşulu değerlendirilmekteydi. Enflasyon oranının arttığı durumlarda faizlerin artması gerektiği, büyümenin azaldığı durumlarda ise faizlerin azalması gerektiği paylaşılmaktaydı. Taylor Kuralı'nda aynı anda iki durum değerlendirilerek enflasyon ve GSYİH arasındaki katsayı doğrultusunda faiz haddi belirlenmektedir. Yani; fiili enflasyon oranı hedef enflasyon oranını aştığında ve/veya fiili büyüme oranı potansiyel büyüme oranının üzerine çıktığında faizler yükseltilirken; fiili enflasyon oranı hedef enflasyon oranının altında kaldığında ve/veya fiili büyüme potansiyel büyümeden düşük gerçekleştiğinde faizlerin düşürülmesi gerekecektir. <sup>266</sup>

Türkiye'de 1980 sonrası dönemde temel olarak kurala dayalı politikaların geçerli olduğu ancak TCMB'nin tam bağımsız olamaması ve artan bütçe açıkları sebebi ile kurala bağlı kalınmadığı görülmektedir. 2001 yılında Merkez Bankası gerekli düzenlemeleri sağlayarak enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçiş için hazırlıklara başlamıştır. 2006 yılında uygulamaya alınan enflasyon hedeflemesi tam olarak kurala dayalı bir politika özelliği taşımamaktadır. <sup>267</sup>

#### **4.1. Türkiye'de 2002 ve Öncesinde Uygulanan Faiz Politikaları**

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 1930'lu yıllarda kurularak faaliyetlerine başlamıştır. Merkez Bankası'nın kuruluş amacı "ülkenin ekonomik kalkınmasını sağlamak" olarak paylaşılmıştır. Aynı dönemde Atatürk'ün de teşvikleri neticesinde ülkede birçok özel teşebbüs bankası kurulmuştur. Ayrıca 1930'lu yıllar ile birlikte özel girişimlerin desteklenebilmesi adına ülkede bankacılık sektörü gelişim göstermeye

---

<sup>265</sup> Lars E.O. Svensson, "What is Wrong With Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy Through Targeting Rules", *Journal of Economics Literature*, Vol. 41, No:2, 2003, s. 436-439.

<sup>266</sup> Gülsüm Akalın, Erkan Tokucu, "Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması", *Marmara üniversitesi, İİBF Dergisi*, Cilt 22, Sayı 1, İstanbul, 2007, s. 37-53.

<sup>267</sup> Gülsüm Akalın.g.e., s. 37-53.

başlamıştır ve yerli bankaların kuruluşu hızlanmıştır. Aynı dönem içerisinde bankalar birliği de kurulmuş ve finansal olarak hareketliliğin yaşanmaya başladığı dönem olmuştur. Ardından 1940'lı yıllara gelindiğinde ülkeler arası mücadeleler ülke ekonomisini duraksama sürecine itmiştir. TCMB kuruluşundan 1950 yılına kadar sıkı para politikası uygulamıştır. İlerleyen dönemlerde ekonomik kalkınmayı desteklemek adına belirli dönemlerde gevşek politika da desteklenmiştir.<sup>268</sup>

1950-1960 arası döneme ekonomik açıdan bakıldığında dönemin başlarında temel sorun olarak kontrol edilemeyecek boyutlara ulaşan yüksek enflasyon seviyesini görmekteyiz. Bunun sebebi ise ekonomide büyümenin TCMB fonları kullanılarak sağlanmasıdır. 1958 yılında devreye alınan hazine avansı uygulaması ile TCMB'nin yapacağı katkıların belirli bir seviyeyi aşmaması sağlanmıştır. 1960 yılında yaşanan askeri darbe sebebi ile ekonomik düzen sarsılmış ve TL'de değer kayıpları yaşanmaya başlamıştır.<sup>269</sup>

1963-1970 yıllarında ekonomide kontrollü faiz para politikasının da uygulanmasıyla birlikte nispeten daha istikrarlı bir dönem yaşanmıştır. Paranın değer kaybı önlenmiştir. Üretim ve yatırım faaliyetlerinde artış ve buna bağlı olarak da büyüme yaşanmıştır. 1963-1967 yılları arasında birinci beş yıllık kalkınma planı devreye alınmıştır. Temel olarak istihdam, altyapı yatırımları ve yeniden düzenleme konularına yönelik çalışmalar paylaşılmıştır. 1968-1972 yılları arasında ikinci beş yıllık kalkınma planı devreye alınmış ve sanayi sektörünün hız kazanmasına yönelik kararlar alınmıştır. TCMB kaynaklarını fazla kullanması sebebi ile 1970 yılında ülkede yüksek enflasyon sorunu ile karşılaşmıştır. Bu sebeple tekrar devalüasyona gidilmiştir. 1973-1977 yılları arasında üçüncü beş yıllık kalkınma planı devreye alınmıştır. Bu dönemde enflasyon seviyesi yüksek olmasına rağmen büyümenin de gerçekleştiği görülmektedir. 1980 yılına doğru ülkemizde baş gösteren siyasi problemler sebebi ile ekonomik hareketlilik son

---

<sup>268</sup> Tezer Öcal, "Bankacılık Sektörü", Türkiye Ekonomisi Sektörel Gelişmesi, Yay. Haz. Çelik Aruoba, Cem Alpar, Türkiye Ekonomi Kurumu, Ankara, 1992, s. 144.

<sup>269</sup> Ali Coşkun, "Cumhuriyetin İlk Yıllarında Türkiye Ekonomisi", Atatürkçü düşünce Dergisi, sayı:4, 2003, s. 72-77.

bulmuş ve bunalım sürecine girilmiştir. Ülkede enflasyon, artan dış borçlar ve döviz sorunu ekonomiye hâkim olmuştur.<sup>270</sup>

Faiz oranlarının tayini ülkede yaşanan savaş ortamı ve aşırı kontrolcü hükümet politikaları sebebi ile 1933-1960 döneminde piyasa koşullarından bağımsız olarak tayin edilmekte idi. 1960 yılına kadar faiz oranları yasa ile belirlenmiştir. İlerleyen dönemlerde yasa ile faizlerin yönetilmesi uygulamasına son verilmiştir. Faiz haddini belirleme yetkisini Banka Kredileri Tanzim komitesi sürdürmüştür. 1970'den itibaren ise faizleri tayin etme yetkisi TCMB'ye devredilmiştir. Bu sebeple 1970 yılına kadar ülkede faizlerin piyasa aktifleri tarafından belirlendiğini söylemek mümkün değildir.<sup>271</sup>

Yetki ve sorumluluğu TCMB'nin devralması ile birlikte TCMB piyasa dinamiklerine birden serbestlik sağlamamıştır. Öncelikle ilk on yıl güdümlü faiz politikasını desteklemiştir. Güdümlü faiz politikası; belirli bir tavan ve taban değeri belirlenerek bu değerlerin aşılmadığı ve devletin faiz oranlarına tolerans değerler aralığında kalabilmesi adına müdahalelerde bulunduğu faiz politikasıdır. 24 Ocak Kararları ile birlikte ekonomik hareketliliğin artması ve bunalım döneminden çıkılması adına fiyatlar genel seviyesinde istikrar sağlanması, yatırımların arttırılması hedeflenmiştir. Ayrıca ilk defa 1980 yılında faiz politikasına serbestleşme getirilmiş ve serbest piyasa ekonomisine geçiş sağlanmıştır. Fakat gerçek anlamda serbestlikten bahsetmek mümkün değildir. Piyasaya ve özellikle piyasa faiz haddine sıklıkla müdahalelerde bulunulduğu görülmektedir. Bu dönemde belirlenen faiz politikası ile ekonominin tekrar eski düzenine ulaşması hedeflenmiştir. Faizler bu dönemde yatırımlar için önemli bir araç olarak belirlenmiş ve kaynak yaratılması için önemli bir fırsat olarak görülmüştür. Ekonomide özel bankaların artması ile birlikte bankalar arası rekabet de gündeme gelmeye başlamıştır. Piyasaya hâkim birkaç banka tarafından faizlere kendi lehlerine olacak şekilde düzenlemeler yapmaları dikkat çekmiştir. Bu sebeple faizler hedeflenen seviyelerin altında kalmıştır.<sup>272</sup>

---

<sup>270</sup> Rıdvan Karluk, Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişim, Yapısal Gelişim, Beta Yayınları, İstanbul, 2005, s. 234-492.

<sup>271</sup> Rıdvan Karluk, a.g.e., s. 234-492.

<sup>272</sup> Uğur S. Akalm, Faiz Politikası ve Kredi Mevduat Yapısı, 1977-1985. İstanbul: Marmara Üniversitesi Araştırma Merkezi, İstanbul, 1986, s. 6-8.

Merkez Bankasının hakimiyetindeki sürecin istenen etkiyi sağlayamaması sebebi ile 1981 yılında alınan bir kararla faizlerin kontrolü Maliye Bakanlığı'na devredilmiştir. Faiz oranlarının Maliye Bakanlığı'nın kontrolünde sürdürülmesi 1 yıl boyunca devam etmiştir. 1982 yılında yeni bir düzenleme ile faiz politikalarının kontrolü tekrar TCMB'ye devredilmiştir. Ancak yapılan yeni düzenlemede TCMB'ye faiz oranlarının tayin edilmesi görevi verilmemiştir. TCMB'nin görevi sadece denetim sağlama üzerinedir. Faiz oranlarının tayini ise ülkede önemli bir iktisadi hacme sahip ve iktisadi faaliyetlere yön veren bankalara devredilmiştir. Bankaların faizleri birden aşırı azaltması sebebi ile ekonomide fiyatlar genel seviyesi hızlı bir artış trendine girmiştir. Bankalar da faizleri belirleme konusunda istenen etkiye ulaşamadıkları için bu yetkinin bankalarda da kısmi olarak bırakılmasına karar verilmiştir. Yeni düzenleme ile kredi faiz haddi tayini bankalarda kalmıştır. Mevduat faizinin tayin edilmesi ise TCMB'ye devredilmiştir.<sup>273</sup>

Cumhuriyetin kuruluşundan 1980'li yıllara kadar ekonomide faiz oranları çoğu dönem önemli sorunlardan biri olmuştur. Faiz oranları devlet kontrolünde belirlenmiş ve belirli dönemlerde faiz serbestliği getirilse de bir tavan faiz oranı belirlenmiştir. Bu dönemde faizin ekonomideki işlevi yatırımları arttırmak ve fonların piyasada dolaşmasını sağlayacak politiklardır. Bu sebeple faiz oranları enflasyonun altında belirlenmiş ve negatif reel faiz politikası desteklenmiştir.<sup>274</sup>

Takip eden yıllarda ekonomide dalgalanmalar devam etmiş ve uzun yıllar denge halinden uzaklaşmayan istikrarlı bir ekonomiye ulaşamamıştır. Belirli dönemlerde görülen bankalar arası centilmenlik anlaşmaları ekonomide olumsuz sonuçlara neden olmuştur. Faiz oranları öngörülen değerlerden daha düşük seviyelere inmiş ve bu durum da enflasyonun artmasına sebep olmuştur.

Ekonominin 1980-1990 yılları arasında bankalarda karşılaştığı centilmenlik anlaşması sorunları, siyasi müdahaleler ve ülkeler arası savaş durumlarından etkilenmesi ekonomik dengeleri tamamen bozulmuş ve fiyatlar genel seviyesinde önemli artışlar yaşanmıştır. 1980'den itibaren serbest piyasa ekonomisine geçilerek ekonomik istikrarın

---

<sup>273</sup> Adnan Büyükdeniz, Türkiye'de Faiz Politikaları, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, İstanbul, 1991, s. 66.

<sup>274</sup> Nur Dilbaz Alacahan, "Enflasyon, Döviz Kuru İlişkisi ve Yansıma: Türkiye", İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, 2011, s. 50.

yeniden sağlanması hedeflenmiştir. Reel faizlerin negatif seyrine müdahale edilmiş ve pozitif reel faiz desteklenmiştir. Bu bağlamda bankalara para akışı, talebin kısılması ve fiyat istikrarı hedeflenmiştir.<sup>275</sup>

1988 yılında TCMB bankalara faiz oranını serbestçe belirleme yetkisi vermiştir. Geçmiş yıllarda önemli sorun haline gelen düşük faiz politikalarının yerine yüksek faiz politikaları teşvik edilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda TCMB yıllık mevduat faiz haddini %85 olarak tanımlamış ve bankalara faiz tayininde serbestliğin önünü açmıştır. Yatırımcıların Türk Lirası'na özendirilmesi amacıyla faizlerin yüksek değerlere ulaştığı görülmektedir. 1989 yılında yürürlüğe alınan 32 sayılı Konvertibilite ile alınacak ekonomik tedbirler ve reformlar döneme damgasını vurmuştur. Faiz hadlerine yönelik düzenlemeler, yabancı paralara ilişkin düzenlemeler ve dış pazara açılmada engellerin kaldırılması önemli kararlardandır. Yabancı sermayenin ülkede faaliyet göstermesi veya ülkeden ayrılmasına yönelik tüm engeller kaldırılmıştır. 32 sayılı kararname ile özellikle farklı ülkelerin paraları karşısında Türk Lirasının değerinin korunması amaçlanmıştır. Diğer taraftan hükümet kanadında yaratılmaya çalışılan siyasal liberalleşme sebebi ile fiyatlar genel seviyesi artmaya başlamıştır. Ayrıca yüksek iç borç seviyesi de ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. Faizler aşırı artış göstermiş bu da TL'yi gereğinden fazla değerli kılmıştır. Faizlerin giderek artması bankalar arası faiz yarışına sebep olmuştur. Birçok ufak ölçekli banka piyasadan çekilmek durumunda kalmıştır. Piyasaya olan güven azalmış ve yatırımlar da olumsuz etkilenmiştir.<sup>276</sup>

TCMB, istikrarsız bir ekonominin varlığı, enflasyonun artarak devam etmesi ve ekonomik bunalımın devam etmesi sebebiyle birtakım tedbirler almıştır. TCMB'nin 1990 yılında açıklamış olduğu ekonomik tedbirlere göre bankaların fon talebi TCMB tarafından sağlanacaktır. Devlete kredi tahsisi de TCMB tarafından sağlanacaktır. Yeterli fonun kalması durumunda da diğer kamu kurum ve kuruluşlarına destek verileceği açıklanmıştır. Merkez Bankasının almış olduğu bu kararlar dönemin birçok ekonomisti tarafından eleştirilmiş ve tüm sorumluluğun ve finansman yükümlülüğünün Merkez Bankasının aldığı paylaşılmıştır. Bu dönem TCMB'nin sorumluluk sahasının genişlemesi

---

<sup>275</sup> Nur Dilbaz Alacahan, a.g.e., s. 50.

<sup>276</sup> Ercan Uygur, Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey. Ankara, 1993, s. 1-51.

sebebi ile ekonomik tablolar istenen yönde seyir etmemiştir. Etkinlik yeterli seviyede uygulanamamış ve para politikası zayıf kalmıştır. TCMB'nin paylaşmış olduğu enflasyon öngörüsünün %50 seviyelerini aştığı görülmüştür.<sup>277</sup>

TCMB'nin uygulamaya çalıştığı para politikasının başarısız olması ve ekonomide bütçe açıklarının devam etmesi ekonomik sıkıntıların artarak devam etmesine yol açmıştır. Siyasi otoritenin hem faizlere yönelik hedefinin olması hem de yabancı paraya yönelik hedefinin olması ekonomik dengelerin bozulmasına sebep olmuştur. Bozulan ekonomik dengeler sebebi ile 1994 Krizi meydana gelmiştir. 1994 Krizi ile birlikte bankaların fon dengeleri bozulmuş ve daha sonra bu dengesizlik özel sektör faaliyetlerinde de önemli darboğazlara sebep olmuştur.<sup>278</sup>

Piyasalarda faiz oranlarının özgürce belirlenebilmesi 1995 yılında gerçekleşmiştir. Bu dönemden itibaren ekonomik serbestliğin tam anlamıyla getirildiği görülmektedir. Piyasada ekonomik bunalım 1998 yılına kadar devam etmiştir. Ekonominin çıkış yolu olarak IMF desteğinin alınması gündeme gelmiş ve 1998 yılında 18 aylık "Yakın İzleme Anlaşması" 17. kez Türkiye ve IMF arasında imzalanmıştır. Program kapsamında ülkede her üç ayda bir ekonomik göstergelere ilişkin dinamikler gözden geçirilecektir. Hedefleri yakalamak adına yapılan çalışmaların sorgulanması kararlaştırılmıştır.<sup>279</sup>

2000 yılında kura dayalı enflasyon programı ekonomide belirleyici politika olmuştur. Düşük enflasyon hedeflemesi ile birlikte reel faiz oranlarının düşürülmesi, yatırımların hız kazanması ve ekonomik büyümenin hız kazanması amaçlanmıştır. Ancak bu hedefi gerçekleştirmek için önemli bir sorun vardı. Kamu finansman açığı yüksek seviyelerde idi, böyle bir ortamda düşük enflasyon ve pozitif reel faizin gerçekleşmesi mümkün değildi. Bu sorunu çözmeye adına özelleştirmelere hız verilmesi planlanmış ve ekonomide yapısal reformlar hedeflenmiştir. Ayrıca sıkı maliye politikası, tasarrufların artması ve ekonomide şeffaflık da hedefe ulaşmak için önemli araçlar olarak

---

<sup>277</sup> Tuba Ongun, "İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme", Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:3, Sayı:2, Ankara, 2001, s. 7-9.

<sup>278</sup> Sayım Işık, Koray Duman, Adil Korkmaz, "Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması", D.E.Ü. İ.İ.B.F.Dergisi Cilt:19, Sayı:1, 2004, s.45-69.

<sup>279</sup> Nadir Eroğlu, "Türkiye'de 1990'lı ve 2000'li Yıllarda Para Politikaları", Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, C. XXVI., No:1, İstanbul, 2009, s.31-32.

belirlenmiştir. Program ilk altı ay başarılı finansal göstergelere ulaştıktan sonra ekonomide birtakım dengesizlikler meydana gelmeye başlamıştır. Enflasyonun hedef doğrultusunda düşmemesi, TL'nin aşırı değerlenmesi bankalarda meydana gelen krizler ve faizlerde yaşanan önemli artış Kasım 2000 Krizi'ne sebep olmuştur.<sup>280</sup>

Ayrıca Kasım 2000 krizinden sonra Uluslararası Para Fonu (IMF) ile 2000 yılında imzalanan 3 yıllık "Stand-by Anlaşması" ile faiz seviyelerinin düşürülmesi hedeflenmiştir. Ayrıca yabancı paralar için de katı politikalar devreye alınmıştır. Bu dönemde hedeflenenin aksine faizlerin sürekli artması ekonomik dengeleri daha çok yıpratmaya başlamıştır. TCMB 2001 yılında almış olduğu kararla para politikası aracında değişikliğe gitmiştir. Alınan kararla kısa vadeli faizler para politikasının aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu dönemde yapısal önlemlerin piyasada varlığını sürdürememesi sonucunda Şubat 2001 krizi yaşanmıştır. Faiz oranları son dönemlerdeki en yüksek seviyesine Şubat 2001 Krizi ile ulaşmıştır. Türk Lirasının değer kaybı %40 seviyelerine ulaşmış ve gecelik faiz oranı %6200 gibi yüksek değerlere ulaşmıştır. Bankalarda ciddi bir finansal kriz gündeme gelmiş ve özel sektörde iflaslar başlamıştır. Takip eden dönemde faiz oranı kademeli olarak düşürülmüştür.<sup>281</sup>

14 Nisan 2001 tarihinde döviz kuru çıpası terk edilerek "Güçlü Ekonomiye Geçiş" programı yürürlüğe konmuştur. Bu program IMF desteği ile birlikte hazırlanmış ekonomik bir programdır. Program ile birlikte birçok ekonomik unsur için hedefler belirlenmiştir. Bu hedeflere ait ana başlıklar ise; makro ekonomik hedefler, mali sektör hedefleri, kamu finansmanını güçlendirmeye yönelik hedefler, rekabeti destekleyici hedefler, maliye politikası değişiklikleri ve ödemeler bilançosunda yapılacak değişikliklerdir. Düzenlemeler hedefler doğrultusunda tayin edilmiş ve kamuoyu ile paylaşılmıştır. Ayrıca kısa vadeli faizler de Merkez Bankası'nın temel politika aracı olarak belirlenmiştir.<sup>282</sup>

---

<sup>280</sup> Semra Aydoğdu Bağcı, "Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizlerinin Dış Ticarete Etkileri", Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı 8, 2016, s. 46-54.

<sup>281</sup> Cem Mehmet Baydur, Yükselen Reel Faizler Türkiye'de Toplam Talebi Artırır, Finans Politik& Ekonomik Yorumlar, C. XLIV., No:508, 2007, s.17-19.

<sup>282</sup> Emine Nida KOL, Zeynep KARAÇOR, " 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve İstihdam Üzerine Etkileri", Maliye Dergisi, Sayı 162 Ocak -Haziran 2012, s. 379-390.

Programın en dikkat çeken bölümleri ise kurumsal ve yapısal düzenlemelere önem verilmeye başlanmasıdır. Bu program ile döviz kurunun dalgalı rejime dönmesi ve üç yıl içinde enflasyonun %5 seviyesine inmesi gerekliliği açıkça belirtilmiştir. Dengeli bir devlet bütçesinin yeniden hazırlanması kararlaştırılmış, devlet bütçesinde açıklık ve şeffaflık hedeflenmiştir. Kamuda israfın önlenmesine yönelik hukuksal düzenlemeler, özelleştirme politikaları, bütçe dengesinde faiz dışı fazla verilmesi hedeflenmiştir. Ayrıca kura aşırı oynamalar haricinde müdahale edilmeyecek olması da paketin dikkat çeken maddeleri arasında olmuştur.<sup>283</sup>

#### **4.2. Türkiye'de 2002 - 2008 Arası Uygulanan Faiz Politikaları**

2002 yılında Merkez Bankası temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaya devam etmiştir. Merkez Bankası baz aldığı faiz oranı olarak gecelik borçlanma faiz oranını seçmiş ve ekonomideki faizin değişimini bu bağlamda takip etmiştir. Ekonomide güçlenen güven ortamı, fiyatlar genel seviyesinde anormal artışların son bulmuş olması, Güçlü Ekonomiye Geçiş programında hedeflenen kamusal tasarrufların başarıya ulaşması ve bütçede disiplinin sağlanması ekonomi üzerinde pozitif bir ortam meydana getirmiştir. TCMB ekonominin seyrinin istenen yönde gitmesi ve istikrarın sağlanmış olması sebebi ile faizlerde art arda düşüşe gitmiştir. Gecelik faizler %44 seviyesinden %26 seviyelerine kadar düşmüştür.<sup>284</sup>

Kamuda alınan tasarruf tedbirleri, israfın önlenmesi, şeffaflık, ekonomide açıklık, güvene dayalı politikalar ve sıkı maliye politikası ekonomide önemli tasarruflar yaşanmasına neden olmuştur. Ekonomi 2002 yılında faiz dışı fazla vermiş ve devam eden yıllarda da devam etmiştir. Ekonomiye güven yatırımların artması, tüketimlerin hızlanması gibi birçok faktörü olumlu yönde etkilemiştir. Ayrıca enerji sektörüne yönelik revizyonlar ve rekabeti arttırıcı politikaların da geliştirilmiş olması ekonominin başarılı tabloyu sürdürmesinde önemli faktörlerden olmuştur.<sup>285</sup>

---

<sup>283</sup> Emine Nida KOL, Zeynep KARAÇOR, a.g.e., s. 379-390.

<sup>284</sup> TCMB 2003 Yıllık Raporu, [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/667c7904-1baa-4ca3-9c7d-eb0a23d28826/2003\\_Yillik\\_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-667c7904-1baa-4ca3-9c7d-eb0a23d28826-mh5zofC](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/667c7904-1baa-4ca3-9c7d-eb0a23d28826/2003_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-667c7904-1baa-4ca3-9c7d-eb0a23d28826-mh5zofC), (12.08.2019).

<sup>285</sup> Fatih Özatay, "Türkiye Ekonomisi ve IMF Politikaları", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi,18 ,2003 s. 52.



2002 yılı sonunda TCMB öngörülerinde de önemli başarılar sergilemiştir. TCMB'nin dönem başında öngördüğü enflasyon beklentisi ve dönem sonunda gerçekleşen değerler incelendiğinde pozitif yönde önemli bir farkın olduğu görülmektedir. Enflasyon bu dönemde 4,7 puana düşmüştür. Bu durum da Merkez Bankası'na olan güvenin artmasında önemli faktörlerden birisidir. Gecelik faizlerde de düzenli olarak düşüşlerin yaşanıyor olması ve istikrar ortamı Merkez Bankası'na olan güveni daha da sağlamlaştırmakta ve uygulanan politikaların ekonomide destek gördüğünü işaret etmektedir.<sup>286</sup> Fakat gene de bu dönemde faizlerde meydana gelen düşüş enflasyon seviyesindeki düşüşten daha yavaş seyretmiştir. Faizlerin enflasyona göre daha az düşürülmesinin sebebi ise faizlerin düşmesi durumunda enflasyonun artışa geçeceği beklentisinden kaynaklanmaktadır.<sup>287</sup>

İstikrarlı büyüyen bir ekonomi, Merkez Bankasına güvenin artmasına sebep olmuştur. Enflasyonun da düşmesi ile birlikte bireylerin geliri daha çok artmış ve ekonomideki tüm para harcamalara yönlendirilmiştir. Bu durum TCMB'nin enflasyon hedefini başarıya ulaştırmasını zorlaştırmıştır.<sup>288</sup>

2002 yılına kadar devam eden istikrarlı ve büyüyen ekonomi ortamı 2002 yılı sonunda bozulmaya başlamıştır. 2002-2005 yıllarında ülkede enflasyon seviyesi artış göstermeye başlamıştır. TCMB enflasyon problemini çözme adına enflasyon hedeflemesi yaklaşımını uygulama kararı almıştır. Dönemin iktisadi yapısı, dolarizasyon ve kamu borcu sebebi ile “örtük enflasyon hedeflemesi” devreye alınmıştır. Bu doğrultuda kısa vadeli faiz oranları enflasyon seviyesinin düşürülmesinde araç olarak kullanılmıştır. Alınan kararlara ilave olarak para tabanının da çapa olarak kullanılacağı paylaşılmış ve enflasyona yönelik hedeflerin güvenilirliği arttırılmak istenmiştir. Bu sayede enflasyonun

---

<sup>286</sup> Fazilet Çavuşoğlu, Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği, (Basılmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, 2010, s.58.

<sup>287</sup> Cem Mehmet Baydur, Yükselen Reel Faizler Türkiye’de Toplam Talebi Artırır, Finans Politik& Ekonomik Yorumlar, C. XLIV., No:508, 2007, s.17.

<sup>288</sup> Cem Mehmet Baydur, a.g.e., s.17.

eski değerlerine ulaştırılması hedeflenmekte idi. Bu dönemde kısa vadeli faiz politikası politika aracı olarak kullanılmaya devam etmiştir. <sup>289</sup>

IMF ile yürütülmekte olan Para Programında belirlenen tüm hedeflere 2003 yılında yapılan kontrollerde uyulduğu da gözlemlenmiştir. <sup>290</sup> 2002 yılında uygulamaya geçen örtük enflasyon hedeflemesi ile enflasyon değerlerinin belirlenen seviyelerin altında kalması sağlanmıştır. Bu olumlu gelişmeler paranın kırılganlığının azalmasına ve merkez bankasının bağımsızlığının artmasına katkı sağlamıştır. <sup>291</sup>

2005 yılında TCMB önemli bir karara imza atarak TL'den altı sıfır atılmasına karar vermiştir. Geçiş esnasında ekonomide herhangi bir olumsuzluk yaşanmamış olması mali disiplinin aynı kararlılıkta devam ettirilmesi ve reformların devam ediyor olması TCMB'ye olan güveni arttırmıştır. 2005 yılında alınan önemli değişikliklerden bir diğeri ise Para Politikası Kurulu'nun aylık olarak toplanmasının şart getirilmiş olmasıdır. Bu olumlu gelişmeler sonucunda TCMB gecelik borçlanma faiz indirimlerine düzenli olarak devam etmiştir. Faiz oranlarını 2004 yılında %26 değerlerinden yıl sonunda %18 seviyelerine kadar kademeli olarak düşürmüştür. 2005 yılında da aynı şekilde faiz indirimleri devam etmiş ve aralık ayında %13,5 seviyesine kadar gerilemiştir. Yıl sonu enflasyon değeri %7,72 ile hedefin altın kalmayı başarmıştır. <sup>292</sup>

2006 yılı ile birlikte ekonomide örtük enflasyon hedeflemesinden vazgeçilmiş ve açık enflasyon hedeflemesine\* geçilmiştir. Enflasyon hedefinin başarıya ulaşması için daha önce alınan maliye politikaları, şeffaflık ve tasarruflara yönelik tedbirlerin de artarak devam edeceği paylaşılmıştır. <sup>293</sup>

---

<sup>289</sup> Erdem Başçı - Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği No:11/8, 1-18, 2011, s.1-18.

<sup>290</sup> Cem Mehmet Baydur, a.g.e., s.17.

<sup>291</sup> Erdem Başçı - Hakan Kara, a.g.e., s.1-18.

<sup>292</sup> TCMB, Yıllık Rapor, [https://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-mh5zvu9](https://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-mh5zvu9), (13.08.2019).

\* Açık enflasyon hedeflemesi: merkez bankasının sadece enflasyonu düşürmeye yönelik tedbirler alması ve diğer değişkenlere odaklanmadığı yaklaşımdır.

<sup>293</sup> Cem Mehmet Baydur, "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Politikası: Doğru Mu? Yanlış Mı?", Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl 43, Sayı:506, 2006, s. 46.

*"TCMB, açık enflasyon hedeflemesine geçmek için 2006 yılını beklemekle doğru bir zamanlama yapmıştır. Merkez Bankası'nın açık enflasyon hedeflemesine geçmesinin önündeki engellerin zayıflaması, operasyonel hareket serbestisini arttırmıştır. Türkiye'de enflasyon oranları, döviz kurları, üretim ve istihdamda büyük dalgalanmalar yaşanma olasılığını azaltmak ve aynı zamanda kamuoyu desteğine sahip olabilmek için, nokta hedef açıklanmasına rağmen, esnek enflasyon hedeflemesinin tercih edildiği anlaşılmaktadır. Nokta hedef etrafında belirlenen  $\pm 2$  puan belirsizlik aralığı bu esnekliğe işaret etmektedir. Merkez Bankası, bu esneklik sayesinde olası dalgalanmaların yol açabileceği kredibilitede ve toplum desteğinde kaybı önlemiştir."* <sup>294</sup>

2006 yılına kadar faizlerin azalan yönlü gidişi 2006 yılı ile birlikte son bulmuştur. Para politikası kararlarında faizlerin stabil kalması kararlaştırılmıştır. Mayıs ayı ile birlikte faizlerin artmasına karar verilmiştir. Gecelik borçlanma %13,25 seviyesinden %17 seviyelerine çıkartılmıştır. <sup>295</sup>

ABD'de başlayarak dünyaya yayılan küresel kriz sebebi ile 2007 yılı ile birlikte TCMB daha temkinli davranma kararı almıştır. Bu bağlamda sıkı para politikasının devreye alınması gündeme gelmiş ve bu yönde karar alınmıştır. ABD ve Japon merkez bankalarının faizleri arttırmış olması TCMB'nin de risklerden korunmak adına faizleri arttırmasına neden olmuştur. Faizlerde artış yapılması dönemin önemli kararlarından birisi olmuştur. <sup>296</sup>

Tasarruf tedbirleri ve parasal sıkılaştırma neticesinde 2007 yılında fiyatlar genel seviyesinde düşüşler gözlemlenmiştir. Faizlerin arttırılmış olması bu duruma yardımcı olan en önemli faktörlerden birisi olmuştur. 2007 yılının birinci yarısında özel sektörde meydana gelen ekonomik hareketlilik toplam talepte olumlu bir artışa sebep olmuştur. Ayrıca ihracata da katkıda bulunarak dış ticaret hacmini genişletmiştir. Fakat yılın ikinci

---

<sup>294</sup> <http://dergi.kmu.edu.tr/userfiles/file/aralik2007/PDF/1.pdf>, İlhan EROĞLU, "Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi" (15.08.2019).

<sup>295</sup> Durmuş Yılmaz, Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları. TCMB Ekonomi Notları, İstanbul, 2009, s. 14-15.

<sup>296</sup> Christian Keller, Peter Kunzel and Marcos Souto, "Measuring Sovereign Risk in Turkey: An Application of the Contingent Claims Approach", IMF Working Paper, WP/07/233, 2007, s. 20.

yarısında yerli para değer kaybetmeye başlamıştır. Ayrıca ithalat oranları artmış ve dış ticaret açığı da artış göstermiştir. <sup>297</sup>

Tablo 1 Türkiye'de 2002-2008 yılları arasındaki temel finansal değişkenlerin düzeyini göstermektedir. Reel efektif döviz kuru (REDK) ilgili dönemde ciddi değer kazanmış ve yerli para yabancı paralar karşısında gücünü giderek arttırmıştır. Enflasyon oranı çift haneli rakamlardan tek haneli rakamlara inmeyi başarmıştır. Küresel kriz sonrası düşük miktarda artış yaşanmıştır. Fakat dönemin şartları düşünüldüğünde şaşırtıcı olmamıştır. Mevduat faizleri de 2002 yılından itibaren düşürülmüş ve takip eden yıllarda istikrarlı bir çerçevede tutunmayı başarmıştır. 2002-2005 arasına baktığımızda ekonomik hareketliliğin yaşandığı ve istikrarlı bir dönem olduğu açıkça görülmektedir. 2006 sonrasında küresel kriz ve ardından gelen ekonomik şoklar sebebi ile TCMB politikaları kısmen değişmiştir. TCMB bu hamlesi ile ekonomik istikrara tekrar geri dönmeye çalışmıştır. <sup>298</sup>

**Tablo 1: 2002 - 2008 Yılları Arasında Finansal Göstergeler**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>REDK(1995=100)</b>	125,4	140,6	143,2	171,4	160,1	190,3	168,8
<b>Enflasyon Oranı*</b>	44,83	25,24	8,58	8,18	9,60	8,74	10,44
<b>Mevduat Faiz Oranı</b>	48,19	28,59	22,06	20,38	23,72	21,03	25,68
<b>Hazine Bonosu Faiz Oranı</b>	62,70	46,0	24,7	16,3	18,1	18,4	19,2
<b>GSMH Artış Oranı</b>	6,16	5,26	9,36	8,40	6,89	4,66	0,65

**Kaynak:** TCMB, EVDS

Özet olarak 2002 -2008 yılları arasında ülkede yaşanan ekonomik gelişmeler incelendiğinde dönemi genel olarak iki gruba ayırmak gerekecektir. Dönemin birinci yarısında başarılı bir ekonomi politikasının uygulandığı görülmektedir. Başarılı politika neticesinde hedeflenen faizlerin düşürülmesi sağlanmıştır. Bu politika ile ekonomide

<sup>297</sup> TCMB: Yıllık Rapor, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9845e257-4837-4a9a-8bb6-c59ad28a416b/08turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9845e257-4837-4a9a-8bb6-c59ad28a416b-mgX2Wti>, (17.08.2019).

<sup>298</sup> Başak Erçevik, Döviz Kuru ve Faiz Oranının Dış Ticaret Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011, s. 101-106.

istikrar güçlenmiş ve fiyatlar genel seviyesi de düşme trendine girmiştir. Yatırımlar artmış ve sıkı maliye politikası ciddi tasarruflara neden olmuştur.

2005-2007 yılları arasında ise küresel şokların da etkisiyle enflasyon hedefini tutturmak zorlaşmıştır. Ayrıca faizler uzun bir aradan sonra tekrar artmaya başlamıştır. Ekonomide güven ortamı yerini temkinli yatırım ve harcamalara bırakmıştır.

### **4.3. Türkiye'de 2008 ve Sonrası Uygulanan Faiz Politikaları**

2007 yılında yaşanan Küresel Krizin etkileri sebebi ile piyasalarda likidite sıkışıklığı yaşandığı ve ekonomide krize yönelik tedbirlerin alındığı görülmektedir. Eşgüdümlü ekonomi politikası uygulanmıştır. Ekonomide herhangi bir parasal kriz yaşanmaması adına TCMB paranın bankalar arası piyasada dağılımına önem vermiştir. Ayrıca TCMB bankacılık sektöründe tekeli faaliyetlerin önüne geçerek bankalar arası etkinliği arttırmayı hedeflemiştir. Ekonomik tahribatın minimum seviyeye indirilmesi için destekleyici kamu maliyesi araçları da kullanılmıştır. Merkez Bankası faiz konusunda da temkinli kararlar almayı tercih ederek herhangi bir faiz indirimi gerçekleştirilmemiştir. Küresel şoklardan korunmak ve piyasada riskleri mümkün olduğunca en aza indirmek adına belirli dönemlerde faizi arttıracak yönde müdahaleler yapıldığı görülmektedir. Bu dönemde sadece Türkiye'de değil dünya genelinde de faizlere yönelik benzer politikaların izlendiği görülmektedir. Ülkeler piyasada meydana gelebilecek ekonomik göstergelerde ani sıçramalara karşı faizleri güvenli bir araç olarak görmüş ve belirli periyotlarda faizleri arttırmışlardır.<sup>299</sup>

Ekonomide yaşanan durgunluk ve bu durgunluğun reel sektöre yayılmasını önlemek üzere 2008 yılında ekonomik tedbir paketleri gündeme gelmiş ve hızlıca yürürlüğe konmuştur. Bu program ile kamu kesimine yönelik tedbirler ve vergi indirimi olmak üzere iki ana alana odaklanılmıştır. Reel ekonomide canlanma sağlamak amacıyla önemli sektörlerde vergi muafiyeti getirilmiştir. Otomotiv piyasası muafiyetin getirildiği önemli sektörlerden olmuştur. Yapılan vergi indirimleri sektörde toplam talebin artmasına olumlu yönde katkı sağlamıştır. Yatırımlara teşvik verilmeye başlanarak ekonomik hareketliliğin hız kazanması hedeflenmiştir. "Varlık Barışı" ile yurt dışında

---

<sup>299</sup> Erdem Başçı, Hakan Kara, Finansal İstikrar ve Para Politikası. İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 26, 2011, s. 11-13.

tutulan sermayenin ülkeye yatırılması hedeflenmiştir. Ayrıca kobilere yönelik teşvik ve indirimler de uygulamaya konulmuştur. Alınan tedbir paketi ile birlikte ekonomide ufak hareketlenmeler başlamış ve özellikle işsizliğin artması önlenmiştir.<sup>300</sup>

Tablo 2'de 2008 yılı Para Politikası Kurulunun faizlere yönelik almış olduğu kararlar ve faizlerde meydana gelen değişimler gösterilmektedir. Yıl boyunca aylık bazda yapılan 12 toplantıdan 5'inde faizlerde değişiklik yapılmaması kararı alınmıştır. Fakat Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında ise faizlerde %0,5 puanlık düzenli artış yapıldığı görülmektedir. TCMB faizlerin artışına yönelik yapmış olduğu bu hamle ile sermaye girişlerinin artmasını sağlamıştır. Artan sermaye girişleri yoluyla da ekonomide likidite artışı sağlanmıştır. Bu dönemde enflasyonun da sürekli olarak yukarı yönlü hareket etmesi Merkez Bankasının bu kararı almasında etkili olmuştur.<sup>301</sup>

**Tablo 2: 2008 Yılında Türkiye Faiz Oranlarında Değişim**

PKK Toplantı Tarihleri	Faiz Kararları	Faiz Oranı
17 Ocak 2008	-0,25	15,50
14 Şubat 2008	-0,25	15,25
19 Mart 2008	Değişiklik yok	15,25
17 Nisan 2008	Değişiklik yok	15,25
15 Mayıs 2008	+0,50	15,75
16 Haziran 2008	+0,50	16,25
17 Temmuz 2008	+0,50	16,75
14 Ağustos 2008	Değişiklik yok	16,75
18 Eylül 2008	Değişiklik yok	16,75
22 Ekim 2008	Değişiklik yok	16,75
19 Kasım 2008	-0,50	16,25
18 Aralık 2008	-1,25	15,00

**Kaynak:** TCMB, 2008 Yıllık Raporu, s. 46.

Küresel bunalım ve ekonomideki tedirgin bekleyiş 2009 yılında ülke genelinde yatırım ve harcama dengesi üzerine olumsuz etkiler yaratmıştır. Geleceğe dair belirsizlik

<sup>300</sup> Vedat Kaya, Ahmet Çelik, " Küresel Finans Krizi Sürecinde Merkezi Yönetim Bütçe Harcamalarının Görünümü", Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 29, Sayı: 2, 2015, s. 281.

<sup>301</sup> TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), Yıllık Rapor. Ankara: TCMB, 2008, s. 46.

durumu toplam talebin sert şekilde düşmesi ile sonuçlanmıştır. Dış pazarda da benzer bir tablonun olması ülke ekonomisinde bunalımdan çıkış için alternatif yol bırakmamıştır. Bu sebeple 2009 yılının ilk yarısı ekonomik bunalımların öne çıktığı bir dönem olmuştur. İlgili dönemde Türkiye'nin krizin etkileriyle mücadele anlamında faiz politikalarında önemli değişiklikler olmuştur. Krizle mücadele etmek için düşük faiz politikalarına geçilmiştir.<sup>302</sup>

Bu durum yılın ikinci yarısından itibaren nispeten düzelmeye başlamıştır. TCMB piyasalarda yeniden istikrarlı döneme giriliyor olmasının sinyallerini vermiştir. Bu durum piyasalarda olumlu karşılanmış ve piyasalar hızlı bir toparlanma sürecine girmiştir. Fiyatlar üzerindeki baskı kademeli olarak ortadan kalmış ve enflasyon da beklenen değerinin altına inmeyi başarabilmiştir. Bu durum TCMB'nin hedeflediği düşük faiz politikasının yeniden uygulamaya geçirilmesine sebep olmuştur. 2008 Aralık ayında %15 olan faiz haddi 2009 Nisan ayında tek haneli değerlere inebilmiş ve %9,75 seviyesine gerilemiştir. 2009 Aralık ayında ise faizler %6,50 olarak belirlenmiştir. Yapılan ekonomik hamleler sonucunda istikrar ortamı yeniden ekonomiye kazandırılmıştır. Nominal ve reel faizler politika doğrultusunda başarılı bir şekilde düşürülmüştür. 2009 yılında dış ticaret açığında da azalma görülmesi dönem içinde olumlu görülen diğer bir ekonomik faktör olmuştur. TCMB yıllık raporunda da faizlerde yaşanan radikal düşüşün dünya ülkelerinde yaşanan faiz düşüşlerinden daha fazla seviyede olduğunu paylaşmıştır.<sup>303</sup>

2009 yılında ekonomide güvenin yeniden sağlanmış olması sebebi ile faiz oranlarındaki düşüşler 2008 yılında yapılan bazı faiz indirimlerinden daha fazla oranda olmuştur. 2008 yılında faizler yılın ilk ayında %15,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yıl içinde faizlerde ufak artış ve azalışlar yaşanmıştır. Ancak yıl sonunda önemli bir düşüş görülmeyip faiz haddi %15 seviyesinde yılı tamamlamıştır. 2009 yılı başında ise %13 olan

---

<sup>302</sup> Alper Yakupoğlu, "Merkez Bankası'nın 2002-2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi", Maliye Finans Yazıları, No:88, 2010, s.45-47.

<sup>303</sup> TCMB. 2008. 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, (16 Aralık) s.14.

faizler yıl sonunda %6,5 seviyesine düşmüştür. Bu durum ekonominin 2009 yılında daha istenen yönde seyrettiğinin bir işaretidir.<sup>304</sup>

Mevduat faizlerinde yaşanan hızlı düşüş benzer şekilde kredi faizlerinde de yaşanmıştır. Her iki faiz türünün de azalması sonucu kredilerin bilanço içerisindeki miktarı da yükselmiştir. Merkez Bankasının stratejileri doğrultusunda olumlu katkılar sağlanmış, ekonominin etkinliği arttırılmıştır.<sup>305</sup>

Gerek ülke içi ekonomik bunalım gerekse ülke dışı ekonomik bunalım dikkate alındığında küresel kriz sonrası ekonomide toparlanmanın daha hızlı bir şekilde gerçekleştiği görülmektedir. Krizin etkilerinin çok kısa bir sürede atlatılmış olmasındaki en temel sebeplerden bir tanesi TCMB'nin uyguladığı doğru faiz politikalarıdır. Ekonomik otorite ekonomiyi iyi analiz etmiş ve politika araçlarını doğru tayin ederek ekonomiye gereken zamanda doğru müdahaleleri yapmıştır.

Uygulanan para politikalarının ekonomide pozitif karşılanması sonucunda 2010 yılı ile birlikte ülkeye diğer ülkelerden fon transferinin hız kazandığı görülmektedir. Bu dönemde ekonomide yabancı yatırımcılar artmış ve TL değerlenmiştir. Faizlerde kısa sürede görülen negatif yönlü seyir sonucu faizler uzun yıllar boyunca erişilemeyen oranlarına geri gelmiştir. TCMB 2010 yılında paylaştığı yıllık beklenti raporlarında faiz oranlarını daha düşük seviyelere indirmeyeceğini açıkça belirtmiştir. Merkez Bankası hedefinin mevcut faiz oranının korunması olduğunu da raporda paylaşmıştır. Ekonomik seyrin istenen doğrultuda gidiyor olması sebebi ile TCMB nisan ve mayıs aylarında para politikası faaliyetlerine yönelik normalleşme stratejilerini paylaşmıştır. Burada alınan en önemli karar Merkez Bankası ekonomik istikrarını kuvvetlendirmek için farklı para politikası araçlarını da kullanacağını açıklamış olmasıdır. Bunun dışında ekonomide herhangi bir önemli bir gelişme olmamıştır. Kriz sonrası alınan acil tedbirlerin kaldırılması ve normal ekonomik düzene dönüş sağlanmaya çalışılmıştır.<sup>306</sup>

---

<sup>304</sup> Cem Mehmet Baydur, Yükselen Reel Faizler Türkiye'de Toplam Talebi Artırır, Finans Politik& Ekonomik Yorumlar, C. XLIV., No:508, 2007, s.17-19.

<sup>305</sup> Cem Mehmet Baydur, a.g.e., s.17-19.

<sup>306</sup> Belkıs Seval ve Kerem Özdemir, "2000'li Yıllardan Günümüze Değişen Türkiye Ekonomisi", Serpam Araştırma Raporları, Haziran 2013, s.16-17.



2010 yılında Merkez Bankası bağımsızlığının daha da artmış olduğu görülmektedir. TCMB'nin doğru piyasa analizleri neticesinde 2010 yılında ekonomik açıdan olumlu gelişmeler yaşanmıştır. Merkez Bankası bu dönemde asimetrik faiz koridorunu politika aracı olarak belirlemiştir. Faiz koridorunun temelleri bu dönemde atılmıştır. Bu sayede TCMB para giriş çıkışlarına ekonomik kontrol mekanizması getirmiştir. Aynı zamanda hedeflere ulaşılması için bir araç olarak da kullanılmıştır. Alınan bu kararlar ekonomideki uyumun sürdürülmesi adına destek olunması hedeflenmiştir. Böylece Merkez Bankası krediler ve dövizler üzerindeki etkisini daha da arttırmış ve ekonomideki kontrol alanını genişletmiştir.<sup>307</sup>

2010 yılının son aylarına gelindiğinde Türk Lirası ön görülenden çok değer kazanmıştır. 14 Nisan 2010 yılında etkili likiditenin sağlanması amacıyla "Para Politikasında Çıkış Stratejisi" paylaşılmıştır. Strateji ile ilk olarak piyasadan ihtiyaç fazlası fonların çekilme kararı alınmıştır. Bu strateji ile TCMB ekonomik istikrarı bozmaması için faiz koridorunu genişletme kararı almıştır. Diğer bir ifadeyle, borç verme ve borç alma faiz oranlarını birbirine yaklaştırmıştır. Piyasadaki nakit Türk Lirası bilinçli bir politikayla yavaş yavaş azaltılmıştır. Alınan bu kararlar TL'nin değerinde beklenen düşüş gerçekleşmeye başlamıştır. Bu sebeple enflasyon haddi de gerilemeye başlamıştır. 2010 yılı öncesinde TCMB faiz politikasında borç alma faizi politika aracı iken 2010 yılı sonrasında politika faizlerinin politika aracı olarak kullanıldığı görülmektedir. Ayrıca repo faizi ve zorunlu karşılıklar da Merkez Bankası'nın hedeflerine ulaşması için politika araçları olarak belirlendiği görülmektedir.<sup>308</sup>

Bilinçli bir politika ile müdahale edilen ekonomik plan kapsamında faizlerin düşük seviyede olması nedeni ile zorunlu karşılıkların da bilinçli bir şekilde arttırıldığı görülmektedir. Alınan bu önlem ile kredi kanalında beklenmedik bir gelişmeye karşı hazırlıklı olunması hedeflenmiştir. Ayrıca bu dönemde TCMB'den borçlanılan seviyenin azaltıldığı likidite yoluyla kredilere yönlendirildiği görülmektedir.<sup>309</sup>

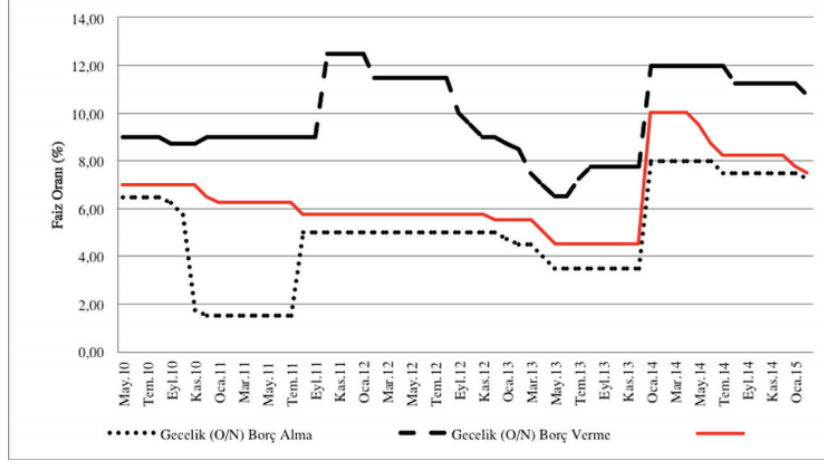
---

<sup>307</sup> Belkıs Seval ve Kerem Özdemir, a.g.e., s.16-17.

<sup>308</sup> Başak Tanınmış Yücememiş, Ufuk Alkan, Canan Dağdır, "Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi", Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt 7, Sayı 13, Temmuz 2015, s. 449-478.

<sup>309</sup> Hakan Kara, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Çalışma Tebliği No: 12/17, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2012, s. 14-22.

**Şekil 20: TCMB Faiz Koridoru**



**Kaynak: TCMB, EVDS**

Ekonomide artan aşırı likidite 2011 yılı ile birlikte düşürülmüş ve zorunlu karşılıklar için faiz ödemesi kaldırılmıştır. Ayrıca hacmi giderek artmaya başlayan yabancı sermayenin ekonomiye olumsuz etkilerini önlemek amacıyla "Rezerv Opsiyonu Mekanizması\*" yürürlüğe konmuştur. Ayrıca "Finansal İstikrar Komitesi\*\*" bu dönemde kurulan önemli ekonomik otoritelerden olmuştur. TCMB bu dönemde "faiz-kur-risk" üçlemesine önem vermiştir. Bu bağlamda kısa vadeli faiz oranlarına etki etmiştir. <sup>310</sup>

*"Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde, genellikle yabancı para kaynakların maliyeti Türk lirası kaynakların maliyetine göre düşmektedir. Bu durumda,*

\* ROM (Rezerv Opsiyonu Mekanizması) : bankaların TCMB’de tutmak zorunda oldukları Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini döviz (dolar ve/veya euro) ve standart altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. ROM ile bankalara Türk lirası likidite gereksinimlerini karşılamak için döviz varlıklarını belli oranlarda kullanabilme imkânı sunulmaktadır. Böylelikle bankalar, Türk lirası zorunlu karşılıkları tesis etmede esneklik kazanmakta ve gönüllü olarak Merkez Bankasında döviz rezervi biriktirmektedir. Otomatik dengeleyici olarak çalışması beklenen ROM, sermaye akımlarının yurt içi piyasalarda oluşturduğu döviz kuru oynaklığını düşürmekte ve bu nedenle faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltmaktadır.

\*\* Uluslararası platformda yaşanan gelişmeler ve küresel kriz sonrasında ortaya çıkan gereksinimler doğrultusunda; Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakanın başkanlığında, Hazine Müsteşarı ile Merkez Bankası, BDDK, SPK ve TMSF Başkanlarından oluşan Finansal İstikrar Komitesi (Komite) kurulmuştur.

<sup>310</sup> Zafer Sezgin, " Kriz Sonrası Türkiye Ekonomisinde Mali Baskılık", Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 17 Sayı 1, 2015, s. 81-94.

*eşik ROK artmakta ve bankalar Türk lirası zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını yabancı para cinsinden tutma eğiliminde olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, döviz borçlanma maliyetlerinin düşmesi, bankaların ROM'dan daha çok yararlanmalarını teşvik etmektedir. Böylelikle, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalarca Türk Lirası zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktararak piyasadan çekilmekte ve bu şekilde Türk lirası üzerindeki değerlenme baskısı sınırlanmış olacağı gibi ülkeye giren dövizin krediye dönüşüm oranı da azalmaktadır. Söz konusu dönemlerde, borçlanma kısıtlarının gevşemesine bağlı olarak artan sermaye akımları ROM imkânının daha fazla kullanılmasına, dolayısıyla artan döviz likiditesinin belirli bir kısmının yine bu mekanizma aracılığıyla piyasadan çekilmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda, sterilize edilmesi gereken Türk lirası likidite miktarı aynı miktarda dövizin merkez bankasınca satın alındığı duruma göre daha az olmaktadır."*<sup>311</sup>

2012 yılında ekonomik kalkınma da devam etmiş hem ülke ekonomisinde hem de küresel ekonomide pozitif bir ortam oluşmuştur. Fiyatlar genel seviyesinde istikrarın yakalanmış olması, ekonomik güven ortamı, faizlerin istenen seviyelerde tutuluyor olması sebebiyle Merkez Bankası ilave birtakım değişiklikleri uygulamaya koymuştur. Yeni düzenleme ile ekonomiye para arzı arttırılmıştır. Politika faiz oranı azaltılmış ve faiz koridorunun\* tavan değerinin de azaltılması yoluna gidilmiştir. Tüm bu gelişmeler ülke ekonomisinin gelişmesine olumlu etkiler sağlamış ve herhangi bir dengesizlik yaratmamıştır.<sup>312</sup>

Dönemler arası faiz koridoru oranlarına bakıldığında TCMB'nin politikasının istenen başarıya ulaştığı görülmektedir. Ekonomide faiz koridoru 2002 yılında %9 seviyelerinde idi. Faiz koridorunu azaltmaya yönelik alınan önlemler sonucunda

---

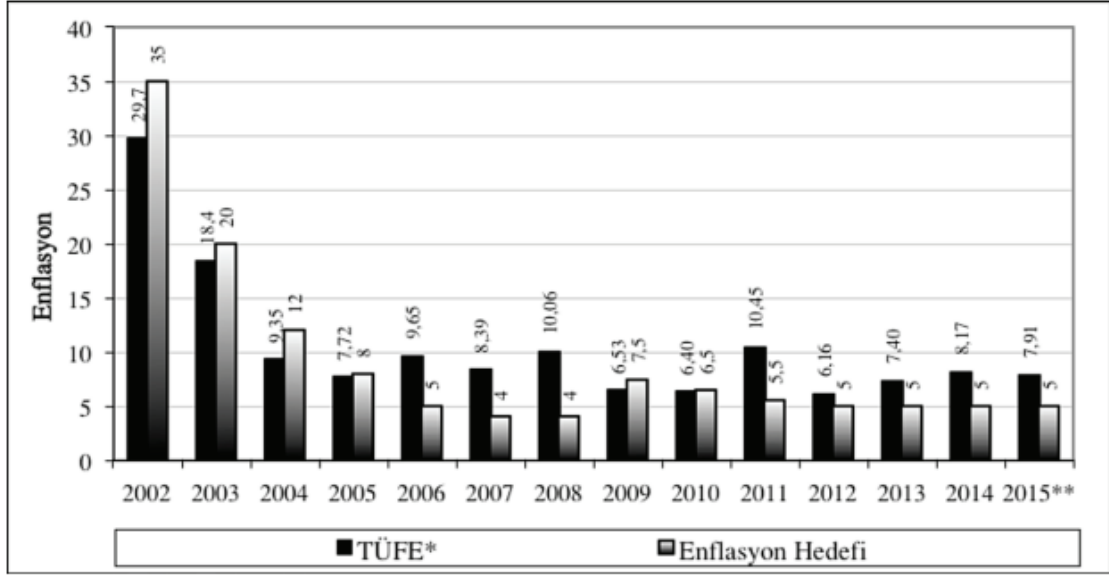
<sup>311</sup> Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bülten, Sayı: 28, Ankara, 2012, s. 2.

\* Faiz Koridoru: TCMB'nin gecelik borçlanma ve borç verme faizleri arasındaki koridoru ifade eder. Gecelik borç verme faizi koridorun tavanını, borçlanma faizi ise tabanını oluşturur. Operasyonel yapı gereği gecelik para piyasası faizleri bu koridorun içinde belirlenir. Bankacılık sistemi borçlanma ihtiyacı içinde olduğunda ve para piyasası faizleri TCMB'nin borç verme faizi düzeyinde gerçekleştiğinde TCMB repo işlemi yaparak bankalara borç verebilir. Bankacılık sisteminin likidite fazlası olduğunda ve para piyasası faizleri TCMB'nin borçlanma faizi düzeyinde gerçekleştiğinde ise TCMB ters repo işlemi ile piyasadaki fazla likiditeyi çekebilir.

<sup>312</sup> Selim Duramaz ve İlkay Dilber, Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış, Maliye Araştırmaları Dergisi, C.I., No: 1, 2015, s.35.

politikaların kademeli olarak azaldığı görülmektedir. 2012 yılına gelindiğinde faiz koridorunun %0,5 seviyelerine kadar indiği görülmektedir. Bu yöntemle TCMB piyasalarda belirsizliği önemli ölçüde ortandan kaldırmıştır. Ayrıca faiz koridorunda ufak değişiklikler yaparak ekonomiye etki etme fırsatını yakalamıştır.<sup>313</sup>

**Şekil 21: 2002 - 2015 yılları arasında TÜFE ve Enflasyon Hedefi**



**Kaynak:** TCMB, TÜFE ve Enflasyon Hedefi, <https://www.tcmb.gov.tr>, (15.10.2019).

Ekonomide 2012 yılının ilk yarısında meydana gelen sorunlar neticesinde alınan tedbirler nispeten ekonomi üzerinde olumlu etkiler sağlamıştır. Alınan tedbirler sonucunda enflasyon azalma trendine girmiştir. TCMB'nin bu olumlu havaya istinaden uyguladığı para politikasını ilk altı ayda olduğu kadar sıkı uygulamadığı görülmektedir. Bu bağlamda piyasaya sürülen likidite miktarı arttırılmıştır.<sup>314</sup>

2012 ikinci yarısında olumlu bir hava gözlemlenmesine rağmen ekonomik göstergeler gene de istenen seviyelerde değildi. Enflasyon seviyesi hedefin üzerinde ve

<sup>313</sup> Alpaslan Serel ve Musa Bayır, “2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği”, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, sayı: 19, 2013, s.59- 78.

<sup>314</sup> TCMB, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 25 Aralık, 2012, s. 8.

TL de yaşanan değer kayıpları devam etmekteydi. Bu sebeple 2013 yılında da sıkı para politikası uygulanmaya devam edilmiştir.<sup>315</sup>

2013 yılında Türk Lirasında yaşanan değer kayıpları sebebi ile ülkede enflasyon seviyesi artmaya başlamış ve enflasyon beklentilerin üzerine çıkmıştır. Artan enflasyonun baskılanabilmesi için TCMB para politikasını tedbirli uygulamaya başlamıştır. TCMB bu dönemde “Ek Parasal Sıkılaştırma” kararı almış ve bankacılık sistemine verdiği borç paranın maliyetini arttırmıştır. Ayrıca parasal baskı ile fiyatlarda meydana gelen ani artışların da önlenmesi hedeflenmiştir. Uzun bir dönemden sonra tekrar faiz oranlarının yukarı yönlü hareketine imkân tanınmıştır. Bu sayede TL'nin eski değerine ulaşması hedeflenmiştir.<sup>316</sup>

2012 yılında TL de yaşanan değer kayıpları 2014 yılında da ekonomideki önemli sorunlardan birisi olarak varlığını sürdürmüştür. Yaşanan değer kaybı sebebiyle risk priminde artış yaşanmıştır. TCMB yerli paranın değer kaybını önlemek adına parasal sıkılaştırmaya devam etmiştir. Bu dönemde haftalık repo faizleri yükseltilerek yeniden ekonomik dengeye ulaşılması hedeflenmiştir.<sup>317</sup>

TCMB 2015 yılında açıkladığı “Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası” ile ekonomide izleyeceği politikaları net bir şekilde açıklamıştır. Yol haritası temel olarak üç ana başlıktan oluşmuştur. Bunlardan ilki Türk Lirası likidite yönetimi çerçevesi ve sadeleşme adımlarıdır. Bu kapsamda faiz koridorunun haftalık repo ile simetrik hale getirilmesi hedeflenmiştir. Dolayısıyla faiz koridorun daraltılması, fonlama için esneklik ve teminat koşullarında sadeleşme hedeflenmiştir. İkinci ana başlık dövize yönelik uygulamalardır. Burada da döviz piyasasında esnekliğin artırılması hedeflenmiştir. Üçüncü ana başlık ise finansal istikrara yönelik uygulamalardır. Bu

---

<sup>315</sup> Selim Duramaz ve İlkay Dilber, Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış, Maliye Araştırmaları Dergisi, C.I., No: 1, 2015, s.35.

<sup>316</sup> Başak Tanınmış Yücememiş, Ufuk Alkan, Canan Dağdır, " Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi", Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt 7, Sayı 13, Temmuz 2015, s. 449-478.

<sup>317</sup> Selim DURAMAZ, İlkay DİLBER, Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış, Maliye Araştırmaları Dergisi, C.I., No: 1, 2015, s. 35.

bağlamda Türk Lirası değerinin artırılması hedeflenmiştir. Ayrıca yabancı para cinsinden tutulan fonlar için ilave faiz tedbirleri uygulamaya konulmuştur.<sup>318</sup>

TCMB açıklamış olduğu yol haritasında her bir politikanın gerçekleşme zamanını ekonomik şartlar doğrultusunda belirlemiştir. Programdaki bazı politikaların normalleşme öncesinde veya normalleşme sürecinde uygulanması kararlaştırılmıştır. Bazı politikaların ise normalleşme sonrasında gerçekleştirileceği açıkça paylaşılmıştır.

Küresel piyasalarda 2016 yılında meydana gelen petrol fiyatlarının hızla yükselmesi ekonomik dengeleri yerinden oynatmıştır. Enflasyon, hedefin 3,5 puan üzerinde kalarak %8,5 seviyesine çıkmıştır. TCMB bu duruma rağmen faizlerde herhangi bir değişikliğe gitmemiş ve %8 olarak kalmasını sağlamıştır. Bu dönemde risk priminde artış gözlenmiştir. Buna bağlı olarak Türk Lirasında değer kaybı meydana gelmeye başlamıştır.<sup>319</sup>

2017 yılında döviz kuru ekonomik otoritelerin beklentisinin üzerinde artış göstermiştir. Türk Lirası ciddi bir değer kaybı yaşamıştır. Bu durum ülkede fiyatlar genel seviyesinin giderek artmasına sebep olmuştur. Fakat 2017 yılında TCMB faizlerde herhangi bir değişikliğe gitmemiş ve 2016 yılı ile aynı seviyede %8 düzeyinde kalması yönünde karar almıştır. Enflasyonun etkisini sınırlandırmak amacıyla Para Politikası Kurulu güçlü parasal sıkılaştırma uygulamıştır. Kurlarda yaşanan oynaklıkların likiditeye hasar vermemesi sebebi ile birtakım kısıtlamalar getirilmiştir. Ayrıca yabancı para döviz likidite miktarı azaltılmıştır.<sup>320</sup>

Şekil 22'de para politikasında yaşanan sıkı ekonomi politikaları sebebi ile getiri eğrilerinin giderek arttığı görülmektedir. Ülkede risk primi gerek ülke içi ekonomik durum sebebi ile gerekse küresel gelişmelerden dolayı eylül ayında yukarı yönlü seyretmiştir. Fakat uygulanan sıkı politika nedeni ile aralık ayında risk primi gerilemiştir.

---

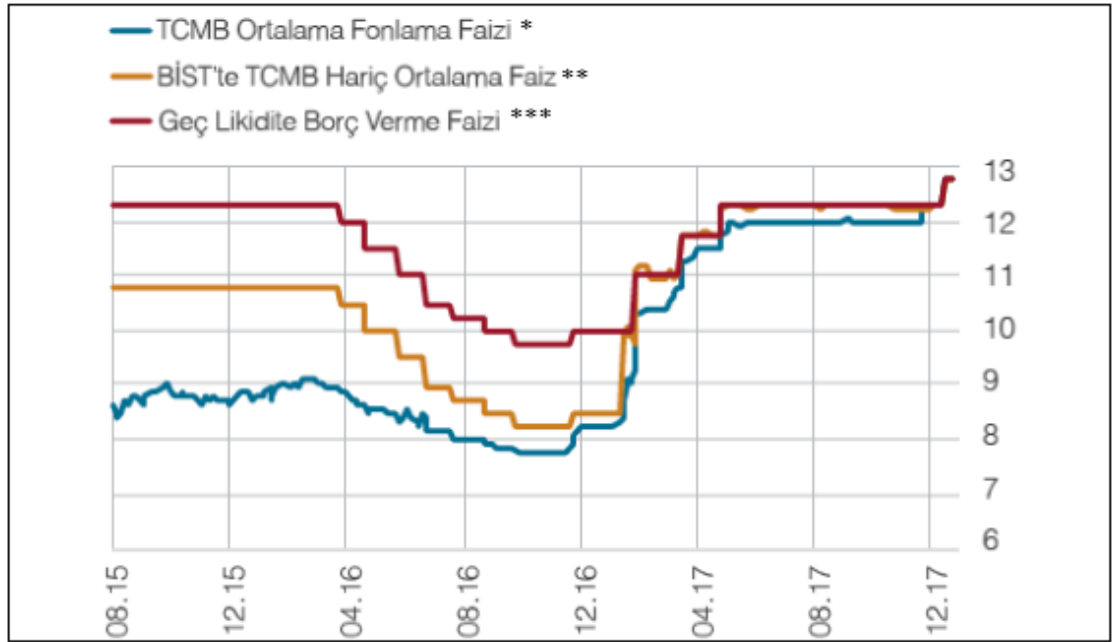
<sup>318</sup> Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/68f07f4e-3e66-475e-8aa5-f297632e2336/TCMBYolHaritasi2015.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-68f07f4e-3e66-475e-8aa5-f297632e2336-m3fB7u5>, (16.08.2019).

<sup>319</sup> Salih ÖZTÜRK, Selen ÇOLTU, "Finansal Derinleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi 2001-2016 Yılları Türkiye Örneği", Gaziantep Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, 2018, s. 1516-1521.

<sup>320</sup> TCMB 2017 Yılı Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/tr/m-2-1.php>, (18.08.2019).

Petrol, döviz kuru gibi faktörler başta olmak üzere girdi fiyatlarındaki artış ve ek gümrük vergilerinin getirilmiş olması enflasyonu arttırmıştır. Diğer taraftan Türk Lira'sında yaşanan değer kaybı da enflasyonun artmasına sebep olmuştur. Enflasyon özellikle 4. çeyrekte en belirgin artış yaşanmıştır.<sup>321</sup>

**Şekil 22: 2017 Yılı Kısa Vadeli Faiz Seviyeleri**



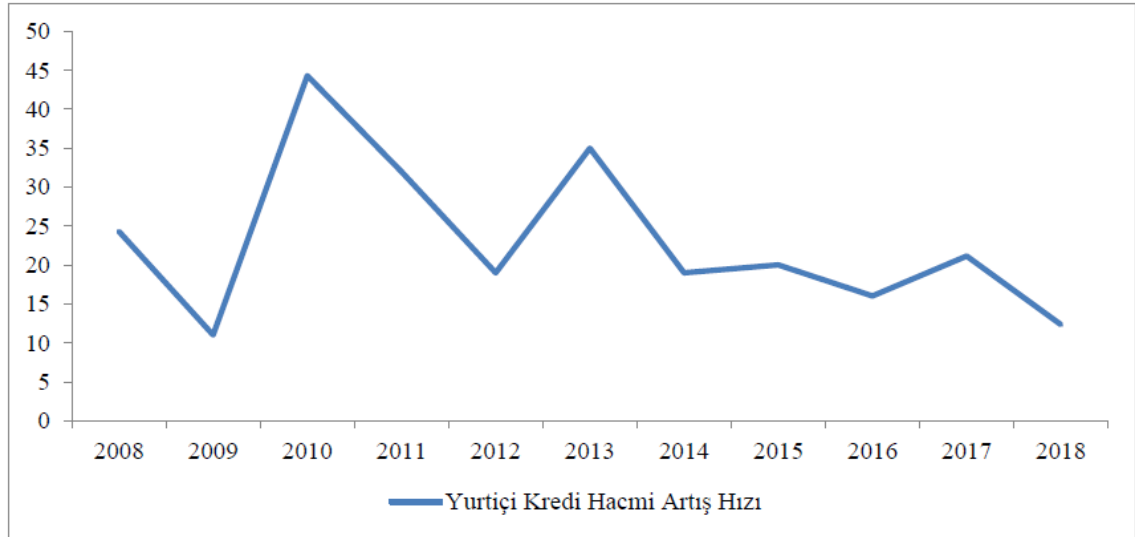
**Kaynak:** TCMB 2017 Yılı Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr>, (18.08.2019).

Şekil 23'de 2008 ve 2018 yılları arasında ülkemizde kredi hacminde meydana gelen dalgalanmaları göstermektedir. Kredi hacmi 2008 yılında %24,32 seviyelerinde iken 2010 yılında en yüksek değeri olan %44,33 seviyesine aniden yükselmiştir. Meydana gelen ani artış ülkede zorunlu karşılıkları da benzer oranda arttırılmıştır. 2011 yılında meydana gelen düşüş 2013 yılında alınan parasal genişleme sebebi ile tekrar artmış ve %35 seviyelerine yükselmiştir. 2015 yılında para politikasında normalleşme süreci ile birlikte denge kredi hacmi %20 seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2016 yılında %21,16 olan kredi

<sup>321</sup> TCMB 2017 Yılı Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/tr/m-2-1.php>, (18.08.2019).

hacmi 2017 yılında %12 seviyelerine kadar inmiştir. <sup>322</sup> Kredi hacmi artış ve azalış trendine baktığımızda Türkiye ekonomisindeki ekonomik canlanmanın finansal kalkınma ile birlikte hareket ettiği görülmektedir. Ekonomik hareketlilik arttıkça kredi hacmi de artış göstermiştir. <sup>323</sup>

**Şekil 23: 2008 - 2018 yılları arasında Kredi Hacmi Artış Hızı**



**Kaynak:** TCMB 2017 Yılı Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr>, (18.08.2019).

Şekil 24'de 2018 yılı faiz oranlarını göstermektedir. Yıl boyunca yaşanan önemli şoklar Türk Lira'sında belirsizlik ve değer kaybına yol açmıştır. TCMB tarafından bir taraftan sadeleşme süreci tamamlanmaya çalışılmıştır. Diğer taraftan ekonomideki oynak yapının önlenmesi ve fiyatlar genel seviyesinin kontrol altında tutulabilmesi için aktarım mekanizmasını destekleyecek adımlar atılmıştır. Nisan Mayıs döneminde ROM %55 seviyesinden %45 seviyesine düşürülmüş ve bu operasyon ile bankalara döviz likiditesi sağlanmıştır. Haziran ayında alınan kararlar parasal sıkılaştırmanın oranı artarak devam etmiş ve Türk Lira'sındaki değer kaybının önlenmesi hedeflenmiştir. Eylül ayında ikinci bir parasal sıkılaştırma gerçekleşmiş ve haftalık repo faizleri %24 seviyesine

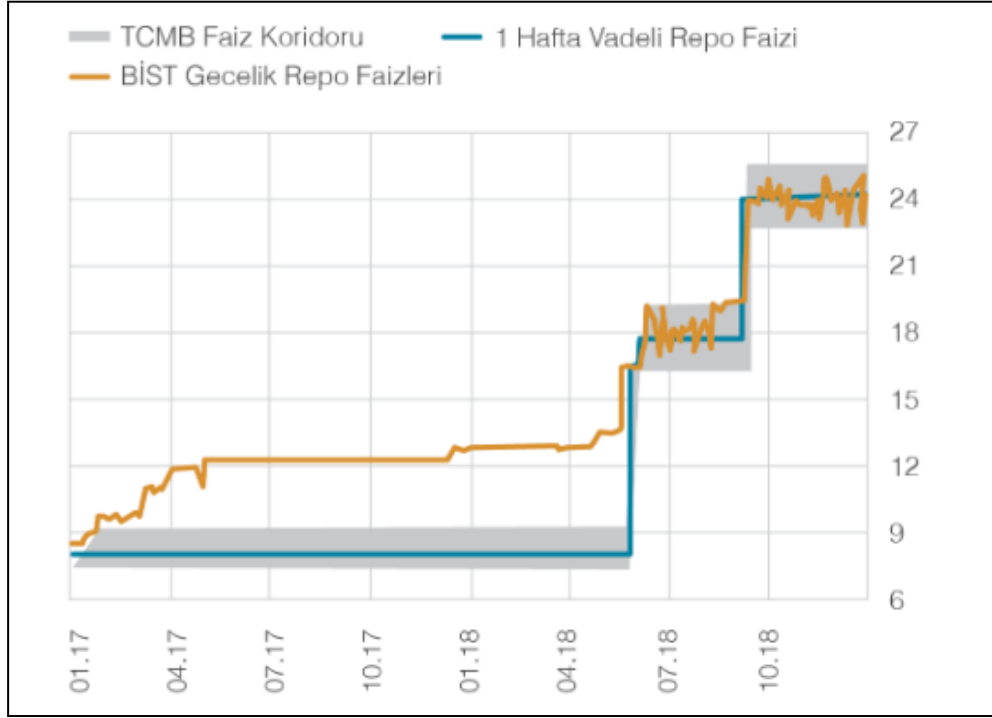
<sup>322</sup> Abdülkadir Tuna, Selma Öner ve Hakan Öner, "Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının Optimal Kullanımı ve Türk Bankacılık Sektörü Açısından Maliyet Analizi". Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2015, s. 219-232.

<sup>323</sup> Ahmet Kamacı, M. Said Ceyhan, Mehmet Akif Peçe, "Kredi Hacminin Para Arzı ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi", Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, İcmeb17 Özel Sayısı, 2017, s. 408.



yükseltilmiştir. Yaşanan tüm bu çalkantılı durum neticesinde 2018 Ocak ayında %8 değerlerinde olan faiz haddi olumsuz etkilenmiştir. TCMB faizleri arttırma yoluna gitmiştir.<sup>324</sup>

**Şekil 24: 2018 Yılı Kısa Vadeli Faiz Seviyeleri**



**Kaynak:** TCMB 2018 Yılı Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr>, (18.08.2019).

2018 yılında da devam eden Türk Lirasındaki değer kaybı yabancı paraların değerinin giderek artmasına neden olmuştur. Ülkede döviz kuru TL karşısında uzun zamandır ulaşamadığı kuvvete ulaşmıştır. Ülkede gecelik faiz oranları %24 seviyelerine kadar çıkmıştır.<sup>325</sup>

<sup>324</sup> TCMB 2018 Yılı Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2018/tr/m-2-1.html>, (18.08.2019).

<sup>325</sup> TCMB 2018 Yılı Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2018/tr/m-2-1.html>, (18.08.2019).

## SONUÇ

Bu çalışmada, faizin önemi üzerinde durularak faizin ekonomi üzerindeki etkileri ele alınmış ve ülkemizde faiz oranlarının ekonomiye etkileri kronolojik olarak incelenmiştir. Çalışmanın birinci bölümünde faizin var oluş sebebini ve önemini açıklayan faiz teorileri ele alınmıştır. Ele alınan faiz teorileri faizin ekonomi üzerinde belirleyici bir unsur olarak yer aldığını göstermektedir. Faiz, iktisat okulları açısından değerlendirildiğinde faize yönelik yaklaşımların farklılaştığı görülmektedir. Klasik İktisatçılara göre faiz tasarruf ve yatırımlar tarafından belirlenen “reel” bir değişkendir. Keynesyen yaklaşımda ise faiz para piyasasında belirlenen “parasal” bir değişkendir. Bu bağlamda Klasik ve Keynes iktisadın faize farklı noktalardan yaklaştığı görülmektedir. Klasik iktisatta faiz tüketimden vazgeçmenin bedeli iken Keynesyen görüşte ise likiditeden vazgeçmenin bedeli olarak paylaşılmıştır. Monetarist iktisat ise faizlere piyasa para arz ve talep dengesi üzerinden yaklaşmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde faiz çeşitleri ele alınmaktadır. Faiz çeşitleri; ekonomide borç alma veya borç verme durumuna göre, borç ve alacağın yapısına göre, vadeye ve türüne göre değişiklik göstermektedir. Bu sebeple tek bir faiz oranından bahsetmenin mümkün olmadığı görülmektedir. Faiz yapısı ve önemi gereği ekonomide birçok iktisadi faktörle yakın bir ilişki içerisindedir. Fon arz ve talebinde gerçekleşecek değişimler, para arz ve talebinde yaşanacak değişimler, kamu iç borçlanma seviyesi ve enflasyon haddi faiz oranının belirlenmesinde etkili unsurlardandır. Ayrıca finansal araçların gerçekleştirdiği faaliyetler, asimetric bilgi, döviz kurunun değişimi ve piyasada güvenilirliğin düzeyi de faiz oranlarını etkilediği görülmektedir.

Faiz oranlarının değişmesi sonucunda ekonomide birçok iktisadi faktörde de değişimler meydana gelmektedir. Faiz oranının azalması durumunda tasarrufların getirisi azalacaktır. Piyasada bulunan para yatırım faaliyetlerinde kullanılacaktır. Yatırım faaliyetleri sonucunda toplam hasıla ve çıktı miktarı artacak, milli gelir de artacaktır. Ters durumda faiz oranlarının artması halinde ise yatırım faaliyetleri azalacak ve milli gelir azalacaktır. Faizler milli gelir seviyesinin belirlenmesinde önemli iktisadi

unsurlardan birisidir. Faiz oranlarında meydana gelen değişmelerin sermaye faktörünün dağılımını da belirlediği görülmüştür. Fon sahipleri ekonomik şartlar doğrultusunda kaynaklarını üretim faaliyetlerine dahil edecekler veya riske girmeyerek fonlara yöneleceklerdir. Ayrıca faiz politikaları ile sanayi yatırımları ve toplam hasıla seviyesi de kontrol altına alınmaktadır. Ekonomi otoritelerinin almış olduğu kararlar doğrultusunda ülke milli gelir seviyesi ve dolayısıyla verimliliğin kontrol altına alındığı görülmektedir.

Ekonomi otoriteleri piyasa kontrolünü iki temel politika aracından birini tercih ederek sağlamaktadır. Politika araçlarından biri para politikası diğeri de maliye politikasıdır. Tercih edilen politika araçları, alınan kararlar ve iktisadi unsurlara yönelik yapılacak müdahaleler sonucu faizler de değişecektir. Değişen piyasa şartları ve ekonomik dengenin yeniden sağlanması faizleri de yeni seviyelere kaydıracaktır.

Faizlere yönelik alınan kararlar ve politikalar merkez bankaları aracılığıyla tayin edilmektedir. Ekonomilerde bir hâkim güç ve kontrolü sağlayacak bir kuruluş gereksinimi merkez bankası kavramını meydana getirmiştir. Merkez bankası ilk olarak İsveç'te kurulmuştur. Türkiye'de ise merkez bankası 1930 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası adıyla kurulmuştur. Türkiye'de faizlere yönelik politikalar TCMB aracılığı ile yönetilmektedir. Ülkemizde yaşanan ekonomik gelişmeler gözlemlendiğinde faizlerin ülke ekonomi politikalarında önemli bir yeri olduğu görülmektedir. Cumhuriyetin ilk yıllarında alınan karar gereği yaklaşık 30 yıllık bir süre faiz oranı yasalarla tayin edilmiştir. İlerleyen dönemlerde ise faiz oranı aktif bir politika aracı olarak seçilmiş ve ekonomideki hakimiyetini arttırmıştır. Faizler, ülkemizde önemli bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır.

Türkiye ekonomisi dönemselsel bazda incelendiğinde 1980 yılından itibaren yüksek reel faizlerin önemli bir sorun olduğu görülmektedir. 1990'lı yıllarda ülkede enflasyon haddi yüksek seyretmiş ve kamu kesimi borçlanması da yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Artan kamu kesimi borçlanması faizlerin yukarı yönlü artmasına neden olmuştur. Finansal istikrarsızlık ve belirsizlik ortamı sebebi ile ülke 1994 krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizi gibi krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Art arda gelen finansal şoklar sebebi ile 2001 krizi sonrası ülkede fiyat istikrarının sağlanması gerektiği fikri iyice önem kazanmıştır. Ekonomik belirsizlik ve olumsuz beklentilerin sonlandırılarak güven ve istikrar ortamının yeniden sağlanması hedeflenmiş ve yeni bir ekonomik

program ortaya konulmuştur. Yeni programla birlikte dalgalanmaya bırakılan faiz oranları belirli düzeyde istikrarın sağlanmasında başarılı olmuştur.

Takip eden yıllarda da enflasyonun önce örtük olarak takip edilmiştir. 2006 yılına gelindiğinde ise açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Bu geçiş ile piyasa faiz oranlarının tayin edilmesi hedeflenmiştir. Bu dönemde enflasyon ve faiz oranlarının yüksek olduğu görülmektedir. Uygulanan para politikası ile ekonomideki olumsuz durum önlenmeye çalışılmıştır.

2008 yılında karşılaşılan küresel kriz sonrasında petrol fiyatlarının artması, piyasada yaşanan oynaklıklar sebebi ile ülke ekonomisi önemli hasar almıştır. Meydana gelen bu hasarlar piyasa şartları el verdiği ölçüde onarılmak istenmiş ve bu doğrultuda TCMB belirli dönemlerde önlemler almıştır. Faizlerde yaşanan indirimlerle piyasada fonların tüketim ve yatırımlara kayması hedeflenmiş ve ekonomik canlanma hedeflenmiştir. Diğer taraftan yabancı yatırımcılara ülke piyasa şartlarının cazip hale gelmesi ve ülkemize yönelmeleri piyasada oynaklıklarının yaşanmasına sebep olmuştur. TCMB, yabancı paralara yönelik kararlar almış ve faiz haddinin doğru tayin edilmesini hedeflemiştir. Böylece hem ekonomik canlanma hem de düşük faiz haddini sağlamak istemiştir.

2011 yılı ile birlikte TCMB faizlerin mümkün olduğunca düşmesi ile daha etkin bir ekonominin var olacağını yaptığı her toplantı ve stratejide açıkça belirtmiştir. 2012 yılında ile birlikte ekonomide görülen daralmalar, fiyatlarda yaşanan artışlar, küresel talep şokları ekonomi üzerinde etkisini iyice hissettirmeye başlamıştır. TCMB'nin yaşanan bu ekonomik durumlardan dolayı sıkı para politikası uygulamaya başladığı görülmektedir. 2016 yılında açıklanan para politikası ile TCMB günümüzde de geçerliliğini koruyan ekonomik yaklaşımların temelini atmıştır.

Yapılan çalışmalar göstermektedir ki faiz oranları Merkez Bankası ekonomi politikalarında oldukça önemli bir yere sahiptir. TCMB'nin faiz oranına yaptığı müdahaleler sermaye sahiplerinin tasarruf kararlarında yön verici olmaktadır. TCMB'nin alacağı iktisadi kararlar yatırımları etkileyecek ve bu sebeple faiz oranları da etkilenecektir. Paranın değeri de değişeceği için net ihracat değişecektir. Bu sebeple

tüketim ve yatırım tercihleri değişecek, milli gelirden de değişiklik görülecektir. Faizler milli gelirin belirlenmesinde önemli para politikası araçlarıdır.

Faiz oranının seviyesi sermaye sahiplerinin birikimlerini yatırım araçları veya üretim faktörleri arasında dağıtmasında etkili olmaktadır. Merkez Bankası ülkede gelişme istediği yön doğrultusunda para arzını değiştirerek faizlere etki etmekte ve bu da yatırım kararlarını etkilemektedir. Faiz sermaye faktörünün dağılımı açısından da önemli bir etkiye sahiptir.

Faizin ekonomide yapısal değişmeyi de etkilediği görülmektedir. Faiz politikası tasarrufları ve yatırımları etkilemesi sebebi ile ülkedeki toplam çıktı miktarını da etkilemektedir. İç ve dış ticaret dengesi, dış ticaret hacmi, ülkedeki hisse senetleri ve diğer yatırım araçlarının ekonomik değeri, borçlanma eğilimi de bu sebeple etkilenmektedir. Faiz kavramı ülke ekonomisinde önemli bir yere sahiptir. Merkez Bankası'nın faizleri politika aracı olarak da tanımlamış olması da bu durumun en önemli dayanaklarıdır.

## KAYNAKÇA

### Kitaplar

- ADAÇAY Rana Funda, Hasan İslatince, İktisadi Düşünceler Tarihi, Ekin Kitapevi, Bursa, 2009.
- AFTALİON Florin, Monetarizm, Çev: Lerzan Özkale, İletişim Yayınları, İstanbul, 1992.
- AKALIN Uğur S., Faiz Politikası ve Kredi Mevduat Yapısı, 1977-1985. İstanbul: Marmara Üniversitesi Araştırma Merkezi, İstanbul, 1986.
- AKDİŞ Muhammet, Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye, Ankara, 1995.
- ALLAIS Maurice, Economie Et Intere, Imprimerie Nationale, Paris, 1971.
- AREN Sadun, İstihdam ve İktisadi Politika, Savaş Yayınevi, Ankara, 1998.
- ASLAN, Hanifi, Para Teorisi ve Politikası, Alfa Aktüel Yayınları, Bursa, 2009.
- BADGER Ralph - Harry Torgerson ,Investment Theory, Principles And Practises, Prentice Hall, New Jersey, 1970.
- BAŞOĞLU Ufuk - Ali Ceylan - İlker Parasız; Finans Teori, Kuram ve Uygulama, Ekin Kitapevi, Bursa, 2001.
- BAWERK Eugen Von Böhm, Capital And Interest: A Critical History Of Economic Theory, Macmillan, London, 1890.
- BEGG David - Fisher Stanley - Rudiger Dornbusch, Makro İktisat, Çev. Vildan Serin, Alkim Yayınları, İstanbul, 2001.
- BOWLEY Marian, Nassau Senior And Economics, London, 1967.
- BROZ Lawrence, The Origins of Central Banking: Solutions to the Free-Rider Problem. Cambridge University Press, Cambridge, 1998.
- BÜYÜKDENİZ Adnan, Türkiye'de Faiz Politikaları, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, İstanbul, 1991.
- CHAMBERS Nurgül, Türev Piyasalar, Beta Basım A.Ş, İstanbul, 2009.
- CHOUDHRY Reichert, The Principles Of Banking, John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd., Singapore, 2012.
- CIOCCA Pierluigi, Giangiacomo Narddozzi, The High Price Of Money, Clarendon Press, Birinci Baskı, New York, 1996.
- COŞKUN Metin, Sermaye Piyasaları, 2.Baskı, Genç Copy Center, Eskişehir, 2008.

- COŞKUN Metin, Para ve Sermaye Piyasaları: Kurumlar, Araçlar, Analiz, (1.Baskı), Detay Yayıncılık, Ankara, 2010.
- DEMİRAG İstemi, and Scott Goddard, Financial Management for International Business, McGraw-Hill Book Company Europa, Berkshire, 1994.
- DEWEY John, Interest and Effort in Education, Boston, 1913.
- DİRİMTEKİN Halil, Genel İktisat Teorisi, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1989.
- DORNBUSCH Fisher, Makro Ekonomi Çev: Salih Ak V.D, Akademi Yayınevi, İstanbul, 1998.
- DORNBUSCH Rudiger - Stanley Fischer, Makroekonomi, McGraw Hill-Akademi, İstanbul, 1998.
- DOUGLAS Fisher, Money and Banking, Richard Irvin Inc., New Haven, 1971.
- EATWELL John - Murray Milgate - Peter Newman, The New Palgrave: A Dictionary of Economics, Basingstoke, 1987.
- EKELUND Robert B. - Robert F. Hebert, A History Of Economic Theory And Method, Mcgraw-Hill, 1990.
- ERCAN Metin K. - Ünsal Ban, , Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim, (8.Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara, 2014.
- ERGİN Feridun, Para ve Faiz Teorileri, BETA Basım/Yayım Dağıtım, İstanbul, 1983.
- ERSOY Akif, İktisadi Teoriler ve Düşünceler Tarihi, Nobel Kitapevi, Ankara, 2008.
- FABOZZI Frank J., Fixed Income Analysis, New Hope, Pennsylvania, Frank J. Fabozzi Associates, 2007.
- FELDERER Bernhard - Stefan Homburg, Makro İktisat ve Yeni Makro İktisat, (Çev.: Osman Aydoğuş ve Oğuzhan Altay), 9. Baskı, Efil Yayınevi, Ankara, 2010.
- FİŞHER Irving, The Theory Of Interest, As Determined By Impatience To Spend Income And Opportunity To Invest It, The Macmillan Company, New York, 1930.
- FRIEDMAN Milton, A Concise Guide to the Ideas and Influence of the Free-Market Economist, 2011.
- FRY Maxwell J., Money, Interest And Banking in Economic Development, Second Edition, The Johns Hopkins Unverstiy Press, London, 1995.
- FUHRER Jeffrey, What role Does Consumer Sentiment Play in The US Macroeconomy?. New England Economic Review, 1993.
- FUKUYAMA Francis, Editör Levent Cinemre, Güven Sosyal Erdemler ve Refahın Yaratılması, 3. Baskı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul, 2005.

- FULLER Russel J - James L. Farrell, Modern Investments and Security Analysis, McGraw-Hill, 1987.
- HANSEN Alvin H., Guide To Keynes, New York, Mc. Graw Hill Book Company, 1953.
- HENDERSON David R., The Fortune Encyclopedia Of Economics, Warner, 1993.
- HOUSTON Brigham, Fundamentals of Financial Management, 8. Edition, Dryden Press, 1998.
- IRTÜRK Ali Umut, Term Structure of Interest Rates. Theory of Finance Economics, 234B, 2006.
- KARLUK Rıdvan, Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişim, Yapısal Gelişim Beta Yayınları, İstanbul, 2005.
- KAZGAN Gülten, İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi, 7. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1997.
- KERN David - Peter Gutmann, Interest Rate Analysis And Forecasting, Woodhead-Faulkner, 1992.
- KEYDER Nur, Para, Teori, Politika, Uygulama (7. Baskı), Bizim Büro Basımevi, Ankara, 2000.
- KEYNES John Maynard, General Theory of Employment, Interest and Money, Macmillan, 1936.
- KIYILAR Murat, Paranın Zaman Değeri, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2010.
- KRUGMAN Paul, Who Was Milton Friedman, The New York Review of Books, 2007.
- KUMBARACIBAŞI Onur, Ekonomik Doktrinler Ve Ekonomik Düşüncelerin Evrimi, Ankara, 1976.
- LANDRETH Harry and David C. Colander, History of Economic Thought. Fourth Edition. Houghton Mifflin. Pennsylvania. A.B.D, 2002.
- LIONEL Martellini, Philippe Priaulet - Stephane Priaulet, Fixed - Income Securities Valuation, Risk Management and Portfolio Strategies. West Sussex: John Wiley & Sons, 2006.
- MACESICH George, The Politics of Monetarizm – Its Historical and Institutional Development, New Jersey, 1984.
- MILL John Stuart, Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy, Longmans, 1874.
- MISHKIN Frederic S., Finansal Piyasalar ve Kurumlar, (Çev.: İlyas Şıklar-Ahmet Çakmak-Suat Yavuz), Bilim Teknik Yayımevi, İstanbul, 2000.
- MISHKIN Frederic S., Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadi, Akademi Yayıncılık, İstanbul, 2011.



- MISHKIN Frederic S., The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, New York: Pearson-Addison Wesley, New York, 2004.
- NAWALKHA Sanjay K. - Gloria M. Soto - Natalia A. Beliaeva, Interest Rate Modelling: The Fixed Income Valuation Course, New Jersey, John Wiley & Sons Inc, 2005.
- NEGISHI Takashi, Economic Thought from Smith to Keynes, Edward Elgar Publishing, 2000.
- O'BRIEN George, An Essay On Medieval Economic Teachnig, Augustus M. Kelly, 1920.
- ÖZTÜRK Nazım, Para Banka Kredi, Ekin Yaymevi, 3. Baskı, Bursa, 2016.
- PARASIZ İlker, Para Banka ve Finansal Piyasalar, 9. Baskı, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2009.
- PARASIZ İlker, Para Politikası: Keynesgil İktisadın Düşüşü ve Yükselişi, 3. Baskı, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1993.
- PARASIZ İlker, Para ve Banka, İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, İktisat Fakültesi Yayını:3, Bursa, 1982.
- PARKIN Michael, Economics, Fifth Edition, New York, Addison Wesley Publishing Company, 2000.
- PASINETTI Luigi L., Keynes and the Cambridge Keynesians, Fererico Caffè Lectures, Cambridge, 2017.
- PAYA Merih, Para Teorisi ve Para Politikası, Filiz Kitapevi, İstanbul, 2002.
- PINAR Abuzer - Bahar Erdal, Para Banka Mali Kuruluşlar ve Uluslararası Mali Sistem Teori ve Uygulama, Naturel Yayıncılık, Ankara, 2008.
- PIVETTI Massimo, An Essay On Money And Distribution, Macmillan, Birinci Baskı, 1991.
- REILLY Frank, Keith Brown, Investment Analysis and Portfolio Management, 6. Edition, South-Western Thomson Learning, 2012.
- RENNINGER K. Ann, The Role of Interest in Learning and Development, Universitat der Bundeswehr, Psychology Press, Munich, 1992.
- RICARDO David, On The Principles Of Politikal Economics and Taxation (Siyasal İktisadın ve Vergilendirmenin İlkeleri). (Çev: Barış Zeren). İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 2008.
- ROBBINS Lionel, History of Economic Thought: The LSE Lectures. Ewing, NJ, USA: Princeton University Press, 1998.
- ROBERT Ferber, The Theory Of Investment, National Bureau Of Economic Research, New York, 1971.
- SAMUELSON Paul A., İktisat, (Çev: Y. Demirgil), ODTÜ Yayını, Ankara, 1965.

- SAVAŞ Vural, İktisadın Tarihi, 4. Baskı, Siyasal Kitapevi, Ankara, 2000.
- SAY Jean Baptist, A Treatise on Political Economy, Lippincott, Grambo&Co., 1855.
- SCHUMPETER Joseph, History of Economic Analysis, London, reprint 1994, and original edition New York, 1954.
- SCREPANTI Ernesto - Stefano Zamangni - David Field, An Outline Of The History Of Economic Thought, Oxford University Press, 1995.
- SEKMEN Fuat, Para Teorisi Kavram-Kuramlar-Modeller, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2012.
- SEWALL Hannah Robie, The Theory Of Value Before Adam Smith, American Economic Association, 1902.
- SEYİDOĞLU Halil, Uluslararası Finans, (Geliştirilmiş 5.Baskı), Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2013.
- SHAPIRO Alan C., Multinational Financial Management, Prentice-Hall, Inc. London, 1998.
- SIKLOS Pierre, Money Banking And Financial Institutions: Canada In The Global Environment, Mcgraw-Hil, 2003.
- SMITH Adam, An Inquiry Into The Nature And Causes Of The Wealth Of Nations, 1977.
- SMITH Adam, Ulusların Zenginliği, Çev. Ayşe Yunus ve Mehmet Bakırcı, Alan Yayınları, 1985.
- ŞIKLAR İlyas, Finansal Ekonomi, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2008.
- TAŞAR M. Okan, Para Teorisi ve Politikası, Lisans Yayıncılık. 1. Baskı, İstanbul, 2012.
- TEKER Suat - Levent Gümüşsoy, Faiz Oranı Eğrisi Tahmini: T.C. Hazine Bonosu ve Eurobonds Üzerine Bir Uygulama. 8. Ulusal Finans Sempozyumu, 2008.
- TUNAY Batu, Makro Ekonomi Teori ve Politika, Arıkan Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 2007.
- TURNA Fatma, Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları ve Modern Merkez Bankacılığının Bir Örneği: Avrupa Merkez Bankası, Journal Of Life Economics, 2014.
- TÜRKBAL Aydın, Makro İktisat, Aktif Yayınevi, İstanbul, 2005.
- UYGUR Ercan, Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey. Ankara, 1993.
- ÜNSAL Erdal M., Makro İktisat (8.Baskı), İmaj Yayıncılık, Ankara, 2009.
- VAGGİ Gianni - Peter Groenewegen, A Concise History Of Economic Thought, Palgrave Macmillan, London, 2003.

WHELAN Karl T., International Monetary Economics: The Term Structure of Interest Rates, 2009.

YILDIRIM Erkan - Kenan Lopcu - Selim Çakmaklı, - Özlem Özkan, Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Model: Türkiye Uygulaması, 2009.

YILDIRIM Kemal - Doğan Karaman - Murat Taşdemir, Makroekonomi, 8. Baskı, Seçkin Kitapevi, Ankara, 2009.

### **Makaleler**

ABAÇ Selçuk, "Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye'deki Uygulamalar", Türkiye İkinci İktisat Kongresi, İzmir, 1981, s.19.

AKALIN Gülsüm, Erkan Tokucu, "Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması", Marmara üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt 22, Sayı 1, İstanbul, 2007, s. 37-53.

AKTAN Coşkun Can, "Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi", Ekonomi Bilimleri Dergisi, Cilt 2, No 1, 2010, s. 169-173.

ALACAHAHAN Nur Dilbaz, "Enflasyon, Döviz Kuru İlişkisi ve Yansıma: Türkiye", İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, 2011, s. 50.

ALGAN Neşe - Salih Gencer, "Türkiye'de Para Talebi Fonksiyonunun Modellenmesi", Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C.XX., No:1, Adana, 2011 s. 195-211.

ALLEN Franklin - Anthony M. Santomero, "The Theory of Financial Intermediation", Journal of Banking & Finance, Vol.21, 1998, s.1461-1485.

ANTHONY Robert N, "Equity interest--Its time has come", Journal of Accountancy, Vol. 154, New York, 1982, s.76.

ARAS Güler - Alövsat Müslümov, "Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri", İktisat, İşletme-Finans Dergisi. Sayı 222, 2004, s. 57.

ARGİMON Isabel - Jose M. Gonzalez - Paramo - Jose M. Roldan, "Evidence of Public Spending Crowding-Out from A Panel of OECD Countries" Applied Economics, 1997, s. 1001-1010.

ATABEY Selin ERTÜRK, "Öz Sermaye Kavramı ve Türk Vergi Mevzuatında Uygulama Alanları, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar", Cilt: 53 Sayı: 619, 2016, s. 90.

ATGÜR Musa ve N. Oğuzhan Altay, "Enflasyon ve Nominal Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye Örneği", Yönetim ve Ekonomi Dergisi, C. XXII., No:2, 2013, s. 522.

AYHAN Rıza, "Merkez Bankası ve Para Politikası", Yeni Türkiye, Yıl 5, Sayı 27, 1999, s.268.

BAĞCI Semra Aydoğdu, "Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizlerinin Dış Ticarete Etkileri", Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı 8, 2016, s. 46-54.

BARIŞIK Salih ve Hakan Çetintaş, "Para Politikası Araçlarının Etkinliği Perspektifinden Türkiye'de Zorunlu Karşılıkların GSYİH ve Yatırımlar Üzerindeki Etkileri:

- 1987–2004 Dönemine İlişkin Ekonometrik Analizi”, Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı 16, 2008, s. 116–138.
- BAŞÇI Erdem, Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği No:11/8, 1-18, 2011, s.1-18.
- BAŞÇI Erdem, Özgür Özel ve Çağrı Sarıkaya, “The Monetary Transmission Mechanism in Turkey: New Developments”, TCMB Research and Monetary Policy Department, 2007, s.476-479.
- BAYDUR Cem Mehmet, "Yükselen Reel Faizler Türkiye’de Toplam Talebi Artırır", Finans Politik& Ekonomik Yorumlar, C.XLIV., No:508, 2007, s.17-19.
- BAYDUR Cem Mehmet, “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Politikası: Doğru Mu? Yanlış Mı?”, Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl 43, Sayı:506, 2006, s. 46.
- BEAN Charles, “The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction”, Annual Congress of the European Economic Association, Barcelona, 2009, s.14-15.
- BENTOLILA Samuel, "Hicks-Hansen Model", An Eponymous Dictionary Of Economics, 2004, s. 1-2.
- BERUMENT Hakan - Kamuran Malatyalı, “Determinants of Interest Rates in Turkey”, TCMB Discussion Paper:9902, 1999, s.2.
- BOCUTOĞLU Ersan, "İktisat Teorisinde Emeğin Öyküsü: Değerin Kaynağı Olan Emekten Marjinal Faydanın Türevi Olan Emeğe Yolculuk", Hak-İş Uluslararası Emek Ve Toplum Dergisi, Cilt: 1, Yıl: 1, Sayı: 1, 2012, s. 128-144.
- BORCHERDING Thomas E., Filson, Darren, “Conflicts Of Interest in The Hollywood Film Industry: Coming to America - Tales From The Casting Couch, Gross And Net, in a Risky Business”, Claremont Colleges Working Papers İn Economics, No. 2000-07, Claremont Mckenna College, 2000, s. 2-18.
- BRANSON William H., "High World Interest Rates: Shortage Of Saving Or Liquidity", Ed. by Peter B. Kenen, Francesco Papadia, Fabrizio Saccomanni, The International Monetary System, Cambridge University Pres, 1994, s. 107-128.
- BRENNAN Michael J., Eduardo Schwartz, "A Continious Time Approach To The Pricing Of Bonds", Journal Of Banking And Finance, 3 Temmuz 1979, s. 133-155.
- CARLSON Keith M., “A Monetarist Model for Economic Stabilization: Review and Update”, Economic Research Federal Reserve Bank, Vol. 68, No. 8, St. Louis, 1986, s. 45.
- CASELLI Francesco - Alberto Giovannini - Timothy Lane, “Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries”, IMF Working 1998, s.1-22.
- CESARATTO Sergio, “Savings and economic growth in neoclassical Theory”, Cambridge Journal of Economics Vol. 23, No. 6, 1999, s. 771.

- CHOI W. Gyu and Seonghwan OH, "A Money Demand Function with Output Uncertainty, Monetary Uncertainty and Financial Innovation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2003, s. 685-709.
- CHRISTIANO Lawrence J. - Martin Eichenbauxn, "Identification And The Liquidity Effect Of A Monetary Policy Shock", *National Bureau Of Economic Research* 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, 1991, s. 6-22.
- COCHRANE John H., "The Return of the Liquidity Effect: A Study of the Short-Run Relation Between Money Growth and Interest Rates", *Journal of Business & Economic Statistics*, C. 7, Chicago, 2012, s. 76-77.
- CROWDER William J., "International Evidence on the Fisher Relation", *University of Texas at Arlington Working*, 2003, s.1-17.
- COŞKUN Ali, "Cumhuriyetin İlk Yıllarında Türkiye Ekonomisi", *Atatürkçü düşünce Dergisi*, sayı:4, İstanbul, 2003, s. 72-77.
- CULBERTSON John M., "The Term Structure Of Interest Rates", *Quarterly Journal Of Economics*, Kasım 1957, s. 485.
- DAHLSTEDT Sten - "Nassau Senior, The Whig Leaders' Counsellor in The Age Of Laissez-Faire", *Södertörn University College History Of Ideas*, 2006, s.20-27.
- DEMİR Murat - Ersan Sever, "Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri", *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, Şanlıurfa, 2008, s.180.
- DEMİRGİL Bünyamin - Hakan Türkay, "Tarihsel Süreç İçerisinde Faizin Kuramsal Açından Gelişimi", *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 18, Sayı 2, 2017, s.131 -137.
- DEVİRİM Fevzi, "Türkiye'de 1980 Sonrası Dönemde Uygulanan İstikrar Politikaları", *Yeni Türkiye Ekonomisi Özel Sayısı I*, 1998, s. 15.
- DOĞANALP Nihat, "Kamu Borçlanma Teorisi ve Borçlanmanın Reel Kesim Üzerindeki Etkileri", *Yüksek Lisans Tezi*, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 2005, s. 72.
- DOTSEY Michael, "The Predictive Content Of The Interest Rate Term Spread For Future Economic Growth", *Federal Reserve Bank Of Richmond Economic Quarterly*, 1998, s. 84.
- DUFFEE Gregory, "Term Premia And Interest Rate Forecasts in Affine Models". *The Journal Of Finance*, 2000, 57, s. 405-443.
- DURAMAZ Selim ve İlkay Dilber, "Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış", *Maliye Araştırmaları Dergisi*, C.I., No: 1, 2015, s.35.
- DURAN Murat, Gülserim Özcan, Pınar Özlü, Deren Ünalmiş, "Measuring the Impact of Monetary Policy on Asset Prices in Turkey", *TCMB Working Paper*, 2010, 1-21.

- EKİNCİ Aykut, "Türkiye'de Para Arzının Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisinin Ekonometrik Analizi: 1990-2002 Dönemi Uygulaması", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı 8, 2015, s. 1-12.
- ENGLE ERIC, "Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison", European Business Law Review, Vol.26, 2010, s. 465-490.
- EROĞLU Nadir, "Türkiye'de 1990'lı ve 2000'li Yıllarda Para Politikaları", Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, C. XXVI., No:1, İstanbul, 2009, s.31-32.
- FISCHER Stanley, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", Journal of Monetary Economics, Vol. 32, 1993, s. 15.
- GEDİKKAYA Türkan ve Cihangül Gürler, "Ekonomik ve Parasal Birlik Hazırlıkları ve Avrupa Merkez Bankası", TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, 1999, s.45.
- GEORGOPOULOS George J., "Estimating The Demand For Money İn Canada: Does Including An Own Rate Of Return Matter?", The Quarterly Review Of Economics And Finance, 2006, s. 513–529.
- GROENEWEGEN D. Peter, A. "Reinterpretation Of Turgot's Theory Of Capital And Interest", The Economic Journal, Cilt. 81, Sayı: 322, 1971, s. 327 – 340.
- GÜLER Ercüment, "Türk Bankacılık Sisteminde Mevduat Faizi Değişimlerinin Katılma Fonları Üzerindeki Etkisi ve Likidite Riski Yönetimi", Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi Cilt: 8 Sayı: 15, Temmuz 2016, s. 385-412.
- HARDOUVELİS Gikas A., "The Predictive Power of the Term Structure During Recent Monetary Regimes," Journal of Finance, June 1988, s. 339–356.
- HASHEMZADEH Nozar, Philip Taylor, "Stock Prices, Money Supply, and Interest Rates: The Question of Causality", Applied Economics, Volume 20, Issue 12, 1988, s.1603-1611.
- HICKS John R., "Mr. Keynes and The Classics: A suggested Interpretation", Econometrica, 1937, s. 148.
- HİÇBİROL Özlen, Ayşen Hiç Gencer, "Neo-Klasik İktisat ve Neo-Klasik Sentez", Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 16, Sayı 1, 2014, s.259-280.
- HORNE James Van, "Interest-Rate Risk and the Term Structure of Interest Rates," Journal of Political Economy 73, 1965, s.344-351.
- KACK Stephen - Philip Keefer, "Does Social Capital Have an Economic Pay-Off ? A Cross Country Investigation", Quarterly Journal of Economics, 112, 1997, s.1251–1288.
- KALAYCI Şeref - Levent Aytemiz ve Yeşim Helhel, "İç Borç, Faiz, Enflasyon ve Üretim Etkileşimleri: Türkiye Örneği", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 19. yıl, Ağustos 2004, s.80-87.
- KAMACI Ahmet - M. Said Ceyhan - Mehmet Akif Peçe, " Kredi Hacminin Para Arzı Ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi", Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi, İcmeb17 Özel Sayısı, 2017, s. 408.

- KAR Muhsin - Sami Taban, "Kamu Harcama Çeşitlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri", Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 2003, s.145-169.
- KARACA Orhan, "Türkiye'de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2005, s.3.
- KARA Hakan, "Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Research Notes in Economics, Research and Monetary Policy Department, Ankara, 2015, s. 2-6.
- KAYA Vedat - Ahmet Çelik, "Küresel Finans Krizi Sürecinde Merkezi Yönetim Bütçe Harcamalarının Görünümü", Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 29, Sayı: 2, 2015, s. 281.
- KELLER Christian - Peter Kunzel - Marcos Souto, "Measuring Sovereign Risk in Turkey: An Application of the Contingent Claims Approach", IMF Working Paper, WP/07/233, 2007, s. 20.
- KEYDER Nur, "Kur Değişimi ve Türkiye'de Borcun Sürdürülebilirliği", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Haziran-2003, s.57-64.
- KISMER Frederic, Herbert Wagner, "Central Bank Independence and Macroeconomics Performance: A Survey of the Evidence", FernUniversität Hagen, Nr. 255, Haben, 1998, s. 9-12.
- KOL Emine Nida - Zeynep KARAÇOR, "2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve İstihdam Üzerine Etkileri", Maliye Dergisi, Sayı 162 Ocak -Haziran 2012, s. 379 - 390.
- LAUBACH Thomas, "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt", FEDS Working, 2003, s.12.
- LEBE Fuat - Ş. Mustafa Ersungur, "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Ekonomik Faktörlerin Ampirik Analizi", Atatürk Ü. İİBF Dergisi, 10. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Özel Sayısı, 2011, s. 326 - 330.
- LEEPER Eric M. - David B.Gordon, "In Search of the Liquidity Effect", Journal of Monetary Economics, Volume 29, Issue 3, June 1992, s. 341-369.
- LEWIN Andrew, Volker Wieland, and John Williams, "Robustness of Simple Monetary Policy Rules Under Model Uncertainty" Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington,1998, s1 15-27.
- LUCAS Robert E., "Tobin and Monetarism: A Review Article", Journal of Economic Literature Vol. 19, No. 2, 1981, s. 558-567.
- MASATÇI Kaan, Burak Darıcı, "Türkiye'de Faiz Oranlarının Belirlenmesinde İçsel ve Dışsal Faktörlerin Rolü", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, Cilt 4, Sayı 6, 2006, s. 13-31.
- MELTZER Allan H., "Monetary, Credit And (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", Journal Of Economic Perspectives Vol. 9, No. 4, Fall 1995, s. 49-72.

- MERTON Robert C., "On The Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure Of Interest Rates", The Journal of Finance, Volume29, Issue2, 1974, s. 449-470.
- MISHKIN Frederic S., "Understanding Financial Crisses: A Developing Country Perspective", Federal Reserve Bank of New York, Graduate School of Business, Colombia University and National Bureau of Economic Research NBER, 1994, s. 560.
- MODIGLIANI Franco, Richard Sutch, "Innovations In Interest Rate Policiy", American Economic Review, 56, Mayıs 1966, s. 179-197.
- NEAL Catherine Bonser, Timothy R Morley, "Does the Yield Spread Predict Real Economic Activity? A Multicountry Analysis", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, volume 82, 1997, s. 37-53.
- ONGUN Tuba, "İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme", Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:3, Sayı:2, Ankara, 2001, s. 7-9.
- OSMAN Orhan, "Monetarist Politikalar" Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt 4, s. 1, 1987, s. 163.
- ÖCAL Tezer, "Bankacılık Sektörü", Türkiye Ekonomisi Sektörel Gelişmesi, Yay. Haz. Çelik Aruoba, Cem Alpar, Türkiye Ekonomi Kurumu, Ankara, 1992, s. 144.
- ÖKTE M. Kutluğhan Savaş, "Antik Çağda İktisadi Düşünce", Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 7, Sayı 24, 2008, s. 37-38.
- ÖZATAY Fatih, "Türkiye Ekonomisi ve IMF Politikaları", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi,18, 2003, s. 52.
- ÖZDEMİR Azim, "Interest Rate Surprises and Transmission Mechanism in Turkey: Evidence from Impulse Response Analysis", TCMB Working Paper, 2015, s. 1-27.
- ÖZGEN Mehmet, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Faiz Politikaları", Maliye Dergisi, S. 116, Ocak-Şubat 1994, s. 60-79.
- ÖZSAĞIR Arif, "Ekonomide Güvenlik Faktörü", Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 6, Sayı 20, 2007, s. 46-62.
- ÖZTÜRK Salih - Selen ÇOLTU, "Finansal Derinleşmenin Ekonomik Büyümeye Etkisi 2001-2016 Yılları Türkiye Örneği", Gaziantep Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, 2018, s. 1516-1521.
- PATRA Nilanjan, "Long Run Relationship Between Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials: The Cointegration Approach", 2006, s. 4.
- PIÇAK Murat, "Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi", Diyarbakır, Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi, C. 1, 2012, s.7.
- PİNDYCK Robert S. - Daniel L. Rubinfeld, "Microeconomics, Macmillan Publishing Company", Second Edition, New York, 1992, s. 608.
- RAMACHANDRAN, Manickam, "Do Broad Money, Output, And Prices Stand For A Stable Relationship in India", Journal Of Policy Modeling, 2004, s. 983-1001.



- ROLEY Vance - Gordon Sellon, "Monetary Policy Actions And Long-Term Interest Rates", Federal Reserve Bank Of Kansas City Economic Review, 1995, s.73-89.
- ROTH Martha T., "Mesopotamian Legal Traditions and The Laws of Hammurabi", Chicagp-Kent Law Review, Volume 71 issue I, 1995, s. 13-19.
- SANDALCILAR Ali Rıza - Ali Altınır, "Türkiye’de Tüketici Kredileri İle Cari İşlemler Açığı Arasındaki Nedensellik İlişkisi", Türkiye Bankalar Birliği, Vol. 25, Sayı 89 , İstanbul, 2014, s.10.
- SARI Aydın, "Çıktıya (GSMH) Para Arzındaki Büyümenin, Faiz Oranı Oynaklığı ve Döviz Kuru Oynaklığının Etkileri: Türkiye Örneği", Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 11, Sayı 2, 2009, s. 19–36.
- SARIG Oded, Arthur Warga, "Some Empirical Estimates of the Risk Structure of Interest Rates", The Journal of Finance, Volume44, Issue5, 1989, s. 1351-1360.
- SAYIM Işık - Koray Duman - Adil Korkmaz, "Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması", D.E.Ü. İ.İ.B.F.Dergisi Cilt:19 , Sayı:1, 2004, s. 45-69.
- SCHOLTENS Bert, Dick van WENSVEEN "The Theory Of Financial Intermediation: An Essay On What It Does (Not) Explain" Soci t  Universitaire Europ enne de Recherches Financi res (SUERF)-The European Money and Finance Forum, 2003, s. 9.
- SEREL Alpaslan - Musa Bayır, "2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, sayı: 19, 2013, s. 59-78.
- SEVAL Belkıs - Kerem Özdemir, "2000’li Yıllardan Günümüze Değişen Türkiye Ekonomisi", Serpam Araştırma Raporları, Haziran 2013, s.16-17.
- SEVER Erşan, Zekeriya Mızrak, "Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması", Selçuk Üniversitesi, İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Konya, 2007, s. 268-274.
- SEYREK İsmail - Zekeriya Mızrak, "Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı", Konya, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C. 22, 2009, s. 7-8.
- SEZGİN Zafer, "Kriz Sonrası Türkiye Ekonomisinde Mali Baskınlık", Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 17 Sayı 1, 2015, s. 81-94.
- STANTON Richard, "A Nonparametric Model of Term Structure Dynamics and The Market Price of Interest Rate Risk, The Journal of Finance, Volume 52, Issue 5, 1997, s.1973-2002.
- SVENSSON Lars E.O., "What is Wrong With Taylor Rules ? Using Judgment in Monetary Policy Through Targeting Rules", Journal of Economics Literature, Vol. 41, No:2, 2003, s. 436-439.
- ŞENTÜRK Mehmet - Engin Dücan, "Türkiye’de Döviz Kuru-Faiz Oranı ve Borsa Getirisi İlişkisi: Ampirik Bir Analiz", Business and Economics Research Journal Volume 5 Number 3, 2014, s. 68-76.

- ŞİMŞEK Muammer - Cem Kadılar, "Fisher Etkisinin Türkiye Verileri İle Testi", Doğu Üniversitesi Dergisi, Cilt 7, Sayı 1, 2006, s. 99-111.
- TANG Chor F - K. S. CH'NG; "A Multivariate Analysis Of The Nexus Between Savings And Economic Growth in The Asean-5 Economies", Margin The Journal Of Applied Economic Research, 2012, s.385-406.
- TOBIN James, "Money, Capital and Other Stores of Value", AER, Vol.51, 1961, s. 26-30.
- TOKGÖZ Erdinç, "Merkez Bankaları Bağımsızlığı", Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 13, 1995, s. 6-9.
- TUNA Abdülkadir - Selma Öner - Hakan Öner, "Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının Optimal Kullanımı Ve Türk Bankacılık Sektörü Açısından Maliyet Analizi", Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi, 2015, s. 219-232.
- TURNER Adair, "Monetary And Financial Stability: Lessons From The Crisis And From Classic Economics Texts", Monetary Policy and the Challenge of Economic Growth, South African Reserve Bank Conference Series, 2012, s. 259-262.
- TÜRKYILMAZ Serpil - Erkan Özata, "Türkiye'de Para Arzı, Faiz Oranı Ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensel İlişkilerin Analizi", Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal Ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2007, s. 493 - 499.
- UYVAL Doğan - Mehmet MUCUK, "Crowding - Out (Dışlama) Etkisi: Türkiye Örneği 1975-2000", Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2003, s. 161.
- ÜNAL Ayşe ERGİN - Filiz YETİZ, "Parasal Genişlemeye Alternatif Arayışları: Negatif Faiz", Politik Ekonomik Kuram, Cilt 1, Sayı 2, 2017, s. 68.
- VANNEREM Philippe, , "Assessing Interest Rate Risk Beyond Duration:Shift, Twist, Butterfly", MSCI Barra Research,. 2010-13, s. 24.
- WENDY Edelberg & David Marshall, "Monetary Policy Shocks and Long-Term Interest Rates", Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, 1996, s. 14-17.
- WESCHE Assenmacher K. - Stefan Gerlach, "The Term Structure Of Interest Rates Across Frequencies", European Central Bank Working Papers Series, 2008, s. 976.
- WICKSELL Knut, "Interest And Prices A Study Of The Causes Regulating The Value Of Money", Translated By R.F. Kahn, Newyork: Reprints Of Economic Classics, 1962, s. 14.
- WICKSELL Kunt, "The Influence Of The Rate Of Interest On Commodity Prices, In: Wicksell", K. Selected Papers On Economic Activity, Augustus M. Kelley Publishers, New York, 1969, s.216.
- WILLIAMSON Oliver E., "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead", Journal of Economic Literature. c.38, 2000, s. 596-613.
- WISELEY William, "A Tool of Power: The Political History of Money", John Wiley and Sons Inc., New York, 1977, s.32.

- WOODFORD Michael, "Price Level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate," Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 43, 1995, s. 251.
- YAKUPOĞLU Alper, "Merkez Bankası'nın 2002-2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi", Maliye Finans Yazıları, No:88, 2010, s.45-47.
- YALÇINKAYA Ömer - Vedat Kaya, "Nominal Negatif Faiz Oranı Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: İlk Kanıtlar", International Journal Of Academic Value Studies, Vol:3, Issue:11, 2017, s.91-105.
- YAMAK Rahmi - Banu Tanrıöver, "Faiz Oranı, Getiri Farkı Ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği (1990-2006)". Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2009, s. 43-58.
- YİĞİTBAŞ Şehnaz Bakır, "Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye'de Banka Kredi Kanalı", Bankacılar Dergisi, Sayı 85, 2013, s. 72-78.
- YÜCEMEMİŞ Başak Tanınmış - Ufuk Alkan - Canan Dağdır, "Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi", Finansal Araştırmalar Ve Çalışmalar Dergisi, Cilt 7, Sayı 13, Temmuz 2015, s. 449-478.
- ZEYREK İsmail, Zekeriya Mızırak, "Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı", Selçuk Üniversitesi SBE Dergisi, Sayı: 22, 2009, s. 383-395.

### **Diğer Yayınlar**

- ADA Zeynep, Faiz Politikası ve Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkisi, Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, 1992.
- ALKAYA Aylin, İbrahim Yağlı, "Finansal Okuryazarlık-Finansal Bilgi, Davranış ve Tutum Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi İİBF Öğrencileri Üzerine Bir Uygulama", Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, Cilt: 8 Sayı: 40, 2015.
- ALSU Erkan, "Döviz Kurları, Enflasyon Ve Faiz Oranlarının Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri Türkiye Örneği (1985-2005)", Yüksek Lisans Tezi, T.C.Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı, Gaziantep, Aralık 2006, s.8.
- ÇAVUŞOĞLU Fazilet, "Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği", (Basılmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, 2010, s.58.
- DEDEKOCA Ersin, "Gevşek Para Politikasının İkizi: Negatif Faiz", Erişim: <http://ankaenstitusu.com/gevsek-para-politikasinin-ikizi-negatif-faiz/> (15.07.2017).
- DURGUT Dilek, "Faiz Oranlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz" Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2010, s. 12.

- ERÇEVİK Başak, "Döviz Kuru ve Faiz Oranının Dış Ticaret Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması", (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2011, s. 101-106.
- EROĞLU İlhan, "Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi", <http://dergi.kmu.edu.tr/userfiles/file/aralik2007/PDF/1.pdf>, (15.08.2019).
- İNAL Duygu Güneş, Türkiye'de para politikası faiz kararlarının uzun dönemli faizler üzerine etkisi. Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2006, s. 15-18.
- KARA Hakan, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Çalışma Tebliği No: 12/17, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2012, s. 14-22.
- Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/68f07f4e3e66475e8aa5f297632e2336/TCMBYolHaritasi2015.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-68f07f4e-3e66-475e-8aa5-f297632e2336-m3fB7u5> , (16.08.2019).
- ÖZTÜRK Levent, 2000-2001-2002 Yıllarında Türkiye'de Uygulanan Faiz Politikaları ve Ekonomiye Yansımaları, Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde, 2004, s. 32.
- Principles of Economics, Saylor Academy, [https://saylordotorg.github.io/text\\_principles-of-economics-v2.0/s2802demand-supply-and-equilibrium-.html](https://saylordotorg.github.io/text_principles-of-economics-v2.0/s2802demand-supply-and-equilibrium-.html) (22.07.2019).
- RODRIGUEZ Sergio L., "Supply Side Effects of Interest Rate Policy", Erişim: <http://www.dii.uchile.cl/lacea99/papers/127.pdf>, (24.07.2019).
- SÜRMEİ Arda, "Faiz Oranlarının Vade Yapısı ve Faiz Oranı Modelleri: Heath Jarrow-Morton Yaklaşımı Çerçevesinde Tahvil ve Faiz Oranına Dayalı Opsiyon Fiyatlaması", Doktora Tezi, İşletme Ana Bilim Dalı, Eskişehir, 2011, s. 5.
- TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)
- TCMB, Para Politikası Kurulu Kararı, 18 Mayıs 2010, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/cd77e2b7-a58e-4fc6-a58b-ebecfa2d2d44/5.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-cd77e2b7-a58e-4fc6-a58b-ebecfa2d2d44-m3fBdHX> (15.10.2019)
- TCMB, TÜFE ve Enflasyon Hedefi, <https://www.tcmb.gov.tr>, (15.10.2019).
- TCMB, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve> (22.05.2019)
- TCMB, Yıllık Rapor. Ankara: TCMB, 2008, s. 46.
- TCMB, Düünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d7033add774f4358b4f71fd227d640d0/116.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d7033add774f-4358-b4f7-1fd227d640d0-m3fB7Ju>, (10.08.2019).

- TCMB, Yıllık Rapor, [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5f0bc551-d18d-424e9ce8b9610c59d764/2005\\_Yillik\\_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5f0bc551-d18d-424e-9ce8-b9610c59d764-mh5zv9](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5f0bc551-d18d-424e9ce8b9610c59d764/2005_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5f0bc551-d18d-424e-9ce8-b9610c59d764-mh5zv9), (13.08.2019).
- TCMB, 2003 Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/> (17.04.2019)
- TCMB 2003 Yıllık Raporu, [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/667c79041baa4ca39c7deb0a23d28826/2003\\_Yillik\\_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-667c7904-1baa-4ca3-9c7d-eb0a23d28826-mh5zofC](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/667c79041baa4ca39c7deb0a23d28826/2003_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-667c7904-1baa-4ca3-9c7d-eb0a23d28826-mh5zofC), (12.08.2019).
- TCMB, 2008. 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, (16 Aralık) s.14.
- TCMB, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 25 Aralık, 2012, s. 8.
- TCMB, 2015, <http://www.tcmb.gov.tr> (22.06.2019).
- TCMB, 2017 Yılı Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/tr/m21.php>, (18.08.2019).
- TCMB 2018 Yılı Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2018/tr/m21.html>, (18.08.2019).
- TCMB: Yıllık Rapor, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9845e257-48374a9a8bb6c59ad28a416b/08turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9845e257-4837-4a9a-8bb6-c59ad28a416b-mgX2Wti>, (17.08.2019).
- TELEK Cebail, Uluslararası Fisher Etkisi Hipotezi Kapsamında Nominal Faiz Oranları ve Döviz Kurları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Türkiye Örneği, Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Malatya, 2018, s. 30.
- Türk Ticaret Kanunu Mevzuat 2019, 2019 Yılı Temerrüt Faiz Oranı, [http://www.asmo.org.tr/ckfinder/userfiles/files/Turmob\\_Sirkuler\\_2019\\_19.pdf](http://www.asmo.org.tr/ckfinder/userfiles/files/Turmob_Sirkuler_2019_19.pdf) (11.07.2019).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bülten, Sayı: 28, Ankara, 2012, s. 2.
- YILMAZ İlker, Merkez Bankası Bağımsızlığı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Avrupa Merkez Bankaları Sistem ve Federal Reserve Sistem, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Dicle Üniversitesi, s. 97-100.
- WIGGLESWORTH Robin - Leo Lewis - Dan Mccrum,"Central Banks: Negative Thinking", <Http://Www.Ft.Com/Intl/Cms/S/2/7333e92a-D4a2-11e5-829b8564e7528e54.Html#Axzz41jphvvq2> (15.07.2019).