

T.C.  
KIRŞEHİR AHİ EVRAN ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASININ KREDİ FAİZ  
ORANLARINA GEÇİŞKENLİĞİ: AMPİRİK BİR  
İNCELEME

Burçin ÇALIŞKAN GÖK

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KIRŞEHİR-2023



©2023- Burçin ÇALIŞKAN GÖK

T.C.  
KIRŞEHİR AHİ EVRAN ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASININ KREDİ FAİZ  
ORANLARINA GEÇİŞKENLİĞİ: AMPİRİK BİR  
İNCELEME

MONETARY POLICY PASS-THROUGH TO LENDING  
RATES IN TURKEY: AN EMPIRICAL INVESTIGATION

Hazırlayan

Burçin ÇALIŞKAN GÖK

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman

Prof. Dr. Ümit BULUT

KIRŞEHİR-2023

## KABUL VE ONAY

Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı yüksek lisans, Burçin ÇALIŞKAN GÖK tarafından hazırlanan “Türkiye’de Para Politikasının Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenliği: Ampirik Bir İnceleme” adlı tez çalışması 07.07.2023 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından oybirliği ile **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Danışman .....(İmza)

Prof. Dr. Ümit BULUT

Üye.....(İmza)

Doç. Dr. Gülbahar ÜÇLER

Üye.....(İmza)

Doç. Dr. Yusuf MURATOĞLU

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

.../.../2023

(İmza)

Prof. Dr. Hüseyin ŞİMŞEK

Enstitü Müdürü

## BİLDİRİM

Hazırladığım tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin ..... yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

07/07/2023

Burçin ÇALIŞKAN GÖK

İmza

## ÖZET

# TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASININ KREDİ FAİZ ORANLARINA GEÇİŞKENLİĞİ: AMPİRİK BİR İNCELEME

## YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan: Adı SOYADI

Danışman: Prof. Dr. Ümit BULUT

2023-(X+73)

Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü

İktisat Ana Bilim Dalı

Jüri

Prof. Dr. Ümit BULUT

Doç. Dr. Gülbahar ÜÇLER

Doç. Dr. Yusuf MURATOĞLU

Günümüz dünyasında bir merkez bankasının temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Merkez bankalarının politika faiz oranlarını değiştirmesi para piyasası faiz oranlarını etkilemektedir. Para piyasası faiz oranlarındaki değişiklikler ise uzun vadeli kredi, mevduat ve tahvil faiz oranlarını değiştirmektedir. Bu süreç, faiz oranı geçişkenliği olarak adlandırılmaktadır. Etkin bir faiz oranı geçişkenliği mekanizması, merkez bankasının politika faiz oranındaki değişimlerin toplam talebi, çıktıyı ve enflasyonu etkileyen uzun vadeli faiz oranlarına çok büyük ölçüde aktarıldığı anlamına gelmektedir. Geçişkenlik ne kadar yüksek ve hızlı olursa merkez bankası kararlarının reel ekonomiyi etkilemesi o kadar kolay ve hızlı olmaktadır.

Bu tez çalışmasının amacı, Türkiye'de para politikasının kredi faiz oranlarına geçişkenliğini Ocak 2011-Mart 2021 dönemine ait aylık verileri kullanarak incelemektir. Bu çerçevede, çalışmada hem doğrusal hem de doğrusal olmayan tahmin yöntemleri kullanılmıştır. Bu tahmin yöntemlerinden elde edilen bulgular bir hayli farklıdır. Daha etkin sonuçlar verdiği kabul edilen doğrusal olmayan tahmin yönteminin bulguları dikkate alındığında, faiz oranı geçişkenliği katsayısının birden büyük olduğu görülmektedir. Bu sonuç, bankaların kredi faiz oranlarını ayarlarken bir risk primini dikkate aldığını ve Türkiye'de kredi faiz oranlarının içinde ilave bir risk priminin var olduğunu göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Doğrusal olmayan yöntemler, Doğrusal yöntemler, Faiz oranı geçişkenliği, Ticari kredi faiz oranları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

## ABSTRACT

# MONETARY POLICY PASS-THROUGH TO LENDING RATES IN TURKEY: AN EMPIRICAL INVESTIGATION

M.Sc.Thesis

**Preparer: Burçin ÇALIŞKAN GÖK**

**Advisor: Prof. Dr. Ümit Bulut**

**2023-(X+73)**

**Kırşehir Ahi Evran University, Graduate School Of Social Sciences**

**Economics Department**

**Jury**

**Prof. Dr. Ümit BULUT**

**Assoc. Prof. Dr. Gülbahar ÜÇLER**

**Assoc. Prof. Dr. Yusuf MURATOĞLU**

In today's world, the main policy instrument of a central bank is short-term interest rates. Changes in policy interest rates by central banks affect money market rates. Then, changes in money market rates alter long-term interest rates on loans, deposits and bonds. This process is called interest rate pass-through. An efficient interest rate pass-through mechanism implies that changes in the central bank's policy rate are transmitted to a very large extent to long-term interest rates, which affect aggregate demand, output and inflation. High and fast pass-through implies that central bank decisions affect the real economy easily and quickly.

The aim of this thesis is to analyze the pass-through of monetary policy to lending rates in Turkey using monthly data for the period January 2011-March 2021. In this framework, both linear and nonlinear estimation methods are employed in this study. The findings obtained from these estimation methods are quite different. Considering the findings of the nonlinear estimation method, which is considered to yield more efficient results, the coefficient of interest rate pass-through is greater than unity. This result suggests that banks take into account a risk premium when setting lending rates and that there is an additional risk premium in lending rates in Turkey.

**Keywords:** Interest rate pass-through, Lending rates on commercial loans, Linear methods, Nonlinear methods, The Central Bank of the Republic of Turkey

## ÖN SÖZ

Bu tez çalışması, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak uzun vadeli kredi faiz oranlarını ne ölçüde etkilediğini incelemektedir. Çalışma bu anlamda Türkiye'de para politikasının uzun vadeli faizleri etkileme konusundaki gücü hakkında bilgiler sunmaktadır. Tezin üç ana bölümünde sırasıyla para politikası ve para politikasının uzun vadeli faizlere geçişkenliği, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi deneyimi ve kurulan ampirik modelin sonuçları ve bu sonuçlardan elde edilen çıkarımlar anlatılmaktadır.

Bu tez çalışmasında en büyük katkısı olan, beni her zaman yönlendiren, cesaret veren ve destekleyen, akademik bilgeliği, tecrübesi ve özverisi sayesinde bu tezi tamamlamak için gereken ilhamı bulmama yardımcı olan danışmanım Prof. Dr. Ümit BULUT hocama sonsuz teşekkür ederim.

Bu tez çalışmasının tamamlanmasında en büyük motivasyon kaynağım olan ve her adımda yanımda olduğunu hissettiren en büyük destekçilerim olan annem Gülnihal ÇALIŞKAN'a, babam Mustafa ÇALIŞKAN'a, eşim Ersin GÖK'e ve kardeşim Gülçin ÇALIŞKAN SEYFELİ'ye en içten teşekkürlerimi sunuyorum.

*Bu tezi sevgili oğlum Mustafa Murat GÖK ve babam Mustafa ÇALIŞKAN'a ithaf ediyorum...*



## İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY .....	i
BİLDİRİM.....	ii
ÖZET .....	iii
ABSTRACT .....	iv
ÖN SÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLOLAR/ÇİZELGELER LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix
SİMGELER VE KISALTMALAR .....	x
<b>BÖLÜM I .....</b>	<b>1</b>
<b>1. GİRİŞ.....</b>	<b>1</b>
<b>1.1. ARAŞTIRMA KONUSU VE PROBLEMİ .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....</b>	<b>3</b>
<b>1.3. SINIRLILIKLAR .....</b>	<b>3</b>
<b>BÖLÜM II.....</b>	<b>4</b>
<b>2. PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASININ BANKA FAİZ ORANLARINA GEÇİŞKENLİĞİ.....</b>	<b>4</b>
<b>2.1. PARA POLİTİKASININ TANIMI VE ÖNEMİ.....</b>	<b>4</b>
<b>2.2. İKTİSAT OKULLARININ PARA POLİTİKASINA BAKIŞLARI .....</b>	<b>5</b>
<b>2.3. PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI .....</b>	<b>12</b>
<b>2.4. PARA POLİTİKASININ ARAÇLARI .....</b>	<b>19</b>
<b>2.5. PARA POLİTİKASININ BANKA FAİZ ORANLARINA GEÇİŞKENLİĞİ .....</b>	<b>22</b>
<b>BÖLÜM III .....</b>	<b>26</b>
<b>3. 2000'Lİ YILLARDA TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI.....</b>	<b>26</b>
<b>3.1. ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ ÖNCESİ DÖNEMDE PARA POLİTİKASI .....</b>	<b>27</b>
<b>3.2. ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASI (2002-2005)..</b>	<b>29</b>
<b>3.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASI (2006-GÜNÜMÜZ) ...</b>	<b>36</b>
<b>3.4. DEĞERLENDİRME.....</b>	<b>47</b>
<b>BÖLÜM IV.....</b>	<b>48</b>
<b>4. MODEL, YÖNTEM VE BULGULAR.....</b>	<b>48</b>
<b>4.1. LİTERATÜR TARAMASI.....</b>	<b>48</b>
<b>4.2. MODEL VE VERİ SETİ .....</b>	<b>50</b>

<b>4.3. YÖNTEM</b> .....	<b>53</b>
4.3.1. Doğrusal Zaman Serisi Testleri .....	53
4.3.2. Doğrusal Olmayan Zaman Serisi Testleri .....	56
<b>BÖLÜM V</b> .....	<b>60</b>
<b>5. SONUÇ, TARTIŞMA VE ÖNERİLER</b> .....	<b>60</b>
<b>KAYNAKÇA</b> .....	<b>62</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ</b> .....	<b>73</b>



## TABLolar/ÇİZELGELER LİSTESİ

Sayfa

<i>Tablo 4.1. Literatür Özeti</i> .....	50
<i>Tablo 4.2. Tanımlayıcı İstatistikler Ve Korelasyon Matrisi</i> .....	52
<i>Tablo 4.3. ADF ve PP Birim Kök Testleri</i> .....	57
<i>Tablo 4.4. ARDL Eşbütünleşme Testi</i> .....	58
<i>Tablo 4.5. Harvey vd. (2008) Doğrusallık Testi</i> .....	58
<i>Tablo 4.6. Kruse (2011) Birim Kök Testi</i> .....	59
<i>Tablo 4.7. Kapetanios vd. (2006) Eş Bütünleşme Testi</i> .....	59

<b>Şekil 3.1.</b> Türkiye’de 2002-2005 döneminde hedeflenen enflasyon ve gerçekleşen enflasyon (% , TCMB, 2023).....	30
<b>Şekil 3. 2.</b> Türkiye’de 2002-2005 döneminde döviz kurlarının değişimi (TCMB, 2023) ....	31
<b>Şekil 3. 3.</b> TCMB’nin 2002-2005 döneminde gecelik borç verme ve borç alma faizleri (% , TCMB, 2023) .....	32
<b>Şekil 3. 4.</b> Türkiye’de 2002-2005 döneminde GSYİH reel büyüme oranı. Büyüme oranı, bir önceki döneme göre hesaplanmıştır. (% , TÜİK, 2023) .....	33
<b>Şekil 3. 5.</b> Türkiye’de 2002-2005 döneminde Kamu Net Toplam Borç Stoku/ GSYİH (% , Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2023) .....	34
<b>Şekil 3. 6.</b> Türkiye’de 2002-2005 döneminde reel efektif döviz kurunun gelişimi (TCMB) 35	
<b>Şekil 3. 7.</b> Türkiye’de 2002-2005 döneminde cari işlemler hesabı (milyon \$, TCMB).....	36
<b>Şekil 3. 8.</b> Türkiye’de 2006-2021 döneminde hedeflenen enflasyon oranı ve gerçekleşen enflasyon oranı (% , TCMB, 2023).....	37
<b>Şekil 3. 9.</b> Türkiye’de 2006-2021 döneminde döviz kurlarının değişimi (TCMB, 2023) ....	40
<b>Şekil 3. 10.</b> Türkiye’de 2006-2021 döneminde reel büyüme oranları. Büyüme oranı, bir önceki döneme göre hesaplanmıştır. (% , TÜİK, 2023) .....	41
<b>Şekil 3. 11.</b> TCMB’nin 2006-2021 döneminde gecelik borç alma ve borç verme faizleri (% , TCMB, 2023) .....	43
<b>Şekil 3. 12.</b> Türkiye’de 2006-2021 döneminde Kamu Net Toplam Borç Stoku/ GSYİH (% , Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2023) .....	44
<b>Şekil 3. 13.</b> Toplam krediler (Milyon TL) ve reel efektif döviz kuru (TCMB ve BDDK).....	45
<b>Şekil 3. 14.</b> Türkiye’de 2006-2021 döneminde cari işlemler hesabı (milyon \$, TCMB).....	46
<b>Şekil 4.1.</b> Serilerin grafiksel gösterimi.....	52

## SİMGELER VE KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur. Kısaltmalar yazımında TDK yazım kılavuzundaki kısaltmalar dizini esas alınmalıdır.

<b>Kısaltmalar</b>	<b>Açıklamalar</b>
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>MB</b>	Merkez Bankası
<b>SBB</b>	Strateji ve Bütçe Başkanlığı
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

# BÖLÜM I

## 1. GİRİŞ

Bu tez çalışmasında, Türkiye’de kısa vadeli faiz oranlarının/para politikasının uzun vadeli kredi faiz oranlarına geçişkenliğinin derecesi incelenecektir. Dünyadaki diğer modern merkez bankaları gibi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) da temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Bu çerçevede faiz oranı geçişkenliği iki aşamalı olarak değerlendirilmektedir. Birinci aşamada, TCMB para piyasasındaki önemli etkisi ve kullandığı para politikası araçlarıyla bankalar arası piyasada gecelik vadede oluşan faizleri kontrol etmeye çalışmaktadır. İkinci aşamada ise, TCMB bu faizlerin uzun vadeli kredi faizlerini etkilemesini beklemektedir. Bu açıdan ele alındığında faiz oranı geçişkenliği mekanizması para politikasının etkisini ölçmede temel gösterge olarak değerlendirilmektedir.

Bu çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın izleyen ana bölümünde (ikinci bölümünde) para politikası ile ilgili genel bir çerçeve çizilmekte ve para politikasının banka faiz oranlarına geçişkenliğini açıklanmaktadır. Üçüncü bölümde 2000’li yıllarda Türkiye’de uygulanan para politikası ana hatlarıyla sunulmaktadır. Dördüncü bölümde ise çalışmada kullanılan model, veri seti ve yöntem tanıtılmakta ve yapılan ekonometrik analizle Türkiye’de kısa vadeli faiz oranlarının kredi faiz oranlarına geçişkenliğinin derecesi tahmin edilmektedir. Beşinci ve son bölümde ise bulgular özet olarak sunulmakta ve tartışılmaktadır.

### 1.1. ARAŞTIRMA KONUSU VE PROBLEMİ

Günümüz dünyasında merkez bankaları para politikasını esas itibariyle faiz oranlarını değiştirmek üzerinden yürütmektedir. Bu durumun nedenleri ise geniş tanımlı para arzının merkez bankası tarafından kontrolünün mümkün olmaması ve paranın dolaşım hızındaki yüksek volatilité nedeniyle pek çok ülkede para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki bağlantının zayıflamasıdır.

Merkez bankasının politika uygulamaları sonrasında para piyasası faiz oranı bu uygulamalardan etkilenmektedir. Bu durumda bankalar oluşan maliyetleri, faiz oranlarına transfer etmektedir. Bu süreç “faiz oranı geçişkenliği” olarak adlandırılmaktadır. Banka faiz oranları, fon arz eden ve talep edenlerin davranışlarını doğrudan etkilemekte ve bu etki ekonomik büyümeyi, enflasyonu ve para politikasının başarısını etkilemektedir (Wang ve Lee, 2009). Etkin bir geçişkenlik mekanizması kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimlerin

toplam harcamaları, milli geliri ve enflasyonu etkileyen kredi faiz oranlarına çok büyük ölçüde yansıtıldığını göstermektedir (Hofmann ve Mizen, 2004; Karagiannis vd., 2010; Verheyen, 2013). Kredi faiz oranlarına geçişkenlik ne kadar hızlı ve yüksek düzeyde gerçekleşirse, merkez bankasının reel ekonomiyi etkilemesi ve dolayısıyla para politikası hedeflerine ulaşması o kadar kolaylaşmaktadır (Çavuşoğlu, 2010).

Para politikasını yürütmekte olan merkez bankaları, kısa vadeli/gecelik faiz oranlarını kontrol ederek para politikası hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadır (Borio, 1997; De Bondt, 2005). İlk olarak merkez bankalarının borçlanmada ve borç vermede kullandığı faiz oranlarındaki değişiklikler bankaların borç alma maliyetlerini etkilemektedir (De Bondt, 2005; Egert vd., 2007; Yıldırım, 2012). Devamında ise kısa vadeli faizlerdeki değişmeden uzun vadeli mevduat ve kredi faizleri etkilenmektedir (De Bondt, 2005; Egert vd., 2007; Gambacorta vd., 2015). Dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarına geçişkenliği, kısa vadeli faiz oranındaki bir değişimin ne ölçüde uzun vadeli faizlere aktarıldığını göstermektedir (Egert vd., 2007; Yüksel ve Özcan, 2013; Andries ve Billion, 2016). Etkin bir geçişkenlik mekanizması, Türkiye gibi finans sisteminde ticari bankaların ağırlıkta olduğu ülkeler için bilhassa önemlidir (Sander ve Kleimer, 2004; Byrene ve Kelly, 2019; Altavilla vd., 2020).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak koridor/kanal sistemi aracılığı ile çıktıyı ve enflasyonu etkilemektedir. TCMB'nin tanımına göre faiz koridoru, merkez bankalarının gecelik olarak bankalardan borçlanabileceği ve bankalara borç verebileceği faiz düzeylerinin aralarında kalan alandır (TCMB, 2013a). Faiz koridoru sisteminde TCMB borç verme ve borç alma arasındaki farkı temsil eden net bir pozitif faiz oranı belirler. Koridorun üst sınırı geçici likidite sıkışıklığına düşen bankaların borç almak için ödemeye razı oldukları faiz oranıdır. Koridorun alt sınırını temsil eden koridorun tabanı ise geçici likidite fazlası olan bankaların TCMB'ye bu fonlarını mevduat şeklinde yatırması durumunda almayı kabul ettiği faiz oranıdır (Özatay, 2012). Bunların yanında, TCMB'nin bankaları temel fonlama aracı ise 2010 yılından itibaren 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranıdır. Bu anlamda, TCMB'nin amacı bankalararası piyasada gecelik vadede oluşan faiz oranının koridor içinde kalması ve repo ihale faizine yakın olmasıdır. Gecelik faizlerin uzun vadeli faiz oranlarına aktarılma derecesi, Türkiye'de TCMB'nin para politikasını değerlendirmede anahtar bir role sahiptir.

Bu açıklamaların ardından bu tezin temel problemi şudur: TCMB, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak uzun vadeli kredi faiz oranlarını ne ölçüde etkileyebilmektedir? Bu çerçevede, çalışmada uzun vadeli kredi faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarından ne derece etkilendiği zaman serisi analizindeki güncel yaklaşımlar dikkate alınarak incelenmektedir.

## **1.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ**

Bu araştırmanın amacı, Türkiye’de para politikasının uzun vadeli faizlere geçişkenlik derecesini test etmek ve söz konusu geçişkenliğin tam olmadığı sonucuna ulaşırsa bu durumun olası nedenlerini ortaya koymaktır. Çalışma, Türkiye’de para politikasının uzun vadeli faizleri etkileme konusundaki gücü hakkında önemli bulgular sunacaktır.

## **1.3. SINIRLILIKLAR**

Bu tez çalışmasında Ocak 2011-Mart 2021 dönemine ait aylık veriler kullanılarak Türkiye’de kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli kredi faiz oranlarına geçişkenliği zaman serisi yöntemleriyle incelenecektir. Bu çerçevede araştırma doğal olarak bazı sınırlara sahiptir. İlk olarak, çalışmada para politikasının ticari kredi faiz oranlarına geçişkenliği dikkate alınmaktadır. Dolayısıyla, gelecekte bu konuda yapılacak çalışmalar Türkiye’de para politikasının tüketici, taşıt ve konut kredisi faiz oranlarına geçişkenliğini inceleyebileceği gibi mevduat faiz oranlarına geçişkenliğini de inceleyebilir. İkinci olarak, tez çalışmasında güncel ekonometrik teknikler kullanılsa da kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiyi etkileyebilecek rejim kaymaları dikkate alınmamaktadır. Bu çerçevede, gelecekte bu konuda yapılacak çalışmalar rejim kaymalarını analize dahil edip modelleyerek uzun vadeli faiz oranları ile kısa vadeli faiz oranları arasında zamanla değişen bir ilişki olup olmadığını inceleyebilir. Üçüncü olarak, çalışmada kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli ticari kredi faiz oranlarına ne ölçüde aktarıldığı incelenirken literatürdeki temel model kullanılmaktadır. Gelecekte yapılacak çalışmalarda kurulacak ampirik modellere iktisat teorisi ve Türkiye ekonomisinin dinamikleri dikkate alınarak başka bazı değişkenler de eklenebilir.



## BÖLÜM II

### 2. PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASININ BANKA FAİZ ORANLARINA GEÇİŞKENLİĞİ

#### 2.1. PARA POLİTİKASININ TANIMI VE ÖNEMİ

Ülkelerin birçok hedefi bulunmakla birlikte genel olarak bir ekonomide dört ana hedef olduğundan bahsedilebilir. Bu hedefler arasında: Kaynakların tam olarak kullanımıyla istihdamın sağlanması, fiyat istikrarının sağlanması ve korunması, kararlı ve hızlı bir ekonomik büyüme ve ödemeler dengesinin sürdürülmesi yer almaktadır (Rose, 1986). Bir ülkenin jeopolitik konumu, siyasi ve kültürel yapısı, sağlık ve eğitim kalitesi, yapısal düzenlemelerle tanımlanan ekonominin altyapısı ve yönetim kalitesi gibi birçok faktör, temel ekonomik hedeflere ulaşmayı etkileyebilir. Bir ülkenin ekonomik performansının belirleyicileri sadece makroekonomik göstergelerden ibaret değildir. Bunların yanı sıra, ülkenin coğrafi konumu, siyasi ve kültürel yapısı, sağlık ve eğitim seviyesi, ekonominin altyapısı için yapılan yapısal düzenlemeler ve yönetim kalitesi gibi faktörler de temel ekonomik hedeflere ulaşmada önemli etkiler gösterebilir. Ancak bu faktörlerin başarısı, merkezi yönetimin uyguladığı maliye ve para politikalarının etkinliğine de bağlıdır (Önder, 2005). Dolayısıyla, bu politikaların doğru bir şekilde tasarlanması ve uygulanması, ekonomik hedeflere ulaşmak için önemli bir faktördür.

Para politikası, bir ülkenin merkez bankası tarafından genel para arzını kontrol etmek, ekonomik büyümeyi teşvik etmek, faiz oranlarını etkilemek ve banka rezerv gereksinimlerini değiştirmek gibi stratejiler uygulamak için kullanılan bir dizi araçtan oluşmaktadır. (Brock, 2022). Para politikasının amaçları fiyat istikrarı, istihdam artışı ve ekonomik büyüme gibi makroekonomik hedeflere ulaşmaktır. Para politikası, fiyat istikrarı, ekonomik büyüme ve istihdam artışı gibi temel amaçlara ulaşmak için paranın maliyetini ve elde edilebilirliğini etkilemeye yönelik alınan kararları kapsamaktadır (TCMB, 2023).

Ülkelerdeki politika yapımcılar, ekonomik büyümeyi desteklemek ve ekonomik ivmeyi ilerletmek için para politikasını kullanmaktadırlar. Para politikası, ekonomik kalkınma ve genel halkın refahı için bir ortam sağlamaya yönelik ekonomik planlama ve stratejilerin bir parçası olarak kabul edilmektedir. Geleneksel olan ve geleneksel olmayan para politikası araçları, ekonomik büyüme ve kalkınmayı sağlarken ekonomide fiyat istikrarını sağlamaya da çalışmaktadır. Politika yapımcıların elindeki en önemli para politikası araçları arasında ekonomideki faiz oranlarının yönetimi yer almaktadır. Politika faiz

oranları, ekonomideki para arzını etkilemek için kullanılmaktadır (Ying vd., 2021). Para politikasının etkinliğini test etmenin olağan bir yolu, faiz oranlarının gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH) büyümesi, yatırım ve enflasyon üzerindeki etkilerini test etmektir (Mehar, 2022). Para politikasının faiz oranı kanalı, faiz oranlarındaki değişikliklerin reel ekonomiye borç vermenin maliyetini ve hacmini ve dolayısıyla kredi çevrimini, iş çevrimini ve enflasyonu etkilediği önemli bir kanaldır. Bu kanalın her bir ekonomide ne kadar etkili olabileceği merkez bankalarını önemli ölçüde ilgilendiren ampirik bir sorudur (Gregor ve Melecký, 2018).

Bu sebeple, tezin birinci bölümünde para politikasının etkinliğini değerlendirmek için öncelikle literatürde hangi yaklaşımların bulunduğu ardından hangi aktarım mekanizması kanallarının ve politika araçlarının olduğuna değinilmiştir.

## **2.2. İKTİSAT OKULLARININ PARA POLİTİKASINA BAKIŞLARI**

Para politikasına inceleyen yaklaşımlar klasik iktisatçılardan başlayarak günümüz iktisatçılara kadar bütün iktisadi okulların ana düşüncelerini ifade ettikleri bir konu olmuştur. Bu başlık altında para politikasına ilişkin Klasik yaklaşım, Keynesyen yaklaşım, Monetarist yaklaşım, Yeni Klasik yaklaşım ve Yeni Keynesyen yaklaşım incelenecektir.

Kökenleri 1770'lere dayanan klasik yaklaşımın temelleri Adam Smith tarafından atılmıştır. Merkantilizme bir tepki olarak ortaya çıkan Klasik yaklaşım, ekonomiye devletin müdahalesi olmadan, serbest piyasa ekonomisinin bütün ekonomik sorunları çözeceğini ve devletin para ve maliye politikalarıyla ekonomik hayata müdahale etmemesi gerektiğini savunmaktadır (Bocutoğlu & Berber, 2013). Klasik iktisadi düşüncenin para konusundaki yaklaşımları birkaç temel esas üzerine inşa edilmiştir.

İlk olarak klasik iktisatçılara göre para nötr bir değişkendir ve gerçek akımlar üzerinde bir örtü olarak görülmektedir (Sowell, 1974). Kısaca para, servetin oluşturulmasında hiçbir etkisi olmayan, üretim ve mübadeleyi kolaylaştıran bir araç olarak ifade edilmektedir (Akdiş, 2001). Klasiklere göre, ekonomideki fiyat düzeyinin belirlenmesinde tamamen piyasadaki para miktarı etkili olmaktadır (Yıldırım vd., 2017).

İkinci olarak klasik iktisadi düşüncenin temel varsayımı, her arzın kendi talebini yaratacağını ifade eden Say Kanunu'dur. Bu kanun, arz artışının talep artışını beraberinde getireceğini böylelikle ekonomide bir arz fazlası veya talep yetersizliği probleminin bulunması sorununu da ortadan kaldıracığını ileri sürmektedir (Aydın, 2013). Arz oranında bir talep piyasaya çıktığı için tam istihdamın önündeki engeller kalkacak ve böylelikle talep,

her zaman tam kapasite kullanım için gerekli olan düzeyde bulunacaktır (Akdiş, 2001). Bununla birlikte Say Kanunu, tasarrufların yatırım harcamalarına her zaman eşit olacağı ve böylelikle ekonomide tam istihdam dengesinin otomatik olarak oluşacağını savunmaktadır (Aydın, 2015). Bütün bu durumlar takas ekonomilerinde malların mallarla değiştirildiği durumlar için geçerli olabilmektedir ancak gerçekte mal ve hizmetler para aracılığıyla değiştirilmektedir. Bu nedenle eksik istihdam durumu oluşmaktadır. Ayrıca ekonomide, bireylerin gelirinin bir kısmını tasarruf etmesi, cari dönemde üretilen malların talep yetersizliğine neden olarak üretim düzeyinin azalmasına dolayısıyla işsizlik oranlarının artmasına sebep olabilmektedir (Yıldırım vd., 2017). Klasik iktisat teorisyenleri, Say Kanunu'nun açıklamada yetersiz kaldığı bu sorunlara çözüm olarak faiz mekanizmasını kullanmışlardır. Klasiklerin faiz mekanizması tasarruf-yatırım eşitliğini garanti etmektedir (Aydın, 2015). Klasik iktisat teorisinde, faiz oranları ödünç verilebilir fonların talebi (yatırımlar) ve arzı (tasarruflar) tarafından belirlenmekte ve faiz oranındaki değişimler ekonomideki tasarrufları yatırımlara eşitlemektedir. Klasik iktisatçılar faizi, bugünkü tüketimden feragat ederek tasarruf yapmanın ödülü olarak ele almaktadır. Faiz oranının artması, tasarruf miktarının da artmasına, faiz oranının düşmesi tasarruf miktarının azalmasına yol açmaktadır. Bu nedenle, faiz oranı ile tasarruf miktarı arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Faiz oranı ile yatırımlar arasındaki ilişki de negatif yönlüdür (Yıldırım vd., 2017). Ekonomideki tasarruf açığı veya yatırım talep fazlası durumlarında, faizlerin artırılması yoluyla arz ve talep dengesi sağlanmaya çalışılmaktadır. Aksine, tasarruf fazlası veya yatırım açığı durumlarında ise faiz oranlarının düşürülmesi ile arz ve talep dengesi sağlanmaktadır. Bu sayede, ekonomide mal ve hizmet arzının talebine eşitlenmesi amaçlanmaktadır (Karahan, 2016).

Klasik iktisadi düşüncenin bir diğer temel varsayımı ise para arzı ile fiyat seviyesini ilişkilendiren yaklaşımdır. Klasikçiler, bu ilişkiyi miktar teorisi çerçevesinde açıklamıştır. Paranın miktar teorisi, satılan mal ve hizmetlerin fiyat düzeyi ile ekonomideki para miktarı arasındaki ilişkiyi açıklayan iyi bilinen makroekonomik modellerden biridir (Aktan, 2010). Klasik yaklaşıma göre bir ekonomide tam istihdam söz konusu ise para arzında meydana gelen değişimler ile fiyatlar genel seviyesi paralel şekilde hareket etmektedir. Miktar teorisine göre paranın değeri ile fiyatlar genel seviyesi arasındaki ters yönlü ilişki nedeniyle para arzı ile paranın değeri arasında da ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Böylelikle para arzındaki bir azalış paranın değeri yükselmekte, para arzındaki bir artış ise paranın değeri azalmaktadır. Miktar teorisini açıklayan iki yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar Fisher

Denklemi – Değişim (Mübadele) Yaklaşımı ve Cambridge Nakit Ankesler Yaklaşımı'dır. Irving Fisher (1911) tarafından geliştirilen miktar teorisi aşağıdaki değişim denklemini kullanmaktadır:

$$M.V = P.T \quad (1)$$

M = Para Miktarı, V = Paranın Dolaşım Hızı, P = Fiyatlar Genel Seviyesi, T = İşlem Hacmidir. Fisher (1911), paranın yalnızca işlem amacıyla tutulduğunu varsayar. Para piyasası dengesi ile para arzı para talebine eşittir; denklem, tutulan nakit bakiyelerinin tamamen nominal gelirin bir fonksiyonu olduğu bir para talebi fonksiyonuna dönüştürülebilir. Dolayısıyla, bu formülasyonda para talebinin belirlenmesinde faiz oranı hiçbir rol oynamamaktadır. (Nyumuah, 2017). Bu durumda da aşağıda yer alan basitleştirilmiş bir mübadele denkleminde yararlanmaktadır:

$$M.V = P.Y \quad (2)$$

Burada Y, belirli bir zaman diliminde ekonomideki işlem hacminin toplam çıktıyla orantılı olacağı toplam üretimi (reel gelir) ifade etmektedir (Amin, 2011). Tüm bu açıklamalar doğrultusunda değişim denklemini; para arzındaki (M) bir artışın, dolaşım hızının (V) sabit ve reel gelirin (Y) tam istihdam düzeyinde sabit olduğu varsayımı altında, fiyatlar genel düzeyinde (P) aynı yönde ve oranda artışa neden olacağını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, para arzındaki artışın fiyatlar genel düzeyi üzerindeki bu etkisi, paranın değerinin düşmesi ile sonuçlanmaktadır.

Değişim yaklaşımı paranın değerini para arzı kavramı ile açıklarken Cambridge Nakit Ankesler Yaklaşımı ise para arzı kadar para talebinin de etkili olduğunu ve bu iki faktörün birlikte paranın değerini belirlediğini ifade etmektedir. Cambridge Nakit Ankesler Yaklaşımı aşağıda gösterilen denklemi kullanmaktadır:

$$M = k.PT \quad (3)$$

Bu denklemde, M para arzını (para miktarı), k insanların ellerinde tutmak istedikleri paranın parasal işlem hacmine oranını, P fiyatlar genel seviyesini, T kişilerin yapmayı tasarladıkları işlem hacmini ve k.PT ise para talebini ifade etmektedir. Cambridge denklemindeki k'nin sayısal değerinin Fisher Denklemindeki 1/V değerine eşit olduğu görülmektedir. Cambridge ve Fisher denklemleri, miktar teorisini açıklayan iki farklı yaklaşımdır. Her iki denklemde de paranın değeri ile ilgili bazı farklılıklar olsa da iki yaklaşım benzer sonuç göstermektedir.

Serin (1998)'e göre fiyatlardaki artışları, para miktarında meydana gelen artışlarla açıklayan miktar teorisine eleştiriler Keynes tarafından başlamıştır. Bu eleştiriler özellikle miktar teorisinin dayandığı varsayımların geçerlilik düzeylerine yöneliktir. Klâsik ekonomi teorisine göre para piyasası diğer piyasalardan ayrılmaktadır ve parasal büyüklüklerdeki değişiklikler reel değişkenleri etkilememektedir. Keynesyen yaklaşımın aksine klasik teoriye göre para talebi faiz oranlarına duyarlı değildir ve para arzı, istihdam ve milli gelir seviyelerinin belirlenmesinde faiz haddi yoluyla rol oynamamaktadır. Bu nedenle, klâsik iktisatçılara göre, para politikasının amacı istihdam, ekonomik büyüme veya dış ödemeler dengesi gibi faktörler değil, geleneksel olarak fiyat istikrarını sağlamaktır. Klâsiklerin düşüncesine göre para miktarı ne olursa olsun piyasa mekanizması aracılığıyla nispi fiyat değişimleri yoluyla ekonomi tam istihdam noktasına ulaşacaktır. Bu nedenle, klâsik düşünceye göre devletin tam istihdam noktasında denge sağlamak için para politikası veya mali tedbirler almaya ihtiyacı yoktur. Ayrıca klâsik iktisatçılar devletin paraya müdahalesine karşı çıkmaktadırlar.

Keynesyen Makroekonomik yaklaşım, Büyük Buhran'ın hemen ardından ortaya çıkan bir iktisadi düşünce akımıdır. Bu akım, kriz sonrası toparlanma için gerekli olan iktisadi politikalara odaklanmaktadır. Keynes, klasik iktisadi düşünceyi birçok yönden eleştirmiştir. Keynes'e göre para talebini belirleyen asıl faktör gelir ve fiyatlar seviyesi değil, faiz oranıdır. Ancak Keynes, para arzı ile fiyatlar ve gelir seviyesi arasındaki ilişkiyi tamamen reddetmemiş, sadece bu ilişkide faizin önemini vurgulamıştır (Ritter, 1968).

Keynesçi para politikasına göre parasal değişkenler üretim, istihdam ve yatırım gibi reel değişkenleri de etkilemektedir. Başka bir ifadeyle, klasik iktisatçıların para politikasının reel değişkenler üzerinde etkisiz olduğunu savundukları klasik dikotomi durumu söz konusu değildir. Keynesçi yaklaşım, parasal kesimle reel kesim arasındaki tek aracı değişkenin faiz olduğunu savunmaktadır (Serin, 1998).

Keynes likidite tercihi teorisi adını verdiği teorisinde, para arzındaki değişikliklerin nasıl likidite tercihini etkilediğini, faiz oranındaki değişikliklerin fiyatlar veya üretimde nasıl bir etki yarattığını, fiyatlar ve üretimdeki değişikliklerin ise para piyasası üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Kısaca Keynes, likidite tercihi teorisinde para talebi ile ilgili olarak tahvillerle para arzı arasındaki ikame imkânlarını vurgulamıştır.

Keynes, klasiklerin paranın sadece işlem ve ihtiyat amacıyla elde tutulması yaklaşımını eleştirmiş, paranın işlem ve ihtiyat amacının yanı sıra spekülasyon amacıyla da

talep edildiğini savunmuştur. Bireyler, gelecekte oluşabilecek durumları öngörebilmek ve daha yüksek bir gelir elde edebilmek için servetlerini genellikle para ve tahvil gibi iki farklı varlık türünde değerlendirebilirler. Para tutmak sahibine bir gelir sağlamazken tahvil tutmak ise faiz ödemeleri ve sermaye kazançları gibi biçimlerde bir gelir kaynağı sunmaktadır. Bu nedenle, alternatif varlıkların bulunması ve bunların likit olması para tutmanın bir maliyeti olduğuna işaret etmektedir. Bu maliyet, genellikle faiz oranları ile açıklanmakta ve bireyler ile firmalar tarafından talep edilen para miktarı ile ters yönlü bir ilişki içinde bulunmaktadır. Yüksek faiz oranlarının olduğu durumlarda, talep edilen para miktarı düşük olacaktır (Yıldırım, 2017).

Bu yaklaşıma göre tahvil faiz oranları, bireylerin ellerinde tutmak istedikleri para miktarını etkilemektedir. Tahvil faiz oranları yüksek olduğunda (ve tahvil fiyatları düşük olduğunda) bireyler tahvil satın alarak elde ettikleri para miktarını azaltacaklardır. Tahvil faiz oranları düştükçe para talebi artacak ve belirli bir faiz seviyesine ulaştığında para talebi faize tamamen duyarlı hale gelecektir. Bu noktada, ekonomi likidite tuzağına düşmüş olacaktır. Para otoriteleri bu noktadan sonra para arzını artırsa bile faiz haddi düşmeyecektir ve bu yolla yatırımları teşvik etmek mümkün olmayacaktır. Bu durum, tahvil gelirlerinin ileride yükselecek faiz haddiyle karşılaştırıldığında sermaye kayıplarını telafi edemeyecek olması nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, bu noktaya gelmeden önce faiz oranları yatırımları teşvik edebildiği için para arzındaki değişiklikler faiz haddindeki değişiklikler aracılığıyla reel harcamaları etkileyebilecektir (Serin, 1998).

Bu yaklaşıma göre para politikasının etkisi, faiz oranlarında meydana gelen değişiklikler yoluyla ortaya çıkmaktadır. Para arzındaki artış, başlangıçta ödünç verilebilecek fon miktarında bir artışa neden olur ve bu durum, faiz oranları üzerinde düşürücü bir baskı yaratarak yatırım talebinde olumlu bir etki sağlamaktadır. Yatırım talebindeki artış, toplam talep eğrisinde kaymaya neden olduğundan bu durum, milli gelir düzeyinde değişikliklere yol açmaktadır. Literatürde para arzındaki değişikliklerin talep, milli gelir ve fiyat düzeyinde yaratacağı değişimleri açıklamak için aktarım mekanizması kavramı kullanılmaktadır (Mishkin, 2000). Bu gelişmeler, şu şekilde gösterilebilir:

Para arzında değişim → Faiz oranında değişim → Yatırım harcamalarında değişim  
→ Milli gelir düzeyinde değişim

Keynesyen yaklaşımda, faiz oranındaki değişimlerin reel ekonomi üzerindeki doğrudan etkileri, IS-LM analizi çerçevesinde ele alınmaktadır. Bu analizde bankaların özel bir rolü olmamakta; kredi arzı, yatırım ve çıktıda meydana gelen değişimlere bağlı olarak ekonomik birimlerin talebi ile belirlenmektedir. IS-LM analizinde, likidite tercihi teorisi çerçevesinde para arzındaki artış faiz oranında düşüşe neden olmakta, para arzındaki düşüş ise faiz oranlarını artırmaktadır. Para otoriteleri kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak sermaye maliyetini ve dolayısıyla sabit, konut, yatırım, hisse senedi yatırımı ve dayanıklı tüketim malları için yapılan harcamaları etkileme imkanına sahiptir. Bu bağlamda, standart aktarım mekanizmasında parasal artışlar ekonomik gelişmeyi desteklerken, parasal düşüşler ekonomik aktivitede düşüşe neden olabilir.

Aktarım mekanizmasının işleyişinin gösterilmesinde genellikle John Hicks tarafından geliştirilen IS-LM analizi kullanılmaktadır. Buna göre ekonomideki reel denge tasarruf ve yatırım eğrilerinin kesiştiği noktada parasal denge ise para arzı ve para talebi eğrilerinin kesiştiği noktada kurulmaktadır. Her iki eğrinin kesiştiği noktada ise ekonomide genel denge oluşmaktadır.

Monetarist yaklaşım, kilit bir ekonomik güç olarak para arzının önemine odaklanan temel bir makroekonomik teoridir. Monetarist yaklaşım Keynesyen düşünceye en güçlü eleştiriyi getiren, fikirlerini eski klasik teori üstüne inşa eden ve o dönemde etkisini gösteren stagflasyon sorununu hesaba katarak Milton Friedman'ın öncülüğünde temelleri atılmış bir makro iktisat teorisidir (Tunay, 2007).

Monetaristler, serbest piyasa ekonomisini savunmakta ve konjonktür dalgalanmalarının temel nedeninin para piyasasındaki aksaklıklar olduğunu iddia etmektedirler. Monetaristler özellikle para arzıyla enflasyon, reel ücretler ve eksik istihdam üzerinde yoğunlaşmaktadır. Monetaristlere göre para talebi sürekli gelir, beşerî ve beşerî olmayan servet oranı, beklenen enflasyon oranı ve beklenen faiz oranı gibi belli değişkenlerin istikrarlı ve öngörülebilir bir fonksiyonu olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca uzun dönemde reel üretim, kaynak arzı, işgücü başına verimlilik gibi reel faktörler tarafından etkilenmektedir. Bununla birlikte bazı koşullarda parasal değişkenler reel çıktıyı etkileyebilmektedir (Parasız, 1998).

Monetarizm, paranın miktar teorisine dayanmaktadır. Friedman, para arzı ve fiyatlar arasındaki ilişkiyi açıklamış ve enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğu sonucuna ulaşmıştır. Friedman, para arzının uzun dönemde ekonominin potansiyel

üretiminden daha hızlı artması sonucunda enflasyonun kaçınılmaz bir son olacağını ifade etmektedir. Monetaristler, uzun dönem boyunca mübadele denkleminde ( $M.V = P.Y$ ) hem V'nin hem de Y'nin dışsal değişkenler olduğunu varsaymışlardır. Başka bir ifadeyle V ve Y para arzındaki değişimlerden bağımsızdır ve bu tür değişimlerden etkilenmeyecektir. Böylelikle para arzındaki herhangi bir değişme sadece fiyatları etkileyecektir (Tunay, 2007). Monetaristler, para politikasının uzun vadede toplam talebi kontrol etmek için son derece güçlü bir silah olduğunu savunmaktadırlar. Monetarist yaklaşım, ekonomik sorunların çok karmaşık olduğu, bu nedenle ekonomik faaliyetlerin para dışındaki faktörler tarafından güçlü bir şekilde desteklendiği ve etkilendiği için dolaşımdaki para miktarının tek başına kontrol edilmesinin ekonomik sorunların aşılmasında yetersiz görüldüğü görüşüne sahip olan Keynesyen gruptan farklıdır. Keynesyen grubun görüşü, para politikasının reel ekonomi üzerinde bir etkisinin olacağı yönündedir.

Monetarizm, enflasyonun en önemli nedeni olarak para arzındaki artışlar olduğunu savunmakta olup parasal otoritenin para arzını yasal düzenlemeler ile her yıl sabit oranda artırılmasını önermektedir (Friedman, 1962).

Yeni Klasik yaklaşım, Keynesyen modelin yetersiz kalması karşısında 1970'lerde Lucas önderliğinde geliştirilmiş bir yaklaşımdır. Yeni klasik görüş 3 temel varsayıma dayanmaktadır: Firma yanılma modeli, piyasaların sürekli temizlendiği varsayımı ve rasyonel beklentiler hipotezidir.

Sargent ve Wallace (1975)'ın para politikalarının iktisadi faaliyet hacmi üzerindeki etkilerine yönelik görüşlerinde Yeni Klasik yaklaşım, para arzındaki artışların reel iktisadi faaliyet hacmi üzerinde kısa vadede bile herhangi bir etki yaratmadığını savunmaktadır. Yeni klasik yaklaşım, hükümet politikalarından kaynaklanan belirsizliklerin toplam talepte dalgalanmalar yarattığını savunmaktadır. Özellikle para miktarındaki değişiklikler, ekonomide önemli dalgalanmalara sebep olmaktadır. Ancak bu yaklaşım, politika değişikliklerinin reel millî gelir veya istihdam üzerindeki etkileri sınırlı olduğunu iddia etmektedir. Hükümet politikalarının millî gelir veya istihdam üzerindeki etkileri ancak beklenmeyen politikalar söz konusu olduğunda görülebilir. Yeni klasik yaklaşımın bu düşüncesi, ekonomide fiyatların tamamen esnek olduğunu kabul etmelerinden meydana gelmektedir. Yeni klasik yaklaşım, iktisadi birimler tarafından beklenmeyen parasal genişlemenin konjonktürel dalgalanmalara neden olduğunu savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre enflasyon beklentilerindeki değişiklikler parasal genişleme oranındaki artıştan kaynaklanır ve fiyatların yükselmesi beklentisiyle firmalar makine ve teçhizat alımlarını



arttırırken ücretliler de ücret taleplerini arttırarak satın alma güçlerindeki kaybı önlemeye çalışırlar. Bu yaklaşıma göre konjonktürel dalgalanmaların tek nedeni beklenmeyen enflasyondur (Mankiw ve Taylor, 2017).

Yeni Keynesyen iktisat, 1980'lerde klasik iktisatçıların Keynesyen iktisadın tamamen başarısız olduğuna yanıt olarak geliştirilmiştir (Mankiw, 1989). Yeni Keynesyen iktisat, Keynesyen iktisadi düşünceye dayanarak geliştirilen modern bir makroekonomik düşünce okuludur. Yeni klasik iktisatçılar, Yeni Keynesyen iktisadın geçerli bir yapısı olmayan, beklentilere inanmayan ve fiyat yapışkanlığına ilişkin net bir açıklaması olmayan hayali fikirlere dayandığına inanmaktadırlar (Hoover, 1992). Yeni Keynesçi teori, klasik düşünceden farklı olarak fiyatların ve ücretlerin ne kadar hızlı ayarlandığı konusunda farklı bir yaklaşım benimsemektedir. Bu teoriyi savunanlar, fiyatların ve ücretlerin "yapışkan" olduğunu öne sürmekte başka bir ifadeyle kısa vadeli ekonomik dalgalanmalara daha yavaş tepki verdiklerini savunmaktadırlar (Blanchard, 2009). Yeni Klasik yaklaşım gibi, Yeni Keynesyen makroekonomik analiz de genellikle hane halkının ve firmaların rasyonel beklentileri olduğunu varsayar. Bununla birlikte, yeni Keynesyen analizin genellikle çeşitli piyasa başarısızlıklarını varsayması bakımından iki okul farklıdır.

Yeni Keynesyen modellerde mevcut olan ücret ve fiyat yapışkanlığı ve diğer piyasa başarısızlıkları, ekonominin tam istihdama ulaşamayabileceğini ima etmektedir (Romer, 2012). Bu nedenle Yeni Keynesçiler, hükümetin (maliye politikasını kullanarak) ve merkez bankasının (para politikasını kullanarak) ekonomiyi istikrara kavuşturmasının, bırakınız yapınlar politikasından daha verimli bir makroekonomik sonuca yol açabileceğini savunmaktadırlar (Alesina ve Giavazzi, 2012). Başka bir ifadeyle Yeni Keynesyen yaklaşım, aktif iktisat politikalarının toplam milli gelir düzeyinde değişikliklere neden olabileceğine dikkat çekmektedir (Taylor, 2003).

### **2.3. PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI**

Murić (2010)'e göre para politikasının etkili bir şekilde uygulanması için politika değişikliklerinin etkilerinin ekonominin diğer bölümlerine ne kadar hızlı yayıldığı ve bu etkilerin ne kadar büyük olduğu doğru bir şekilde değerlendirilmelidir. Bu durum, para politikasının ekonomik aktiviteyi etkilediği mekanizmanın tam olarak anlaşılmasını gerektirmektedir. Para politikasındaki değişikliklerin ekonominin diğer alanlarına nasıl etki ettiğini açıklayan mekanizmaya para politikasının aktarım mekanizması denir. Parasal aktarım mekanizması, politikadaki değişikliklerin finansal sistem yoluyla finansal fiyatlar

ve miktarlar aracılığıyla reel ekonomiye nasıl iletildiğini, firmaların ve hane halkının toplam harcama kararlarını bununla birlikte enflasyon ve toplam talebi etkilediğini açıklamaktadır

Merkez bankaları, makroekonomik hedeflere ulaşmak için para politikasını kullanır. Para politikası; işsizlik, enflasyon ve ekonomik büyümeyle ilgili politika hedeflerine ulaşmak amacıyla döviz kuru da dahil olmak üzere faiz oranları, para arzı ve banka kredisi gibi parasal büyüklükleri kontrol etmek veya etkilemek için bir araç olarak kullanılmaktadır. Bu bağlamda sürdürülebilir büyüme, tam istihdam, fiyat istikrarı ve sağlıklı bir ödemeler dengesi gibi nihai ekonomik hedeflere ulaşılmasında para politikası önemli bir rol oynamaktadır.

Günümüzde parasal aktarım mekanizmaları konusunda genel olarak dört farklı kanaldan bahsedilmektedir: faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı, diğer varlık fiyatları kanalı ve kredi kanalıdır (TCMB, 2007).

Para politikası genellikle kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmesiyle uygulanmaktadır. Merkez bankası, politika faiz oranını değiştirerek ekonomide orta ve uzun vadeli faiz oranlarını etkilemektedir. Bu etki, merkez bankasının ekonomideki beklentileri ne kadar etkilediğiyle ilgilidir. Keynesyen görüşe göre, parasal genişleme reel faiz oranını düşürmekte ve faiz oranlarındaki değişiklik yatırımların karlılığını ve döviz kurlarını etkilemektedir. Firmalar, reel maliyetlerin azaldığını fark ederek yatırım harcamalarını artırmaktadır. Benzer şekilde hane halkı daha düşük reel borçlanma maliyetiyle karşılaştığında ev, otomobil ve diğer dayanıklı mal alımlarını artırmaktadır. Tüketim, yatırım, ithalat ve ihracat düzeyleri de faiz oranındaki değişimden etkilenmektedir. Böylece toplam talep ve arzda değişimler oluşmaktadır. Bunun sonucunda gelir, işsizlik ve enflasyon düzeyleri değişmektedir. Para politikasındaki genişletici veya daraltıcı değişikliklerin faiz oranlarını etkilemesiyle başlayan ve makroekonomik göstergeler üzerinde etkisi olan bu sürece "faiz oranı kanalı" denir (Gedikli, 2017).

Geleneksel faiz oranı kanalı teorisine göre kısa vadeli nominal faiz oranlarındaki bir artış, önce uzun vadeli nominal faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır. Fiyatların değişimlere hemen uyum sağlamaması nedeniyle nominal faiz oranlarındaki hareketler reel faiz oranlarına yansımaktadır. Tüm vade türleri için borçlanma maliyetlerinin artması, firmaların yatırım harcamalarını kısmasına; bireylerin ise konut, taşıt ve diğer dayanıklı tüketim malları harcamalarını kısmasına neden olmaktadır (Ireland, 2005).

Mishkin'in (1995) çalışması, parasal aktarım mekanizmasının temel modelini aşağıdaki şekilde özetleyerek literatüre katkıda bulunmuştur:

(i) Para ve diğerleri gibi iki tür varlık vardır. Rezervlerin önemi, bankaların vadesiz mevduata karşılık rezerv tutma ihtiyacından kaynaklanmaktadır ve rezervin azalması vadesiz mevduatın azalmasına ve dolayısıyla nominal faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır.

(ii) Sıkılaştırıcı bir para politikası uygulandığında fiyatlar faiz oranlarındaki değişikliklere hemen uyum sağlayamadığı için kısa vadeli nominal faiz oranları ve kısa vadeli reel faiz oranları yükselmektedir.

(iii) Beklentiler rasyoneldir. Uzun vadeli reel faiz oranları, gelecekte beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasıdır. Dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarındaki artış uzun vadeli reel faiz oranlarına yansımaktadır. Sabit sermaye yatırımları, konut yatırımları, hisse senedi yatırımları ve dayanıklı tüketim malları harcamalarının uzun vadeli reel faiz oranlarındaki değişimlere duyarlı olması nedeniyle parasal sıkılaştırma ile artan uzun vadeli reel faiz oranları toplam harcama ve yatırım kararlarını etkilemekte ve toplam talebi değiştirmektedir. Öte yandan, kısa dönemde çıktı düzeyi talep tarafından belirlendiği için çıktı düzeyi düşmektedir.

Taylor (1995), parasal aktarım mekanizmasını, para politikasındaki değişikliklerin çıktı ve enflasyonla ölçülen ekonomik faaliyetlerin düzeyini etkileme süreci olarak ifade etmiştir. Parasal aktarım mekanizmasının kanallarından biri olan faiz oranı kanalı, toplam çıktı ve fiyatlar üzerindeki etkisiyle parasal büyüklüklerdeki (para arzı ve nominal faiz oranı) değişiklikleri ekonomi ile ilişkilendirmektedir. Keynesyen makro ekonominin temelini para politikasının faiz oranı aracılığı ile reel ekonomiyi etkilemesi oluşturmaktadır. Keynesyen teoriye göre para arzındaki bir genişleme reel ekonomiyi şu şekilde etkilemektedir: Para arzındaki artış, faiz oranlarında bir düşüşe sebep olmakta, faiz oranı düşüşü yatırımları artırmakta ve yatırım artışı da toplam talebi arttırarak hasılayı (geliri) arttırmaktadır. Keynes bu yaklaşımda faiz oranı ile yatırım kararları ilişkisini açıklamış olsa da genel olarak faiz oranı ile dayanıklı tüketim malı harcamaları ve konut arasında da bir ilişki bulunmaktadır (Mishkin, 1995). Sermayenin ve dayanıklı tüketim mallarının bugünkü değeri, reel faiz oranıyla negatif ilişkilidir. Reel faiz oranının düşmesi, mevcut dayanıklı (sermaye ve tüketim) mallarının bugünkü değerinin daha yüksek olması ve mevcut stokların fiyatları ile yeni üretilen malların fiyatları arasındaki oranın artması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla

mevcut dayanıklı mal üretimine ve çarpan yoluyla toplam talebe bir teşvik sağlamaktadır (Lopes, 1998). Bu nedenle faiz kanalı dayanıklı tüketim mallarını ve konutu da kapsayacak şekilde tüketim harcamalarına da uygulanabilir.

Faiz oranı kanalı ile aktarım mekanizmasında kararları etkileyen faiz oranının nominal faiz oranı değil, reel faiz oranı olduğu ifade edilmektedir (Aslan, 2011). Reel faiz oranlarının düşmesi tüketicilerin tasarruf yapma eğilimlerini azaltıp tüketim harcamalarını artırmakta böylelikle toplam talep artmaktadır (TCMB, 2013a).

Ayrıca harcamaların kısa vadeli faiz oranından değil, uzun vadeli reel faiz oranından etkilendiği belirtilmektedir. Bu nedenle, merkez bankasının kısa vadeli nominal faiz oranındaki değişimlerinin hem uzun vadeli hem de kısa vadeli reel faiz oranlarını etkilemesi beklenmektedir (Aslan, 2011). Faiz kanalı, para politikasındaki kısa vadeli nominal faiz oranlarındaki değişikliklerin finansal piyasalardaki arz-talep dinamikleri aracılığıyla orta ve uzun vadeli faiz oranlarına yansımaları sonucunda işleyen bir aktarım mekanizmasıdır. Fiyat yapışkanlığı varsayımı altında, para otoriteleri tarafından kısa vadeli nominal faiz oranlarında yapılan değişiklikler, kısa ve uzun vadeli reel faiz oranlarını da etkilemektedir. Başka bir deyişle genişletici para politikası, fiyatların yapışkan olduğu varsayımıyla reel kısa vadeli faiz oranlarını düşürmektedir (TCMB, 2013a). Taylor'a (1995) göre genişletici para politikası bir süreliğine reel uzun vadeli faiz oranını da düşürmektedir. Bunun sebebi olarak yapışkan fiyatlar gösterilmektedir. Fiyatlar genel düzeyi değiştiğinde emtia fiyatlarının buna yavaş yavaş uyum sağlaması sebebiyle genişletici bir para politikası kısa vadeli reel faiz oranını da düşürmektedir.

Monetarist yaklaşım, Keynesyen yaklaşımın para politikasının reel ekonomiye etkisinde sadece faiz oranı üzerinde durmasını eleştirmiştir. Monetarist yaklaşım, hisse senedi ve döviz kuru kanallarının da parasal aktarım mekanizmasında önemli rol oynadığını vurgulamaktadır. Döviz kuru, para politikasının döviz kuru seviyelerini etkileyerek fiyat düzeyinde, ithalatta ve yatırımda bir değişikliğe yol açabildiği bir para politikası aktarım kanalı olarak önemli bir rol oynamaktadır. Ulusal ekonomilerin artan dışa açıklığı ve ekonomilerin esnek döviz kurlarına geçiş ile para politikası aktarımının analizinde döviz kuru kanalı daha önemli hale gelmektedir. Bu çerçevede, Ağcaer'in (2003) belirttiği üzere gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelere kıyasla döviz piyasalarında daha aktif bir rol oynamaktadır. Bu nedenle merkez bankaları kısa vadeli faiz oranları gibi politika araçlarını kullanarak döviz kurlarının seyrini etkilemeye çalışmaktadırlar. Döviz kurunun net ihracat üzerindeki etkisi ise toplam talebi etkilemektedir. Döviz kuru kanalı, para politikasının döviz

kuru üzerindeki etkisinin ve bunun net ihracat üzerindeki etkisinin bir sonucu olarak reel çıktıdaki değişlikleri belirtmektedir (Örnek, 2009).

Döviz kuru kanalı faiz oranı kanalı ile de ilişkilidir. Genişletici bir para politikası uygulandığında yurt içi reel faiz oranları düşmekte, böylelikle yerli para yabancı paraya karşı değer kaybetmektedir. Bu durum ülkenin ihraç mallarının döviz cinsinden fiyatını düşürmekte ve ülkenin rekabet gücünü arttırmaktadır. Yerli paranın değer kaybetmesi ihraç edilen malları daha ucuz hale getirerek daha cazip hale getirmekte böylelikle ihracat artmakta ve ithalat azalmaktadır. Sonuçta net ihracat ve toplam hasıla artmaktadır (Mishkin, 1995).

Sıkı para politikasında ise reel faiz oranları artmakta, reel faiz oranlarındaki artış yabancı sermayenin ülkeye girişini sağlayarak ülkedeki döviz miktarını artırmaktadır. Döviz miktarının artmasıyla yerli para değer kazanmaktadır. Yerli para birimindeki bu değerlendirme, harcamaları iki farklı şekilde etkileyebilir: Birincisi nispi fiyat etkisidir; yerli paranın değer kazanması, ihraç edilen malları daha pahalı hale getirerek daha az cazip hale getirmekte ve bu da net ihracatın düşmesine neden olmaktadır. Bu, toplam hasılda bir azalmaya yol açacaktır (Mishkin, 1995). İkincisi ise bilanço etkisidir; hanehalkı ve firmaların döviz borcu olduğu ülkelerde döviz kurlarındaki değişimler, bu borçların döviz varlıkları ile tam olarak dengelenmemesi koşuluyla net varlık ve borç/varlık oranı üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilir. Bu durumda döviz kurlarındaki değişim, bu bilanço etkisiyle harcama ve borçlanmada önemli ayarlamalara neden olabilir (Kamin vd., 1998).

Diğer varlık fiyatı kanalı, finansal ve reel varlıkların görelî fiyatlarındaki değişimlerin toplam harcama ve üretim üzerindeki etkilerini göstermektedir. Geleneksel faiz kanalında olduğu gibi finansal piyasanın mükemmel olduğu varsayımına dayanılmaktadır. Varlık fiyatı kanalının analizi, politika kararından nihai ekonomik değişkenlere doğru etkilerin akışını düzenleyen iki temel bileşenin belirlenmesine yol açar. Bu temel bileşenlerden ilki: Tobin'in q teorisi'nde (Tobin, 1969) altı çizilen ilkelere dayalı olarak işlerken ikincisi: Servetin, daha doğrusu politika yapıcılarının kararları ile tetiklenen servet değişimlerinin ekonomiyi nasıl etkilediğini ele almaktadır.

Diğer varlık fiyatları kanalının birinci temel bileşeni Tobin'in q kanalıdır (Tobin, 1970). Faiz oranı kanalında olduğu gibi para politikası ile yatırım harcamaları arasındaki ilişki para ve tahvil piyasaları aracılığıyla kurulmaktadır. Bu kanalda para politikası ile yatırımlar arasındaki ilişki hisse senedi fiyatları vasıtasıyla incelenmektedir. Hisse senedi

fiyatlarındaki değişimler firmaların piyasa değerini ve yatırımcıların da yatırım kararlarını etkilemektedir. Örnek olarak genişletici para politikası uyguladığında insanlar elinde bulundurmak istediklerinden daha fazla paraya sahip olacak ve insanlar fazla parayı hisse senedi satın alarak değerlendireceklerdir. Bu, hisse senedi talebindeki artışın hisse senedi fiyatlarında da bir artışa yol açacağı için Tobin'in  $q$ 'sinin artacağı anlamına gelmektedir. Tobin, şirketlerin piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine bölünmesiyle elde edilen değere “ $q$ ” demektedir. Bu nedenle, “ $q$ ” değerinin yüksek olması şirketin piyasa fiyatının sermaye yenileme maliyetinden daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Bu durumda firmalar ihraç ettiği hisse senetlerini, satın aldığı makine ve teçhizatın maliyetinden daha yüksek bir fiyatla satabilir ya da firmalar daha az hisse senedi ihraç ederek daha fazla yeni tesis ve ekipman sermayesi satın alabilirler. Böylece yatırım harcamaları ve toplam çıktı artacaktır.

İkinci temel bileşen olan servet etkisi ise para politikası aktarımının varlık fiyatı kanalının teorik bir açıklamasını sağlamaktadır. Tüketim harcamalarının bireylerin sadece mevcut gelirlerinin değil, ömür boyu sahip oldukları kaynakların bir fonksiyonu olduğunu belirten Yaşam Döngüsü Hipotezi'ne (Ando ve Modigliani, 1963) dayanmaktadır. Bu nedenle tüketicilerin servetleri artarsa tüketimlerini artırmaları ve servetleri azalırsa tüketim harcamalarını kısma olasılıkları daha yüksektir. Dolayısıyla genişletici para politikası sırasında hisse senedi fiyatları yükselmektedir. Bu durumda bireysel yatırımcıların serveti artacaktır. Modigliani'nin Yaşam Döngüsü Hipotezi'ne göre servette algılanan artış, tüketimin artmasına sebep olmaktadır. Bu durumun sonucunda ise milli gelirde bir artış meydana gelmektedir.

Parasal aktarımın kredi kanalının iki alt kanalı vardır: bilanço kanalı ve banka kredileri kanalı. Banka kredileri kanalı daha dar anlamda para politikasının aktarımında bankaların kredi verme davranışına odaklanırken bilanço kanalı daha geneldir ve tüm finansal araçların yayılma etkisini vurgular.

Kuttner ve Mosser (2002)' a göre kredi kanalı temel olarak para politikası uygulamaları yoluyla banka kredi hacimlerini etkilemeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla toplam talebi ve fiyatları hedeflenen şekilde etkilemek mümkün olacaktır. Örneğin, genişletici bir para politikası bir bankanın rezervlerini artırmaktadır. Bir bankanın rezervlerindeki bu artış, bankaların açabilecekleri kredi miktarını da artıracaktır. Dolayısıyla kredi hacimlerindeki bu artış hane halklarının tüketim harcamalarını; firmaların ise yatırım harcamalarını

artırmalarına yol açacaktır. Bu süreç, toplam talep üzerinde genişleyici bir etkiye sahip olacak ve sonunda toplam gelirin artmasına neden olacaktır. Daraltıcı bir para politikası, bir bankanın rezerv miktarını azaltarak ödünç verilebilir fonları azaltmaktadır. Firmaların ve hane halklarının büyük bir kısmının bankalardan kredi alarak yatırım ve tüketim harcamaları yaptığı düşünülürse borç verilebilir fon arzındaki azalma yatırım ve tüketim harcamalarını önemli ölçüde azaltacak ve dolayısıyla toplam harcamaları azaltacaktır.

Bernanke ve Gertler (1995) 'e göre kredi piyasası, bilgi asimetrileri, aracılık maliyetleri, işlem maliyetleri gibi sermaye piyasasındaki olgularla karakterize edilmektedir. Para politikası aktarımına ilişkin "kredi kanalı" teorisi, kredi piyasalarındaki enformasyonel sürtüşmelerin para politikasının sıkı olduğu dönemlerde kötüleştiğini savunmaktadır. Bu kredi piyasası aksaklıkları nedeniyle finansal araçlar, özellikle bankalar, bu kusurların maliyetlerini azaltmak ve kaynakların etkin dağılımına katkıda bulunmak için kredi piyasalarında önemli bir rol oynamaktadır. Aracı kredi piyasasında borç verenler ve borç alanlar arasındaki bu bilgi asimetrileri, "dış finansman primi" olarak bilinen dış ve iç finansman maliyetleri arasında bir boşluk yaratır. Kredi kanalı görüşüne göre para politikasının sadece faiz oranı üzerinde değil, firmaların ve hane halklarının tüketim ve yatırım harcamaları kararlarını etkileyecek olan dış finansman primi üzerinde de etkisi bulunmaktadır. Bunun sonucunda, iç ve dış kaynaklar arasındaki maliyet farkı olan dış finansman primindeki artış, para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkilerini artırmaktadır.

Bilanço kanalı, şirketlerin iç kaynaklarıyla sağlanan sermaye maliyeti ile dışarıdan sermaye temin etmenin (hisse senedi ihraç etme veya şirket borç piyasalarından borçlanma yoluyla) maliyeti arasındaki fark olarak tanımlanan dış finans primi ile yakından ilişkilidir. Kredi piyasalarında şirketlerin karşılaştıkları dış finansman primi, şirketlerin bilançolarındaki net değeri ile ilişkilidir ve bu teorik çıkarım bilanço kanalı olarak bilinmektedir.

Bernanke ve Gertler (1995) 'e göre şirketin net değeri, likidite ve pazarlanabilir finansal teminatların toplamı ile ölçülmektedir. Net değeri yüksek olan şirketlerin finansman primleri de düşük olmaktadır. Böylece borç alan şirketler, yatırımlarının önemli bir kısmını kendi finansmanlarını sağlayarak veya yükümlülüklerine karşı daha fazla teminat sunarak borç verenlerle faiz konusundaki anlaşmazlıklarını azaltabilir. Buna göre borçlanan şirketlerin net varlık değeri karşılaştıkları dış finansman primini ve aldıkları kredinin

koşullarını, dolayısıyla şirketlerin net varlık değerindeki dalgalanmalar da yatırım kararlarını etkilemektedir.

Bilanço kanalı, faiz oranlarının yükselmesinin şirketlerin bilançolarını kötüleştirdiğini ve dış finans primini artırdığını ifade etmektedir. Bu durum, değişken faizli borçlardaki faiz ödemeleri aracılığıyla şirketin borç yükünü artırmakta, talep genelindeki azalma nedeniyle şirketin değerini düşürmekte ve varlıkların değerini azaltarak şirketin teminatının değerini azaltmaktadır. Dış finans primindeki artış, şirketlerin yatırım yapma ve genişleme konusunda daha isteksiz olmalarına neden olmakta, bu da toplam ekonomik faaliyette azalmaya yol açmaktadır (Dou vd., 2020). Bilanço kanalı, parasal bir dışsallık veya olumsuz bir geri besleme döngüsü aracılığıyla küçük dalgalanmaları büyütebilir ve yayabilir, Kiyotaki ve Moore (1997) tarafından vurgulandığı gibi potansiyel olarak tehlikeli olabilir. Bilanço kanalı aynı şekilde haneleri etkiler çünkü faiz oranlarının yükselmesi varlıklarının değerini düşürerek taleplerini azaltır.

#### **2.4. PARA POLİTİKASININ ARAÇLARI**

Merkez bankalarının amaçları arasında finansal istikrar ve fiyat istikrarı son dönemlerde ön plana çıkmaktadır. Merkez bankaları fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarına ulaşmak için birtakım araçlar kullanmaktadır. Para otoritesi olarak bir merkez bankasının para arzını yönlendirmekte kullandığı başlıca politika araçları, TCMB özelinde düşünüldüğünde açık piyasa işlemleri (APİ), zorunlu karşılık oranları, döviz kuru politikası araçları ve faiz koridoru sistemidir.

Merkez bankasının dolaşımdaki para miktarını artırıp azaltmak için, devlet iç borçlanma senetlerinden bono ve tahviller ile özel sektöre ait bazı senetler ve tahvilleri geçici olarak ya da kesin bir süreliğine alıp satma işlemleri APİ'yi ifade etmektedir (Parasız, 2009). Başka bir ifadeyle piyasada tahvil, bono ve diğer finansal araçları alıp satarak, bir merkez bankası bankacılık sistemindeki rezerv miktarını genişleterek veya daraltarak ülkenin para arzını etkileyebilmektedir. Merkez bankası bu tür araçları sattığında sistemden para çekmekte, tam tersi durumda bu araçları satın aldığı anda ise piyasaya para arz etmektedir. Para arzını kontrol etmek için piyasada yapılan bu ticaret yöntemine APİ denir. Bu işlemler kesin alım-satımla veya repo-ters repo işlemleri yoluyla gerçekleştirilebilmektedir (Axilrod, 1996). Örneğin merkez bankası piyasada geçici bir likidite sıkışıklığı olduğunu düşündüğünde bu durumu gidermek için repo işlemini kullanabilir. Bu süreçte, merkez bankası, ticari bankaların geri alma taahhüdü ile belirlenen menkul kıymetleri satın



almaktadır. Satın alınan menkul kıymetler, merkez bankası tarafından geçici olarak elde tutulmakta ve tahvilin sahibi olan bankaya bir fon tahsis edilmektedir. Bu işlem, bankacılık sisteminin likiditesinin artırılmasına yardımcı olmaktadır. Bu işlemin ikinci aşamasında ise merkez bankası aldığı menkul kıymeti geri satmak vaadiyle yaptığından belli bir süre sonra banka menkul kıymeti merkez bankasından tekrar satın alarak sisteme çıkan likidite tekrar merkez bankasına dönmektedir. Bu şekilde, merkez bankası sistemdeki geçici likidite gereksinimlerini karşılamaktadır. Ters repo işlemi ise reponun tam tersi bir işlemdir. Bununla birlikte, merkez bankaları, bankaların geri alma taahhüdüne dayalı menkul kıymetlerinin satın alınmasının yeterli olmadığı durumlarda, doğrudan tahvil alımı veya tahvil satımı yapabilirler. Merkez bankaları, sistemdeki likidite sıkışıklığının sürekli olduğunu düşündüklerinde bankalardan doğrudan tahvil alımına başvururken likidite bolluğunun sürekli olduğunu düşündüklerinde bankalara doğrudan tahvil satımı yapabilmektedirler (Özatay, 2015). AFI, sanayileşmiş ülkelerde parasal kontrolün başlıca aracıdır ve gelişmekte olan ülkeler ile geçiş halindeki ekonomiler için önem kazanmaktadır (Axilrod, 1996).

Zorunlu karşılık oranları, merkez bankasının ekonomideki para arzını artırmak veya azaltmak ve faiz oranlarını etkilemek için kullandığı para politikası araçlarından biridir. Zorunlu karşılık politikası, ticari bankaların müşterilerin yatırdıkları mevduatları zorunlu olarak kanunen belirlenen oran tutarında merkez bankaları nezdinde tutmalarını ifade etmektedir (Keyder, 1998). Zorunlu karşılıklar politikası, merkez bankasının zorunlu karşılık oranını değiştirerek para çarpanını, parasal tabanı ve para arzını arttırması veya azaltmasıdır (Tunay, 2007). Finansal kurumlara yatırılan mevduatın krediye veya kâr elde etme potansiyeli olan diğer varlık türlerine dönüşmesi için ayrılan kısım, zorunlu karşılık oranı yükseldikçe azalmaktadır. Diğer belirleyici faktörler sabit kaldığı sürece, daha düşük zorunlu karşılık oranları, arz edilen kredi ve benzeri ürünlerin artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, zorunlu karşılık oranındaki bir artış, diğer faktörler sabit kaldığında para çarpanını küçültürken, zorunlu karşılık oranındaki azalış para çarpanını arttırmaktadır (Özatay, 2015). Merkez bankası, zorunlu karşılık oranını yükselttiğinde, bankalar daha fazla rezerv tutmak zorunda kalmaktadır. Bu durum ekonomideki para arzının azalmasına neden olmaktadır. Öte yandan, merkez bankası zorunlu karşılık oranını düşürdüğünde bankaların tutmak zorunda oldukları rezerv miktarı azalır ve böylece bankalar müşterilere daha fazla kredi sunabilirler. Bu durumda, bankacılık sistemi tarafından yaratılan kaydi para miktarı ve dolayısıyla ekonomideki para arzı artacaktır (Ertek, 2005). Zorunlu karşılıklar politikası

birtakım avantaj ve dezavantajlara sahiptir. En büyük avantajlarından birisi zorunlu karşılıklar politikasının çok güçlü etkilere sahip olmasıdır. Bununla birlikte zorunlu karşılık oranlarındaki çok az değişmelerin bile para arzı üzerinde büyük etkilere yol açması, zorunlu karşılık oranlarının yükseldiğinde bankaların likidite sorunları yaşamalarına sebep olması, zorunlu karşılık oranının sık sık değiştirilmesinin bankalarda ve finansal piyasalarda belirsizlik yaratması ve bankaların zorunlu rezervleri üzerinden gelir sağlamasını önlediğinden bankalar için bir vergi etkisi yaratması gibi dezavantajları da bulunmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarındaki değişmeler çok güçlü etkiler gösterdiğinden zorunlu karşılık politikasının finansal piyasalar üzerinde ciddi etkiler yaratması kaçınılmazdır (Tunay, 2007).

Döviz kuru politikası, bir ülkenin para politikası araçlarından biridir ve merkez bankasının döviz kuru üzerindeki etkisini kullanarak ekonomik hedeflerini gerçekleştirmeye çalışmaktadır. Bu politika, döviz kuru seviyesini istikrarlı tutmak veya belirli bir yönde değiştirmek amacıyla döviz piyasalarına müdahale etmeyi içermektedir. Döviz kuru politikasının amacı, ulusal para biriminin değerinin dengelenmesi veya belirli bir seviyeye ayarlanması yoluyla ekonomik istikrarı sağlamaktır. Bu politika, ihracatın teşvik edilmesi, ithalatın sınırlanması, enflasyonun kontrol altına alınması veya finansal istikrarın sağlanması gibi çeşitli hedeflere yönelik olarak uygulanabilmektedir.

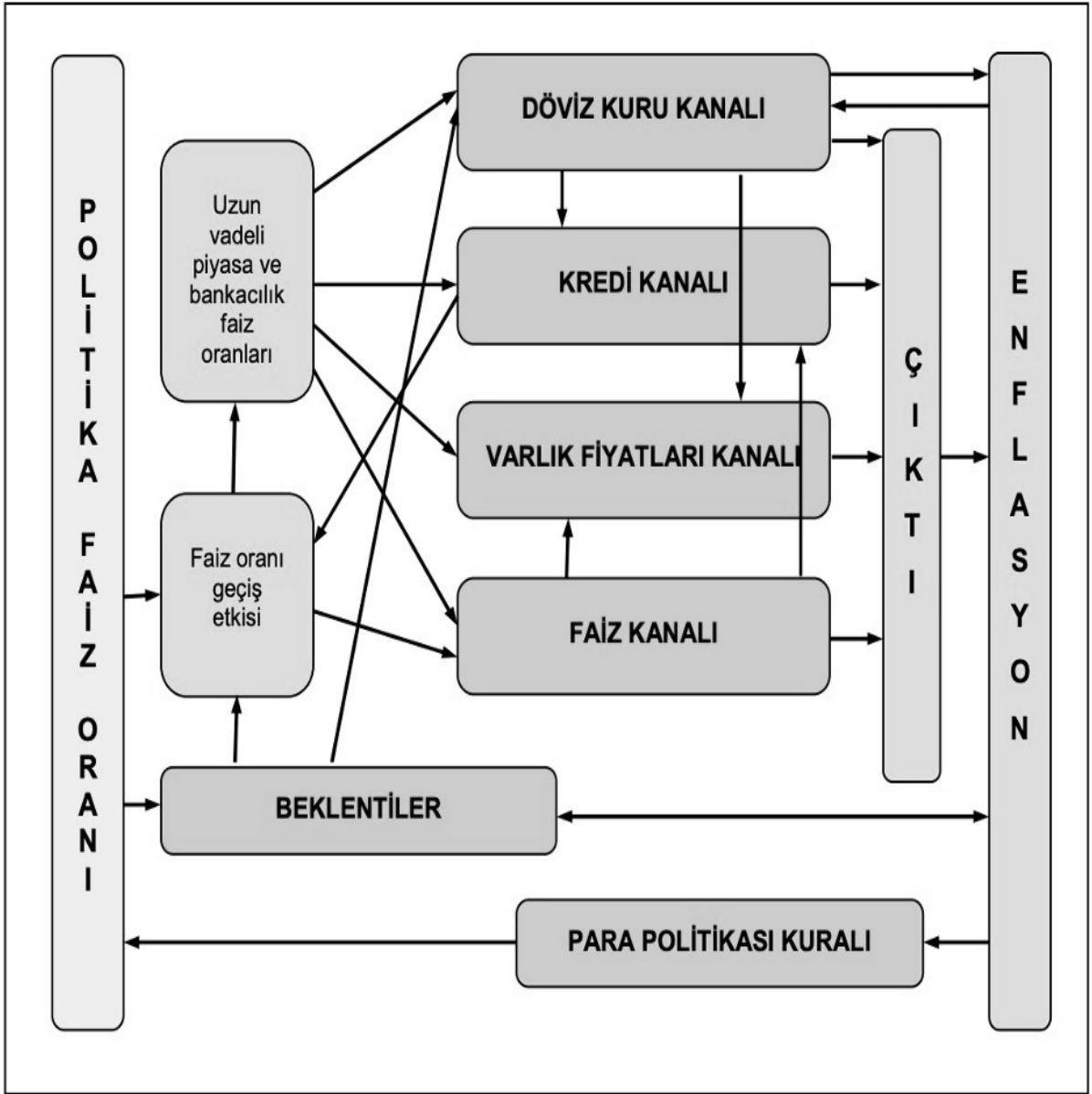
Merkez bankaları, döviz kuru rejimlerine göre döviz piyasalarına farklı şekilde müdahale edebilmektedir. Ülke, saf bir dalgalı döviz kuru rejimi uyguluyorsa herhangi bir müdahale söz konusu olmayacaktır (Özatay, 2015). Ülke sabit kur ya da yönetilen dalgalı kur rejimi uyguluyorsa merkez bankaları gerektiğinde piyasaya müdahale edebilmektedir. Merkez bankası yerli paranın değerli olduğunu düşünüp yerli paranın değerini belli bir seviyenin üzerine çıkmasını engellemek için kısa vadeli faizi aşağı çekerek ya da döviz talebi yaratarak yani döviz alarak döviz kurunu yukarı çekecektir. Tam tersi bir durumda, yani döviz talebinin arttığı ve yerli paranın değer kaybetmek üzere olduğu dönemlerde, merkez bankası yerli paranın değerini korumak için müdahalelerde bulunabilmektedir. Bu müdahaleler arasında yerli paraya değer kazandırmak için döviz piyasasında döviz satıp, yerli para çekerek döviz arzını artırması gerekmektedir (Yalta, 2020; Özatay, 2015). Merkez bankaları, döviz kuru politikalarını uygulamak için döviz alım ve satım ihaleleri düzenleyerek döviz piyasasına müdahale eder. Ancak bu müdahaleler sonucunda piyasaya ekstra likidite de sağlanabilmektedir. Bu likiditenin etkisini azaltmak için merkez bankaları, yerli para alım ihaleleri düzenleyerek likiditeyi sterilize etmeye çalışmaktadır (Sözer, 2013).

Merkez Bankası koridor sisteminde gecelik faiz oranını (hedef) politika oranına oldukça yakın tutmak için iki kalıcı imkân sunar: Merkez bankasının belirli bir borç verme oranında gece boyunca fon sağlamaya hazır olduğu bir borç verme imkânı ve teminat karşılığında bankaların mevduat faizi elde etmek için gecelik mevduat yapabilecekleri bir mevduat sistemi tesisidir (Berentsen vd., 2010; Kahn, 2010; Aysan vd., 2014). Faiz koridoru, borç verme faiz oranı (koridorun üst sınırı/tavanı) ile mevduat faizi (koridorun alt sınırı/tabanı) arasındaki mesafedir (Binici vd., 2013; Aysan vd., 2014). Geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankaları, para piyasalarında gecelik faizi ayarlamak için politika faizi etrafında simetrik ve dar bir bant uygulamaktadır (Binici vd., 2013; Aysan vd., 2014). Böylece merkez bankaları gecelik faiz oranlarını yönlendirerek fiyat istikrarını sağlamak için uzun vadeli faiz oranlarını etkiler.

## **2.5. PARA POLİTİKASININ BANKA FAİZ ORANLARINA GEÇİŞKENLİĞİ**

Merkez bankasının politika uygulamaları sonrasında para piyasası faiz oranı bu uygulamalardan etkilenmektedir. Bu durumda bankalar oluşan maliyetleri, faiz oranlarına transfer eder. Bu süreç “faiz oranı geçişkenliği” olarak adlandırılmaktadır. Banka faiz oranları, fon arz eden ve talep edenlerin davranışlarını direkt olarak etkilemekte ve bu etki sırasıyla ekonomik büyümeyi, enflasyonu ve para politikasının başarısını belirlemektedir. (Wang ve Lee, 2009). Etkin bir geçişkenlik mekanizması, kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimlerin toplam harcamaları, milli geliri ve enflasyonu etkileyen kredi faiz oranlarına çok büyük ölçüde yansıtıldığını göstermektedir (Hofmann ve Mizen, 2004; Karagiannis vd., 2010; Verheyen, 2013).

Mevduat ve kredi faiz oranlarına geçişkenlik ne kadar hızlı ve yüksek düzeyde gerçekleşirse merkez bankasının reel ekonomiyi etkilemesi ve dolayısıyla para politikası hedeflerine ulaşması o kadar kolaylaşmaktadır (Çavuşoğlu, 2010). Para politikasını yürütmekte olan merkez bankaları, kısa vadeli/gecelik faiz oranlarını kontrol ederek para politikası hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadır (Borio, 1997; De Bondt, 2005). İlk olarak merkez bankalarının borçlanmada ve borç vermede kullandığı faiz oranlarındaki değişiklikler bankaların borç alma maliyetlerini etkilemektedir (De Bondt, 2005; Egert vd., 2007; Yıldırım, 2012). Devamında ise kısa vadeli faizlerdeki değişmeden uzun vadeli mevduat ve kredi faizleri etkilenmektedir (De Bondt, 2005; Egert vd., 2007; Gambacorta vd., 2015). Dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarına geçişkenliği, kısa vadeli faiz oranındaki bir değişimin ne ölçüde uzun vadeli faizlere aktarıldığını göstermektedir (Egert vd, 2007; Yüksel ve Özcan, 2013; Andries ve Billion, 2016).



*Şekil 2.1. Parasal aktarım mekanizması  
Kaynak: Égert, B., & MacDonald, R. (2009).*

Şekil 2.1'de gösterildiği gibi politika faiz oranlarında yapılan değişiklikler öncelikle diğer kısa vadeli faiz oranlarını ve beklentileri etkilemektedir. Kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklikler ise beklentilerle birlikte uzun vadeli piyasa ve banka faiz oranlarını etkilemektedir. Bu değişiklikler, beklentilerle faiz oranları arasındaki etkileşim yoluyla toplam talebi ve dolayısıyla çıktı seviyesini etkilemektedir. Beklentiler, döviz kurlarının seviyesi, toplam talep ve çıktı açığı gibi faktörler üzerinde etkili olup enflasyonu belirlemektedir. Hedeflenen enflasyondan sapmalar yaşandığında merkez bankaları

belirledikleri para politikası kuralları aracılığıyla gerekli politika değişikliklerini yaparak aktarım mekanizmasını devreye sokmaktadır.

Faiz oranı aktarım mekanizması veya faiz oranı geçişkenliği, etkili bir para politikası izlemede en önemli ekonomik olgulardan biridir (Utama & Septiani, 2017). Aktarım mekanizmasında, finansal aktarımın öncelikli olarak tercih edilmesinin temel nedeni, bankaların genellikle sadece kısa vadeli fonlama kaynaklarına (gecelik faizler gibi) erişebilmeleri ancak reel ekonominin ise daha uzun vadeli finansman kaynaklarına ihtiyacı olmasıdır. Bu kaynaklar arasında uzun vadeli faiz oranları, döviz kurları, risk primleri ve hisse senedi fiyatları da yer almaktadır. Bu nedenle merkez bankasının reel ekonomiye etkisini artırmak için para politikası kararlarının, ekonomik birimlerin karar verme süreçlerinde etkin olan piyasa faizleri ve diğer finansal değişkenleri etkilemesi gerekmektedir (Aktaş vd., 2008).

Bireysel banka faiz oranı geçişkenliği, para politikası aktarım sürecinde önemli bir halkadır. Merkez bankaları para piyasası koşulları üzerinde baskın bir etkiye sahiptir ve böylece para piyasası faiz oranlarını yönlendirir. Para piyasası faiz oranlarındaki değişiklikler, değişen derecelerde de olsa uzun vadeli piyasa faiz oranlarını ve bireysel banka faiz oranlarını etkilemektedir. Bankaların aktif ve pasiflerine ödedikleri getirilere ilişkin kararları, mevduat sahiplerinin ve borç alanların harcama ve yatırım davranışlarını ve dolayısıyla reel ekonomik aktiviteyi etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle resmi ve piyasa faiz oranlarının bireysel banka faiz oranlarına daha hızlı ve tam olarak yansması para politikası aktarımını güçlendirmektedir. Ayrıca bankaların belirlediği fiyatlar, banka karlılığını ve dolayısıyla bankacılık sisteminin sağlamlığını ve finansal istikrarı etkileyerek ekonomik büyümeyi etkileyebilmektedir (De Bondt, 2002). Kısacası faiz oranı geçişkenliği, para politikasındaki değişikliklerin borç verme hacmi ve maliyeti, çıktı ve enflasyon üzerindeki etkilerini açıklayan bir mekanizmadır (Gregor ve Melecky, 2018).

Para politikasının faiz oranı kanalı, para politikasının reel ekonomiyi etkilediği önemli bir aktarım kanalıdır. Gregor vd. (2020)'ne para politikası faizinden banka kredi faizlerine geçişkenliğin gücü, para politikasının etkinliğini ve politikanın ekonomik aktiviteyi yönetmeye ve fiyatları istikrara kavuşturmaya nasıl yardımcı olabileceğini yansıtmaktadır. Bu nedenle merkez bankaları, para politikasındaki değişikliklerin borç verme oranlarına ne ölçüde iletildiğini ve bu aktarımı etkileyen faktörleri anlamakla önemli şekilde ilgilenmektedir. Eksik bilgi, rekabet ve diğer ihtilaflar nedeniyle, para politikasından çeşitli borç verme oranlarına geçiş, uygulamada genellikle eksik olmaktadır. Daha geniş

ekonomik ortam ve çeşitli makro-finansal faktörler, farklı ülke bağlamlarında önemli bir rol oynayabilir.

Chmielewski (2003) ekonomideki dönemsel hareketlerin yönüne bağlı olarak faiz oranı geçişkenliğinin hızı ve düzeyinin değiştiğini ifade etmektedir. Özellikle hızlı ekonomik büyüme gibi uygun koşullarda, bankaların mevduat ve kredi faiz oranlarını değiştirme işlemi daha kolay ve hızlı gerçekleşecektir. Ekonomik durgunluk dönemlerinde, kredi riski sebebiyle kredi vermek istemeyen bankalar, faiz indirimlerini anında kredi faizlerine yansıtmayacaktır. Bu tür ekonomik dönemlerde, bankacılık sektöründe sorunlu kredilerde yaşanan artış ve buna bağlı olarak düşen karlılık, bankaların mevduat faiz oranları ile kredi faiz oranları arasındaki farktan sağladığı geliri artırarak karlılığını yükseltme eğilimine girmesine neden olabilir. Böyle bir durumda bankalar politika faiz oranlarındaki indirimi ya kredi faiz oranlarına yansıtılmamakta ya da bu indirimi mevduat faiz oranlarına yansıtılmakta daha yavaş davranabilmektedir.

## BÖLÜM III

### 3. 2000'Lİ YILLARDA TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI

Para politikası, bir ekonominin para arzını ve faiz oranlarını etkilemeye çalışan ve böylece fiyat istikrarını ve ekonomik büyümeyi destekleyen bir makroekonomik politikadır. 1970'lerdeki petrol krizi ve Bretton Woods sisteminin çökmesiyle birlikte, küresel enflasyon dünya ekonomilerini derinden sarsmıştır. Bu nedenle para otoriteleri fiyat istikrarını sağlamak için farklı stratejiler denemeye başlamıştır.

Türkiye'de 2000'li yıllarda hem ülke içinde hem de küresel olarak yaşanan gelişmeler, TCMB'nin para politikasında önemli değişimlere gitmesine neden olmuştur. Bu değişimlerin başlıca nedenleri, makroekonomik istikrarın sağlanması ve enflasyonun düşürülmesi hedeflerine yönelik olarak para politikasının bağımsızlığı, şeffaflığı ve etkinliğinin artırılmasıdır. 2000'li yılların başında, Türkiye ekonomisinde enflasyon yüksek seviyelerde seyretmiş ve bu durumun neden olduğu ekonomik istikrarsızlık ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemiştir. Bu durumun üstesinden gelmek için TCMB, enflasyonu kontrol etmek amacıyla para politikası çerçevesini yeniden yapılandırmıştır. Bu süreçte, TCMB'nin para politikası araçları arasında özellikle faiz oranlarının kontrolüne yönelik önemli değişiklikler yapılmıştır.

2001 krizi, TCMB'nin bağımsızlığı ve örtük enflasyon hedeflemesine geçişi beraberinde getirmiştir. 2002 yılında uygulamaya konulan "örtük enflasyon hedeflemesi" rejimi ile TCMB'nin para politikası araçları daha şeffaf ve açık bir şekilde tanımlanmıştır (Tutar, 2005). Enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankalarının belirli bir enflasyon hedefi belirleyip para politikalarını bu hedefe uygun şekilde yönettiği bir para politikası rejimidir (Mishkin, 2000). Bu rejimde, merkez bankasının enflasyon hedefleri belirlenmekte ve bu hedeflere ulaşmak için faiz oranları gibi para politikası araçları kullanılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin en önemli özellikleri, merkez bankasının para politikası yönetiminde kullanılacak araçları seçerken bağımsız olması, şeffaf bir yapıya sahip olması ve bağımsızlığı nedeniyle hesap verme yükümlülüğüne sahip olmasıdır.

Türkiye'de ise 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmıştır (Kayıkçı & Kaplan, 2019). TCMB (2006)'nin belirttiği gibi örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde de enflasyon hedeflemesi rejiminde olduğu gibi bir enflasyon hedefi belirlenmekte ve bu hedef kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu rejimin enflasyon hedeflemesi rejiminden temel farklarından biri TCMB'nin enflasyonun yanında başka amaçlarının da

olmasıdır. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisi ise 2006 yılından itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Enflasyon hedefi, Türkiye’de TCMB ve hükümetin ortak kararı olarak belirlenmektedir. Bu stratejide başarılı olmak için gerekli koşulları sağlamak ve ülke koşullarına uygun bir yapıya dönüştürmek için TCMB bu rejime aşamalı olarak geçmiştir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi rejimi 2006 yılında gerekli koşulların sağlanmasından sonra uygulanmaya başlanmıştır (Kayıkçı & Kaplan, 2019).

Tezin bu kısmında, 2000’li yıllarda Türkiye’de uygulanan para politikasını daha iyi anlamak için öncelikle örtük enflasyon hedeflemesi dönemi öncesinde para politikası tarafındaki gelişmeler anlatılacaktır.

### **3.1. ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ ÖNCESİ DÖNEMDE PARA POLİTİKASI**

TCMB, 1990 yılında tanıttığı para programında, döviz alımları ve sınırlı kredi genişlemesi yoluyla toplam yerli yükümlülüklerin ve bilanço büyüklüğünün %15-25, yerli varlıkların %6-16 ve para tabanının %35-48 artırılmasını amaçlamıştır (TCMB, 1990). TCMB’nin programı genel olarak bu hedeflere ulaşma anlamında başarılı olmuştur.

TCMB’nin 1992’de ilan ettiği para politikasında hazine, yılın başlarında TCMB kaynaklarından yararlanabileceği fonların sınırına geldiği için program uygulanamamıştır. Bu dönemde parasal büyüklüklerle ilgili tüm hedefler, öngörülen oranların iki katından daha fazla arttığından TCMB 1994 ve 1995’te para programı açıklamamıştır. Bunun yerine, kur ve faizlerde istikrar sağlamaya çalışarak dış varlıkları artırmayı ve finansal piyasalarda istikrarı korumayı amaçlamıştır. 1995’te planlanan para politikası Ekim ayına kadar uygulanmış ancak seçim atmosferi, ek bütçe ve kamu harcamalarındaki artış nedeniyle son iki ayda sürdürülememiştir (Sarı, 2007).

TCMB, 1996 yılında iç varlık genişlemesini sınırlamayı ve dış varlık oluşturarak TL yaratmayı amaçlamıştır (TCMB, 1996). TCMB, 1997’den itibaren 6 aylık dönemler halinde para programı açıklamaya başlamıştır. Rezerv para artışının net dış varlıklardan oluşması hedeflenmiştir. Kamunun MB kaynaklarına başvurmadan sermaye piyasasından borçlanması nedeniyle reel faizler yükselmiştir. Döviz rezervleri önemli ölçüde artmıştır ancak hazinenin kısa vadeli avansını kullanmaması nedeniyle iç varlıklar azalmıştır. Sıcak para girişini teşvik eden politika nedeniyle ise döviz rezervleri artmıştır. İlk yarıda likidite fazlasını emmek için kullanılan APİ, ikinci yarıda daha çok fonlama amacıyla kullanılmıştır (TCMB, 1997).



1998 yılında TCMB, hem enflasyonla mücadeleyi hem de mali piyasalarda istikrarı sağlamayı amaçlayan üç aylık para programları hazırlamaya başlamıştır. İlk programda rezerv para hedefi seçilerek belirlenen hedefler ulaşılmıştır. Ancak kamu kredilerinin dondurulması, değerlendirme hesabındaki eksi bakiyenin artması ve sterilizasyon işlemleri nedeniyle net iç varlıklar azalmıştır. Bu durum, TCMB'nin döviz kuru ve faiz politikasında değişiklik yapmasına neden olmuştur. TCMB, İMKB repo-ters repo pazarında gecelik vade işlem yapılmaması, bankalar arası alış-satış kotasyon marjlarının daraltılması ve bankaların zorunlu döviz devir oranlarının %0'a indirilmesi gibi önlemler almıştır. Bu önlemler belirli bir dalgalanma yaratmış ancak faizlerde az da olsa bir gerileme meydana gelmiş ve döviz kurları istikrar kazanmıştır (TCMB, 1998). 1996-1997 yıllarında uygulanan para politikası mali piyasalarda istikrar sağlamayı amaçlarken 1998 yılında enflasyonun kontrol altına alınması da hedeflenmiştir (TCMB, 2013b). Enflasyonda belirgin bir düşüş görülmesine rağmen uluslararası piyasalardaki dalgalanmalar ve seçim atmosferi nedeniyle TCMB para programı ilan etmemiştir. Bunun yerine gerçekçi bir kur politikası uygulanmış ve yılın ilk yarısında döviz kurları enflasyondan daha hızlı arttığı için reel kur azalmış ancak son üç ayda tekrar değer kazanmıştır (Sarı, 2007). TCMB, 1999 yılında da ekonomide likidite sağlamayı dış varlık aracılığı ile sürdürmüştür. Faizlere müdahale etmemiş ve kurları baskı altında tutarak sıcak para girişini devam ettirmiştir. Net dış varlıkların TL değeri yaklaşık 2 kat artmış ve 7,6 katrilyon TL'yi geçmiştir. Finansal kuruluşların kısa dönemli likidite ihtiyaçlarını API yoluyla karşılamaya çalışan TCMB, bu yolla ekonomideki likidite sıkıntısını gidermeye çalışmıştır. Ancak sıcak para politikası nedeniyle net dış varlık artışı üç katına çıkmış ve API hesabı yılın ikinci yarısında 1,2 katrilyon TL artmıştır (TCMB, 1999).

1990-1999 yılları arasında Türkiye ekonomisi oldukça dalgalı bir süreç geçirmiştir. Bu dönemde ekonomideki istikrarsızlık ve belirsizlik, ülkenin dış borç yükü ile birleşerek ekonomik krizlere neden olmuştur. 1990'larda Türkiye, IMF ile birçok kez stand-by düzenlemeleri imzalamıştır (Eroğlu & Eroğlu, 2009). Bu düzenlemelerin çoğu, mali disiplini sağlamak ve enflasyonu düşürmek gibi ekonomik reformları hedeflemiştir. Ancak bu reformların çoğu yavaş veya başarısız olmuş ve ekonomik krizler tekrar tekrar ortaya çıkmıştır. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz, Türk lirasının (TL) devalüasyonu ve enflasyonun yükselmesiyle sonuçlanmıştır. Bu kriz, Türkiye'nin ekonomik sisteminde yapısal sorunların olduğunu göstermiştir ancak kriz sonrasında yapılan reformlar sayesinde enflasyon oranı düşmüştür (Akıncı vd., 2013). 1999 yılında Türkiye, Marmara depremi sonrasında bir ekonomik darboğaza girmiş ancak TCMB'nin uyguladığı para politikası

sayesinde net dış varlıkların artması ve likidite ihtiyaçlarının karşılanması ile ekonomik darboğaz atlatılmaya çalışılmıştır. Bu dönemde Türkiye'nin ekonomik performansı dalgalı olmasına rağmen, yapılan reformlar ve IMF ile yapılan anlaşmalar sayesinde ekonomik yapıda belirli ilerlemeler kaydedilmiştir. Ancak krizlerin sıklığı ve ciddiyeti, ekonomik istikrarı sık sık tehdit etmiş ve Türkiye'nin ekonomik gelişimini olumsuz etkilemiştir (Çörtük, 2006).

### **3.2. ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASI (2002-2005)**

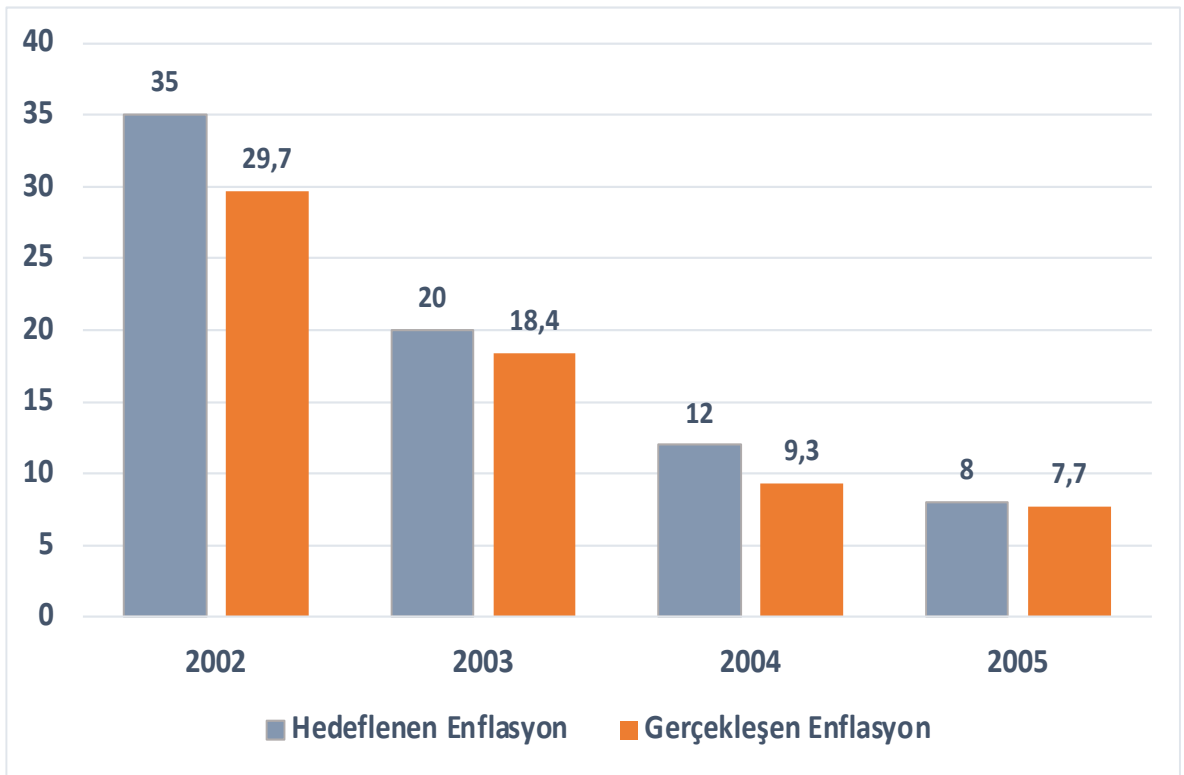
2001 ekonomik krizi, Türkiye ekonomisinde yapısal sorunların büyüklüğünü ortaya koymuş olup bu sorunların çözülmesi için 2002 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu program, ekonomideki yapısal sorunların çözümüne odaklanmış ve para politikası stratejisinde önemli değişiklikleri hedeflemiştir. Bu değişikliklerin en önemlisi, merkez bankasının yasal olarak bağımsız hale gelmesi ve fiyat istikrarının temel hedef olarak belirlenmesidir. Fiyat istikrarının temel hedef olarak belirlenmesi ise enflasyonla mücadeleye odaklanılmasını sağlamıştır.

2002 yılında TCMB, enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenmesinin nihai hedefi olduğunu açıklamıştır (Bulut, 2014). Ancak TCMB, bankacılık sektöründeki yapısal reformların devam etmesi, geçmiş enflasyon oranlarına dayalı fiyatlama alışkanlıklarının hala var olması, döviz kurundaki oynaklığın enflasyonu etkileme potansiyeli ve mali baskınlığın yüksek düzeyde olması gibi faktörler nedeniyle 2002 yılında enflasyon hedeflemesine geçmenin erken olduğunu açıklamıştır (Özatay, 2011; Özatay, 2009; Bulut, 2014).

TCMB, bu faktörlerin enflasyon hedeflemesinin başarısı için gerekli olan makroekonomik istikrarı sağlayamayacak potansiyel riskler oluşturduğundan 2002 yılında, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmede gerekli altyapının hazırlanması için örtük enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlamıştır. 2002 yılında, TCMB'nin enflasyon hedeflemesine geçiş kararının ardından, para politikasında kısa vadeli faiz oranları belirleyici en önemli araç haline gelmiştir. Bu dönemde, enflasyonun düşürülmesi amacıyla kısa vadeli faiz oranları etkin bir şekilde kullanılmıştır. Bu doğrultuda, 2002 yılında Merkez Bankası faiz oranları Açık Piyasa İşlemleri (APİ) ve Bankalar arası Para Piyasası'nda (BPP) aynı vadeler için eşit faiz oranları belirlemiştir (TCMB, 2002). Örtük enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi rejiminden farklıdır. Bu yaklaşımda, merkez bankasının belirlediği hedefin yanı sıra genellikle gösterge niteliğinde başka hedefleri de bulunmaktadır (TCMB,

2006). Örneğin, TCMB 2002-2005 döneminde para politikasının uygulanmasında temel parasal büyüklük olan parasal tabanı da ek bir çapa olarak belirlemiştir (TCMB, 2023).

Şekil 3.1’de görüldüğü gibi 2002-2005 yılları arasında enflasyon ciddi şekilde düşmüş ve 2004 ile 2005 yıllarında enflasyon tek haneye inmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon oranı gıda ve tarım ürünleri fiyatlarındaki düşüşler, iç talep yetersizliği ve kurlarda gerileme etkisiyle 2002’den itibaren düşmeye başlamıştır (TCMB, 2006). 2002 yılı ortalarından itibaren piyasalardaki belirsizliklerin azalmasıyla birlikte hedeflenen enflasyon da düşmeye başlamıştır.

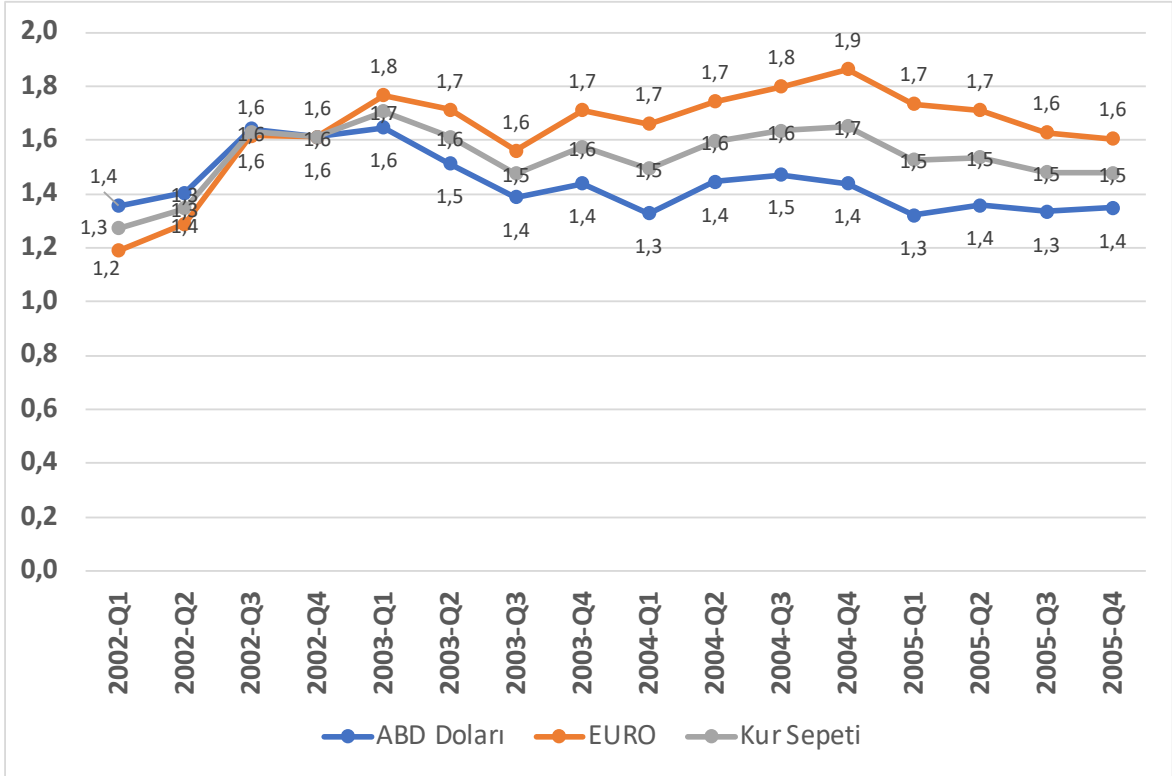


**Şekil 3.1.** Türkiye’de 2002-2005 döneminde hedeflenen enflasyon ve gerçekleşen enflasyon (% TCMB, 2023)

2004 ve 2005 yıllarında gerçekleşen enflasyon oranı %10’ un altında seyretmiştir. Bununla birlikte 2002-2005 dönemleri arasında yıl sonu gerçekleşen enflasyon yıl sonu hedeflenen enflasyonun daima altında kalmıştır. Bu durum, para politikasına ve TCMB’ye olan güveni artırmıştır (Bulut, 2014).

Döviz kurlarının gelişmekte olan ülkelerdeki önemi, enflasyon hedeflemesi rejiminde döviz kurlarının rolüne yönelik tartışmaları da beraberinde getirmektedir. Taylor (2001), döviz kurlarının zaten dolaylı olarak enflasyon ve çıktı açığı üzerinde etkili olduğunu

belirterek bu kanallar dışında döviz kurlarındaki hareketlere ayrı bir tepki verilmesine kuşkuyla yaklaşmaktadır. Şekil 3.2, örtük enflasyon hedeflemesi dönemi (2002-2005) boyunca Türkiye'deki döviz kurlarının eğilimini göstermektedir. Şekilde görüldüğü üzere örtük enflasyon hedeflemesi döneminde döviz kurlarındaki oynaklık önemli ölçüde azalmış ve döviz kurları daha istikrarlı hale gelmiştir.



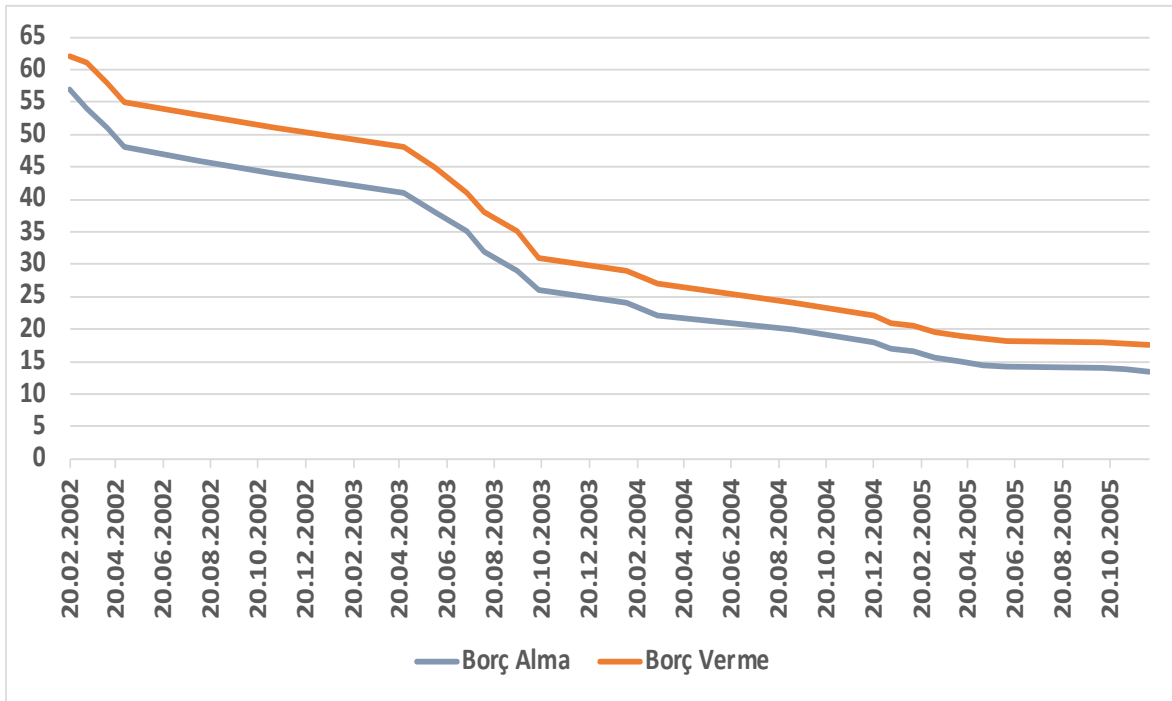
Şekil 3. 2. Türkiye 'de 2002-2005 döneminde döviz kurlarının değişimi (TCMB, 2023)

TCMB'nin döviz kuru dalgalanmalarında sadece aşırı oynaklıkların kontrol altına alınmasına odaklandığını belirtmesi gecelik faiz oranlarının sadece enflasyon değişmelerine göre ayarlamasını sağlamıştır. Bu sayede enflasyondaki düşüşe paralel olarak gecelik borç alma ve borç verme faizlerinde önemli bir düşüş yaşanmıştır. TCMB gecelik faizleri kademeli olarak düşürmüştür.

2002 Şubat ayında gecelik borç alma faizi %57 ve gecelik borç verme faizi %62 iken Nisan ayında gecelik borç alma faizi %48'e ve gecelik borç verme faizi ise %55'e düşmüştür. 2003 yılında, petrol fiyatlarındaki düşüşün maliyet yönlü baskıları ortadan kaldırması ve ülke içinde oluşan güven ortamıyla birlikte TCMB altı kez faiz indirimine gitmiştir. Gecelik borç alma faizi nisanda %41 iken, ekimde %26'ya kadar düşmüştür (TCMB, 2003).

2004 yılında enflasyon oranlarının düşmesi ile birlikte TCMB politika faizinde dört defa indirmeye giderek Şubat'ta %24 olan gecelik borç alma faizini Aralık ayında %18'e düşürmüştür (Bulut, 2014). 2005 yılında da TCMB, temkinli duruşunu sürdürerek ve politika faizinde dokuz defa indirmeye giderek yıl sonunda gecelik borçlanma faizini %13,5'e indirmiştir.

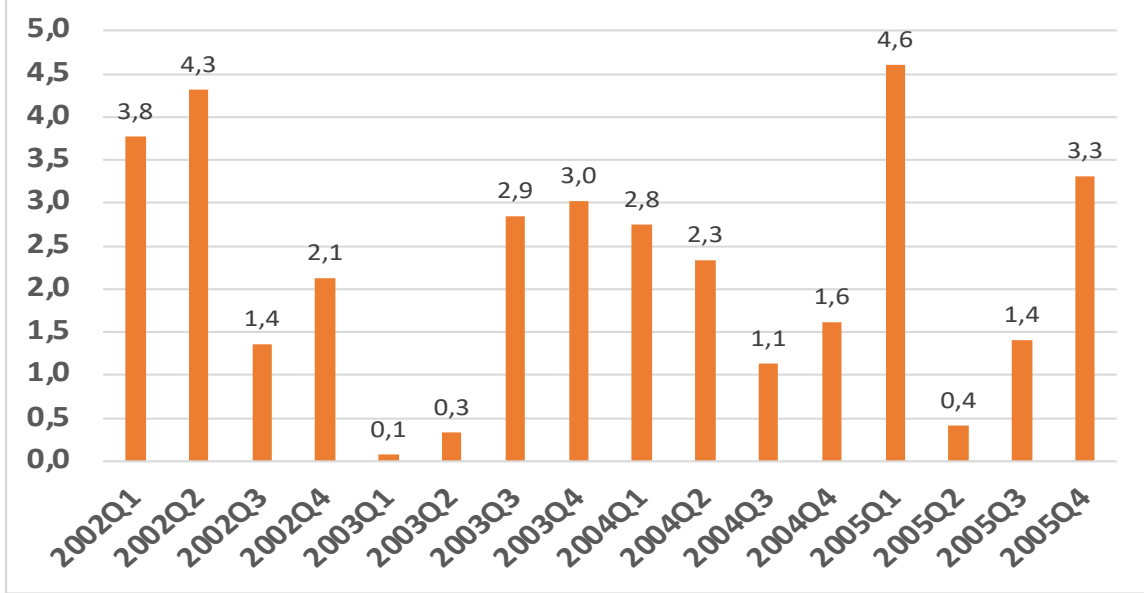
Şekil 3.3'te görüldüğü üzere 2002-2006 döneminde faiz oranlarında kademeli olarak düşüş yaşanmıştır. Bu bağlamda enflasyondaki düşüğe paralel olarak gecelik borçlanma ve borç verme faizleri önemli ölçüde azalmıştır. Gecelik borç alma faizi %57'den %13,50'ye kadar düşerken gecelik borç verme faizi %67'den %16,50'ye düşmüştür. Bu dönemde enflasyondaki düşüş ve politika faizindeki indirimler paralel bir şekilde gerçekleşmiştir.



Şekil 3. 3. TCMB'nin 2002-2005 döneminde gecelik borç verme ve borç alma faizleri (% TCMB, 2023)

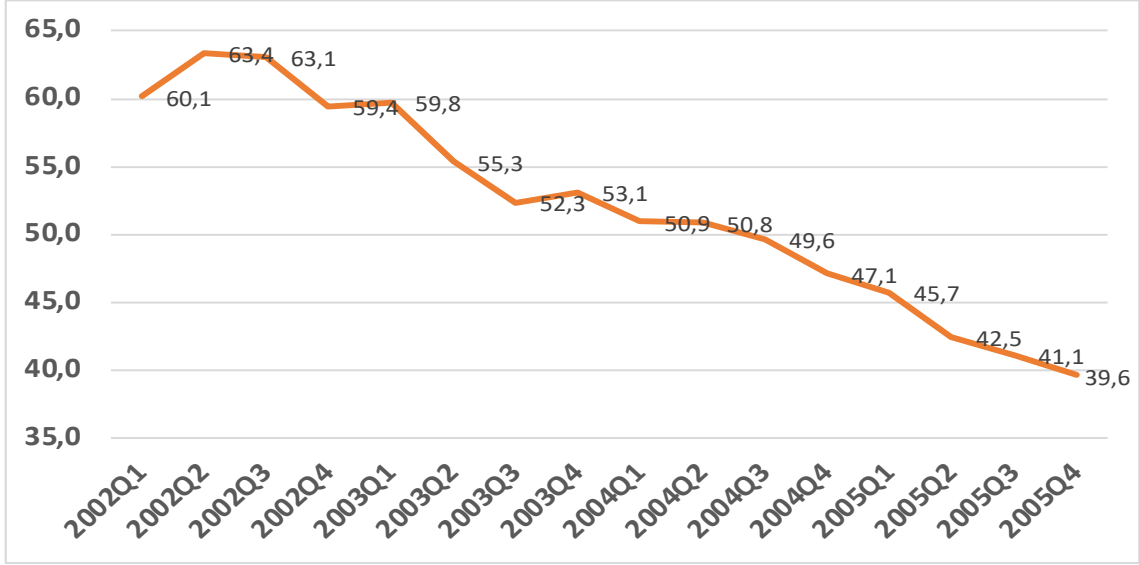
Şekil 3.4. mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış harcamalar yöntemiyle zincirlenmiş gayrisafi yurt içi hasıla reel büyüme oranlarını göstermektedir. TCMB para politikası kararlarının büyümeyi nasıl etkilediğine bakıldığında, 2002 yılında başlayan yükseliş trendi 2003 yılının ilk çeyreğinde düşmeye başlamıştır ve bu düşüş trendi ikinci çeyreğe kadar devam etmiştir. Ancak 2003 yılının ikinci çeyreğiyle birlikte büyüme oranları yeniden artış göstermiştir. 2005 yılının ilk çeyreği ekonominin en fazla büyüdüğü dönem

olmuştur. 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi döneminde ekonomik büyüme hızı her zaman pozitif seyretmiştir.



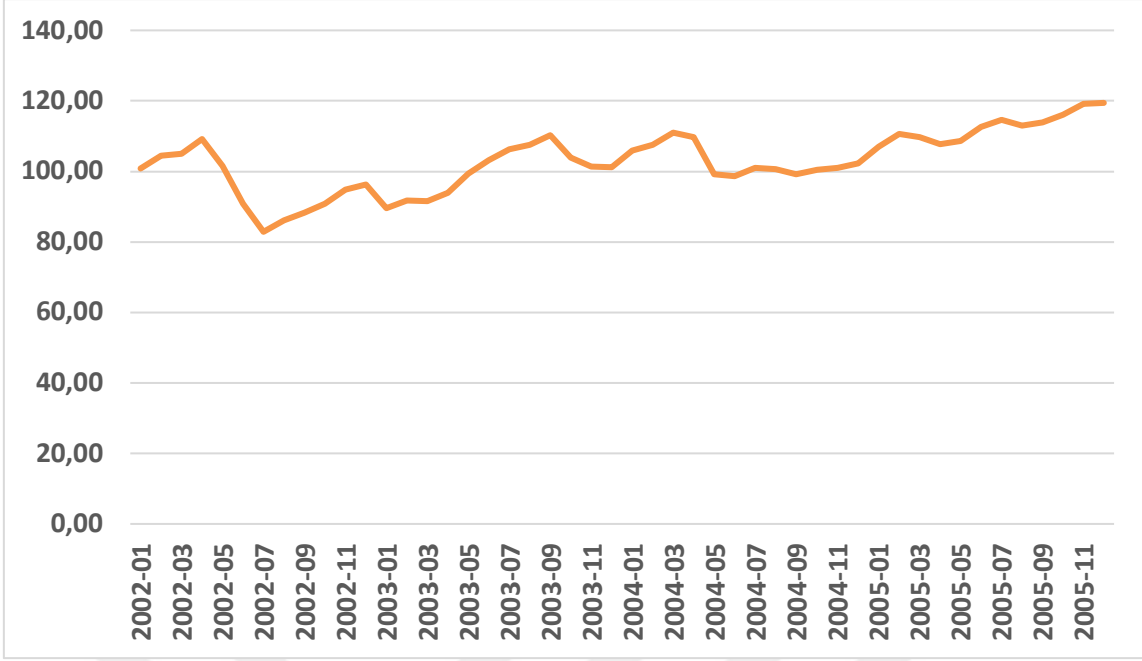
**Şekil 3. 4.** Türkiye’de 2002-2005 döneminde GSYİH reel büyüme oranı. Büyüme oranı, bir önceki döneme göre hesaplanmıştır. (% , TÜİK, 2023)

Türkiye'deki ekonomik gelişmelere ek olarak 2002-2005 döneminde kamu borcunun milli gelire oranı (Şekil 3.5.) açısından da önemli bir azalma yaşanmıştır. 2002 yılının ikinci çeyreğinden itibaren kamunun net borcunun milli gelire oranı sürekli azalmıştır. Alınan mali tedbirler sayesinde 2005 yılının son çeyreğinde bu oran %39,6'ya düşürülmüştür. Türkiye'de kamu net borcunun milli gelire oranı açısından sürekli azalması kamu borcu konusunda daha sürdürülebilir bir mali politika yürütüldüğünün bir göstergesidir.



**Şekil 3. 5.** Türkiye’de 2002-2005 döneminde Kamu Net Toplam Borç Stoku/ GSYİH (%), Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2023)

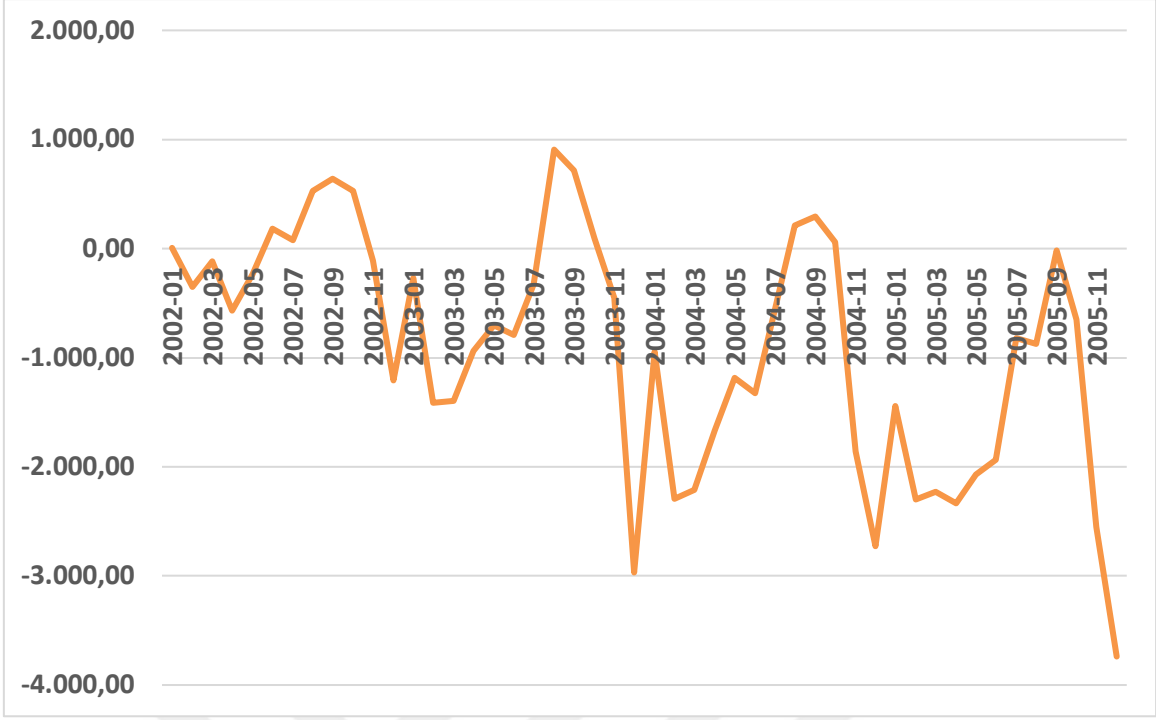
Cari işlemler açığı, bir ekonomide bir dizi faktör tarafından etkilenmektedir. Bu faktörler arasında reel döviz kuru, ekonomik büyüme oranı, bütçe açıkları, enerji fiyatları, yabancı sermaye hareketleri, ticaret ortaklarının gelir düzeyindeki değişimler, yatırımlar, kamu kesimi borçlanmaları, faiz oranları gibi etkenler bulunmaktadır (Karabulut ve Danişoğlu, 2006). Şekil 3.6 ve Şekil 3.7 sırasıyla örtük enflasyon hedeflemesi döneminde reel efektif döviz kurunun gelişimi ve cari işlemler açığını göstermektedir. Türkiye’de reel efektif döviz kuru (reel efektif döviz kurunda bir artış TL’nin yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazandığına işaret eder) 2002-2005 yılları arasında dalgalanmalar göstermiştir. Reel efektif döviz kuru, bir ülkenin döviz kuru seviyesini diğer ülkelerin para birimleriyle karşılaştırarak hesaplayan bir göstergedir. Gözlemlediğimiz üzere reel efektif döviz kuru 2002 yılında 100,84 seviyesinde başlamış ve zamanla artış ve düşüşler yaşamıştır. 2002 yılının ortalarında genel olarak düşüş eğilimi gösteren reel efektif döviz kuru, 2003 yılında 89,57 seviyesine kadar gerilemiştir. Ancak 2004 yılından itibaren tekrar yükselişe geçmiş ve 2005 yılında 119,43 seviyesine ulaşmıştır.



*Şekil 3. 6. Türkiye’de 2002-2005 döneminde reel efektif döviz kurunun gelişimi (TCMB)*

Türkiye 2002-2005 yılları arasında yüksek cari işlemler açığına sahip olmuştur. Cari işlemler açığı; kabaca bir ülkenin dış ticaretindeki mal ve hizmetlerin ithalatının, ihracatını aşması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu verilerde negatif değerler cari işlemler açığını göstermektedir. Cari işlemler açığının büyüklüğü, bir ekonominin dış kaynak ihtiyacını yansıtmaktadır. Grafiğe bakıldığında, 2002 yılında cari işlemler fazlası vererek cari işlemler hesabı 5 milyon ABD doları olarak başlamış ve 2002 yılında Mart-Temmuz arasında düşüş göstermiştir. Ancak 2003 yılından itibaren tekrar artış trendine girmiş ve 2005 yılında ise ciddi bir cari açık vererek cari işlemler hesabı -3,7 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. 2002-2005 döneminde, dış ticaret açığının ve buna bağlı olarak cari işlemler açığının büyümesinde rol oynayan çeşitli faktörler bulunmaktadır. Bu faktörler arasında TL’nin reel değerlenmesi, hızlı ekonomik büyüme, finansal sistemde uzun vadeli kredi sağlanmasının artması ve 2001 krizi sonrasında ertelenmiş talebin gerçekleştirilmesi gibi etkenler bulunmaktadır (İnan, 2006).





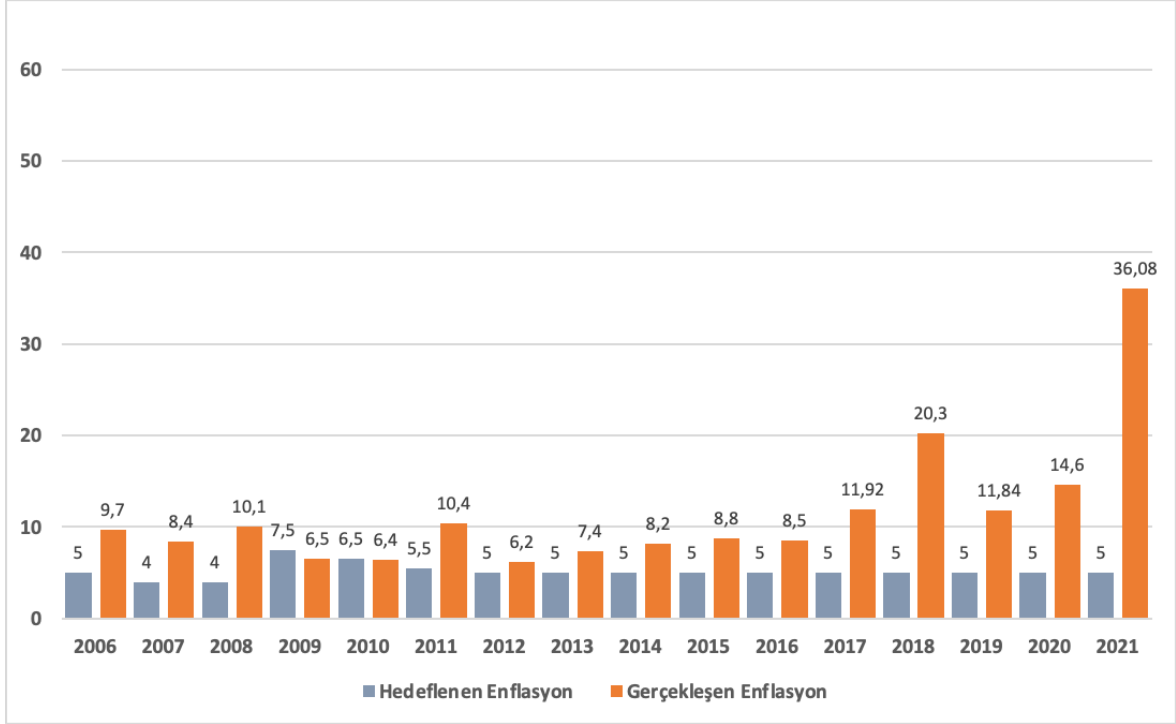
Şekil 3. 7. Türkiye’de 2002-2005 döneminde cari işlemler hesabı (milyon \$, TCMB)

### 3.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASI (2006-2021)

Türkiye’de yüksek ve kronik enflasyonun varlığı ve bunun yapısal sorunlara neden olması, aynı zamanda mali sektördeki dengesizlik ve disiplinsizliğin de hüküm sürmesi, enflasyon hedeflemesi uygulamasının gecikmesine neden olmuştur. TCMB, 2001 ekonomik krizinden sonra enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya karar vermiş ve bu rejimin uygulanması için uygun koşulların sağlanabilmesi için 2002-2005 yılları arasında bir geçiş dönemi yaşanmıştır. Bu süre zarfında enflasyonla mücadele edilmesi olumlu sonuçlar vermiş ve adım adım enflasyon hedeflemesi rejiminin koşulları gerçekleştirilmiştir. 2006 yılında TCMB enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır.

Şekil 3.8, 2006-2021 yılları arasında Türkiye’deki hedeflenen enflasyon ve gerçekleşen enflasyon oranlarını göstermektedir. 2006-2007 yıllarında hedeflenen enflasyon oranları sırasıyla %4 ve %5 iken, gerçekleşen enflasyon oranları %9,7 ve %8,4 olmuştur. Bu durum, hedeflenen enflasyon oranlarının üzerinde gerçekleşen bir enflasyon olduğunu göstermektedir. Bu dönemde uluslararası piyasalardan kaynaklanan sermaye çıkışları ve kuraklık nedeniyle gıda fiyatlarında yaşanan artışlar gibi para politikasının denetimi dışındaki etkenler, enflasyon hedeflerinin aşılmasına neden olmuştur. Bu durum, enflasyon oranının nisan ayından itibaren hedefle uyumlu patikadan uzaklaşmasına ve yıl sonunda

hedefin oldukça üzerinde ve %9,7 seviyesine çıkmasına yol açmıştır. 2007'de dünya genelinde artan gıda talebi ve tarımsal emtia fiyatlarındaki artış, yaşanan kuraklıkla birleşerek gıda fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. Ayrıca enerji fiyatlarındaki büyük artışlar da enflasyondaki düşüşü engellemiştir. Bu olumsuz gelişmeler sonucunda, 2007 yılı sonunda Türkiye'de enflasyon %8,4 seviyesinde gerçekleşmiştir.



Şekil 3. 8. Türkiye'de 2006-2021 döneminde hedeflenen enflasyon oranı ve gerçekleşen enflasyon oranı (% TCMB, 2023)

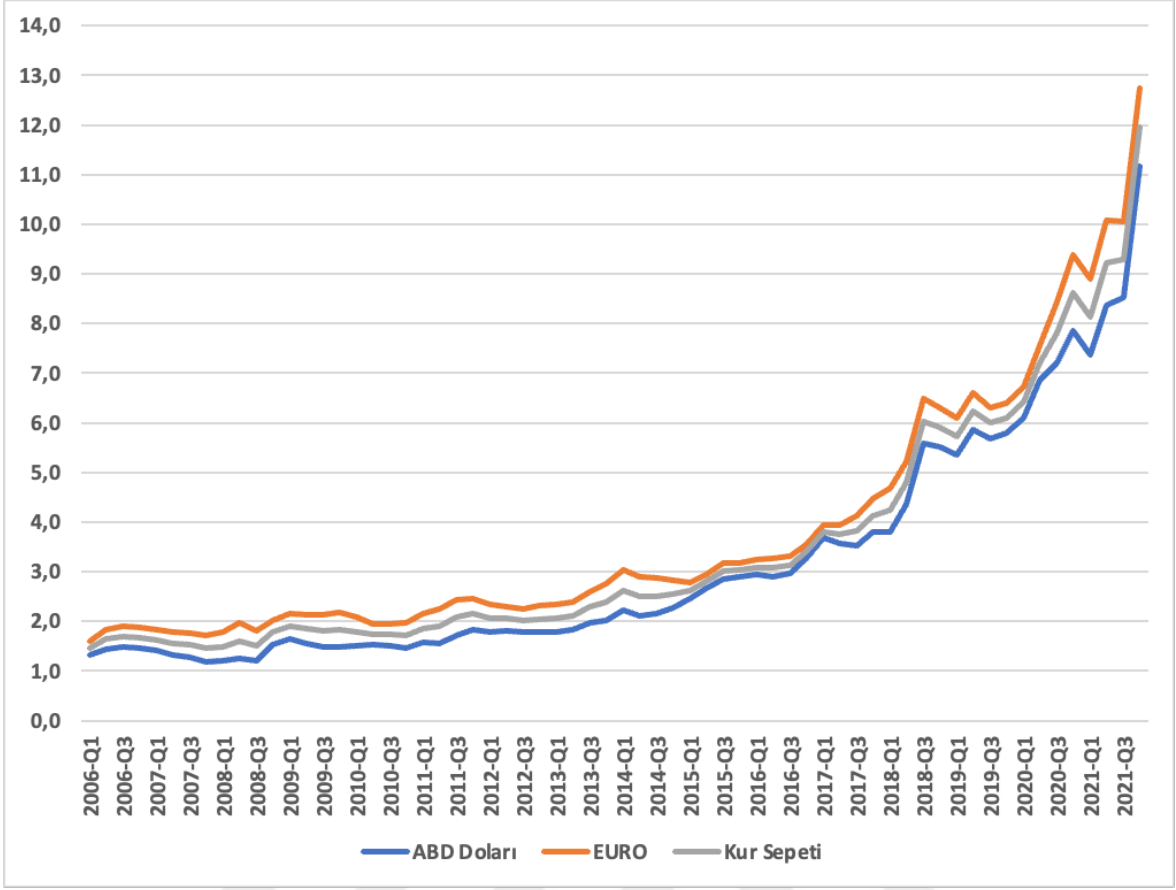
2007'de yaşanan arz yönlü şoklar 2008 başında da devam etmiş ve enflasyonu olumsuz etkilemiştir. Bu durum enflasyon beklentilerinin artmasına neden olmuş ve 2008-2009 yıllarında hedeflenen enflasyon oranı %4 ve %7,5 iken gerçekleşen enflasyon oranı sırasıyla %10,1 ve %6,5 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında hedeflenen enflasyon oranı, gerçekleşen enflasyon oranından daha düşük olmasına rağmen 2009 yılında gerçekleşen enflasyon hedeflenen oranın altında kalmıştır. 2010 yılında da benzer şekilde hedeflenen enflasyon oranı gerçekleşen enflasyon oranının altında kalmıştır. 2009 ve 2010 yıllarında gerçekleşen enflasyonun hedefin altında kalmasının nedeni, TCMB'nin 3 Haziran 2008 tarihinde hükümete yolladığı bir mektupla enflasyon hedeflerinde değişikliğe gitme teklifinde bulunması ve hükümetin bu teklifi kabul ederek resmi hedefleri %5'ten sırasıyla %7,5 ve %6,5'a yükseltmesidir. Bu sayede gerçekleşen enflasyon, hedeflerin altında kalmıştır. Ancak 2010 yılından 2021 yılına kadar gerçekleşen enflasyon oranı hedeflenen

oranından daha yüksek seyretmiştir. 2012 yılından itibaren hedeflenen enflasyon oranı Türkiye’de %5 olarak belirlenmiştir. Ancak gerçekleşen enflasyon oranı yıllar itibarıyla değişmiştir. 2010-2016 yılları arasında hedef enflasyon oranıyla gerçekleşen enflasyon oranı arasındaki fark daha az seyrederken, 2017-2021 yılları arasında hedeflenen enflasyon oranıyla gerçekleşen enflasyon oranı arasındaki makas giderek açılmıştır. Özellikle 2021 yılına gelindiğinde gerçekleşen enflasyon oranının ciddi bir şekilde yükselerek %36,1’e ulaştığı görülmektedir. Türkiye'nin son dönemlerdeki yüksek enflasyon deneyimi, birçok faktörün bir araya gelmesi sonucu ortaya çıkmıştır. Türkiye'nin üretimde ithalata oldukça bağımlı bir ekonomi olması nedeniyle döviz kurlarındaki artışlar, ithal edilen hammadde, ara malı ve enerji maliyetlerini artırmıştır. Bu durum, üretim maliyetlerinde ve nihayetinde tüketici fiyatlarında yukarı yönlü baskılara neden olmuştur. Gıda enflasyonundaki artışlar, uluslararası gıda ve emtia fiyatlarındaki artışlar ve talep koşullarındaki iyileşme gibi faktörler, enflasyon beklentilerindeki yüksek seyir ile güçlü toplam talep, enflasyonun temel unsurlarını oluşturmaktadır (Strateji ve Bütçe Başkanlığı (SBB), 2021). Üstelik döviz kurlarındaki belirsizlik üreticilerin fiyatlandırma stratejilerini de olumsuz yönde etkilemektedir. Söz konusu belirsizlik, sık sık fiyat artışlarına yol açmaktadır. (Orhan & Erdoğan, 2018). Son altı yılda tüketici kredilerinin iki kattan fazla artması ve bütçe açıklarının büyümesi, para ve mali disiplinden taviz verildiğinin bir işareti olarak görülebilir. Bu durum, tüketim harcamalarını artırarak talebi canlandırabilir ancak aynı zamanda enflasyonu da tetikleyebilir. Ayrıca bütçe açıklarının büyümesi, kamu borçlanma gereksinimlerini artırarak faiz oranlarını yükseltme riski taşımaktadır. Bu nedenle, ekonomik istikrarın sağlanması ve enflasyonun kontrol altına alınması için parasal ve mali disiplinin korunması önemlidir.

Ulusal faiz oranları, bir ülkenin para biriminin arz ve talebini doğrudan etkilediği için döviz kurlarını da etkilemektedir. Yüksek faiz oranları, diğer alternatiflere göre ulusal para birimi için yüksek getiri sağlamaktadır. Yüksek getiri bireyleri, yatırımcıları ve yabancı sermayeyi çekmekte, ulusal para biriminin talebini ve değerini artırmakta ve dolayısıyla döviz kurunun düşmesine neden olmaktadır. Para politikası ile ulusal merkez bankaları, ekonomilerindeki temel faiz oranlarını ve mevcut bankacılık para rezervlerini ayarlayarak bankaların borç verme oranını kontrol etmektedir. Şekil 3.9. Türkiye’de 2006-2021 yıllarında çeyreklik dönemler itibarıyla döviz kurlarının değişimini göstermektedir. Görüldüğü üzere ABD dolarının TL karşısındaki değeri 2006 yılının birinci çeyreğinden 2013 yılının üçüncü çeyreğine kadar 1,3-1,8 arasında dalgalanırken, euronun TL

karşısındaki değeri genellikle 1,6-2,6 arasında dalgalanmıştır. 2013 yılının dördüncü çeyreği ve 2014 yılının birinci çeyreğinde dolar ve euro, TL karşısında keskin bir yükseliş göstermektedir. Ayrıca sonraki dönemde döviz kurları keskin bir şekilde tekrar düşmektedir. Bu ani düşüş, hükümetin 28 Ocak 2014 tarihinde faize müdahale etmesinden kaynaklanmaktadır. Aynı şekilde, son dönemde Türkiye'de döviz kuru hızlı bir yükseliş göstermiş ancak TCMB bir süre faiz oranlarında değişikliğe gitmemeyi tercih etmiştir. Daha sonra 24 Ocak 2017'de faiz artırımına gidilmesine karar verilmiş ve bu durum döviz kurunda önemli bir düşüş meydana getirmiştir.

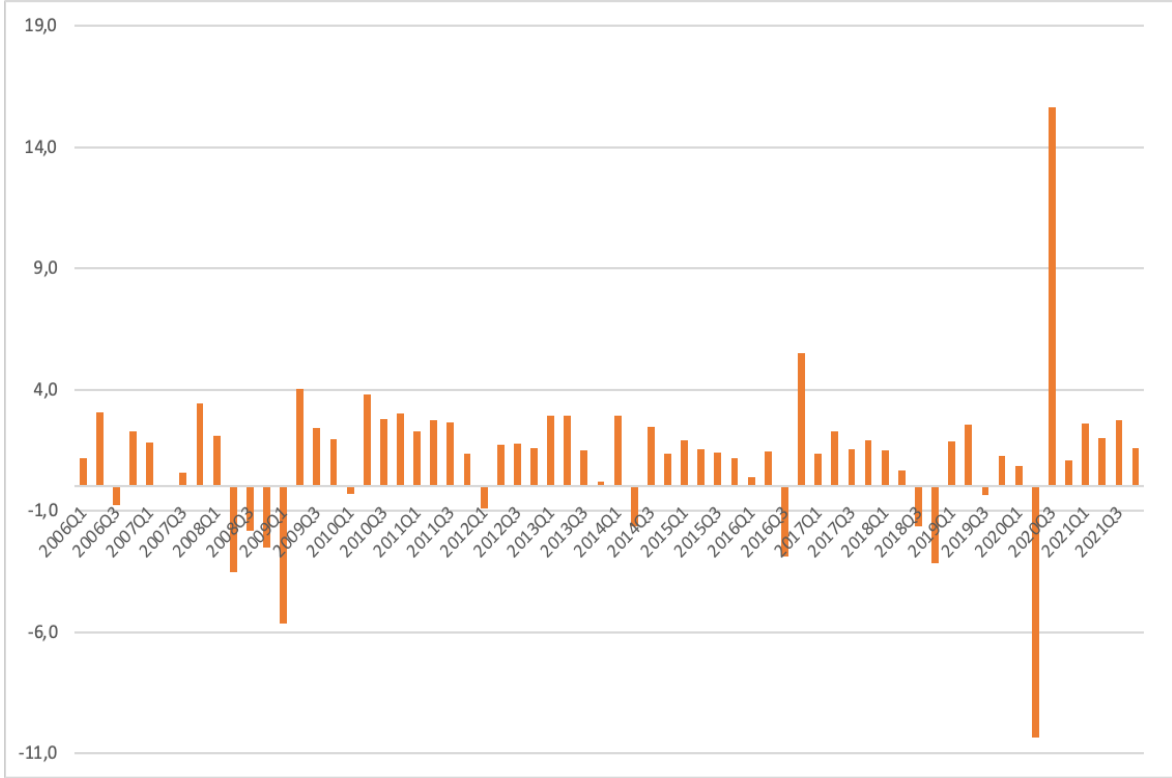
Özellikle son yıllarda Türkiye'de döviz kurlarında büyük bir artış gözlenmiştir. 2020 yılı ikinci çeyreğinden 2021 yılına kadar olan dönemde, dolar/TL kuru neredeyse bir buçuk katına çıkmıştır ve euro/TL kuru da yaklaşık olarak aynı oranda artmıştır. 2021 yılının birinci çeyreğinde ise bir önceki yıla göre döviz kurunda düşüş yaşanmıştır. Bu düşüş sebebi olarak TCMB'nin Mart 2021'de iç talep koşulları, birikimli maliyet etkileri, uluslararası gıda ve emtia fiyatlarındaki artış, sektörler arası arz kısıtları ve ücret/fiyat ayarlamalarının enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırdığını belirterek politika faiz oranını 200 baz puan artırarak %19'a yükseltmesi gösterilebilir (SBB, 2021). Döviz kurlarındaki bu artışın sebepleri arasında yüksek enflasyon, düşük faiz oranları ve yüksek cari açık gibi faktörler sayılabilir. Bu durum, TL'nin değer kaybetmesiyle sonuçlanmıştır. Sonuç olarak, Türkiye'de döviz kurları 2006-2021 döneminde önemli bir değişim göstermiştir ve son birkaç yılda özellikle yüksek bir artış yaşanmıştır.



Şekil 3. 9. Türkiye’de 2006-2021 döneminde döviz kurlarının değişimi (TCMB, 2023)

Şekil 3.10. Türkiye’de 2006-2021 döneminde mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış reel GSYH büyüme oranlarını göstermektedir. Türkiye ekonomisi 2006’nın üçüncü çeyreği hariç 2006 ve 2007 yıllarındaki büyümenin ardından 2008’in ikinci çeyreğinden itibaren üst üste dört çeyrekte küçülmüş ve 2009’un ikinci çeyreğinden 2009’un sonuna kadar yeniden büyümüştür. Türkiye ekonomisi 2010 ve 2012’in birinci çeyreği, 2014’ün ikinci çeyreği, 2016’nın üçüncü çeyreği, 2018’in üçüncü ve dördüncü çeyreği, 2019’un üçüncü çeyreği ve 2020’nin ikinci çeyreği küçülme göstermiş bunun dışında kalan dönemlerde ise sürekli büyümüştür. SBB (2020)’ye göre 2018’in ikinci yarısında spekülasyon kur ataklarıyla başlayan ekonomik durgunluk süreci, 2019’un ilk yarısında da devam etmiştir. Ancak döviz kurundaki oynaklığın azalması ve enflasyondaki gerileme sayesinde faiz oranları düşmüş ve Türkiye ekonomisi 2019’da %0,9 oranında büyümüştür. Ancak Covid-19 salgını 2020’de tüm dünyayı etkisi altına almış ve Türkiye ekonomisi özellikle yılın ikinci çeyreğinde belirgin bir şekilde etkilenmiştir. Ekonomik birimlerin faaliyetlerini yavaşlatmak zorunda kalmaları ve alınan önlemler nedeniyle Türkiye ekonomisi 2020’nin ikinci çeyreğinde %10,4 küçülürken Haziran ayında alınan önlemlerin hafifletilmesiyle

Türkiye ekonomisi hızlı bir toparlanma sürecine girmiştir. Haziran ayı itibarıyla sanayi üretimi, kapasite kullanım oranları, PMI gibi göstergelerde de olumlu gelişmelerin olması ve sınır kapılarının açılmasıyla turizm sektörünün canlanması sebebiyle yılın üçüncü çeyreğinde ekonomi %15,6 büyümüştür.



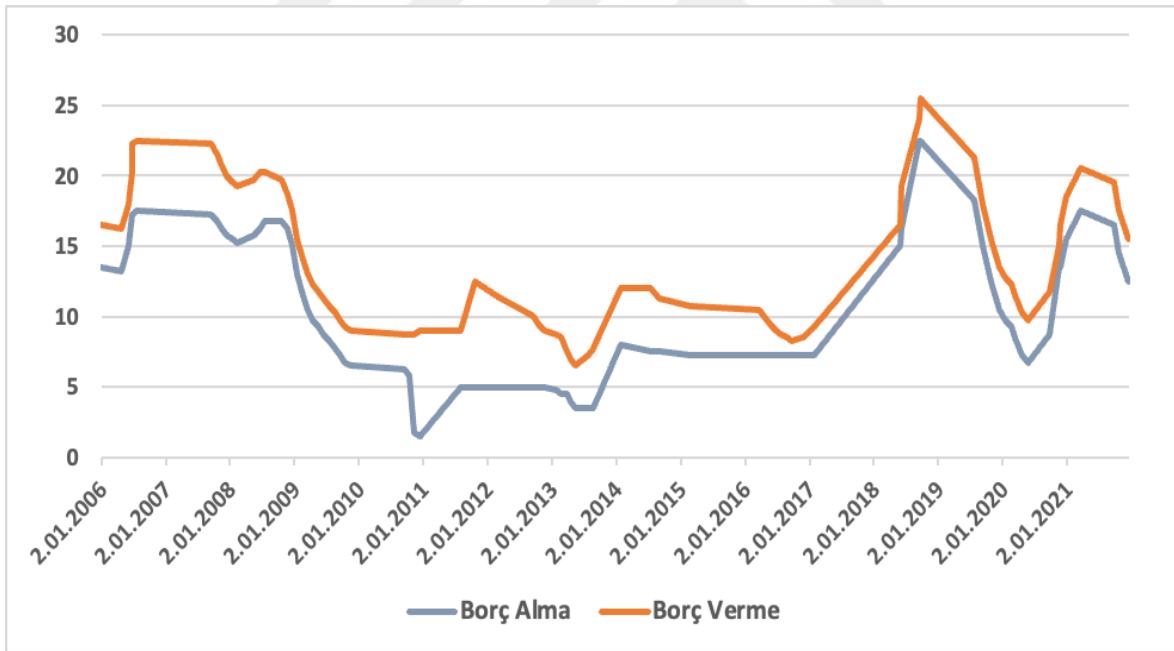
**Şekil 3. 10.** Türkiye’de 2006-2021 döneminde reel büyüme oranları. Büyüme oranı, bir önceki döneme göre hesaplanmıştır. (% , TÜİK, 2023)

TCMB'nin gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları, enflasyon ve ekonomik koşullar gibi birçok faktörden etkilenmektedir. TCMB, para politikası kararlarını alırken bu faktörleri dikkate alır ve faiz oranlarını bu doğrultuda ayarlamaya çalışır. Örneğin, yüksek enflasyon dönemlerinde TCMB, gecelik borç alma ve borç verme faizlerini artırarak enflasyonu kontrol altına almaya çalışabilir. Gecelik borç alma ve borç verme faizleri, bankaların fonlama maliyetleri ve kredi faizleri üzerinde etkili olabilir. Düşük gecelik borç alma ve borç verme faizleri, bankaların daha ucuza borç almasını ve daha düşük kredi faizleri uygulamasını sağlayabilir. Ancak yüksek gecelik borç alma ve borç verme faizleri, bankaların fonlama maliyetlerini artırarak kredi faizlerini yükseltebilir. Türkiye’de 2001 krizinden sonra bankacılık sisteminin yeniden yapılanma süreci, sistemde birkaç yıl net likidite fazlasına yol açmıştır. Bu dönemde kısa vadeli faiz oranları için referans oran TCMB

gecelik borçlanma faizi olmuştur. 2010 yılından itibaren bankacılık sisteminin TCMB'den net borçlu konumuna gelmesiyle birlikte, TCMB fonlama faizleri parasal aktarım sürecinde merkezi bir rol kazanmıştır (Kara, 2015). TCMB, 2010 yılı sonuna kadar aktif bir likidite yönetimi stratejisi ile geniş bir faiz koridorunun kullanıldığı bir strateji geliştirmiş ve benimsemiştir.

Şekil 3.11, 2006-2021 döneminde TCMB'nin, gecelik borç alma ve borç verme faizlerindeki değişimini göstermektedir. Verilere göre 2006 yılının Ocak ayında gecelik borç alma faiz oranı %13,5 ve gecelik borç verme faiz oranı %16,5 seviyesindeyken 2007 yılına kadar her iki faiz oranı da artmıştır. 2007-2008 yılları arasında gecelik borç alma faiz oranı %15 ile 17,25 arasında seyrederken gecelik borç verme faiz oranı %17,5 ile 22,5 arasında seyretmiştir. 2009-2010 yılları arasında her iki faiz oranı da sürekli düşmüş ve borç alma faiz oranı 2010 yılının sonunda %1,5 iken borç verme faiz oranı %9 olarak belirlenmiştir. 2010 yılı sonundan itibaren TCMB, geleneksel politika faizini desteklemek amacıyla geleneksel olmayan faiz koridoru, farklılaştırılmış zorunlu karşılık oranı ve rezerv opsiyonu mekanizması gibi yeni politika araçlarından oluşan yeni bir para politikası stratejisi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. TCMB, bu yeni stratejisinde gecelik borçlanma faizi yerine haftalık repo fonlama faizini temel politika faizi olarak benimsemiş ve koridorun alt ve üst bandında değişmesine izin vermiştir. 2011 yılından 2012 yılının sonuna kadar gecelik borç alma faiz oranı %5 olarak sabit tutulmuştur. TCMB, Mart 2011'de faiz oranlarında değişiklik yapılmadan parasal sıkılaştırmaya izin vermiştir. Bu dönemde TCMB politika faizini düşük, faiz koridorunu geniş ve zorunlu karşılıkları yüksek seviyede tutmuştur. Ancak bu politika bileşiminin net etkisinin genişleyici olmadığı ifade edilmektedir. 2012 yılından 2013 yılının sonuna kadar gecelik borç alma faiz oranı %3,5'a düşürülmüştür. 2011 yılının sonundan 2013 yılına kadar borç verme faiz oranları da düşürülerek %7,75'e ulaşmıştır. 2016 Mart-Eylül dönemi boyunca enflasyonist baskıların azalması ve küresel piyasaların ılımlı seyretmesi, TCMB'nin faiz politikasında sadeleşme yapmasına imkân sağlamıştır. Mart ayındaki gecelik borç verme faizi %10,75 seviyesinden eylül ayında %8,25 seviyesine düşürülmüş ve bu dönemde, gecelik borç alma faizi %7,50 seviyesinde sabit tutulmuştur (TCMB, 2016). Geniş faiz koridoru, farklı fonlama faiz oranlarına bağlı olarak para politikası duruşunu belirlerken geleneksel para politikası duruşu ise politika faizine bağlıdır. Bu durum, para politikası duruşunun anlaşılmasını zorlaştırdığından ve parasal aktarım mekanizmasının etkin katkısı dikkate alınarak geniş faiz koridorunun üst bandı olarak belirlenen gecelik borç verme faizi Mart 2016-Eylül 2016 döneminde toplam 250 baz

puan indirilmiştir (TCMB, 2023).—Küresel belirsizlikler ve ABD (Amerika Birleşik Devletleri) faiz beklentilerindeki değişiklikler finansal piyasalarda ve döviz kurunda oynaklığa neden olmuştur. Bu nedenle, TCMB, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak için kasım ayında bir miktar parasal sıkılaştırma yaparak TCMB faizleri bir miktar artırmış, ancak aralık ayında faiz oranlarında değişikliğe gitmemiştir. TCMB borç alma ve borç verme faizleri sırasıyla %7,25 ve %8,50 seviyelerinde kalmıştır. 2018 yılında ise her iki faiz oranı da ciddi bir şekilde artarak borç alma ve borç verme faiz oranları sırasıyla %22,5 ve %25,5'e ulaşmıştır. 2019 yılından 2020 yılının Mayıs ayına kadar faiz oranları düşerken 2021 yılının Mart ayına kadar bir yükseliş meydana gelmiştir. 2021 yılının Mart ayından 2021 yılının sonuna kadar gecelik borç alma ve verme faiz oranları düşmüş ve 2021 yılının sonunda sırasıyla %12,5 ve 15,5 olarak belirlenmiştir. Sonuç olarak TCMB'nin gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları, para politikası kararları ve ekonomik koşullara bağlı olarak değişebilir. Bu faiz oranları, bankaların fonlama maliyetleri ve kredi faizleri üzerinde etkili olabilmekte ve dolayısıyla ekonomik aktiviteyi etkileyebilmektedir.

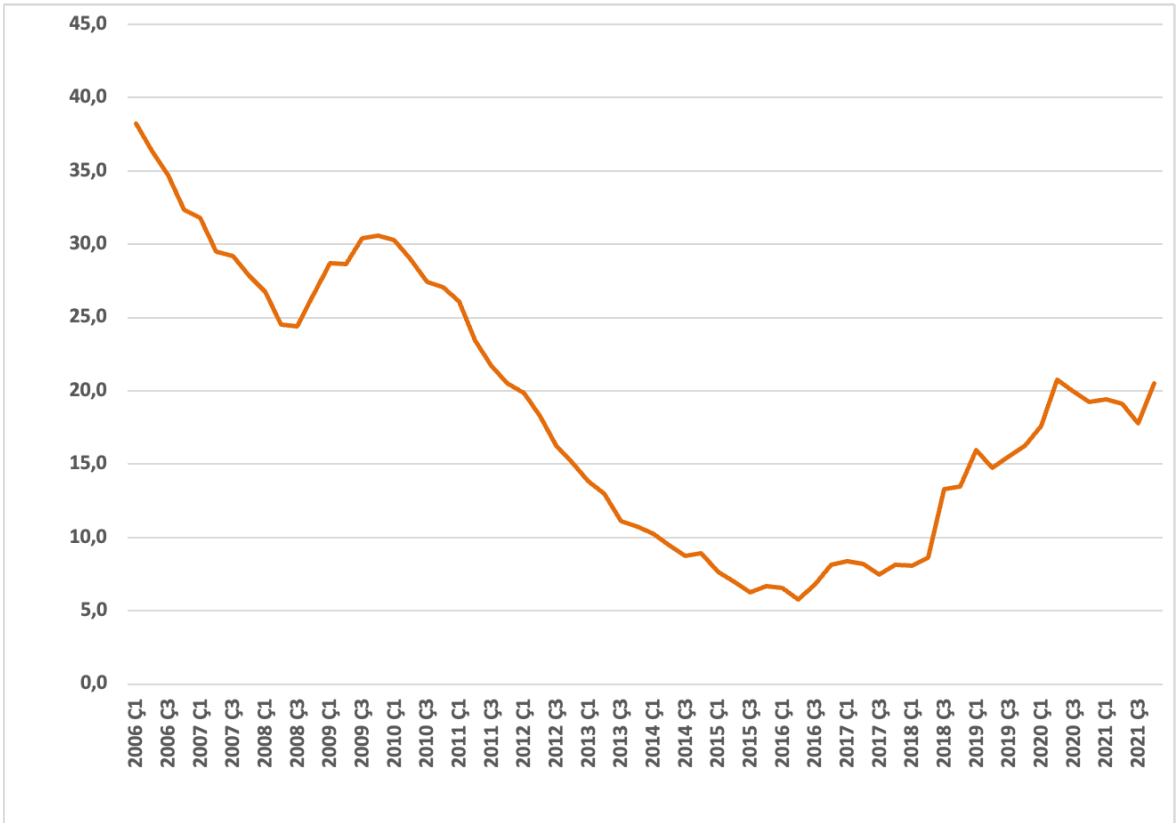


**Şekil 3. 11.** TCMB'nin 2006-2021 döneminde gecelik borç alma ve borç verme faizleri (% , TCMB, 2023)

Türkiye'deki 2006-2021 döneminde kamunun net toplam borç stokunun GSYH'ye oranı Şekil 3.12'de gösterilmektedir. 2006 yılından 2008 yılının üçüncü çeyreğine kadar hızla küçülürken 2008 yılının son çeyreğinden 2010 yılının ilk çeyreğine kadar kamu net borcunun milli gelire oranı artmıştır. Daha sonra 2016 yılının ikinci çeyreğine kadar ciddi



bir şekilde kamu borcunun milli gelire oranında bir azalma yaşanmıştır. Bu süreçten 2021 yılının son çeyreğine kadar genel olarak kamu net borcunun milli gelire oranında artış meydana gelse de bazı dönemlerde azalış meydana gelmiştir. Türkiye'de kamu net borcunun milli gelire oranı açısından sürekli azalması kamu borcu konusunda daha sürdürülebilir bir mali politika yürütüldüğünün bir göstergesiyken son dönemlerde kamu borçlarının artırılarak ekonomiyi sübvansetmek ülkenin ilerleyen süreçlerde mali zorluklar yaşamasına sebep olabilir.

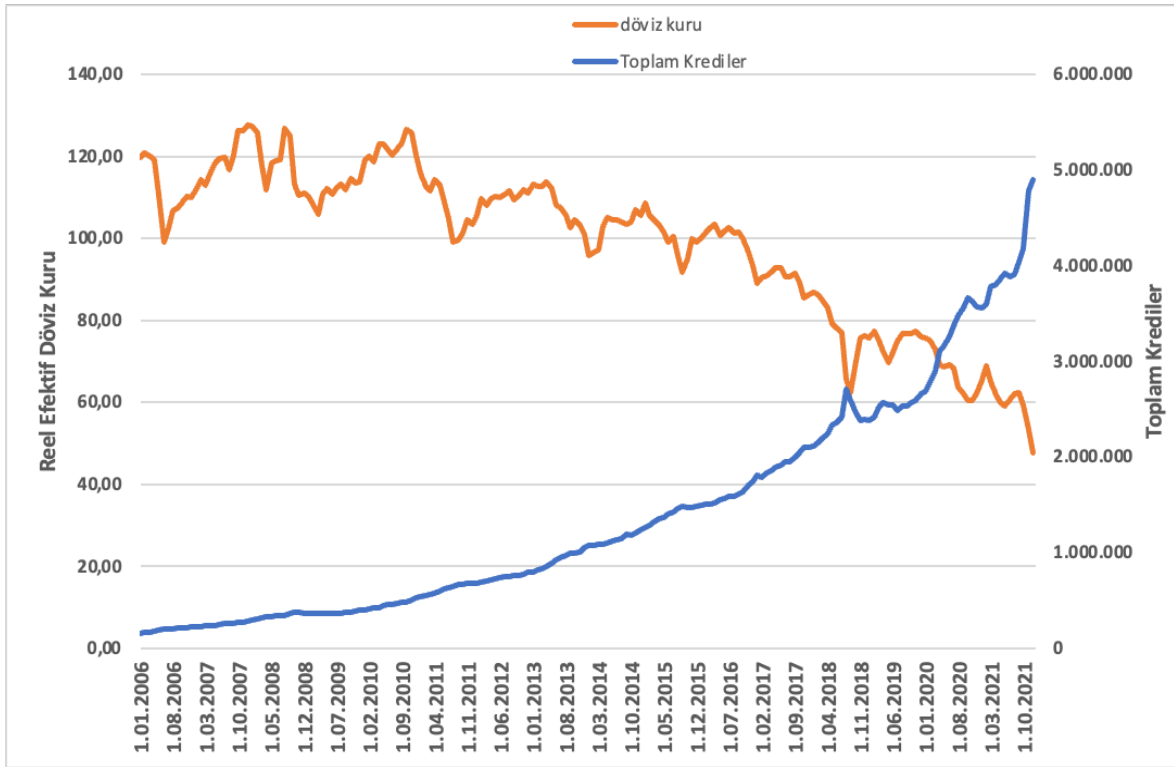


**Şekil 3. 12.** Türkiye'de 2006-2021 döneminde Kamu Net Toplam Borç Stoku/ GSYİH (%), Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2023)

Merkez bankalarının döviz kuru politikalarını yönlendirdiği günümüz ekonomilerinde, döviz kurlarına müdahale etmelerinde dikkate alınması gereken önemli bir faktör de reel efektif döviz kurudur (Eğilmez, 2012). Reel efektif döviz kuru endeksi, belirli bir yılın reel efektif döviz kurunun 100 olarak kabul edildiği (TCMB, 2003=100) ve diğer yılların bu orana göre hesaplandığı bir ölçüttür. Reel efektif döviz kuru endeksindeki bir artış, yerli paranın reel değerini yükselttiğini ifade ederken endeksin azalması ise yerli paranın reel değerinin düştüğünü ifade etmektedir. Reel efektif döviz kuru, bir ülkenin dış ticaretinin rekabet gücünü ve uluslararası ticaret dengesini etkileyebilir (Tunç, 2021). Eğer

bir ülkenin reel efektif döviz kuru düşerse ihracatı artabilir ve ithalatı azalabilir. Tersine, reel efektif döviz kuru yükselirse ithalat artabilir ve ihracat azalabilir.

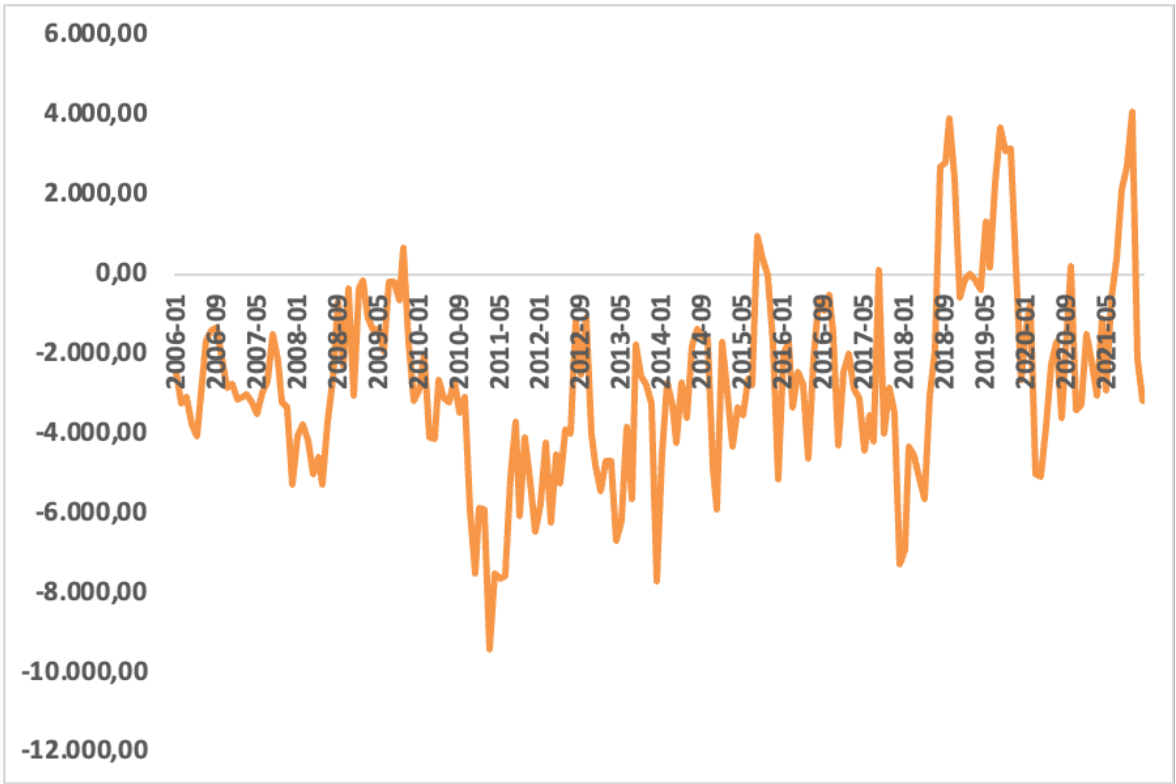
Şekil 3.13' de gelişimi gösterilen değişkenlerden reel efektif döviz kuru, TÜFE bazlı hesaplanmış olup 2006-2021 döneminde Türkiye'de reel efektif döviz kuru bazı dönemlerde artarken bazı dönemlerde azalmaktadır. Ancak 2006-2021 döneminde Türkiye'de reel efektif döviz kuru genel olarak bir azalma eğilimindedir. Bu durum TL'nin diğer para birimleri karşısında değer kaybettiğini göstermektedir.



Şekil 3. 13. Toplam krediler (Milyon TL) ve reel efektif döviz kuru (TCMB ve BDDK)

Banka kredileri, Türkiye ve diğer ülkelerde ekonomik büyümenin sağlanması ve sürdürülmesinde yönlendirici bir role sahiptir. Hane halkları, firmalar ve devlet gibi ekonomik aktörler tüketim ve yatırım harcamalarını gerçekleştirirken bankalar da bu harcamaların finansmanı için kredi vermekte ve destek olmaktadır. Krediler, parasal aktarım mekanizmasının önemli bir bileşenidir ve etkin bir kredi piyasası, bir ülkenin ekonomisinin büyümesi için hayati öneme sahiptir (Küçükkocaoğlu vd., 2019). Artan kredi miktarları genellikle ekonomik büyümeyi destekleyebilir çünkü daha fazla kredi, işletmelere ve hane halkına yatırım yapma ve harcama yapma imkânları sağlayabilir. Ancak aşırı kredi

genişlemesi de finansal istikrarsızlık riskini artırabilir. Şekil 3.13 aynı zamanda 2006-2021 yılları arasında toplam yurtiçi kredilerin eğilimini göstermektedir. 2006-2021 yılları arasında toplam yurtiçi krediler sürekli artış eğilimindedir. Özellikle 2021 yılının son döneminde toplam yurtiçi kredilerin artış hızının daha fazla olduğu görülmektedir. Türkiye'de artan kredi hacmi, hem hane halkının tüketim harcamalarını ve özel sektör yatırımlarını desteklerken hem de lüks ithal mallara olan talebi artırarak ülkenin ithalatını, dış ticaret açığını ve cari işlemler açığını yükseltmektedir. Bu nedenle makro ihtiyati politikaların temel hedefi, kredi hacmi artışını kontrol altına alarak cari işlemler açığını sınırlamak, finansal istikrarı sağlamak ve ekonomik kriz riskini ortadan kaldırmaktır (Göçer vd., 2013).



*Şekil 3. 14. Türkiye’de 2006-2021 döneminde cari işlemler hesabı (milyon \$, TCMB)*

Son olarak Şekil 3.14 Türkiye’nin 2006-2021 döneminde cari işlemler hesabını ortaya koymaktadır. Grafikte görüldüğü gibi, örtük enflasyon hedeflemesi döneminde olduğu gibi, enflasyon hedeflemesi döneminde de Türkiye ekonomisi yüksek düzeyde cari işlemler açığına sahip olmuştur. Cari işlemler açığının kronik bir problem haline geldiğini ifade eden bu durum, Türkiye’nin gittikçe artan düzeylerde dış finansmana ihtiyacı olduğunu göstermektedir.

### 3.4. DEĞERLENDİRME

Türkiye'de uygulanan para politikası, ülkenin ekonomik koşullarına ve ihtiyaçlarına göre zaman içinde değişim göstermiştir. Diğer merkez bankaları gibi TCMB de faiz oranlarını kontrol ederek ve para arzını etkilemeye çalışarak para politikasını yürütmektedir. İncelenen dönemde genellikle enflasyonu düşürmek ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla sıkı para politikasının uygulanmaya çalışıldığı görülmektedir. Bu kapsamda yüksek faiz oranları, likidite sıkışıklığı ve kredi koşullarının sıkılaştırılması gibi tedbirler alınmıştır. Gerçekleşen enflasyonun hedeften ciddi düzeylerde sapması, TCMB'nin enflasyona karşı uyguladığı sıkı para politikasının genellikle başarısız olduğuna işaret etmektedir.

Bunun yanı sıra, döviz kuru dalgalanmalarına karşı müdahaleler yapılarak kur istikrarı sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak döviz kuru son dönemlerde ciddi bir şekilde yükselmiş ve TL yabancı paralar karşısında önemli oranda değer kaybetmiştir. Son dönemde TCMB'nin bağımsızlığına ilişkin tartışmalar gündeme gelmiş ve bu tartışmalar para politikasının etkinliği ve güvenilirliği konularında ciddi endişeleri beraberinde getirmiştir.

## BÖLÜM IV

### 4. MODEL, YÖNTEM VE BULGULAR

Tez çalışmasının bu kısmında tezde kullanılan ampirik model ve veri seti tanıtılmakta ve veri setinin nereden temin edileceği belirtilmektedir. Bunların yanı sıra, tezde kullanılan istatistiksel/ekonometrik yöntemler tanıtılmakta ve bu yöntemlerin kullanılmasıyla elde edilen bulgular sunulmaktadır.

#### 4.1. LİTERATÜR TARAMASI

Türkiye özelinde kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faizlere geçişkenliğini araştıran çalışmalar incelendiğinde bu konudaki literatürün özellikle son dönemlerde büyüdüğü gözlenmektedir. Bu tez çalışması, Türkiye'de kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarına geçişkenliğini inceleyen araştırmaları iki grupta değerlendirmektedir. İlk gruptaki çalışmalar, kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faizlere geçişkenliğini doğrusal yöntemlerle araştırmıştır.

Örneğin; Aydın (2007), Haziran 2001-Eylül 2005 dönemine ait verileri ve dinamik panel veri yöntemlerini kullanarak ticari kredi faiz oranlarının ve tüketici kredisi faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarına olan duyarlılığını incelemiştir. Çalışmadan elde edilen bulguya göre ticari kredi faiz oranları tüketici kredisi faiz oranlarına göre kısa vadeli faiz oranlarına daha az duyarlıdır. Çağlarımak-Uslu ve Karahan (2016), gecikmesi dağıtılmış otoregresif (ARDL) modelini ve Kalman filtresini kullanarak Ocak 2002-Aralık 2014 dönemi için ihtiyaç, taşıt ve konut kredisi faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarına olan duyarlılığını araştırmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, kısa vadeli faiz oranlarına duyarlılığı en yüksek değişken ihtiyaç kredisi faiz oranıdır. Bunun yanında, analiz sonuçları 2008 krizinden sonra faiz oranı geçişkenliği katsayılarının azaldığına işaret etmektedir. Binici vd. (2019), Haziran 2010-Aralık 2014 dönemi verilerini ve panel genelleştirilmiş momentler yöntemini kullanarak yaptıkları çalışmada para politikasının kredi faiz oranlarına geçişkenliğinin tam olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Bulut (2020), Ocak 2011-Haziran 2019 dönemi verilerini kullanarak Türkiye'de kısa vadeli faiz oranlarının ticari kredi ve tüketici kredisi faiz oranlarına geçişkenliğini incelemiştir. Çalışmada yalnızca keskin kırılmaları dikkate alan ve keskin ve yumuşak/aşamalı kırılmaları beraber dikkate alan 2 eş bütünleşme testi kullanılmıştır. Keskin kırılmaları dikkate alan eş bütünleşme testi para politikasının kredi faiz oranlarına geçişkenliğinin eksik olduğuna işaret ederken keskin kırılmaların yanında aşamalı

kırılmaları da dikkate alan eş bütünleşme testi ise para politikasının kredi faiz oranlarına geçişkenliğinin neredeyse tam olduğuna işaret etmektedir. Güler (2021), Ocak 2013-Kasım 2018 dönemini ve genelleştirilmiş momentler yöntemini kullandığı çalışmada kısa vadeli faiz oranlarının ticari kredi ve tüketici kredisi faiz oranlarına geçişkenlik derecesini incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, ticari kredi faiz oranları tüketici kredisi faiz oranlarına kıyasla kısa vadeli faiz oranlarına daha duyarlıdır. Salihoğlu ve Hepsağ (2021), Ocak 2011-Ocak 2021 dönemine ait verileri ve kalıntılarla artırılmış en küçük kareler yöntemini kullandıkları çalışmada taşıt kredisi faiz oranlarının ve ticari kredi faiz oranlarının ihtiyaç kredisi faiz oranlarına ve konut kredisi faiz oranlarına göre kısa vadeli faiz oranlarına daha duyarlı olduğunu bulmuşlardır.

İkinci grup araştırmalarda ise Türkiye'de para politikasının kredi faiz oranlarına geçişkenliği doğrusal olmayan teknikler kullanılarak analiz edilmiştir. Örneğin; Yıldırım (2012), Türkiye'de para politikasının ihtiyaç, taşıt, konut ve ticari kredi faiz oranlarına geçişkenliğini Kasım 2002-Ekim 2011 dönemi için eşik otoregresif ve momentum eşik otoregresif modellerini kullanarak incelemiştir. Analizlerin sonucuna göre ihtiyaç ve konut kredileri için faiz oranı geçişkenliğinin derecesi daha yüksek olup bu kredi türleri için kredi piyasaları daha rekabetçidir.

Yüksel ve Özcan (2013), Aralık 2001-Nisan 2011 dönemi için kısa vadeli faiz oranlarının kredi faiz oranlarına geçişkenliğini asimetrik eşik otoregresif ve momentum eşik otoregresif modellerini kullanarak araştırmışlar ve kısa vadeli faiz oranlarının kredi faiz oranlarına neredeyse tamamen aktarıldığı sonucuna ulaşmışlardır. Şahin ve Çiçek (2018), doğrusal olmayan gecikmesi dağıtılmış otoregresif modeli ve Ocak 2011-Aralık 2017 dönemi verilerini kullanarak kısa vadeli faiz oranlarının tüketici kredisi ve ticari kredi faiz oranlarına geçişkenlik derecesini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre ticari kredi faiz oranları için geçişkenliğin derecesi tüketici kredisi faiz oranlarına göre daha yüksektir. Bunun yanında, kredi faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artışa tepkisi bir azalışa tepkisinden daha küçüktür.

Görüldüğü gibi, yapılan çalışmalardan elde edilen bulgular kredi türü, yöntem ve incelenen dönem açısından farklılaşmaktadır. Literatürü daha iyi tanımak için bu çalışmalar Tablo 4.1.'de özet olarak sunulmaktadır.

**Tablo 4.1.Literatür Özeti**

Yazar	Dönem	Yöntem	Bulgu(lar)
Aydın (2007)	2001-2005	Dinamik panel veri yöntemleri	Ticari kredi faiz oranları, tüketici kredisi faiz oranlarına kıyasla kısa vadeli faiz oranlarına daha az duyarlıdır.
Yıldırım (2012)	2002-2011	Eşik otoregresif ve momentum eşik otoregresif modeller	İhtiyaç ve konut kredileri için faiz oranı geçişkenliğinin derecesi daha yüksektir.
Yüksel ve Özcan (2013)	2001-2011	Asimetrik eşik otoregresif ve momentum eşik otoregresif modeller	Kısa vadeli faiz oranları kredi faiz oranlarına neredeyse tamamen aktarılmaktadır.
Çağlarımak-Uslu ve Karahan (2016)	2002-2014	Gecikmesi dağıtılmış otoregresif model ve Kalman filtresi	İhtiyaç, taşıt ve konut kredisi faiz oranlarından kısa vadeli faiz oranlarına en duyarlı olan ihtiyaç kredisi faiz oranıdır. Bunun yanında, 2008 krizinden sonra faiz oranı geçişkenliği katsayıları azalmıştır.
Şahin ve Çiçek (2018)	2011-2017	Doğrusal olmayan gecikmesi dağıtılmış otoregresif model	Ticari kredi faiz oranları için geçişkenliğin derecesi tüketici kredisi faiz oranlarına göre daha yüksektir. Bunun yanı sıra, kredi faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artışa tepkisi bir azalışa tepkisinden daha küçüktür.
Binici vd. (2019)	2010-2014	Panel geliştirilmiş momentler yöntemi	Kısa vadeli faiz oranlarının kredi faiz oranlarına geçişkenliği eksiktir.
Bulut (2020)	2011-2019	Yapısal kırılmalı eşbütünleşme testleri	Bulgular yönteme göre farklılaşmakla beraber, daha etkin sonuçlar sunan yönteme göre para politikasının kredi faiz oranlarına geçişkenliği neredeyse tamdır.
Güler (2021)	2013-2018	Genelleştirilmiş momentler yöntemi	Ticari kredi faiz oranları, tüketici kredisi faiz oranlarına kıyasla kısa vadeli faiz oranlarına daha duyarlıdır.
Salihoğlu ve Hepsağ (2021)	2011-2021	Kalıntılarla artırılış en küçük kareler yöntemi	Taşıt kredisi faiz oranları ve ticari kredi faiz oranları, ihtiyaç kredisi faiz oranlarına ve konut kredisi faiz oranlarına kıyasla kısa vadeli faiz oranlarına daha duyarlıdır.

## 4.2. MODEL VE VERİ SETİ

Faiz oranı geçişkenliği mekanizması, kısa vadeli/gecelik faiz oranlarındaki bir değişikliğin uzun vadeli faiz oranlarına aktarılma derecesini ölçmektedir. Dolayısıyla Türkiye'de uzun ve kısa dönem faiz oranları arasındaki ilişki temel olarak aşağıdaki gibi tanımlanabilir:

$$LR_t = \delta_0 + \delta_1 IR_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

Burada LR, IR ve  $\varepsilon$  sırasıyla TL cinsinden ticari krediler için ağırlıklı ortalama borç verme faiz oranını, Borsa İstanbul Bankalar arası Repo/Ters Repo Pazarı'ndaki gecelik borç verme faiz oranını ve hata terimini temsil etmektedir. Çalışmada Ocak 2011-Mart 2021 dönemini kapsayan aylık veriler kullanılmıştır. Her iki değişkene ait veriler TCMB (2022)'den alınmıştır.

Faiz oranı geçişkenliğinin derecesi  $\delta_1$  katsayısı ile ölçülmektedir. Bu kapsamda, faiz oranı geçişkenliği mekanizması risk primi ve bankacılık sektöründeki rekabet gibi bazı faktörlerden etkilenmektedir (De Bondt, 2005; ECB, 2007; Jobst ve Kwapil, 2008).

Eğer  $\delta_1$  katsayısı 1'e eşitse kredi piyasaları tam rekabetçidir ve kredi faizlerinde tam bir faiz oranı geçişkenliği vardır (Sander ve Kleimer, 2004; De Bondt, 2005).

Eğer  $\delta_1$  katsayısı 1'den küçükse kredi piyasaları tam rekabetçi değildir ve kredi faiz oranları için eksik bir faiz oranı geçişkenliği vardır. Bunun nedeni sistemdeki bankalar arasındaki zayıf rekabet (De Bondt, 2002, 2005; Doojov ve Kalirajan, 2016) ve/veya bankalar ile müşteriler arasındaki asimetric bilgi olabilir. Bu çerçevede, kredi faizlerindeki bir artış bankalar için daha riskli borçluları çekebilir ve bankalar bilgi asimetrilerinden kaçınmak için kredileri sınırlandırabilir (Stiglitz ve Weiss, 1981; Mishkin, 2004).

Eğer  $\delta_1$  katsayısı 1'den büyükse bu durum bankaların asimetric bilgidan kaynaklanan daha yüksek riskleri dengelemek için kredi faizlerini artırdığı şeklinde yorumlanabilir (Sander ve Kleimer, 2004; De Bondt, 2005; Egert vd., 2007). Bu durumda bankalar kredi arzını azaltmamakta ve kredileri sınırlandırmamaktadır. Faiz oranı geçişkenliği katsayısının 1'den büyük olması kredi faiz oranlarının ek bir risk primi içerdiği anlamına gelmektedir (Cordemans ve de Sola Perea, 2011). Bu durum, bankaların kredi faizlerini ayarlarken ekonomik ortama bağlı bir risk primini dikkate aldığını göstermektedir (Yüksel ve Özcan, 2013).

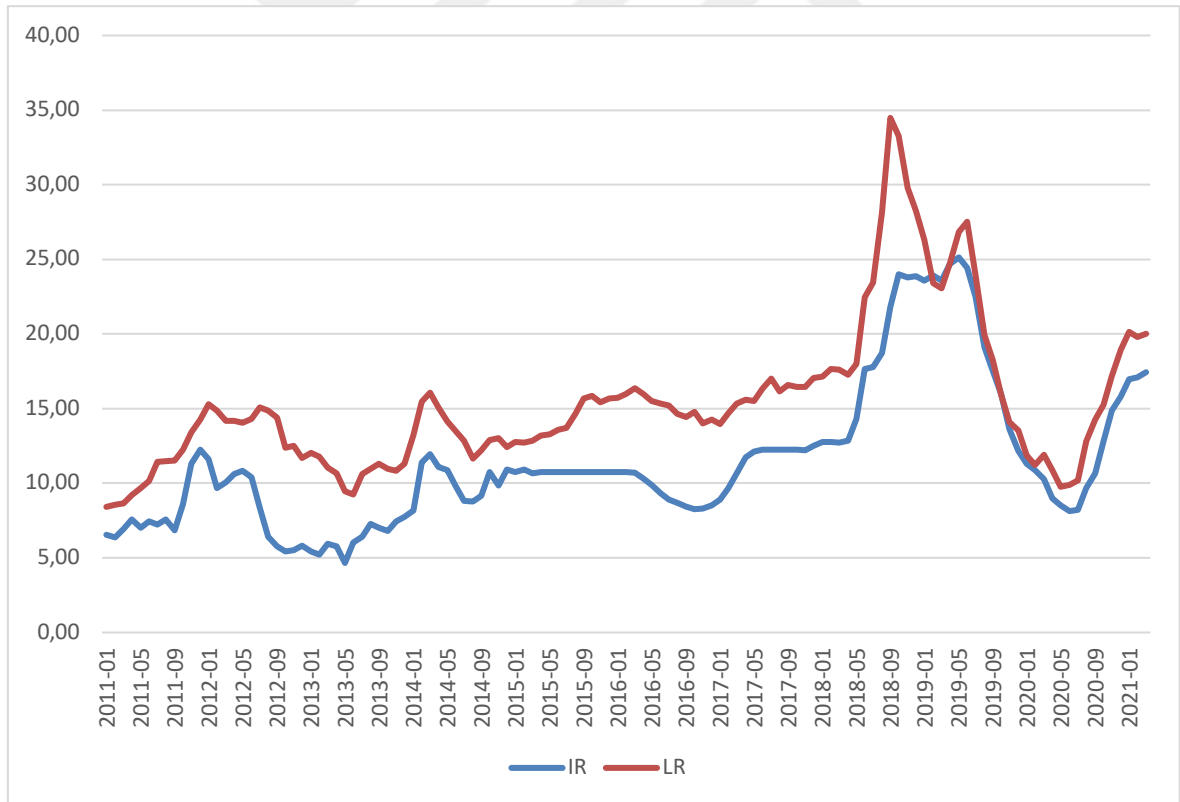
Son olarak faiz oranı geçişkenliği katsayısı 1'den farklı olduğunda para politikası duruşunun borç verme faiz oranları tarafından tam olarak yansıtılmadığı ilgili literatürde kabul edilmektedir (Blot ve Labondance, 2013).



**Tablo 4.2. Tanımlayıcı İstatistikler Ve Korelasyon Matrisi**

	LR	IR
Ortalama	15.379	11.506
Medyan	14.400	10.748
Maksimum	34.480	25.133
Minimum	8.415	4.657
Standart sapma	4.979	4.896
Korelasyon matrisi		
LR	1	
IR	0.910	1

Tablo 4.2.'de tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon matrisi gösterilmektedir. Buna göre, LR değişkeninin tüm tanımlayıcı istatistikleri (ortalama, medyan, maksimum, minimum, standart sapma) IR değişkeninden daha büyüktür. Ayrıca LR ve IR arasında pozitif ve yüksek bir korelasyon bulunmaktadır.



**Şekil 4.1. Serilerin grafiksel gösterimi**

Şekil 4.1. ise, LR ve IR değişkenlerinin zaman içindeki gelişimini göstermektedir. Buna göre, bu iki değişken gözlenen dönem boyunca beraber hareket etmektedir. Bu bulgu, Tablo 4.1.'de değişkenler arasında yüksek korelasyon olduğunu gösteren bulguyu desteklemektedir.

Çalışmada faiz oranı geçişkenliği ile ilgili daha etkin sonuçlar bulabilmek için tanımlayıcı istatistikler ve grafiksel gözlemlerin ötesinde, ekonometrik yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemler kullanırken ise değişkenlerin doğrusal olmama durumu dikkate alınmakta ve hem doğrusal hem de doğrusal olmayan zaman serisi yöntemlerinden faydalanılmaktadır.

### 4.3. YÖNTEM

#### 4.3.1. Doğrusal Zaman Serisi Testleri

##### 4.3.1.1. Birim Kök Testleri

Bu tez çalışmasında doğrusal birim kök testleri olarak uygulamalı analizlerde sık sık kullanılan ve Dickey ve Fuller (1981) ve Phillips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen ADF ve PP testi kullanılmıştır. ADF testi için kurulan sabitli model aşağıdaki 5 numaralı denklemle gösterilmektedir:

$$\Delta x_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta x_{t-i} + u_t \quad (5)$$

Bu denklemde  $x$  değişkeni durağan olup olmadığı test edilecek olan değişkeni,  $\Delta$  birinci fark işlemcisini ve  $u$  da hata terimini göstermektedir. Değişkenin birim köke sahip olduğunu ve dolayısıyla durağan olmadığını ifade eden sıfır hipotezi ( $H_0: \delta = 0$ ), değişkenin birim köke sahip olmadığını/durağan olduğunu ifade eden alternatif hipoteze karşı test edilmektedir. Hesaplanan test istatistiği, kritik değerlerden büyük olduğunda sıfır hipotezi reddedilmekte ve serinin durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

ADF testinin iki önemli varsayımı vardır:

- 1- Hata terimleri arasında otokorelasyon yoktur (hata terimlerinin birbirinden bağımsızdır).
- 2- Hata terimi sabit varyansa sahiptir.

Phillips ve Perron (1988), bu varsayımları yumuşatmış ve otokorelasyon ve değişen varyans altında da etkin sonuçlar sunabilen yeni bir birim kök testi geliştirmişlerdir. PP testi için oluşturulan regresyon denklemi 6 numaralı denklemle gösterilmektedir:

$$\Delta y_t = \beta' D_t + \Pi y_{t-1} + u_t \quad (6)$$

Bu denkleme göre hata terimi durağan olup aynı zamanda değişen varyansa sahiptir. PP testi, otokorelasyon ve değişen varyans problemlerini çözebilmek için  $Z_t$  ve  $Z_{\Pi}$  olarak sembolize edilen düzeltilmiş test istatistiklerini kullanmaktadır. Bu test istatistikleri 7 ve 8 numaralı denklemlerle gösterilmektedir:

$$Z_t = \left( \frac{\hat{\sigma}^2}{\hat{\lambda}^2} \right)^{1/2} \cdot t_{\Pi=0} - \frac{1}{2} \left( \frac{\hat{\lambda}^2 - \hat{\sigma}^2}{\hat{\lambda}^2} \right) \cdot \left( \frac{T \cdot SE(\hat{\Pi})}{\hat{\sigma}^2} \right) \quad (7)$$

$$Z_{\Pi} = T\hat{\Pi} - \frac{1}{2} \frac{T^2 \cdot SE(\hat{\Pi})}{\hat{\sigma}^2} (\hat{\lambda}^2 - \hat{\sigma}^2) \quad (8)$$

9 ve 10 numaralı denklemlerde yer alan yer alan  $\hat{\sigma}^2$  ve  $\hat{\lambda}^2$ , varyans parametrelerinin tutarlı tahminlerini ifade etmektedir.

$$\hat{\sigma}^2 = \lim_{T \rightarrow \infty} T^{-1} \sum_{t=1}^T E[u_t^2] \quad (9)$$

$$\hat{\lambda}^2 = \lim_{T \rightarrow \infty} \sum_{t=1}^T E[T^{-1} S_T^2] \quad (10)$$

$$S_T = \sum_{t=1}^T u_t \quad (11)$$

PP testi için hesaplanan test istatistiği, kritik değerlerden büyük olduğunda sıfır hipotezi reddedilmekte ve serinin durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

#### 4.3.1.2. Eşbütünleşme Testi

Bu çalışmada doğrusal eşbütünleşme testi olarak Pesaran ve Shin (1999) ve Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ARDL (autoregressive distributed lag=gecikmesi dağıtılmış otoregresif) modeli kullanılacaktır. Bu test için ilk olarak değişkenler arasında eşbütünleşme olup olmadığı Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen sınır testi ile test edilmektedir. Devamında ise kurulan ampirik modelde eşbütünleşme ilişkisi olması halinde, uzun ve kısa dönem katsayılar Pesaran ve Shin (1999) tarafından geliştirilen yöntemle tahmin edilmektedir.

Sırasıyla y'nin bağımlı x'in bağımsız değişkenler olduğu bir modelde, eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığını test etmek için kurulan model 12 numaralı eşitlikle gösterilmektedir:

$$\Delta y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 x_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=0}^p \lambda_i \Delta x_{t-i} + \varepsilon_t \quad (12)$$

Bu denklemin tahminiyle elde edilen test istatistiğinin Pesaran vd. (2001) tarafından belirlenen üst kritik değerlerden yüksek olması, modelde eşbütünleşmenin olmadığını ifade eden sıfır hipotezinin reddedilmesine ve modelde eşbütünleşme ilişkisinin olduğuna işaret etmektedir. Modeldeki gecikme uzunluğunun tespitinde AIC (Akaike Bilgi Kriteri) ve SBC (Scharz Bayesyan kriteri) kullanılmaktadır. Modelde eşbütünleşme ilişkisi olduğunda sonraki aşama ise kurulan ARDL modelleri ile uzun ve kısa dönem katsayıların tahmin edilmesidir.

ARDL modelinde uzun dönem katsayıları tahmin edilirken gene AIC ve SBC kriterleriyle uygun gecikme uzunluğu belirlenmekte ve ARDL (p,q) modeli tespit edilmektedir. Uzun dönem katsayıları tahmin etmek için kurulan bu model şu şekilde gösterilmektedir:

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_i X_{t-i} + u_t \quad (13)$$

Bu modelden yararlanılarak uzun dönem katsayıları şu şekilde hesaplanmaktadır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2010):

$$\alpha^* = \alpha / (1 - \sum_{j=1}^k \alpha_j) \quad (14)$$

$$\beta^* = (\sum_{j=0}^k \beta_j) / (1 - \sum_{j=1}^k \alpha_j) \quad (15)$$

Hesaplanan bu katsayılar sonucu elde edilen uzun dönem eşbütünleşme modeli ise şu şekildedir:

$$\hat{Y}_t = \alpha^* + \beta^* X_t \quad (16)$$

Uzun dönem katsayıların tahmininden sonra kısa dönem katsayıları hata düzeltme modeli kurularak elde edilmektedir. Burada da uygun gecikme uzunluğu AIC veya SBC ile belirlenmektedir. Kısa dönem modeli şu şekildedir:

$$\Delta Y_t = \gamma_0 + \gamma_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \lambda_i \Delta X_{t-i} + u_t \quad (17)$$

Burada,  $EC_{t-1}$  uzun dönemli ilişkidenden elde edilen hata teriminin bir dönem gecikmeli değeri olup hata düzeltme terimi olarak ifade edilmektedir. Bu katsayının anlamlı ve negatif olması bekleniyor olup bu katsayı kısa dönemde ortaya çıkan dengesizliğin uzun dönemde ne kadar sürede düzeltileceğini göstermektedir.

### 4.3.2. Doğrusal Olmayan Zaman Serisi Testleri

#### 4.3.2.1. Birim Kök Testi

Kruse (2011), bir zaman serisi değişkeninin birim köke sahip olup olmadığını incelemek için doğrusal olmayan bir birim kök testi önermektedir. Bu testin sıfır hipotezi serinin birim köke sahip olduğunu gösterirken alternatif hipotez ise doğrusal olmayan üssel yumuşak geçişli bir otoregresif sürecin var olduğunu göstermektedir Kruse (2011), Kapetanios vd. (2003)'nin birim kök testini sıfır konum parametresi varsayımını rahatlatarak genişletmiştir. Dolayısıyla Monte Carlo simülasyonları bu testin Kapetanios vd. (2003)'nin testine kıyasla güç açısından daha üstün olduğunu göstermektedir. Buna göre ilk olarak aşağıdaki doğrusal olmayan zaman serisi modeli dikkate alınmıştır:

$$\Delta y_t = \phi y_{t-1} \left( 1 - \exp \left\{ -\gamma (y_{t-1} - c)^2 \right\} \right) + \varepsilon_t \quad (18)$$

Ardından, birinci dereceden bir Taylor yaklaşımı uygulanarak aşağıdaki test regresyonu elde edilmiştir:

$$\Delta y_t = \beta_1 y_{t-1}^3 + \beta_2 y_{t-1}^2 + \beta_3 y_{t-1} + u_t \quad (19)$$

Daha sonra, testin gücünü artırmak için  $\beta_3 = 0$  kabul edilerek aşağıdaki model sunulmaktadır:

$$\Delta y_t = \beta_1 y_{t-1}^3 + \beta_2 y_{t-1}^2 + u_t \quad (20)$$

$H_0: \beta_1 = \beta_2 = 0$  olarak tanımlanan birim kökün varlığına ilişkin sıfır hipotezi,  $H_1: \beta_1 < 0, \beta_2 \neq 0$  olarak tanımlanan alternatif durağanlık hipotezine karşı test edilir. Hesaplanan istatistik, Kruse (2011) tarafından bildirilen kritik değerlerden yüksekse, birim kök olduğuna ilişkin sıfır hipotezi reddedilmekte ve incelenen serinin durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

#### 4.3.2.2. Eşbütünleşme Testi

Kapetanios vd. (2006), doğrusal olmayan üssel yumuşak geçişli hata düzeltme modelini kullanarak olası eşbütünleşmenin varlığını incelemek için bir test önermektedirler. Kapetanios vd. (2006), ampirik bir modelde üssel yumuşak geçişli bir eş bütünleşmenin var olup olmadığını araştırmaktadırlar. Bunun için aşağıdaki modelleri kullanmışlardır:

$$\Delta y_t = \phi u_{t-1} + \gamma u_{t-1} (1 - e^{-\theta(u_{t-1} - c)^2}) + \omega' \Delta x_t + \sum_{i=1}^p \psi_i' \Delta z_{t-i} + e_t \quad (21)$$

$$\Delta x_t = \sum_{i=1}^p \Gamma_{xi} \Delta z_{t-i} + \varepsilon_{xt} \quad (22)$$

$$\hat{u}_t = y_t - \hat{\beta}_x' x_t \quad (23)$$

Burada  $\hat{\beta}_x$ ,  $\beta_x$  için sıradan en küçük kareler tahminidir. Kapetanios vd. (2006), ampirik bir modelde eşbütünleşmeyi test etmek için bazı test istatistikleri ortaya koymuşlardır. Bu istatistiklerden biri, Engle ve Granger (1987) eşbütünleşme istatistiğinin doğrusal olmayan benzeri olan  $t_{NEG}$  test istatistiğidir. Bu test istatistiğini elde etmek için aşağıdaki model tahmin edilmektedir:

$$\Delta \hat{u}_t = \delta \hat{u}_{t-1}^3 + \sum_{i=1}^p \varphi_i \Delta \hat{u}_{t-i} + \varepsilon_t \quad (24)$$

Eşbütünleşme olmadığına dair sıfır hipotezi  $H_0: \delta = 0$  olarak ifade edilmektedir. Bu test istatistiği, Kapetanios vd. (2006) tarafından hesaplanan kritik değerlerden yüksekse eşbütünleşme olmadığına dair sıfır hipotezi reddedilmektedir.

#### 4.4. BULGULAR

Çalışmada ilk olarak ADF ve PP birim kök testlerinden elde edilen bulgular verilmektedir. Bu testlerin sonuçları Tablo 4.3.'te yer almaktadır. Tablodan görülebileceği gibi her iki test de LR ve IR serilerinin düzeyde değil, ilk farklarında durağan olduğuna işaret etmektedir. Bu bulgu, değişkenler arasındaki olası eşbütünleşmenin ilişkisin varlığının ARDL eşbütünleşme testi ile araştırılabileceğini göstermektedir.

**Tablo 4.3.** ADF ve PP Birim Kök Testleri

Değişken	ADF test istatistiği		PP test istatistiği	
	Düzye	Birinci fark	Düzye	Birinci fark
LR	-2,229	-6,221*	-2,273	-6,087*
IR	-2,071	-6,110*	-1,913	-6,070*

Not: \* İstatistiksel olarak %1 anlamlılığı gösterir.

Tablo 4.4. ARDL eşbütünleşme testinin sonuçlarını ve uzun dönem katsayısını göstermektedir. Buna göre tablonun A panelinde görüldüğü gibi, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını ifade eden sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Bu bulgu, değişkenler arasında yüksek düzeyde birlikte hareketin varlığını gösteren Grafik 4.1.'i desteklemektedir. Bu bulgu, aynı zamanda IR değişkeninin uzun dönem katsayısının tahmin edilebileceğini göstermektedir. Bu nedenle değişkenler arasında

eşbütünleşme ilişkisinin varlığını keşfettikten sonra, IR değişkeninin uzun dönem katsayısına ilişkin bulgu tablonun B panelinde sunulmaktadır. Görüldüğü üzere söz konusu katsayı 0,784 olup, 1'den küçüktür.

**Tablo 4.4. ARDL Eşbütünleşme Testi**

Panel A: Eşbütünleşme testi			
Test istatistiği	6,328*		
Panel B: Uzun dönem katsayısı			
Değişken	Katsayı	Std. hata	t-istatistiği
IR	0,784*	0,104	7,544

Notlar: Alandan tasarruf etmek için ARDL eşbütünleşme testi için kısa ve uzun dönem modellerin sonuçları çalışmada verilmemiştir. Bu testlerden elde edilen en önemli bulgu, hata düzeltme teriminin katsayısının beklendiği gibi negatif ve anlamlı olması olup bu sonuç modelde eşbütünleşme ilişkisinin varlığını desteklemektedir. \* İstatistiksel olarak %1 anlamlılığı göstermektedir.

Analizin devamında çalışmada doğrusallık varsayımı yumuşatılmakta ve ele alınan serilerin doğrusal olmayan davranışlar sergileyip sergilemediğini test etmek için bir doğrusallık testi uygulanmaktadır. Yumuşak geçiş yöntemini kullanan doğrusal olmayan birim kök ve eş bütünleşme testlerini kullanmadan önce, çalışma söz konusu serilerin doğrusal olmayan davranışlar sergileyip sergilemediğini test etmektedir. Çalışma, LR ve IR değişkenlerinin doğrusal olmayan davranışlar gösterip göstermediğini incelemek için Harvey vd. (2008) tarafından oluşturulan doğrusallık testini uygulamaktadır. Bu test için doğrusallığın olduğu kabul edilen sıfır hipotezi doğrusallığın olmadığını ifade eden alternatif hipoteze karşı test edilir.

**Tablo 4.5. Harvey vd. (2008) Doğrusallık Testi**

Değişken	Test istatistiği
LR	20,170*
IR	4,110

Not: \* İstatistiksel olarak %1 anlamlılığı gösterir.

Tablo 4.5, Harvey vd. (2008) doğrusallık testinin ampirik çıktılarını raporlamaktadır. Görüldüğü üzere, LR için sıfır hipotezi reddedilirken IR için reddedilmemektedir. Dolayısıyla analiz LR değişkeninin doğrusal olmayan bir davranış sergilediğini, IR değişkeninin ise doğrusal bir davranış sergilediğini ortaya koymaktadır. Bu nedenle tezde LR için Kruse (2011) testi kullanılmaktadır.

**Tablo 4.6. Kruse (2011) Birim Kök Testi**

Değişken	Test istatistiği	
	Düzye	Birinci fark
LR	7,114	16,443*

Not: \* İstatistiksel olarak %1 anlamlılığı gösterir.

Kruse (2011) birim kök testinin sonucu Tablo 4.6'da gösterilmektedir. Buna göre, LR değişkeninin birim köke sahip olduğunu (durağan olmadığını) ifade eden sıfır hipotezi düzeyde reddedilemezken birinci farkta reddedilebilmektedir. Bu sonuç, LR değişkeninin birinci farkında durağan olduğu ve ampirik modelde eş bütünleşmenin olası varlığının Kapetanios vd. (2006)'nin eşbütünleşme testi ile test edilebileceği anlamına gelmektedir.

**Tablo 4.7. Kapetanios vd. (2006) Eş Bütünleşme Testi**

Panel A: Eşbütünleşme testi			
Test istatistiği		-3,158**	
Panel B: Uzun dönem katsayısı			
Değişken	Katsayı	Std. hata	t-istatistiği
IR	1,274*	0,020	63,814

Not: \* ve \*\* sırasıyla %1 ve %5 istatistiksel anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Son olarak, Kapetanios vd. (2006)'nin eşbütünleşme testinden elde edilen ampirik çıktılar ve uzun dönem faiz oranı geçişkenliği katsayısı Tablo 4.7'de sunulmaktadır. Buna göre, tablonun A paneli, eşbütünleşmenin olmadığına dair sıfır hipotezinin %5 anlamlılık düzeyinde reddedildiğini göstermektedir. Bu bulgu, uzun dönem faiz oranı geçişkenliği katsayısının tahmin edilebileceğini göstermektedir. Dolayısıyla eşbütünleşmenin varlığını tespit ettikten sonra, panel B uzun dönem faiz oranı geçişkenliği katsayısını göstermektedir. Görüldüğü gibi faiz oranı geçişkenliği katsayısı 1,274 olup, 1'den büyüktür.

Görüldüğü üzere doğrusal ARDL eşbütünleşme testi ve doğrusal olmayan Kapetanios vd. (2006) eşbütünleşme testi oldukça farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Buna göre, ARDL eşbütünleşme testinin bulguları para politikasının ticari kredilere geçişkenliğinin eksik olduğuna işaret ederken Kapetanios vd. (2006) eşbütünleşme testi ise kısa vadeli faiz oranlarındaki bir değişiklik karşısında bankaların ticari kredi faiz oranlarını kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklikten daha fazla değiştirdiklerini göstermektedir.



## BÖLÜM V

### 5. SONUÇ, TARTIŞMA VE ÖNERİLER

Faiz oranı geçişkenliği süreci, kısa vadeli faiz oranlarındaki bir değişikliğin uzun vadeli faiz oranlarına aktarılma derecesini ölçmektedir. Bir yandan, etkin bir faiz oranı geçişkenliği mekanizması, bir merkez bankasının gecelik/kısa vadeli faiz oranlarını ayarlayarak uzun vadeli faiz oranlarını kontrol edebileceği ve bunun da çıktı ve enflasyonu etkileyebileceği anlamına gelmektedir. Diğer taraftan, eksik veya aşırı bir faiz oranı geçişkenliği süreci ise merkez bankasının uzun vadeli faiz oranlarını tam olarak kontrol edemediğini göstermektedir. Bu durum çıktı ile enflasyonu etkileme açısından para politikasının etkinliğini olumsuz yönde etkileyebilir.

Bu tez çalışmasının birinci bölümünde para politikasına ilişkin genel bir çerçeve sunulmuştur. Bu çerçevede, iktisat okullarının para politikasına bakışları, parasal aktarım mekanizmaları, para politikasının araçları ve faiz oranı geçişkenliği sürecinden bahsedilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde 2000’li yıllarda Türkiye’de uygulanan para politikası örtük enflasyon hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi deneyimleri çerçevesinde incelenmiştir. Bu kısmın en önemli bulgusu, Türkiye’de örtük enflasyon hedeflemesi döneminde gerçekleşen enflasyon hedeflenen enflasyondan düşükken, enflasyon hedeflemesi döneminde ise gerçekleşen enflasyonun enflasyon hedefinden yüksek olduğudur. Üçüncü bölümde ise, Ocak 2011-Mart 2021 dönemi için aylık verileri kullanarak Türkiye’de para politikasının ticari kredi faiz oranlarına geçişkenliğini incelemiştir. Bunu yaparken çalışma ilk olarak doğrusal tahmin yöntemlerini ve devamında da doğrusal olmayan tahmin yöntemlerini kullanmıştır. Çalışmada kullanılan doğrusal olmayan yöntemler, yumuşak geçiş modellerine dayanmakta olup ilgili literatürde bu modellerin keskin geçişli modellere kıyasla daha etkin sonuçlar sunabildiği kabul edilmektedir.

Çalışmada kullanılan doğrusal eşbütünleşme testi, modeldeki değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu ve kısa vadeli faiz oranlarının katsayısının 1’den küçük olduğunu göstermiştir. Doğrusal olmayan eşbütünleşme testi ise kurulan modelde eşbütünleşme ilişkisinin var olduğuna dair bulgular sunmuş ve kısa vadeli faiz oranlarının katsayısının 1’den büyük olduğuna işaret etmiştir. Bu nedenle doğrusal eşbütünleşme testi Türk bankacılık sektöründeki bankalar arasında zayıf bir rekabet olduğunu ve bazı bankaların piyasa gücüne sahip olduğunu göstermiştir. Bunun yanında, doğrusal eşbütünleşme testi, Türk bankacılık sektöründeki bankaların kısa vadeli faiz oranlarındaki

bir artış karşısında ticari kredi faiz oranlarını daha az artırmaya ve sistemdeki asimetrik bilgi nedeniyle kredileri sınırlandırma eğiliminde olduğuna işaret etmiştir. İlave olarak doğrusal olmayan eşbütünleşme testi bankaların asimetrik bilgi nedeniyle kredileri sınırlandırmadığını ve asimetrik bilgiden kaynaklanan riskleri dengelemek için ticari kredi faiz oranlarını kısa vadeli faiz oranlarındaki bir artış karşısında daha fazla artırdığını göstermiştir. Bu çerçevede, doğrusal olmayan eşbütünleşme testinden elde edilen bulgu, bankaların ticari kredi faiz oranlarını ayarlarken bir risk primini dikkate aldığını ve Türkiye’de ticari kredi faiz oranlarının içinde ilave bir risk priminin var olduğunu sunmuştur.

Hem doğrusal testten hem de doğrusal olmayan testten elde edilen bulgular, kısa vadeli faiz oranlarının katsayısı 1’den farklı olduğu için Türkiye’de TCMB’nin para politikası duruşunun ticari kredi faiz oranları tarafından tam olarak yansıtılmadığına işaret etmiştir. Bu çerçevede, ampirik analizler tahmin yöntemlerine göre bulguların bir hayli farklılaşabileceğini göstermiştir. Çalışmada kullanılan doğrusallık testi doğrusal olmayan modeller lehine bulgular sunduğundan, bu tez çalışması bulguları tartışırken doğrusal olmayan modelin bulgularını dikkate almaktadır.

Bu bağlamda, bu çalışmaya göre doğrusal olmayan yumuşak geçişli eşbütünleşme testinin işaret ettiği risk primi dünyadaki ve Türkiye’deki bazı önemli gelişmelerden kaynaklanıyor olabilir. Bu önemli gelişmeler; incelenen dönemde TL’nin yabancı paralar karşısında değer kaybetmesi, Türkiye ekonomisinin yüksek cari işlemler açığı ve buna bağlı olarak dış finansman ihtiyacı, Türkiye’deki yüksek enflasyon oranlarından kaynaklanan enflasyon belirsizliği (Apergis vd., 2021) ve COVID-19 pandemisinin yarattığı belirsizliklerdir. Bu nedenle bu çalışma riskleri yaratan faktörler ortadan kaldırıldığı takdirde, TCMB’nin ticari kredi faiz oranları üzerindeki kontrolünün artabileceğini, kredi faiz oranlarının TCMB’nin para politikası duruşu konusunda daha fazla bilgi verebileceğini ve Türkiye’de faiz oranı geçişkenliği mekanizmasının etkinliğinin artabileceğini savunmaktadır.

## KAYNAKÇA

- Abdiođlu, Z., & Terzi, H. (2009). Enflasyon ve bütçe açıkları ilişkisi: Tanzi ve Patinkin etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 195-21
- Ağcaer, A. (2003). *Dalgalı kur rejimi altında Merkez Bankası müdahalelerinin etkinliği: Türkiye üzerine bir çalışma, Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, TCMB, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Akdiş, M. (2001). *Para Teorisi ve Politikası*, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş. İstanbul. 93-107.
- Akıncı, M., Yılmaz, Ö., & Yüce, G. (2013). Türkiye Ekonomisinde Temel Ekonomik ve Finansal Göstergeler Bağlamında 2002 Öncesi ve Sonrası. *Maliye Dergisi*, (164), 183-207
- Aktan, C. C. (2010). Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(1), 168.
- Aktaş, Z., Alp, H., Gurkaynak, R., Kesriyeli, M., & Orak, M. (2008). Türkiye’de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi, *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper*, No. 08/11.
- Alesina, A., & Giavazzi, F. (2012). The Output Effect of Fiscal Consolidation Plans. *Journal of International Economics*, 88(2), 419-428.
- Altavilla, C., Canova, F. ve Ciccarelli, M. (2020). Mending the Broken Link: Heterogeneous Bank Lending Rates and Monetary Policy Pass-Through. *Journal of Monetary Economics*, 110, 81-98.
- Amin, S.B. (2011). Causal relationship between consumption expenditure and economic growth in Bangladesh. *World*, 1, 158-169.
- Ando, A., Modigliani, F. (1963), The “life cycle” hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. *The American Economic Review*, 53(1), 55-84.
- Andries, N. ve Billon, S. (2016). Retail Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area: An Empirical Survey. *Economic Systems*, 40, 170-194.
- Apergis, N., Bulut, U., Ucler, G., & Ozsahin, S. (2021). The causal linkage between inflation and inflation uncertainty under structural breaks: Evidence from Turkey. *The Manchester School*, 89(3), 259-275.
- Aslan, N. (2011). *KPSS ve Kurum Sınavları İçin Makro İktisat*. İkinci Sayfa Yayınları, İstanbul.

- Axilrod, S.H. (1996). Transformations to Open Market Operations Developing Economies and Emerging Markets. *International Monetary Fund*, USA. Erişim Linki: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/issues5/issue5.pdf>.
- Aydın, H.I. (2007). Interest Rate Pass-Through in Turkey. CBRT Working Paper. 07/05.
- Aydın, Y. (2013). Say Yasası Üzerine Bir İnceleme Klasik İktisatçıların ve Marx'ın Yorumu. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 0(1), 0-. <https://doi.org/10.12956/sosbil.2013.67>.
- Aydın, Y. (2015). Keynes'in Parasal Faiz Teorisi. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 17(1), 207-224.
- Aysan, A. F., Fendoglu, S., & Kilinc, M. (2014). Managing Short-term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey. *Euroasian Economic Review*, 4, 45-69.
- Berentsen, A., Marchesiani, A., & Waller, C. J. (2010). Channel Systems: Why is There a Positive Spread? *Institute for Empirical Research in Economics University of Zurich*, 517.
- Bernanke, B. ve Gertler, M. (1995) "Inside the Blackbox: The Credit Channel of Monetary Transmission Mechanism" *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Binici, M., Erol, H., Kara, H., Ozlu, P., & Unalmis, D. (2013). "Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?", *TCMB Ekonomi Notları* 2013-20.
- Binici, M., Kara, H. ve Özlü, P. (2019) Monetary Transmission with Multiple Policy Rates: Evidence from Turkey. *Applied Economics*, 51(17), 1869-1893.
- Blanchard, O. (2009). The State of Macro. *Annual Review of Economics*, 1(1), 209-228.
- Blot, C. & Labondance, F. (2013). Business lending rate pass-through in the Eurozone: monetary policy transmission before and after the financial crash. *Economics Bulletin*, 33(2), 973-985.
- Bocutoğlu, E., & Berber, M. (2013). *Makro İktisada Giriş*. (2. Baskı). Ankara: Murathan Yayınevi. (ss. 141-144, Toplam ss. 1-220)
- Borio, C. (1997). The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey. *BIS Economic Papers*, 47.
- Brock, T. (2022). Monetary Policy. Investopedia. Erişim tarihi: 06.01.2023 Erişim linki: <https://www.investopedia.com/terms/m/monetarypolicy.asp>
- Bulut, Ü. (2014). *Enflasyon Hedeflemesi Yapan Bir Merkez Bankasının Tepki Fonksiyonuna Finansal Değişkenlerin Eklenmesi: TCMB Örneği*. Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Bulut, Ü. (2020). Para Politikasının Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenliği: Türkiye Örneği. *Bankacılar Dergisi*, 114, 17-29
- Byrne, D. ve Kelly, R. (2019). Bank Asset Quality & Monetary Policy Pass-Through. *Applied Economics*. 51(23), 2501-2521.
- Chmielewski, T. (2003). Interest Rate Pass-Through in the Polish Banking Sector and Bank Specific Financial Disturbances. *Munich Personal RePEc Archive (MPRA) No.* 5133.
- Cordemans, N. & de Sola Perea, M. (2011). Central bank rates, market rates and retail bank rates in the euro area in the context of the recent crisis. *National Bank of Belgium Economic Review*, 1, 27-52.
- Çağlarırnak-Uslu, N. ve Karahan, P. (2016). Para Politikasının Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenliği Üzerine Dinamik Bir Analiz: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 23(3), 671-690.
- Çavuşoğlu, F. (2010). *Para politikası faiz oranlarından mevduat ve kredi faiz oranlarına geçişkenlik: Türkiye örneği*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Çörtük, O. (2006). *Türkiye-IMF İlişkileri ve İlişkilerin Hesap Bazında İşleyişi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.
- De Bondt, G. (2002). Retail Bank Interest Rate Pass-Through: New Evidence at The Euro Area Level. *European Central Bank Working Paper Series No.* 136.
- De Bondt, G.J. (2005) Interest Rate Pass-Through: Empirical Results for the Euro Area. *German Economic Review*, 6(1), 37-78.
- Derici Şengül, Ö., & Soybilgen, B. (2021). Finansal Koşullar Endeksi. İstanbul Bilgi Üniversitesi Finansal Uygulama ve Araştırma Merkezi. <https://www.simditahmin.com/Uploads/GenelDosya/fke-subat-2021-5083-d.pdf>
- Dickey, D. A. and Fuller W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366), 427-431.
- Dickey, D. A. and Fuller W. A. (1981). Likelihood ratio statistiscs for autoregressive time series with a unit root. *Econometrica*, 49(4), 105-1072.
- Doojav, G.O. & Kalirajan, K. (2016). Interest rate pass-through in Mongolia. *The Developing Economies*, 54(4), 271-291.

- Dou, W. W., Lo, A. W., Muley, A., & Uhlig, H. (2020). Macroeconomic Models for Monetary Policy: A Critical Review from a Finance Perspective. *Annual Review of Financial Economics*, 12, 95–140
- ECB (2007). Monthly bulletin, July. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200707en.pdf>. Date of access: August 12, 2021.
- Egert, B., Crespo-Cuaresma, J. ve Reininger, T. (2007). Interest Rate Pass-Through in Central and Eastern Europe: Reborn from Ashes Merely to Pass Away? *Journal of Policy Modeling*, 29(2), 209-225
- Égert, B., & MacDonald, R. (2009). Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Surveyable. *Journal of Economic Surveys*, 23(2), 277-327.
- Eğilmez M. (2012), “Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi Nedir?”, <https://Www.Mahfiegilmez.Com/2012/11/ReelEfektif-Doviz-Kuru-Endeksi-Nedir.Html>, Erişim Tarihi: 16.03.2021.
- Ellison, M. & Tischbirek, A. (2014). Unconventional government debt purchases as a supplement to conventional monetary policy. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 43, 199-217. doi: 10.1016/j.jedc.2014.03.012 (Ying vd., 2021).
- Engle, R. F. and Granger C. W. J. (1987). Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica*, 55(2), 251-276.
- Eroğlu, N., & Eroğlu, İ. (2009). IMF – Türkiye İlişkileri ve 20. Stand-By Müzakereleri Üzerine Bir Değerlendirme. *KMU İİBF Dergisi*, 11(17), 124-145
- Fisher, I. (1911). *The Purchasing Power of Money*. New York: Macmillan. PMID: PMC2332238.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago: University of Chicago Press.
- Gambacorta, L., Illes, A. ve Lombardi, M.J. (2015). Has the Transmission of Policy Rates to Lending Rates Changed in the Wake of the Global Financial Crisis?. *International Finance*, 18(3), 263-280.
- Gedikli, A. (2017). Para Aktarım Mekanizması Üzerine Genel Bir Değerlendirme. *Iğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 0(13), 472-517.
- Granger, C. W. J. and Newbold, P. (1974). Spurious regression in econometrics. *Journal of Econometrics*, 2(2), 111-120.
- Gregor, J. ve Melecky, M. (2018). The Pass-Through of Monetary Policy Rate to Lending Rates: The Role of Macro-Financial Factors. *Economic Modelling*, 73, 71-88.

- Gregor, J., Melecký, A., & Melecký, M. (2020). Interest Rate Pass-Through: A Meta-Analysis of the Literature. *Journal of Economic Surveys*, 34(1), 1–51.
- Göçer, İ., Mercan, M. ve Peker, O. (2013). Kredi Hacmi Artışının Cari Açığa Etkisi: Çoklu Yapısal Kırılmalı Eşbütünlük Analizi. *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 18, 1-17.
- Güler, A. (2021). Politika faizlerinin banka faizlerine geçişkenliği: Türkiye örneği. *EKEV Akademi Dergisi*, (85), 15-38.
- Harvey, D., Leybourne, S., & Bin, X. (2008). A Powerful Test for Linearity When the Order of Integration is Unknown. *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, 12(3), 1-24.
- Hofmann, B. ve Mizen, P. (2004). Interest Rate Pass-Through and Monetary Transmission: Evidence from Individual Financial Institutions' Retail Rates. *Economica*, 71(281), 99-123
- Hoover, K. (1992). *The New Classical Macroeconomics* (Three volume set). Edward Elgar Publishing.
- Ireland, P. N. (2005). The Monetary Transmission Mechanism. Federal Reserve Bank of Boston, *Working Papers*, 06 (1), 1-13.
- İnan, E.A. (2006). Türkiye’de 2002-2005 Döneminde Tasarruf Dengeleri ve Ani Kesinti İhtimali. *Bankacılar Dergisi*, 59, 16-38.
- İstanbul Bilgi Üniversitesi Finansal Uygulama ve Araştırma Merkezi. Erişim Tarihi: 12.03.2023, Erişim Linki: <https://chart-studio.plotly.com/~Soybilgen/1/#/>
- Jobst, C. & Kwapil, C. (2008). The interest rate pass-through in Austria—effects of the financial crisis. *Monetary Policy & the Economy*, 4, 54-67.
- Johansen, S. (1988). Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254.
- Johansen, S. and Juselius, K. (1990). Maximum likelihood estimation and inference on cointegration-with applications to the demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52(2), 169-210.
- Kahn, G. A. (2010). Monetary Policy under a Corridor Operating Framework. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 95, 5-34.
- Kamin, S., Turner, P., & Van’t dack, J. (1998). The transmission of monetary policy in emerging market economies: An overview. *BIS Policy Papers*, 3.

- Kapetanios, G., Shin, Y., & Snell, A. (2003). Testing for a unit root in the nonlinear STAR framework. *Journal of Econometrics*, 112(2), 359-379.
- Kapetanios, G., Shin, Y., & Snell, A. (2006). Testing for cointegration in nonlinear smooth transition error correction models. *Econometric Theory*, 22(2), 279-303.
- Kara, H. (2015). Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu. *Ekonomi Notları TCMB*, 13(19), 1-12
- Karabulut, G., & Danişoğlu Çelikel, A. (2006). Türkiye'de Cari İşlemler Açığının Büyümesini Etkileyen Faktörler. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 47-63.
- Karagiannis, S., Panagopoulos, Y. ve Vlamis, P. (2010). Interest Rate Pass-Through in Europe and the US: Monetary Policy after the Financial Crisis. *Journal of Policy Modeling*, 32(3), 323-338.
- Karahhan, P. (2016). *Para Politikasının Banka Kredi Kanalı Yolu ile Reel Etkileri ve Banka Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenliği: Türkiye Örneği (Doktora Tezi)*. Eskişehir Anadolu Üniversitesi.
- Kayıkcı, F., & Kaplan, S. (2019). Inflation Targeting in Turkey. *Theoretical Economics Letters*, 9(7), 2158-2171. doi: 10.4236/tel.2019.97140.
- Kennedy, P. (2006). *Ekonometri kılavuzu*. (çev. M. Sarımeşeli ve Ş. Açıkgöz). Ankara: Gazi Kitabevi, (Eserin orijinali 1979'da yayımlandı).
- Keyder, N. (1998). *Para Teori Politika Uygulama* (6. Baskı). Ankara: Bizim Büro Basımevi Yayınları.
- Kiyotaki, N. and J. Moore (1997, April). Credit cycles. *Journal of Political Economy* 105 (2), 211-48.
- Kruse, R. (2011). A new unit root test against ESTAR based on a class of modified statistics. *Statistical Papers*, 52(1), 71-85.
- Kuttner, K., & Mosser, P. C. (2002). The monetary transmission mechanism: some answers and further questions. *Economic Policy Review*, 8, 15-26.
- Küçükkoçaoğlu, G., Kuzu, D.A. & Göksu, G. (2019) Türk Bankacılık Sektörünün Kredi Hacmini Etkileyen Değişkenler ve Etki Düzeyleri, *Bankacılar Dergisi*, 109, 3-21.
- Lopes, F.L. (1998). *The transmission of monetary policy in emerging market economies: The transmission mechanism of monetary policy in a stabilizing economy: Notes on the case of Brazil*. Bank for International Settlements. CH-4002 Basle, Switzerland.



- Mankiw, N. G., & Taylor, M. P. (2017). *Makroekonomi*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Mankiw, N.G. (1989). The Reincarnation of Keynesian Economics. *European Economic Review*, 33(4), 837-848.
- Mehar, M.A. (2022), "Role of monetary policy in economic growth and development: from theory to empirical evidences", *Asian Journal of Economics and Banking*, <https://doi.org/10.1108/AJEB-12-2021-0148>
- Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10.
- Mishkin, F. S. (2000). Inflation targeting in emerging market countries. *American Economic Review*, 90(2), 105-109.
- Mishkin, F.S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (7. baskı). USA: The Addison-Wesley Series in Economics.
- Murić, Mehmed. (2010). The Transmission Mechanism of Monetary Policy and Channels of Monetary Transmission in Serbia. 396-411.
- Narayan, S. and Narayan, P. K. (2004). Determinants for demand for Fiji's exports: an empirical investigation. *The Developing Economics*, 42(1), 95-112
- Nyumuah, Felix. (2017). An Investigation into the Interest Elasticity of Demand for Money in Developing Countries: A Panel Data Approach. *International Journal of Economics and Finance*, 9, 69.
- Orhan, O. Z., & Erdoğan, S. (2018). *Monetary policy* (3rd ed.). Umuttepe Publishing.
- Önder, T. (2005). *Para politikası: Araçları, amaçları ve Türkiye uygulaması. Uzmanlık yeterlilik tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Örnek, İ. (2009). Türkiye'de parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişi. *Maliye Dergisi*, 156, 104-125.
- Özatay, F. (2009). Türkiye'de 2000-2008 döneminde para politikası. *İktisat İşletme ve Finans*, 24(275), 37-65.
- Özatay, F. (2011). *Parasal iktisat: kuram ve politika*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Özatay, F. (2012). *Para politikasında yeni arayışlar ve TCMB*. TEPAV Raporu, 1-17
- Özatay, F. (2015). *Parasal İktisat: Kuram ve Politika* (4. Baskı), Efil Yayınevi Ankara.
- Öztürk, İ. and Acaravcı, A. (2011). Electricity consumption and real GDP causality nexus: evidence from ARDL bounds testing approach for 11 MENA countries. *Applied Energy*, 88(8), 2285-2292.
- Parasız, İ. (1998). *Modern Para Teorisi*. 1. Baskı. Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.

- Parasız, İ. (2009). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, 5. Baskı, Ezgi Yayınları, Bursa.
- Pesaran, M. H. and Shin, Y. (1999). *An autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis*, Steiner Strom (Ed.), *Econometrics and econometric theory in the 20th century: the Ragnar Frisch centennial symposium*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 371-413.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., and Smith R. J. (2001). Bounds testing approach to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.
- Peter C. B. Phillips, & Perron, P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*, 75(2), 335–346. <https://doi.org/10.2307/2336182>
- Ritter, L.S. (1968). *The role of Money in Keynesian Theory*. Macro Economics Readings. The Free Press. New York, s. 79
- Romer, D. (2012). *Advanced Macroeconomics* (4th ed.). McGraw-Hill Education.
- Rose, P. S. (1986). *Money and Capital Markets, The Financial System in the Economy*. (2. edition). Texas: Business Publications, Inc.
- Salihoğlu, Ö. Ü. E., & Hepsağ, A. (2021). Banka Faiz Oranı Geçişkenliği: RALS Eşbütünleşme Yöntemiyle Normal Dağılmamayı Dikkate Alan Bir Yaklaşım. *Bankacılar Dergisi*, 32(117), 40-57.
- Sander, H. ve Kleimeier, S. (2004). Convergence in Euro-Zone Retail Banking? What Interest Rate Pass-Through Tells Us about Monetary Policy Transmission, Competition and Integration. *Journal of International Money and Finance*, 23(3), 461-492.
- Sargent, T. J., & Wallace, N. (1975). “Rational” Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, 83(2), 241–254. <http://www.jstor.org/stable/1830921>
- Sarı, Y. (2007). Cumhuriyetten Günümüze Türkiye’de Uygulanan Para Politikaları. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4 (7), Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/mkusbed/issue/19569/208592>
- SBB (Strateji ve Bütçe Başkanlığı) Yıllık Ekonomik Rapor (2020). <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/10/Yillik-Ekonomik-Rapor-.pdf>
- SBB (Strateji ve Bütçe Başkanlığı) Yıllık Ekonomik Rapor (2021). [https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2021/10/Yillik\\_Ekonomik\\_Rapor-2021.pdf](https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2021/10/Yillik_Ekonomik_Rapor-2021.pdf)
- Serin, V. (1998). *İktisat Politikası*. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım A.Ş. ss. 45-46.
- Ritter, L.S. (1968).

- Sevüktekin, M. ve Nargeleçekenler, M. (2010). *Ekonometrik zaman serileri analizi*. (Üçüncü baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Sowell, T. (1974). *Classical Economics Reconsidered*. New Jersey: Princeton University Press. (p. 59)
- Sözer, Çağıl (2013). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Stiglitz, J.E. ve Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Svensson, L. E. (2000). Open-economy inflation targeting. *Journal of International Economics*, 50(1), 155-183.
- Şahin, S. ve Çiçek, S. (2018). Interest Rate Pass-Through in Turkey during the Period of Unconventional Interest Rate Corridor. *Quantitative Finance and Economics*, 2(4), 837-859.
- Taylor, J. (2001). “The Rules of Exchange Rates in Monetary Policy Rules”. *American Economic Review*, 91 (2), 263-267.
- Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 11-26.
- Taylor, J. B. (2003). The Staying Power of Staggered Wage and Price Setting Models in Macroeconomics. *Journal of Monetary Economics*, 50(3), 655-666.
- TCMB, (1990). Yıllık Rapor. Erişim tarihi: 06.02.2023 Erişim linki: [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ac1c6064-98e9-4176-bcc0-b6ad47214442/1990\\_Yillik\\_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ac1c6064-98e9-4176-bcc0-b6ad47214442-mh5yowf](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ac1c6064-98e9-4176-bcc0-b6ad47214442/1990_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ac1c6064-98e9-4176-bcc0-b6ad47214442-mh5yowf)
- TCMB. (1996). Yıllık Rapor. Erişim tarihi: 06.02.2023 Erişim linki: [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/23d51bde-46e6-4aff-8d32-11a538bf0dd2/1996\\_Yillik\\_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-23d51bde-46e6-4aff-8d32-11a538bf0dd2-mh5yL1M](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/23d51bde-46e6-4aff-8d32-11a538bf0dd2/1996_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-23d51bde-46e6-4aff-8d32-11a538bf0dd2-mh5yL1M)
- TCMB, (1997). Yıllık Rapor. Erişim tarihi: 06.02.2023 Erişim linki: [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/02eb7d77-f468-4fe8-b322-1646c69f0bdb/1997\\_Yillik\\_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-02eb7d77-f468-4fe8-b322-1646c69f0bdb-mh5yNPu](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/02eb7d77-f468-4fe8-b322-1646c69f0bdb/1997_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-02eb7d77-f468-4fe8-b322-1646c69f0bdb-mh5yNPu)
- TCMB, (1998). Yıllık Rapor. Erişim tarihi: 06.02.2023 Erişim linki: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2042b4b9-4673-49f8-8dfe->

- 6f7a041dba6a/1998\_Yillik\_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2042b4b9-4673-49f8-8dfe-6f7a041dba6a-mh5yRIR
- TCMB, (1999). Yıllık Rapor. Erişim tarihi: 06.02.2023 Erişim linki: [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3c9a308d-19f3-49ea-8463-881cd6332ec9/1999\\_+Yillik\\_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-3c9a308d-19f3-49ea-8463-881cd6332ec9-mh5yW4p](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3c9a308d-19f3-49ea-8463-881cd6332ec9/1999_+Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-3c9a308d-19f3-49ea-8463-881cd6332ec9-mh5yW4p)
- TCMB (2006), Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, Erişim Linki: [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/003cd928-4e6d-497c-b6f3-ee1ff24ff3f8/DUY2006-53.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-003cd928-4e6d-497c-b6f3-ee1ff24ff3f8-m3fC6LY#:~:text=T%C3%BCrkiye%20Cumhuriyet%20Merkez%20Bankas%C4%B1%20\(TCMB,hedefi%20y%C3%BCzde%205%20olarak%20belirlenmi%C5%9Ftir.](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/003cd928-4e6d-497c-b6f3-ee1ff24ff3f8/DUY2006-53.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-003cd928-4e6d-497c-b6f3-ee1ff24ff3f8-m3fC6LY#:~:text=T%C3%BCrkiye%20Cumhuriyet%20Merkez%20Bankas%C4%B1%20(TCMB,hedefi%20y%C3%BCzde%205%20olarak%20belirlenmi%C5%9Ftir.)
- TCMB. (2006). Enflasyon hedeflemesi rejimi. Erişim Linki: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesiRejimi.pdf>
- TCMB. (2007). Başkan Yılmaz'ın Bakanlar Kuruluna Yaptığı Sunum. TCMB Bülten, Sayı 6, Haziran.
- TCMB (2013a). Parasal Aktarım Mekanizması, Erişim Tarihi: 12.01.2023, Erişim Linki: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES>
- TCMB (2013b). Enflasyon ve Fiyat İstikrarı. Erişim Tarihi: 12.02.2023, Erişim Linki: [https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba/Enflasyon\\_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba/Enflasyon_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES)
- TCMB, (2023). Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi. Erişim tarihi: 06.01.2023
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Tobin, J. (1970). Money and income: Post hoc ergo propter hoc? *The Quarterly Journal of Economics*, 84(2), 301-317.
- Tunay, B. (2007). Makro Ekonomi Teori ve Politika, Arıkan Basın Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Tunc, H. (2021). Gelişmekte Olan Ekonomilerde İhracatın Reel Efektif Döviz Kuru Endeksine Olan Duyarlılığı: Panel Veri Analiz. *Gümrük ve Ticaret Dergisi*, 8 (25) , 12-24

- Tutar, E. (2005). *Enflasyon hedeflemesinin önkoşulları: Türkiye'de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin incelenmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Utama, C., & Septiani, R. (2017). Interest Rate Pass-Through: The Case of Indonesia. Signifikan: *Jurnal Ilmu Ekonomi*, 6(2), 345–356.
- Verheyen, F. (2013). Interest Rate Pass-Through in the EMU–New Evidence Using the Nonlinear ARDL Framework. *Economics Bulletin*, 33(1), 729-739.
- Wang, K.M. ve Lee, Y.M. (2009). Market volatility and retail interest rate pass-through. *Economic Modelling*, 26, 1270–1282.
- Yalta, 2020; Para Politikası, UADMK Açık Lisans Bilgisi, Hacettepe Üniversitesi [https://acikders.tuba.gov.tr/pluginfile.php/4397/mod\\_resource/content/1/bolum06-parapol-%28s1%2C1%29.pdf](https://acikders.tuba.gov.tr/pluginfile.php/4397/mod_resource/content/1/bolum06-parapol-%28s1%2C1%29.pdf)
- Yıldırım, D. (2012), 'Interest Rate Pass- Through to Turkish Lending Rates: A Threshold Cointegration Analysis', *Economic Research Center Working Paper*, 12(7): 1- 21.
- Yıldırım, K., Bakırtaş, İ., Yılmaz, R., & Esen, E. (2017). *Makro İktisada Giriş* (12. baskı). Ankara: Nisan Kitabevi Yayınları.
- Yüksel, E. ve Özcan, K.M. (2013). Interest Rate Pass-Through in Turkey and Impact of Global Financial Crisis: Asymmetric Threshold Cointegration Analysis. *Journal of Business Economics and Management*, 14(1), 98-113.

## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Adı, Soyadı: Burçin ÇALIŞKAN GÖK

**Yabancı Dil:** İngilizce

### Eğitim Durumu

Lisans: Hacettepe Üniversitesi/ Aktüerya Bilimleri

Yüksek Lisans: Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat

Ana Bilim Dalı

### Mesleki Deneyim

- Halk Bankası Ticari İlişkiler Yetkilisi Eylül 2015 — Devam etmekte
- Halk Bankası Banko Hizmetleri Asistanı Aralık 2014 — Eylül 2015