T.C.

ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE 2000 SONRASI DÖNEMDE PARA POLİTİKASI BAĞLAMINDA ENFLASYON VE FAİZ İLİŞKİSİ

Abdallah Mohamed Youssouf

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman

Doç. Dr. Zekayi KAYA

Çankırı – 2021

T.C.

ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE 2000 SONRASI DÖNEMDE PARA POLİTİKASI BAĞLAMINDA ENFLASYON VE FAİZ İLİŞKİSİ

Abdallah Mohamed Youssouf

ORCID: 0000-0001-7944-4322

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman

Doç. Dr. Zekayi KAYA

Çankırı – 2021

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ..... Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
TEZ KABUL VE ONAY ..... Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
ÖNSÖZ..... Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
ÖZET..... Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
ABSTRACT..... Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
KISALTMALAR vi
TABLOLAR LİSTESİ.....ix

1. GİRİŞ 1
1.1. LİTERATÜR.....2
2. BÖLÜM ENFLASYON: TEORİK-KAVRAMSAL ÇERÇEVE 7
2.1. Enflasyon Kavramı**.....7**
2.2. Enflasyonu Açıklayan Teoriler**.....9**
2.2.1. Klasik Teorinin Enflasyon Yaklaşımı **.....9**
2.2.2. Keynesyen Teorinin Enflasyon Yaklaşımı**.....13**
2.2.3. Monetarist Yaklaşıma Göre Enflasyon **.....15**
2.3. Enflasyonun Türleri**.....16**
2.3.1. Enflasyonun Seviyesine (Şiddetine) Göre Türleri**.....166**
2.3.1.1.Sürünen (Ilımlı) Enflasyon**.....176**
2.3.1.2. Yüksek (Kronik-Dörtnala) Enflasyon **.....186**
2.3.1.3. Hiperenflasyon **.....197**
2.3.1.4. Âfetlerden İleri Gelen Olağanüstü Enflasyon **.....198**
2.3.2. Enflasyonun Nedenlerine Göre Türleri **.....198**
2.3.2.1. Talep Enflasyonu**.....18**
2.3.2.2. Maliyet Enflasyonu **.....19**
2.3.2.3. Yapısal Enflasyon**.....19**
2.3.2.4. İthal Enflasyonu **.....210**
2.3.2.5. Hedeflemeye Göre Enflasyon**.....220**
2.3.2.6. Diğer Enflasyon Türleri**.....220**
2.4. Enflasyonun Ekonomik Etkileri **.....231**
2.4.1. Paranın Değer Kaybı **.....22**
2.4.2. Ödemeler Dengesindeki Dengesizlik **.....243**
2.4.3. Yatırımları Ülke Ekonomisine Yönlendirmek…….……..**23**
3. BÖLÜM FAİZ VE ENFLASYON İLİŞKİSİ: TEORİK ÇERÇEVE ..... Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
3.1. Faiz Kavramı **.....255**
3.1.1. Faiz Kavramının Tarihi Gelişimi…….……..……...…**26**
3.1.2. Faiz Oranlarının Temelleri **.....310**

3.1.3 Faiz Türleri 33
3.1.4. Faiz Teorileri 36
3.1.5. Faiz Oranlarının Risk Yapısı 409
3.1.6. Faiz Oranlarının Vade Yapısı 432
3.1.7. Enflasyon ve Faiz Arasındaki İlişki 454
4. BÖLÜM TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI VE FAİZ-ENFLASYON İLİŞKİSİ: AMPRİK ANALİZ (2001-18)..... Hata! Yer işareti tanımlanmamış.**5**
4.1. Para Politikasının Tanımı 465
4.2. Para Politikasının Hedefleri 475
4.2.1. Gelişmiş Ülkelerde Para Politikasının Hedefleri 476
4.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikasının Hedefleri 486
4.2.3. Para Politikasının Genel Hedefleri 497
4.3. İktisat Teorilerinin Para Politikasına İlişkin Görüşleri 520
4.3.1. Klasik İktisat Teorisine Göre Para Politikası 52
4.3.2. Keynesyen İktisat Teorisine Göre Para Politikası 531
4.3.3. Monetarist İktisat Teorisine Göre Para Politikası 542
4.4. Enflasyonla Mücadelede Para Politikasının Rolü ve Araçları 564
4.4.1. Zorunlu Karşılık Oranı 575
4.4.2. Reeskont Oranı 586
4.4.3. Açık Piyasa İşlemleri 597
4.4.4. Kredi Tavanı 607
4.4.5. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Belirlenmesi (Minimum likidite oranı) 58
4.4.6. İthalat Teminat Oranlarını ve Sürelerini Belirleme 58
4.4.7. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü 59
4.5. Türkiye'de Enflasyonla Mücadelede Uygulanan Para Politikaları (2001-2018) 59
4.5.1. 2001 Krizi Sonrası Yapısal Değişiklikler: 59
4.5.2. Enflasyon Hedeflemesinde Örtük Dönem (2002-2005) 641
4.5.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2006-2010) 642
4.5.4. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası (2011- 2018) 653
4.6. Amprik Analiz: Enflasyon ve Faiz Oranları İlişkisi 675
4.6.1. Veri Seti 65
4.6.2. Metod 65
4.6.3. Granger Nedensellik Testi 65
4.6.4. TÜFE ve Faiz Analizi 66
4.6.4.1. Faiz Unit root testi 696
4.6.4.2. TÜFE Unit root testi 731
4.6.4.3. Impulse Response 797
5. SONUÇ 78
KAYNAKÇA 841

ÖZGEÇMİŞ.....985

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Yüksek Lisans tezi olarak hazırladığım *[Türkiye'de 2000 Sonrası Dönemde Para Politikası Bağlamında Enflasyon ve Faiz İlişkisi]* adlı çalışmanın öneri aşamasından sonuçlanmasına kadar geçen süreçte bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle uyduğumu, tez içindeki tüm bilgileri bilimsel ahlak ve gelenek çerçevesinde elde ettiğimi, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu çalışmamda doğrudan veya dolaylı olarak yaptığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu beyan ederim.

… / … / 202..

İmza

Abdallah Mohamed Youssouf

TEZ KABUL VE ONAY

ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

*[*Abdallah Mohamed Youssouf*]* tarafından hazırlanan *[Türkiye'de 2000 Sonrası Dönemde Para Politikası Bağlamında Enflasyon ve Faiz İlişkisi]* başlıklı bu çalışma, *[Savunma Sınavı Tarihi]* tarihinde yapılan tez savunma sınavı sonucunda *[oybirliği/oy çokluğuyla]* başarılı bulunarak jürimiz *tarafından [İktisat]* Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ (Unvanı, Adı ve Soyadı)

Danışman : Doç.Dr. Zekayi KAYA	İmza: ……..
Üye : Dr. Öğretim Üyesi Cengiz SAMUR	İmza: ……..
Üye : Dr. Öğretim Üyesi Levent ŞAHİN	İmza: ……..

ONAY

Bu Tez, Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun ...../..../ 202.. tarih ve ..... sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul edilmiştir.

Coşkun POLAT
Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

[*Türkiye'de 2000 Sonrası Dönemde Para Politikası Bağlamında Enflasyon ve Faiz İlişkisi*] konusu, günümüzde enflasyon faiz ilişkisini ortaya koyma ve bu bağlamda para politikasını oluşturma anlamında üzerinde durulmaya değer bulunmuştur.

Bu çalışmanın hazırlanmasında yardımlarını esirgemeyen danışman hocam [*Doç.Dr. Zekayi KAYA*]'a; tezin yazım aşamasında ve tashihinde katkılarını esirgemeyen [*Dr. Öğretim Üyesi Cengiz SAMUR, Dr. Öğretim Üyesi Levent ŞAHİN ve Dr. Öğretim Üyesi Mehmet Sedat UĞUR*]'a ve eğitim hayatım boyunca yetişmemde katkısı olan tüm hocalarıma teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

Çalışmamı tamamlamam konusunda moral ve motivasyonumu üst düzeyde tutmama yardımcı olan aileme şükranlarımı sunarım.

…./…./ 202..

Abdallah Mohamed Youssouf

ÖZET

Tezin Başlığı : Türkiye'de 2000 Sonrası Dönemde Para Politikası Bağlamında Enflasyon ve Faiz İlişkisi

Tezin Yazarı : Abdallah Mohamed Youssouf

Danışman : Doç.Dr. Zekayi KAYA

Anabilim Dalı : İktisat

Tezin Türü : Yüksek Lisans

Kabul Tarihi : 26.07.2021

Enflasyonu birçok faktörün yanında faiz de belirlemektedir. Acaba enflasyon ile faiz arasındaki ilişki tek yönlü müdür? Analiz döneminde faiz oranı ve enflasyon oranı arasındaki ilişkinin para politikası bağlamında çok yönlü incelenmesi ve para politikasının etkinliğinin ortaya konması amaçlanmıştır. Analiz dönemi 2001-2018 yılları arasını kapsamaktadır.

Çalışmada Türkiye'de söz konusu dönemde para politikası ile belirlenen enflasyon ve faiz arasındaki ilişki betimleyici araştırma yönteminin yanı sıra Granger Nedensellik Testi başta olmak üzere bazı ekonometrik testlerden faydalanılarak ortaya konulmuştur.

Tez çalışmasında ekonometrik testlerin de yardımıyla enflasyonun yükselmesinin faiz oranı artışlarına neden olduğu aynı zamanda tersi bir ilişkinin de geçerli olduğu sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Faiz, enflasyon, para politikası

ABSTRACT

Thesis Title: The Relationship Between Inflation and Interest in the Context of Monetary Policy After 2000 in Turkey

Author: Abdallah Mohamed Youssouf

Supervisor: Assoc. Prof.Zekayi KAYA

Department: Economics

Thesis Type: Master's Thesis

Date: 26.07.2021

Inflation is determined by many factors, as well as the interest rate.Is the relationship between inflation and interest a one-way street?In the analysis period, it is aimed to examine the relationship between interest rate and inflation rate in the context of monetary policy and to reveal the effectiveness of monetary policy. The analysis period covers the years 2001 to 2018.

In the study, the relationship between inflation and interest rate determined by monetary policy in Turkey in the said period was revealed by using some econometric tests, especially the Granger Causality Test, as well as the descriptive research method.

In the thesis study, with the help of econometric

tests, it has been concluded that the increase in inflation causes interest rate increases and an inverse relationship is also valid.

Keywords: Interest, inflation, monetary policy

KISALTMALAR

GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
KSE	Karachi Stock Exchange
ADF	Augmented Dickey-Fuller
PP	Phillips-Perron
TBY	Teminatlı Borç Yükümlülüğüs
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
IMF	Uluslararası Para Fonunun
PPK	Para Politikası Kurulu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa No

TABLO 4.1: ENFLASYON VE FAİZ ORANLARI İÇİN GRANGER NEDENSELLİK TESTİ GRANGER NEDENSELLİK ANALİZİ 685
TABLO 4.2: DESCRİPTİVE STATS..... 686
TABLO 4.3: FAİZ UNİT ROOT TESTİ 696
TABLO 4.4: AUGMENTED DİCKEY-FULLER TEST EQUATİON 67
TABLO 4.5: UNİT ROOT 69
TABLO 4.6: AUGMENTED DİCKEY-FULLER TEST EQUATİON 69
TABLO 4.7: TUFE HAS A UNİT ROOT 731
TABLO 4.8: AUGMENTED DİCKEY-FULLER TEST EQUATİON 741
TABLO 4.9: VAR(2) RESULTS 763
TABLO 4.10: VAR LAG LENGTH CRTİERİA 775
TABLO 4.11: GRANGER CAUSALİTY 796
TABLO 4.12: IMPULSE RESPONSE 77

1. GİRİŞ

Enflasyon oranı, en önemli makroekonomik göstergelerden biridir. Enflasyon oranındaki artış, satın alma gücü ve tüketicilerin refahı üzerindeki doğrudan veya aileler aracılığla, şirketler için harcama ve tasarruf düzeyi üzerindeki etkisinden dolayı yatırım oranlarını etkilemektedir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi ve Görevleri, 2019, 24).

Para politikası, yatırım faaliyetlerinin gelir ve getirileri üzerindeki etkisi ile ekonomi politikaları hedeflerinin uygulandığı ve gerçekleştirildiği bir araçtır. Para politikasının döviz kuru gibi dışsal ve enflasyon oranı gibi para biriminin değerini belirleyen birçok ekonomik göstergeyi kontrol etmeye yardımcı olduğu söylenebilir. Hükümetler para politikasını kullanarak enflasyonu kontrol etmekte ve fiyat istikrarını sağlamaya çalışmaktadırlar (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2003, s.9).

Hükümetler enflasyonu kontrol etmek için genişletilmiş mali politikalar ve para politikalarının kısıtlanmasının yanı sıra yatırım için sağlanan teşvikleri kısıtlama sorunuyla karşı karşıyadır. Bu da hükümetleri, yatırımı teşvik eden önlemlerden ödün vermeden, yüksek enflasyon oranlarını neden olan, şirketler ve yatırımcılar için kredi olanaklarına dayalı genişletici parasal politikaları kabul etmeye zorlamakta, dolayısıyla kredi kullanma ile birlikte faiz oranlarının enflasyon ile ilişkisi ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışmanın amacı para politikasının enflasyonu kontrol etmede ve enflasyon ile faiz arasındaki ilişki üzerindeki etkisini incelemektir. Türkiye'de para politikası araçlarının enflasyonu kontrol altına alma konusundaki etkinliği ele alınacaktır. Enflasyon ölçüsü olarak nihai mal ve hizmet fiyatlarındaki artışı gösteren TÜFE baz alınacaktır. Para politikasının, ekonomik istikrar hedefine ulaşmak için hükümetin veya işadamlarının isteklerine göre değil, bir yandan mevcut kredi hacmi ile kredi verme maliyeti ve koşulları üzerindeki etkisi, öte yandan, para politikasının faiz oranını ve kredi politikasını belirleyerek, uluslararası ekonomik ilişkiler ve dolayısıyla ödemeler dengesi üzerindeki etkilerini ele aldığı görülür (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi ve Görevleri, 2019, 24). Ekonomileri artan enflasyonist baskılardan muzdarip olan ülkelerde enflasyonla mücadele hedefi para

politikasının en önemli hedeflerinden biridir. Bu nedenle, bu ülkelerdeki para otoriteleri, enflasyonu önlemek

için ülke ekonomisine uygun araçlar kullanmaktadır. Türkiye diğer ülkeler gibi, para politikası yoluyla genel fiyat seviyesini istikrara kavuşturmaya çalışmaktadır. Merkez bankası, para politikasını kullanarak orta ve uzun vadede fiyatlarda istikrarın sağlanması hedefine ulaşmaya odaklanmıştır (Oktar ve Dalyancı, 2011, s.2).

Bu tez çalışmasının araştırma soruları şu şekilde ifade edilebilir:

1) Para politikası enflasyonu ortadan kaldırmada çok önemli bir rol oynamaktadır,
2) Enflasyon, yatırımcıları ve tüketicileri çeşitli derecelerde etkilediği için ekonomik verileri bozduğu için ekonomide olumsuz bir rol oynamaktadır,
3) Enflasyon, parasal kütlenin büyüklüğündeki genişleyici veya kısıtlayıcı koşullarla ilişkili tamamen parasal bir olgudur,
4) Ekonomide yaşanan enflasyonist durumlar karşısında para politikası maliye politikasından üstündür,
5) Türkiye ekonomisi şiddetli enflasyondan muzdariptir,
6) Enflasyon ancak fiyatlar ve ücretlerdeki esneklikle ortadan kaldırılabilir,
7) Türkiye'de para politikası, Merkez Bankası'nın sınırlı bağımsızlığı ve kararları nedeniyle etkisiz yayılmacıdır.

Ulusal ekonominin mevcut koşulları ışığında çalışmanın önemi, ülkede benimsenen para politikasının etkinliğinin kavranması ve para politikasında disiplinin, para politikasının ekonomik istikrarın sürdürülmesindeki rolünden kaynaklanmaktadır.

1.1. LİTERATÜR

Phylaktis ve Blake (1993), dünyanın farklı ülkeleri için Fisher etkisini incelemişlerdir. Arjantin, Brezilya ve Meksika ülkelerinin yüksek enflasyona sahip olduğu tespit edilmiştir. Yıllık veriler kullanılarak Fisher hipotezi incelenmiş ve Fisher hipotezinin geçerli olduğu, yani nominal faiz oranı ile enflasyon arasında uzun vadeli bir denge ilişkisi olduğu gözlemlenmiştir.

Saeidi ve Valian (2011), İran ekonomisi için Fisher etkisi teorisine dayanarak döviz kurları, faiz oranı ve enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Ekonometrik yöntemler kullanarak İran ekonomisi için 1991-2009 yılları arasında değişen yıllık veriler için Fisher etkisini test etmişlerdir. Çalışmada, yıllık faiz oranı olarak bir yıllık kısa vadeli, 3 yıllık orta vadeli, 5 yıllık uzun vadeli faiz oranı ve döviz kurları olarak da resmi döviz kurları ve resmi olmayan döviz kurları kullanılmıştır. Resmi ve gayri resmi para birimi ile üç tür faiz oranı (uzun, orta vadeli ve kısa vadeli) arasındaki ilişki incelenmiş ve ardından enflasyon oranı ile faiz oranı arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda, doğrudan ve pozitif bir ilişki, yani Fisher etkisinin İran için geçerliliği tespit edilmiştir.

Baylan ve Pazarcı (2020) çalışmalarında Türkiye'de enflasyon ve faiz ilişkisini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, 2005-2018 döneminde Türkiye ekonomisi için değişkenlerin uzun dönemde dengeye geldiği tespit edilmiştir. Bununla beraber döviz kurundan enflasyon oranlarına tek yönlü bir nedensellik ve enflasyon oranlarından faiz oranlarına tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca döviz kurunun ve faiz oranlarının enflasyonu pozitif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Tunali ve Erönal (2016**)** Türkiye'de enflasyon ve faiz oranı ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak, yapısal kırılmanın varlığı altında enflasyon ve faiz serileri arasında bir ilişkinin olup olmadığı incelenmektedir. Enflasyon hedeflemesi dönemini kapsayan 2003:01-2014:02 yıllarına ait on iki ay vadeli nominal mevduat faiz oranları ile tüketici fiyat endeksi aylık veriler halinde kullanılmaktadır. Serilerin, standart birim kök ve yapısal kırılmalı birim kök testi ile durağanlığı test edilmekte ve serilere, yapısal kırılmaları dikkate alan Gregory-Hansen eşbütünleşme testi uygulanmaktadır. Uygulanan bu testler sonucunda, Türkiye açısından Fisher Etkisinin uzun dönemde geçerli olduğu kısa dönemde ise geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Argyro (2010), kısa vadeli faiz oranları ve enflasyon oranlarına ilişkin üç aylık verileri kullanarak OECD ülkelerindeki Fisher etkisini incelemiştir. Sonuçlara göre, tam Fisher etkisi Kanada için geçerlidir ve kısmi Fisher etkisi Belçika ve Kore için mevcuttur. Ray (2012), 2001-2012 döneminde faiz oranları ve enflasyon oranlarına

ilişkin üç aylık verileri kullanarak ABD ve bazı Asya ülkelerinde uluslararası Fisher etkisini test etmiş ve ABD'de kısmi Fisher etkisinin mevcut olduğunu tespit etmiştir. Incekara ve diğerleri (2012), Türkiye'de 1989-2011 döneminde mevsimlik seriler kullanılarak Fisher etkisi. Fisher Hipotezinin Türkiye ekonomisi için geçerliliğini araştırmak için Johansen Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik Testlerini kullanmışlardır. Sonuçlara göre, Fisher etkisi uzun vadede Türkiye ekonomisi için geçerlidir.

Akgül ve Özdemir **(**2017) çalışmalarında, 2003-2016 yılları için enflasyon-faiz oranı ve enflasyon-döviz kuru ikilemini araştırmışlardır. Analizler sonucunda söz konusu dönemlere ilişkin olarak çalışmada 2003-2011 yılları arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi mevcut iken 2011'de bu nedensellik bulunmamıştır. 2008'de ise döviz kurundan enflasyona doğru bir nedensellik gözlemlenmiştir.

Macri J., (2006), Avustralya için Fisher hipotezini incelemek amacıyla araştırma yapmıştır. Çalışmada, Avustralya için Fisher hipotezini, Johansen eşbütünleşme tekniğini kullanarak, 1979'un ilk çeyreğinden 2005'in ikinci çeyreğine üç aylık kısa vadeli verileri kullanarak incelenmiştir. Nominal faiz oranının enflasyonla pozitif yönde ilişkili olduğu gözlemlenmiş ve Avustralya için nominal faiz oranı ile enflasyon arasında uzun vadeli bir eşbütünleşme ilişkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Bolatoglu (2006), Türkiye'de enflasyon ve nominal faiz oranları arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, Türkiye için Fisher etkisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç enflasyon oranı ile nominal faiz oranı arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu ortaya koymakla birlikte, para politikasının uzun dönemde reel faiz oranı üzerinde herhangi bir etkisinin olmayacağı sonucuna ulaşmayı mümkün kılmaktadır.

Torun ve Karanfil (2016) çalışmalarında, 1980-2013 dönemi Türkiye ekonomisinde enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda, modelde yer alan değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Faiz oranından ve GSYİH dan enflasyon oranına doğru bir nedensellik bulunmuştur.

Ayrıca faiz oranı ile GSYİH arasında da çift yönlü bir nedensellik olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Rafay (2014), Granger nedensellik testi ve regresyon analizi kullanarak 1992'den 2012'ye kadar olan veriler üzerinde faiz oranı, ithalat-ihracat ve döviz kurunun KSE 100 Endeksi üzerindeki etkisini incelemiş ve enflasyon arasında nedensel bir ilişki olmadığını tespit etmiştir. Bununla birlikte, regresyon analizi, ithalat ile KSE 100 Endeksi arasında güçlü bir pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Ayub ve diğerleri (2014), Pakistan'daki enflasyon oranının nominal faiz oranıyla nedensellik ilişkisine odaklanmaktadır. Bu aynı zamanda, 1973-2010 zaman serisi verilerinde enflasyon oranı ile nominal faiz oranı arasındaki uzun vadede denge ilişkisini incelemek için kullanılan Fisher hipotezi olarak da bilinir. Bu çalışmada, hem ADF hem de birim kökün PP testi kullanılarak verilerin Durağanlık ve Durağanlıksızlıkları ampirik olarak kontrol edilmiştir. Johansen ve EngleGranger (Artık Temelli) eş-bütünleşme testi gibi eş-bütünleşme teknikleri, nominal faiz oranı ile enflasyon arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemek için kullanılır. Pakistan'ın nominal faiz oranı ile enflasyon oranı arasında 1973-2010 dönemi için uzun dönemli bir denge ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Berument ve Mehdi (2002), faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemişler ve dünyanın 26 ülkesi için Fisher hipotezini test etmişlerdir. Çalışma sonucunda, Fisher Hipotezi ile de uyumlu bir şekilde enflasyon oranı ile nominal faiz oranı arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.

Doğan vd. (2020) çalışmasında, 2002-2018 yılları için Türkiye ekonomisinde faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişki, aylık veriler kullanılarak Fisher Etkisi bağlamında doğrusal olmayan Granger Nedensellik Analizi ile incelenmiştir. Çalışma sonucunda Türkiye ekonomisi için enflasyondan faiz oranlarına tek yönlü bir nedensel ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca Fisher hipotezinin Türkiye için geçerli olduğu görülmüştür.

Achyar ve Hakim (2021) çalışmalarında, 1990-2019 yılları için turizm harcamaları, enflasyon, faiz oranı ve ekonomik büyüme arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin

incelenmesini amaçlamışlardır. Çalışma sonucu, ekonomik büyüme, turizm harcamaları, enflasyon ve faiz oranının uzun vadeli ilişkisini göstermektedir. Bu çalışma, politika yapıcıların düşük enflasyon oranını ve sabit faiz oranını korumalarını önermektedir.

Montes ve Ferreira (2019), döviz kuru ile ilgili beklentilerdeki uyuşmazlığın, Brezilya'daki enflasyon beklentileri ve para politikası faiz oranı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada, döviz kurunun gelecekteki davranışına ilişkin belirsizliğin hem enflasyon beklentisi oluşum sürecini hem de para politikası faiz oranı beklentisi oluşum sürecini etkileyip etkilemediği doğrulanmaya çalışılmaktadır. Sonuçlar döviz kuru ile ilgili beklentilerdeki uyuşmazlığın hem enflasyon hem de para politikası faiz oranı beklentilerindeki uyuşmazlıkları etkilediğini göstermektedir.

Çiğdem (2019) çalışmasında, faiz oranı mı enflasyonu etkiliyor yoksa enflasyon mu faiz oranını etkiliyor sorusunun cevabını aramaktadır. Aslında 1700'lerde başlayan ve finans piyasaları-merkez bankaları-politika yapıcılar üçgeninde devam eden bu tartışmalara gerçek ve güncel bir yaklaşım sağlamaktır. Bu amaçla, uzun dönemli ilişkiyi test etmek için EngleGranger Testi kullanılırken, kısa vadede ilişkiyi ve yönünü belirlemek için Granger Nedensellik Testi yapılmıştır. Analiz sonucunda kısa vadede değişkenler arası iki taraflı nedensellik belirlenmiştir. Diğer bir deyişle, enflasyon faiz oranının ve faiz oranı da enflasyonun nedenidir.

2. BÖLÜM

ENFLASYON: TEORİK-KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1. ENFLASYON KAVRAMI

Her zaman için dolaşımdaki para biriminin değeri mevcut değerli metal miktarından etkilenmiştir. Bu durum özellikle savaşlar ve krizlerin yaygın olduğu dönemlerde açık olarak görülmektedir (Doğan vd. 2016, 421). Enflasyon ile ilgili çok sayıda tanım vardır. Bu bölümde, enflasyon kavramının en yaygın olarak kullanılan tanımları ele alınacaktır.

Çağımızda yaşadığımız ekonomik ve sosyal gelişmelerden sonra enflasyon olgusu çok karmaşık hale gelmiş ve enflasyon konusunda fikirlerin farklılaşması nedeniyle bu olgunun tanımları çoğalmıştır. Enflasyon literatürde nedenlerine, etkilerine ve fiyat düzeyi ile ilişkisine göre tanımlanmaktadır. Genel olarak, enflasyon genel fiyat seviyesindeki sürekli artış ve para biriminin gerçek değerindeki sürekli düşüş olarak tanımlanmaktadır. Enflasyon değeri, çeşitli mal ve hizmetlerin fiyatlarının genel ortalaması ile ölçülmektedir.

Belli bir para miktarı ile satın alınabilecek mal ve hizmet miktarı, fiyatların artmasıyla azalmakta, fiyatların düşmesiyle artmaktadır. Para biriminin satın alma gücü ile genel fiyat düzeyi arasında ters orantı vardır (Maliye Hesap Uzmanları Derneği, 2002, 170).

Dawood'a (2010, 161) göre enflasyon yükselişi ve genel fiyat seviyesinde paranın satın alma gücünün düşmesini ifade etmektedir. Mishkin (2004, 632) ise enflasyonun uzun vadeli bir parasal fenomen olduğunu ve sürekli fiyat artışları durumu olduğunu savunmaktadır.

Samuelson and William (2001), enflasyon oranını genel fiyat seviyesindeki yüzde değişimi olarak tanımlamıştır, bu enflasyonun genel fiyat seviyesi yükseldiğinde meydana geldiğini ifade etmektedir. Enflasyon oranında, binlerce tekil ürünün fiyatları için endeks oluşturulup ağırlıklı ortalamaları hesaplanmakta ve tüketici fiyat endeksi, belirli bir yıldaki mal ve hizmet paketinin maliyetiyle karşılaştırmalı olarak bir mal ve hizmet tüketici sepetinin piyasa maliyetini ölçmektedir (Samuelson and William, 2001, 337).

Enflasyon, mevcut malların, hizmetlerin ve yeterli talebin dengesizliği sonucu yükselen fiyatlar, mevcut arzı aşan satın alma gücü ile birlikte arz ve talep arasındaki bir boşlukla karakterize edilen ekonomik bir kavramdır (Kafre, 2004). Ayrıca, toplam üretim arzındaki ani düşüş, fiyatlardaki sürekli artışın doğrudan nedenidir ve bu da enflasyonun varlığına işaret etmektedir. Örnek vermek gerekirse, bir ülke yıllarca kuraklığa maruz kalırsa, bu gerekli tarımsal kaynakların kıtlığına yol açmakta, fiyatların yükselmesi ve enflasyonun oluşmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte, enflasyon, belirli bir ürün veya hizmetin fiyatının değil, fiyatlar genel seviyesinin yükseldiği ve paranın değer kaybettiği bir süreçtir (Ghosh ve Maity, 2017, 1).

Enflasyonun mali, parasal ve ödemeler dengesi olmak üzere üç ana unsuru vardır. Parasal açıdan enflasyonun para arzındaki artıştan kaynaklandığı düşünülürken, mali açıdan bütçe açıkları enflasyonun temel nedenidir. Çünkü, gelişmekte olan ülkelerde hükümet açıkları genellikle para arzı yoluyla finanse edilmektedir. Ödemeler dengesi boyutunda döviz kuruna vurgu yapılmaktadır. Basitçe ifade etmek gerekirse, döviz kuru düşüşleri ya daha yüksek ithalat fiyatları ve genellikle uyumlaştırılan enflasyonist beklentilerdeki artış ya da hızlandırılmış bir ücret endeksleme mekanizması yoluyla enflasyona yol açmaktadır (McCallum ve Nelson, 2000, 82).

Burada enflasyona dâir farklı tanımlardan yalnızca bazıları verilmiştir. Bazıları bunu fiyatlarda bir artışa neden olan parasal bir olgu, yani para arzındaki artıştan kaynaklanan bir olgu olarak görürken, bazıları bunu bir fiyat olgusu, yani bazı nedenlerle fiyatlarda ani bir artıştan kaynaklanan bir fiyat olgusu olarak tanımlamaktadır.

Enflasyonun belirtilen çeşitli tanımlarının bazı müşterek özellikler taşıdığı görülmektedir:

- Sürekli yükselen fiyatlar
- Paranın düşük satın alma gücü
- Uzun vadeli bir parasal olgu
- Mevcut mal, hizmet arzındaki ve ürün talebindeki dengesizlik
- Para arzı ve kredideki artışın fiyatları yükseltmesi

2.2. ENFLASYONU AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER

Enflasyon olgusuna ilişkin yaklaşımlar, belirli bir süre boyunca hüküm süren farklı ekonomik koşullara göre değişiklik göstermektedir. Dolayısıyla enflasyonun bir zaman dilimi içindeki yorumu, koşulları önceki dönemden farklı olan başka bir dönemde yorumlanması enflasyonu açıklayan teorilerin çokluğuna sebep olmaktadır. Aşağıda enflasyonu farklı yorumlayan teoriler yer almaktadır:

2.2.1. Klasik Teorinin Enflasyon Yaklaşımı

Klasik iktisadi teori, enflasyonu yorumlarken dolaşımdaki para miktarı ile genel fiyat seviyesi arasındaki ilişkinin bir sonucu olarak enflasyonist boşlukların ortaya çıkmasını açıklayan niceliksel bir para teorisine dayanmaktadır. Yani para miktarındaki her değişiklik diğer faktörlerin sabit olduğu varsayılarak, aynı oranda ve aynı yönde fiyat seviyesinde bir değişikliğe yol açmaktadır (Orhan, 1995, 44). Diğer tüm mallar gibi, paranın değeri de talepteki değişiklik tarafından belirlenmektedir.

Enflasyon analizinde, klasik teorinin dayandığı varsayımlar aşağıdaki gibidir (Totonchi, 2011, 460):

- Para miktarı, fiyat hareketlerini etkilemede önemli ve etkili faktördür.
- Para miktarı, fiyatlarla doğru orantılıdır. Dolaşımdaki para miktarı artarsa, fiyatlar aynı oranda artacaktır ve bunun tersi de geçerlidir.
- Para miktarı, temsil ettiği değer ile ters orantılıdır. Yani dolaşımdaki para miktarı artarsa, paranın satın alma gücü azalmaktadır.
- Para miktarı, mal talebi ile doğru orantılıdır. Yani takas edilen para miktarı artarsa, ürünlere olan talep oranı yükselir ve dolayısıyla fiyatların yükselmesine neden olur, bu da enflasyona yol açmaktadır.
- Klasik teori, üretim faktörlerinin tam olarak kullanıldığını varsaymaktadır.

Bu teorinin fikirleri aşağıdaki iki denklemle gösterilebilir :

1) Fisher'ın Mübadele (Değişim) Denklemi:

Avrupa iktisat tarihinde parasal güçlere biraz ağırlık veren çoğu iktisat tarihçisi, genellikle Para Miktarı Teorisinin bazı varyantlarını kullanmaktadırlar. Mevcut iktisat tarihi literatüründe, en yaygın kullanılan versiyonu, Yale iktisatçısı Irving Fisher (1867-1947) tarafından The Purchasing Power of Money (revize edilmiştir, 1911) adlı kitabında geliştirilen Fisher Identity'dir. Bugün çoğu iktisatçı bu denkleme yer vermektedir (Munro, 2013, 1).

Klasik teori, enflasyonun esas olarak para arzı ile ilgili olduğu gerçeğine dayanmaktadır, yani paranın değeri, diğer tüm mallar gibi, arz ve talep güçlerine göre belirlenir. Denklemi Amerikan Franck Fisher tarafından 1911 yıl içinde formüle edilmiştir (Karahan ve Yılgör, 2017: 309). Mübadele amacıyla para talebi, bir değişim aracı olarak paranın işlevine dayanmaktadır. Bu eşitlikte, satıcı ile alıcı arasında gerçekleşen alışverişte söz konusu olan mal ve hizmetlerin miktarının değişim için gerekli para miktarına eşit olması gerekmektedir. Eşitlikte, değiş tokuş ettikleri mal ve hizmetleri değişim miktarı (T) ile genel fiyat seviyesi (P) çarpımından elde edilen (P.T) değeri para miktarı (M) ile paranın dolaşım hızı (V) çarpımından elde edilen (M.V) değerine eşitlenir. Bu tanımlama aşağıdaki denklemle ifade edilebilir (Kepkep, 1991, 14):

$$T \times P = M \times V$$

M : Ekonomide para miktarı

V : Para dolaşım hızı

P : Nihai mal ve hizmetlerin ortalama fiyatı

T: Mübadele edilen malların miktarı (işlem hacmi)

Bu denklem, nedensel bir denklem olmaktan çok bir eşitliktir. Basitçe, toplam harcamaların, para stoku cinsinden ciro veya dolaşım oranı ile çarpımının, zorunlu olarak toplam harcamaya eşit olduğunu belirtmektedir. Parasal işlemlerin toplam hacmi cari fiyat endeksi ile çarpılmaktadır. Eşitliğin her iki tarafındaki iki değer mutlaka aynı olmaktadır.

Önceki denklemden aşağıdaki denklemi çıkarabiliriz:

$$P = \frac{M \times V}{T}$$

$$P = M \times \frac{V}{T}$$

Bu denklemden, fiyat seviyesinin para miktarına bağlı olduğu ve fiyattaki değişikliğin, para miktarı tarafından belirlendiği anlaşılmaktadır. Çünkü deklemde "V" sabittir ve diğer değişkenlerden bağımsızdır, "T" belirli bir süre boyunca ölçülür ve kısa vadede sabit kabul edilmektedir. Bu nedenle, para miktarında (M) artış, fiyatlarda (P) artışa neden olarak enflasyona yol açmaktadır (Laidler, 2011, 6).

Fisher'in mübâdele denklemi genel olarak kabul görmesine rağmen, aşağıda yer alan bazı önemli eleştiriler yöneltilmiştir (Hathat, 2006, 53):

- Bu denklemin istatistiksel bir test için uygun olmaması,
- Borsa işlem miktarının, üretimle ilgili olanlar ve finansal piyasalarla ilgili olanlar yahut gerçek varlıkların değişimi ile ilgili olanlar arasında ayrım gözetmeksizin tüm borsa işlemlerini içermesi, borsa işlem miktarının heterojen metalar içermesine yol açmaktadır. Bunları ölçmek için tek bir ölçü kullanmak zordur, bu nedenle değişim miktarı ölçmek için yetersiz kalmaktadır,
- Bu denklemde, Fiyatın (P) ve Ekonomik Para Miktarının (M) tahmin edilmesi veya hesaplanması son derece zordur.

- Mübadele Edilen Malların Miktarını (T), herhangi bir dönem için hesaplamak ve hatta kavramak gerçekten imkânsızdır. T, ekonomideki hem orta hem de nihai, hammaddeden tüm hizmetlerle birlikte tamamen üretilmiş ürünlere kadar tüm işlemlerin toplam hacmidir. Mükerrer sayım sorununu çözebilmek ve bu kadar çok farklı mal ve hizmeti içeren tüm işlemleri toplayabilmek imkânsızdır.
- Paranın dolaşım hızı hem kolayca ölçülüp bilinemez, hem de sâbit değildir.
- Dolaşım hızı V, aslında bağımsız bir değişken değildir. Daha ziyade, önce diğer üçünü bilerek cebirsel olarak hesaplanması gereken bir bakiyedir. Bu durumda V yalnızca şu formülle hesaplanabilir:

$$V = \frac{P \times T}{M}$$

2) Cambridge (Miktar) Denklemi:

Para talebi teorisini normal bir talep analizi şeklinde değerlendirmenin ilk adımı, birkaç Kıta Avrupası ve İngiliz iktisatçısı tarafından yirminci yüzyılın başlarında atılmıştır. Bu analistlerin en etkili olanı, İngiltere'deki Cambridge Üniversitesi ile ilişkili küçük gruptur. 1917-1930 dönemini kapsayan bir dizi yazıda, Cambridge okulunun iktisatçıları, parasal analizde en az dört yeniliğe katkıda bulunmuşlar ve böylece onu Fisher'ın işlem tipi formülasyonunun ötesine taşımışlardır. İlk yenilik, çok daha geniş ve daha kapsayıcı toplam işlemlerden ziyade, nihai çıktı veya milli gelirle ilişkili olarak paraya odaklanmaktı. Bu yenilik, parayı harcanacak bir nesneden farklı tutulması istenen bir nesne haline getiren özelliklere dikkat çekmiştir. Kişi parayı brüt işlemlerle ilişkilendirdiği sürece, parayı topluca bir değişim aracı olarak düşünme eğilimindedir. Cambridge okulu, analizi işlemlerden ziyade gelir açısından yeniden şekillendirerek, parayı sadece bir değişim aracından daha fazlası olarak yorumlama yolunu açmıştır (McCallum ve Goodfriend 1987, 11).

Enflasyonu, âtıl nakit bakiyeleri şeklinde tutulan gelir oranındaki değişim belirlemektedir. Bu orandaki düşüş, gelirin büyük bir kısmının mal ve hizmetlerin

satın alınması için harcanması sonucu daha yüksek fiyat seviyelerine yol açmaktadır. Çünkü tüm kaynaklar üretimde tam kapasiteyle kullanıldığı için ekonomi, kısa vadede üretimi artıramama aşamasına gelmiştir (Totonchi, 2011, 459).

Fisher'in mübadele denkleminde, fertlerin sahip oldukları para miktarının bir kısmını tedavüle sokmayarak ellerinde tuttukları gerçeği göz ardı edilmektedir. Oysa, para miktarında bir artış meydana gelmesi halinde, fertlerin artan kısmı ellerinde tutması ve fiyatlar genel düzeyinde değişme olmaması mümkündür. Marshall olayın bu yönünü dikkate alarak elde tutulan para açısından miktar teorisini geliştirmiştir. Aşağıdaki denklem bunu ifade etmektir (Gabaçlı, 2020, 54):

$$\mathbf{Md = T \times P \times K}$$

Md: Ekonominin toplam para talebi,

K: Halkın nominal gelirlerinin para olarak elde tutan oranı,

T : Nihai tüketicilere fiziksel satış hacmi,

P : Nihai satışlarda ortalama fiyat seviyesi

Cambridge Denkleminden aşağıdaki sonuçlar çıkartılabilir :

1) Halkın nominal gelirlerinin para olarak elde tutulan oranı (K) ve nihai satışlarda ortalama fiyat seviyesi (P) arasındaki ilişki ters bir ilişkidir,
2) Para miktarı ile fiyatlar arasında doğrusal bir ilişki vardır,
3) Fisher'in denklemi parayı yalnızca bir değişim aracı ve bir ödeme aracı olarak görmekteydi. Bu denklemde ise, kaydetme işlevini de eklenmiştir.

Klasiklere göre enflasyonun sebebi para arzıdır ve para arzını kısıtlayıcı önlemlerle enflasyonun önüne geçebileceklerini savunmaktadırlar.

2.2.2. Keynesyen Teorinin Enflasyon Yaklaşımı

Keynesyen teori, ekonomi alanında çok fazla tartışmaya yol açan yeni analiz araçları getirmiştir. Bu araçlar, John Maynard Keynes'in 1936 yılında yayınlanan Genel Teori isimli eserinde de ortaya koyduğu, klasik teorinin hatalarını ve daha önce yaygın olan

klasik ilkelerin bir eleştirisi anlamını taşımaktadır (Yıldırım vd., 2016, 9). Keynesyen teorisi, küresel ekonomiyi 1929 yılının Büyük Buhranından çıkarmaya çalışmaktadır. Keynes, ekonominin kendi başına tam istihdam dengesini kuracak bir mekanizmaya sahip olmadığını savunmaktadır. Ayrıca para politikasının yetersiz kaldığı durumlarda devletin maliye politikası önlemleri ile ekonomiye müdahale etmesi gerektiğini savunmaktadır (Kazgan, 2000, 223-224).

Keynes, genel fiyat seviyesindeki dalgalanmaları analiz ederken, milli gelir düzeyini belirleyen faktörlerin incelenmesine ve ayrıca tüketim ve yatırım harcamalarında meydana gelen dalgalanmalara odaklanmıştır. Keynesyen analiz, toplam talep ile toplam arz faktörleri arasındaki etkileşimden kaynaklanan fiyatlar genel seviyesindeki değişiklikleri açıklamaktadır. Keynes, mal ve hizmet arzında bir artışla eşleşmeyen gerçek talepteki artışın, fiyatların yükselmesine yol açtığını savunmaktadır. Buna göre enflasyon, bir dizi ekonomik değişkende meydana gelen gelişmelerle bağlantılıdır. Bunların en önemlileri şunlardır (Çubukçu, 2001, 15):

- Mevcut toplam genişlik,
- Tam istihdam düzeyinde, tüketici ve yatırım mallarına yapılan harcamalarla temsil edilen gerçek toplam talep,
- Dolaşıma sunulan para miktarı,

- Faiz oranları,
- Üretim faktörlerinin kullanım yüzdesi.

Keynes analizinde, toplam talebin tam istihdam düzeyine eşit olduğu durumda dengenin olduğunu ve dengesizlik durumunun iki şekilde olabileceğini varsayar (Genç ve Bayraktar, 2018, 110):

1. Toplam talep, tam istihdam seviyesinden büyükse, o zaman enflasyonist bir durum söz konusudur.
2. Toplam talep, tam istihdam seviyesinin altındaysa, o zaman deflasyonist bir durum söz konusudur.

Keynes, genel fiyat seviyesinin yalnızca para miktarının bir fonksiyonu olduğunu düşünen klasik teoriyi eleştirmektedir. Bunun nedeni, Keynes'in para miktarındaki bir artışın yalnızca para talebinde bir artışa etki edeceğini düşünmesidir. Bu durum,

ekonomide durgunluğun hüküm sürdüğü ve ekonominin likidite tuzağına düştüğü zaman geçerlidir. Keynesyen analiz, enflasyonu iki temel aşamada açıklamaya dayanmaktadır (Özel, 2009, 56-57):

İlk Aşama: Tam istihdam öncesi aşama, üretimin tam istihdam düzeyine yakın olması durumudur.

Üretimde maksimum kapasiteye ulaşılmadığı, yani kullanılmayan âtıl ekonomik kaynaklarının bulunduğu ve bu nedenle genel fiyatı düzeyinde sınırlı artışın olduğu durumdur. Bu durumdaki enflasyona kısmî enflasyon denir. Talepdeki artışa, âtıl üretim kapasitelerinin kullanılması yoluyla mal ve hizmet arzında meydana gelen bir artış eşlik edecektir. Fiyat artışları ile birlikte üretim artışı olacaktır.

İkinci Aşama: Tam istihdam durumunda görülen operasyonel aşamadır.

Tüm ekonomik kaynakların kullanıldığı, tam istihdamda gerçek üretim seviyesinin ötesinde toplam mal ve hizmet talebindeki bir artışın, genel fiyat seviyesindeki bir artışa yol açtığı durumdur. Atıl ekonomik kaynakların bulunmadığı bu durumda, Keynes'e göre reel enflasyonun oluşmasına neden olan talep hacmindeki artışı karşılamak gerekir. Bu teori, tam istihdam aşamasında para miktarındaki bir artışın, genel fiyat düzeyinde bir artışa yol açtığını savunmaktadır. Para miktarındaki artışa

likidite tercihinde (para talebinde) bir artış eşlik ettiğinde bireylerin birikim yapması kaçınılmaz olmaktadır.

2.2.3. Monetarist Yaklaşıma Göre Enflasyon

İkinci Dünya Savaşı'nın sona ermesinden sonra, Milton Friedman liderliğindeki Chicago'nun modern para okulu, miktar teorisini modern bir biçimde yorumlayarak formüle etmiştir. İşsizlik oranlarındaki artışla birlikte fiyatlarda sürekli yükselişe eşlik eden durgunluk, Phillips'in enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasında ters bir ilişki olduğu görüşünün geçerli olmadığını ortaya koymaktadır. Phillips, istihdam oranı artar ve işsizlik oranı azalırsa, buna yüksek enflasyonun eşlik edeceğini savunmaktadır. Bu dönemde tam tersi olmuştur ve bu görüş kabul görerek birçok enflasyon karşıtı politika yapıcıları arasında yayılmaya başlamıştır (Bocutoğlu, 2009, 529).

Milton Friedman, esas olarak ekonomideki paranın kontrolünü vurgulayarak Keynesyen ekonomi teorisini eleştirmiştir. Bu durumda, ekonomide paranın kontrolü, piyasanın kendini ayarlamasına izin vermektedir. Monetarist yaklaşım, enflasyonun para arzında ayarlama yoluyla çözülebileceğini savunmaktadırlar. Monetarist okulun görüşlerindeki faiz oranları, ekonomideki para arzı düzeyinin bağımlı bir faktörüdür. Büyük Buhran'ın sonunda, Keynesyen modelin faiz oranları ve likidite sorunları ile ilgili sınırlamaları, para arzındaki ve faiz oranlarındaki değişiklikler ekonomiyi kötü bir şekilde etkilemişti. 1950'lerde, Milton Friedman önderliğindeki Monetaristler, kısa vadeye odaklanarak ve para arzına vurgu yaparak, ancak bazı değişikliklerle klasik ekonomik geleneğin yenilenmesi çağrısında bulunmuşlardır (Onoh ve Obioma, 2017, 58).

Friedman, para miktarının artış oranı ile üretim hacminin artış oranı (büyüme oranı) arasındaki dengesizliğin bir sonucu olduğu için enflasyonu parasal bir olgu olarak yorumlamaktadır. Enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasındaki ters yönlü ilişkinin kısa vadede geçerli olduğu, uzun vadede enflasyon oranı ile işsizlik seviyesi arasında bir bağlantının olmadığını savunmaktadır. Para miktarındaki değişim ile fiyat seviyesindeki değişim arasındaki ilişkiyi ve para talebinin değiştiğini gösteren çağdaş miktar teorisi, monetarist iktisatçıların para talebi teorisini temsil etmektedir.

Modern miktar teorisi, enflasyonu, üretim miktarına göre dolaşımdaki para miktarındaki artışın bir sonucu olarak ele almaktadır. Dolaşımdaki para miktarının artması üretilen birimin payında bir artışa neden olmaktadır. Bu da fiyatlarda yükselişe neden olmaktadır.

2.3. ENFLASYONUN TÜRLERİ

Ekonomistlerin enflasyon kavramına ilişkin görüşlerinin çşitliliği, türlerinin de farklı tanımlanmasına neden olmaktadır. Seviyesine ve nedenlerine göre enflasyon türleri aşağıdaki gibi sınıflandırılailir.

2.3.1. Enflasyonun Seviyesine (Şiddetine) Göre Türleri

2.3.1.1. Sürünen (ılımlı) Enflasyon

Fiyatlar genel seviyesinde yukarı doğru düşük hızda hareketi ifade etmektedir. Yavaş kademeli olup fiyatlarda keskin artışlara yol açmaz. Ilımlı oranlarda kalıcı ve sürekli olarak yükselmektedir. Bu tür enflasyon, toplam talepte hızlı artışlar olsa bile süreklidir. Ayrıca, büyüme oranları genellikle genişletilmiş gevşek talebe dönüşmektedir. Bu tür enflasyon Amerika Birleşik Devletleri'nde ve çoğu sanayileşmiş Avrupa ülkelerinde İkinci Dünya Savaşı'ndan 1970'lerin başına kadar geçen süre boyunca yayılmıştır (Al-Dulaimi, 1989, s. 633).

Sürünen enflasyon, fiyatlar genel seviyesindeki yıllık %10'un altındaki düşük oranlı artışı ifade etmektedir. Ilımlı enflasyonun, genel anlamda büyümeye etki ettiği düşünülmektedir. Fiyatlardaki düşük oranlı artış işadamlarını yatırımlarını artırmaya teşvik ederek kârlarının artmasını sağlamaktadır. Bazı iktisatçılar, bu tür enflasyonun kümülatif etkilerinin şiddetli olduğunu ve enflasyonun sürünmediğini, hızla ikiye katlandığını ve hiper enflasyona yol açtığını iddia etmektedir. Bu tür enflasyon, fiyat seviyesinde yavaş ama sürekli bir yükseliş ile karakterize edilmektedir.

2.3.1.2. Yüksek (Kronik-Dörtnala) Enflasyon

Yıllık enflasyon miktarının çift haneli rakamlarda yıllık %10 ve üzerinde özellikle %50 gibi yüksek seviyelerde uzun yıllar boyunca seyrettiği duruma kronik enflasyon adı verilmektedir. Hiperenflasyon ile kronik enflasyon süreçlerini birbirinden ayıran

temel özellik hiperenflasyonun aylar bazında değerlendirilmesine karşılık kronik enflasyonun yıllar hatta on yıllar boyunca sürebilmesidir. İki enflasyon türünü birbirinden ayıran bir diğer temel nitelik ise kronik enflasyonun yaşandığı ülkelerde ekonomik anlamda sorunlar yaşansa bile vatandaşların sürekli yüksek enflasyonla yaşamayı öğrenmesi nedeniyle değişimi talep etmekte isteksiz olmalarıdır (Telatar, 2000, 461).

Dörtnala enflasyon, genel fiyat seviyesinin çok hızlı yükseldiği ve nakit değerini ciddi şekilde düşürdüğü bir durumdur. Ayrıca İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Almanya'da olduğu gibi para birimi tamamen çökebilmekte ve çift haneli enflasyon oranı (% 20 -% 100 -% 200) meydana gelebilmektedir. Yani, birkaç sanayi

devletinin acı çektiği bir dönemde; İtalya, Japonya, Brezilya ve Arjantin gibi birçok Latin Amerika ülkesinde enflasyon oranı 1970'ler ve 1980'lerde yıllık % 50'den % 700'e yükselmiştir. Sonuç olarak, böyle bir durumda, para birimi hızla değerini kaybetmektedir ve bireyler paralarını elden çıkarmaya yönelmektedirler. Çünkü faiz oranı çok düşük hale gelir yani reel faiz oranı nominal faiz oranından daha düşüktür (Samuelson, 2006, 341).

2.3.1.3. Hiperenflasyon

Fiyatlar genel seviyesinde aylık %50 ve üzerindeki bir artışı ifade etmektedir. Fiyatların çok yüksek bir oranda yükseldiği ve para birimi değerinin çok büyük boyutlarda düştüğü, paranın neredeyse tüm değerini kaybettiği en tehlikeli enflasyon türüdür. Fiyatların ve ücretlerin her an yükseldiği, fiyatlar üzerindeki baskının artmasına neden olan bir enflasyondur. Hiperenflasyon, kendi kendine beslenen bir enflasyon türüdür. Yüksek ve sürekli bir enflasyonun kontrol edilmediğinde ve izlenmediğinde hiper enflasyona dönüşme olasılığı olmasına rağmen, bu tür bir enflasyonun meydana gelmesi nadir bir olasılıktır (Telatar, 2000, 462).

Hiperenflasyonun nedenleri aşağıdaki bu şekilde özetlenebilir:

- Ekonomik faaliyetin çöküşü,
- Hükümetin meseleleri kontrol edememesi,
- Yıkıcı savaşlar,
- Hükümet, özellikle savaş nedeniyle ortaya çıkan dış borçlarından kurtulmak için para birimini keskin bir şekilde devalüe etmesi.

1920'lerde Avusturya, Almanya, Macaristan ve Polonya'da, 1940'larda Çin ve Yunanistan'da hiperenflasyon görülmektedir. Amerika'da iç savaş ve Vietnam savaşı sırasında yüksek fiyat artışları meydana gelmiştir. Bu enflasyon türü ayrıca, 1984-85'te Bolivya, 1988-89'da Nikaragua, 1989'da Yugoslavya ve Polonya'da da görülmüştür.

Bununla birlikte, açık enflasyon en şiddetli enflasyon türlerinden biridir. Zayıf ekonomik veya politik durum nedeniyle emtia arzı miktarında önemli bir kıtlık ile işlem gören para miktarındaki aşırı ve keskin bir artışın sonucunu göstermektedir. Dahası, fiyatlar ayda % 50'den veya % 1000'den fazla artabilir ve para neredeyse bir değer deposu veya tasarruf aracı olarak çalışmayı bırakmış olabilmektedir. Böyle

durumlar, para sisteminin ve para biriminin çökmesine yol açabilir. Bu durum, 1920'lerde Avusturya, Rusya, Polonya, Macaristan ve Yunanistan'da meydana gelmiştir ve 1940'larda sosyal istikrarsızlığın yanı sıra savaşlar, ekonomik krizler ile birleşmiştir (Sayed ve Jamil, 1995, 93).

2.3.1.4. Âfetlerden İleri Gelen Olağanüstü Enflasyon

Depremler, volkanlar, salgın hastalıkların yayılması veya sel ve kasırgalar gibi doğal âfetlerden ileri gelen ve doğal koşulların bir sonucu olarak ortaya çıkan anormal bir enflasyon türüdür. Güneydoğu Asya'yı vuran deprem ve tsunaminin ardından 2004 yılının sonunda fiyatların yükelmesi örnek gösterilebilir. Gerisinde "arz şokları" yatar.

2.3.2. Nedenlerine Göre EnflasyonTürleri

2.3.2.1. Talep Enflasyonu

Talep enflasyonu, mal ve hizmetlere yönelik toplam talebin toplam arzın üzerine çıkması sonucunda genel fiyat seviyesindeki artıştır. Talebi artıran unsurlar talep enflasyonunun sebebidir. Bu sebeplerden en önemlisi devletin genel bütçe açığı vermesi durumudur. Bütçe açığının, merkez bankasından para arzı artışı yoluyla finanse edilmesi talep enflasyonuna neden olmaktadır. Bu enflasyonda temel sebep, harcamalardaki artışın talebi arzın üzerine çıkarmasıdır (Çetinkaya, 2012, 51).

2.3.2.2. Maliyet Enflasyonu

Maliyet enflasyonunda mal ve hizmet fiyatlarındaki artışın nedeni, üretim faktörlerinin ve girdi fiyatlarının artmasıdır. Maliyetler arttığı için mal ve hizmet fiyatları da artmaktadır. Maliyetteki artış üretimi azaltmaktadır. Üretimin azalması fiyatların artmasına etki etmektedir. Maliyet artışları, ücretlerin verimliliğin üzerinde artması, enerji fiyatlarının artması, vergilerin artması gibi nedenlerden olmaktadır (Eken, 2000, 11).

Güçlü sendikalar sayesinde ücret seviyelerindeki hızlı artış verimliliğin üzerinde gerçekleştiğinde mal ve hizmet fiyatlarında daha yüksek artışa neden olmaktadır. Yükselen fiyat seviyeleri nominal ücretlerin satın alma gücünde bir azalmaya yol açmaktadır. İşgücü piyasasında güçlü işçi sendikaları ile güçlü işveren sendikaları pazarlık yaparak ve işçi sendikaları üyelerinin nominal ücretlerini yükselterek onları önceki gerçek satın alma düzeylerine getirmeye çalışılmaktadır. Ücret artışının yükünü, işverenler ürünlerinin fiyatlarını yansıtarak tüketiciye yüklemektedir. Böylece ücret ve fiyat sarmalları oluşarak fiyatların yükselmesine maliyet enflasyonuna neden olacaktır. Ücretlerdeki artış, ücret enflasyonunu oluşturmakta ve toplam arz fonksiyonunu sola kaydırmaktadır. Ücret artışlarının yükünü işverenlerin tüketiciye devretmesiyle kâr enflasyonu oluşmaktadır. Bu nedenle, maliyet enflasyonu, ücret enflasyonu ile kâr enflasyonunun bir kombinasyonudur (İşgüden, 2001, 213). Döviz kuru artışı, hammadde-ara mal fiyatlarında artış, finansman maliyetlerinde (faiz haddinde) artış maliyet artışlarına ve enflasyona neden olmaktadır.

2.3.2.3. Yapısal Enflasyon

Yapısal enflasyon, ekonominin yapısındaki; nitelikli işgücü kıtlığı, kronik ödemeler dengesi sorunu, yetersiz sermaye ve ara malı gibi bazı bozukluklardan kaynaklanmaktadır.Ülkelerin ekonomik yapılarından kaynaklanan bu bozukluklar yükselen talep karşısında üretimin artırılamamasına ve fiyat yükselişlerine neden olmaktadır.

2.3.2.4 İthal Enflasyonu

Bu tür enflasyon, mal ve hizmetlerin çoğunu yurt dışından ithal eden küçük ve gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkmaktadır. Sanayileşmiş ülkelerdeki yüksek fiyatlar nedeniyle ithalatçı ülkelerde bu fiyatlar yükselmektedir (Ergun, 2002, 62).

2.3.2.5. Hedeflemeye Göre Enflasyon

Hedeflenen enflasyon, enflasyon oranının belirlenmesinin resmi açıklamasıdır ve bu oranın düşük ve istikrarlı olması, para politikasının izlediği bir hedeftir. Hedef enflasyon her zaman arzu edilmese de hükümet ve merkez bankası para politikasının enflasyon oranını belirli bir sayısal hedefe yaklaştırmak için imkânlar çerçevesinde en iyisini yaptığını açıkladığından, Avrupa bankaları bunu birincil hedef olarak görmektedirler.

İstenmeyen enflasyon, enflasyonist durgunluğun doğal bir sonucudur. Ayrıca istenmeyen enflasyon, negatif rakamlar için enflasyon oranları, enflasyonist bir durgunluk ile başlamaktadır. Bu da düşük ekonomik büyüme ve yüksek işsizlik, yani enflasyonun eşlik ettiği durgunluk anlamına gelir. Dahası, ekonomide büyüme olmadığında, ancak fiyatlarda bir artış olduğunda ortaya çıkmaktadır. Yani, statik durgunluk ve negatif enflasyon, arzu edilmeyen bir ekonomik durumdur (Samulson ve William, 2001, 400).

2.3.2.6. Diğer Enflasyon Türleri

On yıllık enflasyon(durgun enflasyon), hem işsizliğin hem de enflasyonun çok yüksek olduğu durumu gösteren bir ifadedir. Bu olgu, 1930'ların ortalarında Amerika Birleşik Devletleri'nde meydana gelmiştir. Ancak yetmişli yıllarda daha net bir şekilde kendisini göstermiştir ve durgun enflasyon için en önemli nedenler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Thomas ve Duncan,1984, 287):

- Enerji kaynakları ve tüketici veya yatırım amaçlı hazırlanmış hammadde, mamul ve yarı mamul fiyatlarının artması,
- Ücretler ve fiyatlar üzerindeki hükümet kontrol sisteminin ortadan kaldırılması,
- Üretim maliyetlerindeki artışın, üretim projelerindeki kârların azalmasına neden olması,
- Tarım gibi bazı sektörlere verilen devlet desteğinin önemli fiyat artışlarına yol açması işçilerin ücretlerini artırma talebine yol açar,

- Zayıf tarımsal üretim ve tarım ürünlerine olan talebin düşük esnekliği, fiyatların yükselmesine ve sanayi sektöründe girdi olarak kullanılmasına yol açarak fiyatların yükselmesine yol açar.

Açıktan kaynaklanan enflasyon, yetersiz kaynaklar nedeniyle ve dolayısıyla piyasaya yeni para sürerek veya krediyi artırarak boşluğu doldurmak için devlet bütçesinde açık oluşundan kaynaklanmaktadır (Pasha, 1990, 349).

2.4. ENFLASYONUN EKONOMİK ETKİLERİ

Ülkede enflasyon olgusu, ekonomik kalkınma sürecini doğrudan veya dolaylı olarak etkileyen birçok ekonomik ve sosyal etkinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu etkiler, enflastyonist süreçlerde paranın değerinin değişmesinden kaynaklanmaktadır. Paranın değerindeki düşüş, bireylerin gerçek gelir düzeyine etkisi yoluyla çeşitli toplum gruplarının yaşam standardı üzerinde bir etkiye yol açmaktadır. Bu da genel fiyat seviyesindeki artışı azaltmaktadır. Enflasyonun toplum üyeleri üzerindeki etkisinin derecesi değişmektedir. Toplumun büyük bir bölümü düşük gelirli kişileri, sabit gelirli ve emekli maaşı olanları temsil etmektedir. Bireylerin gelir düzeyleri gerçek enflasyona duyarlıdır. Enflasyon reel gelirde düşüşe neden olurken, fiyat seviyelerindeki artışlardan yararlananlar için bu durum geçerli değildir. Toplumda küçük bir grubu temsil eden üreticiler ve sermaye sahipleri fiyat artışlarıyla yüksek kâr etmektedirler. Enflasyon sabit geliri olanların gelirlerini gerekli gıda maddelerine yönelik ihtiyaçlarını karşılamaya yönlendirdiklerinde ve ellerindeki nakdi mal ve hizmet satın alımı için elden çıkardıklarında, bireylerin kararlarında değişikliklere yol açmaktadır. Enflasyon oranı yükseldiğinde, satın alma gücünde düşüşe neden olduğundan üreticiler ellerindeki fazla nakdi dayanıklı mallara veya dövize dönüştürürler ve tasarruflarını ulusal para biriminde tutmazlar (Barış, 2015, 83).

Enflasyonist baskıların en önemli ekonomik etkileri aşağıdaki gibidir:

2.4.1. Paranın Değer Kaybı

Sürekli fiyat artışları, bireylerin ulusal para birimine olan güveninin zayıflamasına ve bir değer deposu olarak işlevlerinin yitirilmesine ve paranın satın alma gücünün bir kısmını kaybetmesine neden olmaktadır. Bireyler, tüketim ihtiyaçlarını aşan nakit

paranın altın veya yabancı para birimlerine çevirmeye yönelebilmektedirler. Bu durum, bireyler arasında ulusal para cinsinde tasarruf etme eğiliminin zayıflamasına, mal ve hizmet alamına yönelik tüketme eğiliminin artmasına neden olmaktadır. Nakit paralarını, enflasyonun etkisiyle satın alma güçleri düşmeden önce dayanıklı tüketim mallarının alımında veya spikülatif lüks arsa ve gayrimenkul alımında kulanmaktadırlar. Buna göre, enflasyon, tüketim oranlarını ve toplam talebi artırmaktadır. Ekonomideki enflasyonist baskıların şiddetlenmesi, özellikle ekonomi tam istihdam aşamasına geldiğinde, toplam talepteki artış reel arzdaki benzer bir artışla eşleşmediğinden daha yüksek fiyat seviyelerine yol açmaktadır (Habergetiren, 2017, 24).

Enflasyon, bireylerin harcama düzeyilerini korumak için fiyat artışlarından önce oluşturdukları birikimlerini tüketini malları harcamalarında kullanmaları yoluyla pasif bir tasarruf durumuna da yol açmaktadır. Enflasyonun ekonomi üzerindeki etkisi, sermaye sahiplerinin paralarını ülke dışında yatırım yapmak için transfer ederek ülke içinde daha az yatırım yapmaları ve daha az getiri elde etmeleri şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ekonomi üzerindeki etki, sermaye sahiplerinin fiyatlarda art arda yükselen artışlar sebebiyle eğilim göstermeleri ve paralarını ülkelere daha az yatırım yapmak amacıyla ülke dışına transfer etmek için yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri getiri eksikliğiyle temsil edilmektedir. Bu yatırımların yüksek getiri elde etmesini sağlamak için enflasyonist baskılardan etkilenmektedir (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2013, 6).

2.4.2. Ödemeler Dengesindeki Dengesizlik

Ekonomide yüksek enflasyon oranları, ödemeler dengesini olumsuz etkilemektedir. Enflasyon üretilen malların fiyatlarında artışa neden olmakta, ülkelerin ürünlerinin uluslararası pazarlarda rekabet gücünü düşürmekte ve bu da üretim hacminde bir azalmaya neden olmaktadır. Yurtiçinde üretilen malların fiyatlarının enflasyona bağlı olarak artması malların ihracat seviyelerini azaltmaktadır. Aynı zamanda, yerel olarak

üretilen benzer malların fiyatlarına göre yurtdışı fiyatlarının düşmesi nedeniyle ithal mallara olan talep artmaktadır. İhracat hacminin azalması ve ithalat hacminin artması, dış ticaret açığının oluşmasına neden olmaktadır. Dış ticaret açığıda

ödemeler dengesi açığını artırmaktadır. Hükümet, ithalattaki artışı sınırlayan kontroller uygulayarak daha fazla satın alma gücünün dışarıya kaçmasına engel olmak amacıyla bir dizi önlemler uyguladığında ödemeler dengesinin etkisi artmaktadır. İthalatın kısıtlanması, ülke içinde mal arzını sınırlandırdığı için ülkedeki enflasyonist baskıları şiddetlendirerek, fiyat seviyelerinde sürekeli artışlara neden olmaktadır (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2013, 7).

2.4.3. Yatırımları Ülke Ekonomisine Yönlendirmek

Ekonomik kalkınma süreci, ister tüketim malı ister yatırım malı olsun çeşitli malları sağlamak amacıyla optimal kullanım şartıyla ekonominin tüm sektörlerinde üretim kapasitelerini genişletmeyi amaçlamaktadır. Hükümet, genellikle yatırımların verimliliğini artırmak için yatırımları yönlendirmeyi amaçlayan ekonomik planlar ve programlar belirlemektedir. Temel tüketim mallarına yönelik toplam talebin artması tüketim malarının fiyatlarında bir artışa yol açmaktadır. Ancak bu fiyat artışı üreticiler için büyük kâr olanağı sağladığı için üretimin artmasını sağlamakta ve fiyat artışlarını durdurarak enflasyonda düşürücü etki yapmaktadır. Fiyatların yüksek olması, üreticileri, hızlı satış geliri ve yüksek kâr sağlayan üretken projelere yönlerdirmektedir. Enflasyonun yüksek olması durumunda sadece yüksek kâr sağlayan yatırım projeleri gerçekleştiği için toplam yatırım miktarı azalmakta ve kaynaklar kısa sürede getiri sağlayan riski düşük özellikle spekülatif yatırımlara yöneldiği için etkin kaynak dağılımı gerçekleşmemektedir.

3. BÖLÜM

FAİZ VE ENFLASYON İLİŞKİSİ: TEORİK ÇERÇEVE

3.1. FAİZ KAVRAMI

Faiz, M.Ö. 2500 yılına dayanan ekonomik bir terim olmasına rağmen, Mezopotamya, Yunanistan ve Roma'daki en eski faiz oranları e konomik olarak kâr veya verimlilik oranlarını yansıtmak için değil, hesaplamanın matematiksel basitliğinin dayatmalarıyla uygulanmaktaydı. Faiz, borçlu için bir varlığın kullanım maliyeti olarak tanımlanabilmektedir. Diğer bir deyişle, borç veren, ödünç alınan varlığı kullanmak için borçluyu ücretlendirir. Genel olarak, ödünç veren taraf daha az riskli ise, menkul kıymet kullanımına uygulanan faiz daha az olacaktır. Benzer şekilde, ödünç alan taraf daha riskli ise, daha yüksek faiz oranı uygulanacaktır. Faiz, borç verene getiri oranını veya faiz gelirini temsil etmektedir. Öte yandan, faiz tutarı borçlu için borç maliyetini temsil etmektedir (Hudson, 2000, 146).

Basit anlamda faiz, borç alan tarafından ödünç alınan para için borç verene yapılan fazladan ödemedir ve yıllık yüzde oranı olarak ifade edilmektedir. Genellikle para cinsinden yıllık oran olarak ve kredinin anaparasına göre hesaplanmaktadır. Başkasının sermaye fonunun, belirli bir süre kullanılması için ödenen bedeldir. Kısaca tanımlamak gerekirse faiz, sermayenin fiyatıdır (Komisyon, 2014, 11).

Finansal ekonomide faiz, anapara yüzdesi olarak ifade edilmekte ve bir borç veren tarafından sermaye kullanımı için tahsil edilen tutar olarak açıklanabilmektedir. Şirketler, sermayelerini finanse etmek için öz sermaye ve borçlanma araçlarını kullanırlar. Borçlanma araçlarının kullanılması anaparadan daha fazla yükümlülük doğursa da, şirketlerin vergi indiriminden yararlanmaları tercih edilmektedir. Enflasyonun, hisse senedi fiyatları ve döviz kurları gibi diğer faktörlerle etkileşimi anlamak için faizin finans ekonomisindeki rolünü kavramak önemlidir (Mankiw, 2009, 69).

Kidwell vd. (2016) faiz oranını, genellikle kullanması gereken piyasa katılımcılarının ödünç aldıkları fonun nominal tutarının yüzdesi olarak ifade edilen fon kira bedelidir şeklinde tanımlamaktadır. Borçlunun cari tüketimini veya diğer ihtiyaçlarını

ertelemek için borç verenin bakış açısından ödül veya tazminat (kupon ödemesi vb.) iken, borçlunun bakış açısından satın alma gücünün kullanımı için ödenen ceza veya para bedeli olarak adlandırılır. Bu oran, Brigham ve Ehrhardt'a (2013) göre, sermaye piyasalarındaki fon sağlayıcıları ile fon kullanıcılarının (borç alanlar) etkileşimi ile belirlenmektedir. Bu fiyat, iç fonlar için özkaynak maliyeti olarak adlandırılırken borç için, yani dış fonlar için faiz oranı şeklinde ifade edilir.

Genel olarak faiz, sermaye hizmetinin kullanımının ödenmesi olarak tanımlanabilir. Faiz vermenin önemli nedenleri şunlardır:

Sermaye Kullanımı

Sermayenin kullanımı için sermaye sahibine ödenen tutar, faiz olarak bilinmektedir. Burada sermaye, daha fazla üretimde kullanımaktadır ve ne kazanılırsa kazanılsın, kazancının bir kısmı sermayenin sahibine veya parayı borç verene ödenmektedir.

Risk Ödülü:

Kredi verme, borç verenin kredi verirken veya para yatırırken aldığı bir risktir. Borç veren borç verdiğinde kendini riske atar ve bazen kredi kötü borç haline gelebilir. Bu nedenle, faizin risk almanın ödülü olduğu söylenebilir.

İlgi Rahatsızlık Karşılığında Ödüldür:

Bir borç veren borç verdiğinde, kredi süresi boyunca ödüncü kullanma imkânından mahrum kalır. Kişisel kullanımı için bu miktara ihtiyaç duyacak olursa, başka bir kaynaktan düzenlemenin zorluğuna maruz kalacaktır.

İşletme Yönetimiyle İlgili Giderler:

İşletmeyi organize etmek ve yürütmek için iş adamının paraya ihtiyacı vardır. İşi yürütmek ve yönetmek, hesapları tutmak, iş standardını sürdürmek vb. için, kredi olarak alınan para üzerinden faiz ödemelidir.

3.1.1. Faiz Kavramının Tarihi Gelişimi

Tarihi süreçte kentleşme ile beraber ilk yüksek medeniyet başlamıştır. Mezopotamya'daki ilk yüksek medeniyet döneminde, daha özel olarak Uruk'ta[1] medeniyet gelişmiştir. Muhtemelen insanların yerleşim yerlerini belirten tapınaklar, toplum üzerindeki gücünü iddia etmekteydi. Tapınaklar, yaşamın hem düzenleyicileri hem de denetleyicileri olarak işlev görmekteydi ve bu çoğunlukla ekonomiye bağlıydı. Uruk'ta, Eanna Tapınağı[2] toprakların asıl sahibi idi ve onlara hizmet eden bakıcıları ve işçileri bulunmaktaydı. Nissen (2004) Uruk'taki tapınakla ilgili olarak şunları söylemişti:

“"Uruk'taki Eanna Tapınağı, yalnızca tarımı, hayvancılığı ve el sanatlarını kontrol etmekle kalmıyor, aynı zamanda ticareti de kontrol ediyor ve çok fazla hammaddesi olmayan bu topraklara hammadde sağlıyordu.”

Tapınaklar, finans işleri için de kullanılmakta, banka olarak işlev görmekte ve faizle insanlara kredi verilmekte ve müşteriler borcunu ödeyemeyince varlık yönetim şirketi olarak çalışmaktaydı. Tapınaklar, borçlarını tahsil etmek ve borçluyu köleleştirmek için kullanılmaktaydı. Buradaki kredilerde, faiz oranları kil tabletlere göre tahıl için% 33'ten, gümüş için% 20'den fazla olamazdı (Yıldız, 1989, 63). Bir süre sonra egemen sınıf tapınaklar gibi halka borç vermeye başlamış zaman içerisinde, tapınaklar, para ve faiz üzerindeki kontrollerini kaybetmişlerdir (Oates 2004, aktaran Ildız, 2013, 16).

Sümer'den sonra, ikinci binyılın başında M.Ö., Eski Asur ticaret kolonileri, Anadolu ile kapsamlı ticar8i alışverişi koordine etmişlerdir. Tekstil ve teneke için altın ve gümüş getirmişlerdir. Ticaret hacmi, ticaret kolonileri zamanlarında muazzamdı ve ticaret, Devlet veya ordudan ziyade tüccarlar tarafından yönetilmekteydi (Larsen, 1974, 472). Ticaret genişlediğinden, sistematik defter tutmaya[3] ve bir şekilde bugünün bankalarının bit-karimlerinin aciliyetine neden olmuştur. Faiz oranı, Karum yetkilileri tarafından yıllık % 30 olarak belirlenmiştir. Ancak, borca % 10 faiz ekleneceğini belirten belirli bir işlem kaydı vardı. Yıldız'a (1989) göre bit-karim,

[1] Sümer'in başkenti
[2] Sümer: Gökler Evi
[3] Asur döneminin ticaret kurumları, ortaklıkları ve ticari anlaşmalarındaki daha fazla ayrıntı için bakınız (Michel, 2008)

Kaneş-Karum'un en önemli yeridir[4]. Burası ticaret mahkemeleri, kongreler ve krallığın etrafındaki tüm

sermaye birikimi ve koruması için kullanılmaktaydı. Ayrıca tüccarlar, bu yerde paralarını borçlandırıp vergilerini ödüyorlardı. Bir mevduat bankası olmanın dışında bitkarim'ler halka ve saraya kredi sağlamkatydılar. İki tüccar mallarını alıp satarken aracılık hizmeti de veriyorlardı. Özgüç (2005), tarihi Kültepe metinlerinden şunu belirtir:

"Asurlu tüccarlar borçlarında belirtilen borcu günlerinde ödeyemezlerse, alacaklının muhatabı, tüccarların ticaret odalarında kredi hesapları olduğu için tüccarların kefili olan ticaret odası olurdu."

Devlet veya yönetici sınıf bunları düzenleyene kadar, herhangi bir toplumda çıkar kullanımının kötüye kullanılması tarih boyunca gözlemlenebilmektedir. Dünyadaki en eski hukuk kitaplarından biri olan Eshnunna Kanunları, Irak'ın Bağdat kenti yakınlarında keşfedilmiştir. Eshnunna kanun kitabında toplam 60 tane, borç, faiz ve ticaretle ilgili 13 kanun vardır (Goetze, 1951, 13). Eshnunna kanun kitabında taşınmaz malların müşterek aile mülkiyetinin izleri daha belirgindir ve doğal bir ekonomiden parasal ekonomiye geçiş sürecini temsil etmektedir (Bilgiç, 2018, 111). Hititler, MÖ dönemde ticaret şehri Ugarit'i fethetmiştir. 14. Yüzyılda, bu olayın ardından Uraian[5] tüccarları Hititlere yüksek faizli krediler vermeye başlamışlardır. Bu durum insanları zor durumda bırakmış ve birçoğu mallarını kaybetmiştir. Bu nedenle, Hitit Kralı III. Attušili bir bildiri yayınlamış ve Ura'lı tüccarların kredi vermesini ve mülk sahibi olmasını yasaklamıştır.

On birinci yüzyılın sonlarında, Cenova, Floransa ve Venedik gibi, bir ticaret ve finans şehirleri ortaya çıkmıştır. Cenova diğerlerine göre farklıydı çünkü şehirde yılda birkaç kez fuar düzenlenmekteydi. Bu fuarlar, Şampanya Fuarları olarak adlandırılmakta ve bu fuarlara Avrupa'nın her yerinden tüccarlar katılmaktaydı. 12. ve 13. Yüzyılda, İtalyan bankacılar tarafından bu fuarlar finanse edilmekteydi. Fuarların doğası gereği, katılımcılar çok çeşitliydi ve bu, farklı para birimlerinde standart bir ödeme türü ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Roover (1948) kambiyo senediyle ilgili olarak şunları belirtir:

[4] Antik Kaneş Krallığı'nın başkenti olan Asur ticaret kolonilerinden oluşan karmaşık bir ağın merkezi
[5] Bu bölgede yoğun olarak yaşayan Luvilerin dilinde "Ura" kelimesi; "Büyük" anlamına geliyordu.

“Modern bir taslaktan farklı olarak, bir ortaçağ döviz faturası, her zaman bir değişim sözleşmesinden doğmuştur. Bir satıcı başka bir satıcıya yerel para biriminde bir meblağ vermekte ve ileride başka bir yerde ve başka bir para biriminde ödenmesi gereken bir fatura almaktadır.”

Depozito tutma, Hellas ve Roma'nın yanı sıra İtalyan tüccarlar için de önemliydi. Tüccarlar bu mevduat tutmayı işlerine bir tür yatırım olarak kullanmaktaydılar. Tüccarlar mevduatlar için değişken oranlar teklif etmiş ve girişim başarısız olursa, yatırımcılara geri dönüş olmayacaktı. Tüccarlar işlerinden kâr elde ederlerse, kâr yatırımcının payına göre dağıtılmaktaydı (Noonan, 1957, 171). Bu zamanlarda, bankacılık kurumları gelişmeye ve modern bankacılık biçiminin temelleri oluşmaya başlamıştır.

Cenova şehri tüccarları, Floransa'da olduğu gibi mevduat bankacılığında uzmanlaşmıştır. Roover'a (1948) göre, on beşinci yüzyılda İtalya'da banchi di pegno, banchi a minuto, mercato'da banchi ve banchi grossi olmak üzere dört tür kredi kurumu vardı [6]. Ünlü bankacı ailesi Medici’ler, iş hacmi ve müşteri türleri nedeniyle banchi grossi idi.

Ancak on dördüncü yüzyılda, Avrupa'nın bazı bölgelerindeki bankalar mevduatı kredi olarak dağıtmakta ve genel olarak rezerv oranını % 30 civarında tutmaktalardı (Roover, 1948, 36). Bununla birlikte, Lane'e (1937) göre, bankalar, hükümetin kredilere yönelik tutumu nedeniyle varlıklarını krediler yerine esas olarak yatırımlara ayırmışlardı.

Amerikan kolonileri, sömürgeciler İngiltere'nin bir parçası olduklarından beri birçok geleneği benimsemişlerdir. İngiliz tefecilik kanunu da benimsenmiştir. Faiz oranı, % 6 olarak belirlenmiş ve ticari yatırımlardaki faiz oranı ticaretin normal ve âhlaken meşrû bir unsuru olarak algılanmıştır (Homer ve Sylla, 2005, 271). Amerikan faiz oranları, savaşlar nedeniyle zaman zaman yükselse de gerileyen bir seyir izlemiştir. Kolonilerde para basma süreci olmadığından, para türlerinde kıtlık vardı. Sadece sömürgeciler tarafından Avrupa'dan getirilen küçük miktarlar kullanılmaktaydı (Dewey, 2015, 8). Resmi olarak Birleşik Devletler, Birleşik Krallık'ta olduğu gibi, para sistemine gümüş ile başlamış ve bu sistemi takip etmişlerdir.

[6] pegnos tezgahları; rehinci dükkanları, perakende bankları; perakende banka, piyasa sayaçları; para değiştiriciler, büyük bankalar; büyük bankalar

İlk madeni para yasası, madeni paralardaki gümüş oranlarını tanımlamaktadır. Altın sikkeler de bu kanunla tanımlanmıştır. Gümüşün altına oranı 15'e 1 olarak belirlenmiştir. Daha sonra, ABD ve Avustralya'da sert para ve altına hücum ve altın oranlarında yapılan bazı düzenlemeler gümüş sikkelerin ortadan kalkmasına neden olmuştur. 1863 yılına kadar tedavülde yüzlerce banka ve binlerce banknot bulunmaktaydı. Amerika Birleşik Devletleri tahvilleri, 1863 yılında çıkarılan bir kanunla banknotların rehni haline gelmiş ve bunların hiçbiri yasal ödeme aracı olmamıştır. 1863'te ABD hükümeti, resmi yasal ihale yapmak için Hazine bonosu çıkarmıştır. Burada önemli olan nokta, gelecekte herhangi bir zamanda veya talep üzerine, altına veya herhangi bir değerli madene dönüştürülemeyecek olmalarıdır. Bununla birlikte, hükümet, banknotların istenmeyen yan etkilerini fark etmiş ve 1879 yılında sıkı bir altın destekli banknot dönemi başlatmıştır. Yirminci yüzyıldan sonra, dalgalı banka işlemleri ortaya çıkmaya başlamış ve birçok banka başarısız olmuştur. Bu durumda, Fed politikasından dolayı bankalar için yeterli nakit sağlayamamıştır. "Kara Cuma" dan sonra hükümet dolaşımdaki nakdi zenginleştirmek için birçok adım atmıştır. Böylece, 1933'te altına çevrilebilirlik kısıtlanmış ve altın standardı terk edilmiştir.

1970'lerde ABD'de popülist politikalar, yüksek faiz oranlarının yanı sıra yüksek bir enflasyon oranına neden olmuştur. Müdahalelerin piyasa üzerindeki etkisi önemli olduğu için, 1970'lerin sonlarında faiz oranlarında yaşanan bu yapay büyüme ve yukarıda bahsedilen politikalarla birlikte gelen daha birçok şey tasarruf ve kredi krizine neden olmuştur. 1970'lerin ardından, menkul kıymetleştirme artmış ve hem hükümet hem de kredi derecelendirme ofislerinin yardımıyla türev dünyası büyük ölçüde artmıştır. Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülüğü (CDO)'ların icadından sonra kredi koşulları hafiflemiş ve bu nedenle sistem çok daha kapsamlı bir şekilde büyümüştür. ABD'de kredi standartlarındaki bozulma, 2008 Mortgage krizine neden olmuş ve bu, kısa vadeli faiz oranlarının sıfıra yakın sınıra inmesine neden olmuştur.

3.1.2. Faiz Oranlarının Temelleri

Brigham ve Ehrhardt (2013) fon maliyetinin (para), üretim fırsatları, risk, enflasyon ve tüketim gibi dört ana faktörden etkilendiğini iddia etmektedirler. Örneğin, farklı kültürlere, yaş gruplarına veya bireylere göre değişen tüketim ihtiyaçları için şu anda güçlü bir tercihe sahiplerse, borç verenler daha yüksek bir faiz oranına ihtiyaç duyacaklardır. Ayrıca, yatırım fırsatı riskli olarak nitelendirilirse, fon sağlayıcılar daha yüksek bir faiz oranı talep edeceklerdir. Enflasyon oranı yükselirse, satın alma gücünün azalması vb. nedenlerle faiz oranları da yükselmektedir.

Faiz ayrıca ekonomik koşullardan ve politikalardan etkilenmektedir. Örneğin, merkez bankası para politikası, merkezi hükümetin bütçe açığı veya fazlası, ticari faaliyet düzeyi; dış ticaret dengesi ve döviz kurları ödünç fon maliyeti üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilmektedir. Öte yandan Hubbard ve O'Brien (2011), borç para maliyetinin enflasyon, temerrüt riski ve tüketim ihtiyaçlarını ertelemenin fırsat maliyeti olabileceğini iddia etmektedirler.

3.1.2.1. Varlık Talebinin Belirleyicileri

Mishkin'in (2007) belirttiği gibi, tahvil ve para piyasalarının talep ve arz analizini ve bu piyasalardaki dengeyi incelemeden önce, bir bireyin tahviller, para, ev veya hisse senetleri gibi bir varlık için talep ettiği miktarı neyin belirlediğini veya etkilediğini öğrenmek gerekmektedir.

Hubbard ve O'Brien (2011), farklı yatırımcıların aynı gelire, servete ve yaşa sahip olsalar bile, farklı yatırım seçeneklerini değerlendirmeleri istendiğinde aynı kararları vermeyeceklerini ileri sürmektedir. Hubbard ve O'Brien (2011) ve Mishkin'e (2007) göre, bireylerin hesaba katması gereken varlık talebi veya portföy seçimlerinin belirleyicilerinin beş temel faktörü vardır:

a) Sağlayıcının toplam serveti, yani tasarruf sahiplerinin sahip olduğu tüm varlıklar. Tasarruf sahibinin serveti artarsa, diğer her şey sabit olduğunda, bir varlık için talep edilen miktarın veya portföyün büyüklüğünün artması beklenmektedir. Talepteki

artış oranı servetteki yüzde artışla aynı olmayabilir. Dolayısıyla bir varlığın talep ettiği miktar ile servet arasında pozitif bir ilişki olduğu söylenebilmektedir.

b) Diğer alternatiflerde beklenen getiri oranına göre, bir yatırımdan veya bir varlıktan belirli bir süre boyunca beklenen getiri oranı. Diğer her şeyi sabit tutarak, bir varlığın beklenen getirisinin diğer alternatiflere göre artması durumunda, bu varlığa talepte bir artış beklenmektedir. Yani birlikte aynı yönde hareket etmektedirler.

c) Bir yatırımın veya varlığın getiri oranındaki belirsizlik derecesi, varlığın getiri riski. Geri dönüş riski, alternatiflerin riskine kıyasla artarsa, diğer her şey eşit olduğunda, talep edilen miktarın ortalama bir yatırımcı riskten kaçınan aktörler için azalması beklenmektedir. Bu nedenle, riskten kaçınan bir birey için, risk ve talebin negatif yönde ilişkili olduğu söylenebilir.

d) Alternatiflerin likiditesine göre varlığın likiditesi. Bu terim, bir varlığın ne kadar kolay ve hızlı bir şekilde nakde dönüştürüldüğünü tanımlamak için kullanılmaktadır. Bir varlık, işlem gördüğü piyasada çok sayıda satıcısı ve alıcısı varsa likit varlık olarak adlandırılmaktadır. Genel olarak bir varlığın likiditesi alternatiflerin likiditesine göre ne kadar büyükse, diğer her şey sabitken, tüccarlar için o kadar arzu edilir, dolayısıyla miktarı için daha fazla talep edilmektedir. Risk ve getiri ilişkisi durumunda olduğu gibi, varlık likiditesi ile getiri arasındada bir denge vardır.

e) Bir varlık hakkında bilgi edinmenin maliyeti, alternatiflere göre daha düşük bilgi maliyeti taşıyan bir varlık, yatırımcılar için daha caziptir. Risk-getiri ve likidite-talep ilişkilerinde olduğu gibi, bilgi edinme maliyeti ile varlık getirisi arasında da bir denge vardır.

Tüm belirleyici faktörler göz önüne alındığında, bir varlığın arzu edilen (istenmeyen) özelliklerinin bu varlığın talep ettiği miktarda artışa (azalmaya) yol açtığı söylenebilmektedir.

3.1.2.2. Tahvil Piyasasında Arz ve Talep

Hubbard ve O'Brien'e (2011) göre, tahviller için arz ve talep eğrilerinin etkileşiminin denge faiz oranlarını nasıl oluşturduğunu göstermek için piyasalardaki varlık talebinin belirleyicileri kullanılabilir. x ekseninin tahvil miktarını ve y ekseninin

(dikey eksen) tahvil fiyatını temsil ettiği bir şekil çizerek, denge fiyatı (ayrıca denge faiz oranını) ve tahvil miktarı doğrudan belirlenebilmektedir.

Mishkin'in (2007) belirttiği gibi, faiz oranı belirleme analizinin ilk adımında, tahvil fiyatı ile piyasa katılımcıları tarafından talep edilen miktarı arasındaki ilişkiyi tespit etmek için bir tahvil talep eğrisi çizmek gerekmektedir. Hubbard ve O'Brien'e (2011) göre, faiz oranlarının piyasa katılımcıları tarafından sermaye piyasasında nasıl belirlendiğini göstermek için bu yöntemle, tahvil piyasası yaklaşımı, bu piyasalarda tahvilin iyi bir şekilde alınıp satıldığı varsayılmaktadır.

3.1.2.3. Denge Faiz Oranlarındaki Değişimler

Piyasa faiz oranlarında değişiklik olduğunda ne olacak? Bu piyasa faiz değişikliklerinin arkasındaki ana faktörler nelerdir? Bu soruları cevaplamak için, Mishkin'e (2007) göre tahviller arz ve talep çerçevesinde kullanılabilmektedir. Öncelikle, talep veya arz eğrisindeki kaymalar ile bir talep veya arz eğrisi boyunca hareketler arasındaki ayrım yapılabilir. Talep veya arz eğrisi boyunca bir harekete tanık olmak için, piyasa faiz oranında veya tahvil fiyatında bir değişiklik olmalıdır. Yani talep edilen veya arz edilen miktar değişmelidir.

Hubbard ve O'Brien (2011) ve Mishkin'e (2007) göre, talep veya arz eğrisinde kaymaya neden olan bazı ana faktörler vardır. Bu faktörler, varlık talep çerçevesinin belirleyicileriyle aynı olan beş kategoriye ayrılmıştır: servet, beklenen getiri, risk, likidite ve bilgi maliyeti.

3.1.3 Faiz Türleri

Faiz, bir yatırım yapıldığında ödenen veya bir kredi alındığında ödenmesi gereken bir miktardır. Faiz tipik olarak belirli bir aralıkta (her gün, her ay, her yıl) yüzde olarak verilir. Faizlerin türleri vardır. Bunlar:

3.1.3.1. Basit Faiz-Bileşik Faiz

Basit faiz, bir kredinin faiz ücretini hesaplamanın hızlı ve kolay bir yöntemidir. Basit faiz, günlük faiz oranının anapara ile ödemeler arasında geçen gün sayısı ile çarpılmasıyla belirlenmektedir. Basit faizle, faiz tutarı belirli bir süre boyunca

sabitlenmektedir. Basit faizle kazanılan miktar, her yıl aynı kalacağını belirtmek önemlidir.

Bileşik faiz, anaparaya eklenen ödenmemiş faize ek olarak anaparaya uygulanan faizi ifade etmektedir. Bakiyenin büyümesi, faizin birleştiği sıklık ile orantılıdır. Bileşik faiz, anaparanın yanı sıra faiz için faiz aldığınızda ortaya çıkmaktadır.

Bileşik faiz ile basit faiz arasındaki ayırt edici özellik, basit faiz için faizin anaparaya eklenmemesidir. Bu nedenle, finans ve ekonomide, bileşik faiz basit faizden daha çok kullanılmaktadır.

3.1.3.2. Mevduat Faizi-Kredi Faizi

Hem mevduatlar hem de krediler için, faiz oranlarının piyasa faiz oranlarındaki veya politika faiz oranlarındaki değişikliklere daha duyarlı olma eğilimindir. Kısa ve orta vadeli olmak üzere ikiye ayrılır. Bu faiz türleri, zaman içinde ortaya çıkan olaylar ve şoklar hakkında bilgi içermektedir.

Bankalar için zorluk, mevduat oranını kârlı büyümeyi destekleyecek şekilde belirlemektir. Mevduat oranı için fiyatlandırma stratejisinde önemli bir seçim, odaklanmanın hacim mi yoksa marj mı olması gerektiğidir. Oran çok yüksek olduğunda bankanın marjına zarar vermektedir. Ancak, oran çok düşük olduğunda, müşteriler biriktirdikleri parayı başka bir yere götürmekte ve hacim azalmaktadır. Dolayısıyla, marj ve hacim arasında bir denge olmalıdır (Baird, 2008, 5).

Banka sistemlerinde bilinen temel hesap türlerinden biri olan mevduat hesabı, bankaya faiz değerleri karşılığında bir süreliğine paranın yatırıldığı hesap türüdür. Bu sistemde faiz karşılığında, paranın belirli bir süreliğine banka hesabında tutan hesap türüdür.

Mevduat faizi, kişilerin bankalarda yer alan vadeli mevduat hesaplarına uygulanan faiz oranıdır. Kredi faizi, bankaların, kişilerin ihtiyaçlarını karşılamak için ticari kredi, tüketici kredisi veya konut kredisi gibi çeşitli adlar altında verdikleri kredilere uyguladıkları faiz oranı şeklinde tanımlanmaktadır (Eğilmez, 2013).

3.1.3.3. Nominal Faiz-Reel Faiz

Reel faiz oranı, enflasyonu hesaba katan bir faiz oranıdır. Bu, enflasyona göre ayarlandığı ve bir tahvil veya kredinin gerçek getirisinin oranını verdiği anlamına gelmektedir. Reel faiz oranını hesaplamak için önce nominal faiz oranına ihtiyaç vardır. Reel faiz oranı, nominal faiz oranından gerçek veya beklenen enflasyon çıkarılır. Nominal faiz oranı, enflasyonu hesaba katmadan önceki faiz oranı durumundadır. Tahvil ve kredilerde kote edilen faiz oranıdır.

3.1.3.4. Gösterge Faizi

Gösterge faiz oranları veya kote edilmiş oranlar, bankanın yayınlanan oranlarını ifade etmektedir. Bu, bankalar tarafından ilan edilen gösterge veya kote edilmiş oranları içermektedir.

3.1.3.5. Politika Faizi

Politika faiz oranı, parasal otoritenin (yani merkez bankasının) ekonomideki temel parasal değişkenlerin gelişimini etkilemek için belirlediği bir faiz oranıdır (tüketici fiyatları, döviz kuru veya kredi genişlemesi vb.'ni belirlemek maksadıyla.). Politika faiz oranı, özel temsilcilerin -çoğunlukla özel bankaların- merkez bankasından para elde ettiği fiyat olduğundan, ekonomideki geri kalan faiz oranlarının seviyelerini belirlemektedir.

Farklı ülkelerin farklı politika faiz oranları vardır. En yaygın olanları gecelik borç verme oranı, iskonto oranı ve geri alım(repo) oranıdır (farklı vadelerde). Normalde merkez bankaları, daraltıcı veya genişleyen para politikası uygulamak için politika

faiz oranını kullanmaktadırlar. Faiz oranlarındaki artış genellikle enflasyonu, para birimindeki değer kaybını, aşırı kredi büyümesini veya sermaye çıkışlarını kontrol altına almak için kullanılmaktadır.

3.1.3.6. Gecelik Faiz

Gecelik faiz oranı, genellikle bankaların gecelik piyasada birbirlerinden borçlanmak ve borç vermek için kullandıkları faiz oranıdır. Bankalar arası piyasa faiz oranı diye de geçer. TCMB'nin hesaplarını kapatabilmek için gecelik olarak borç almak ya da

ellerinde kalan paraları gecelik olarak borç vermek isteyen bankalara uyguladığı faize; gecelik faiz (fonlama faizi, faiz koridoru) denilmektedir. Bazı ülkelerde gecelik oran, merkez bankasının para politikasını etkilemesini hedefleyen orandır.

3.1.4. Faiz Teorileri

Bir önceki kısımda tahvil fiyatı ve faiz oranı açısından sermaye piyasalarındaki genel denge incelenmiştir. Fabozzi ve Drake'in (2009) belirttiği gibi, yatırımcılar yatırım ve / veya finansman kararlarını dinamik bir finansal atmosferde aldıkları için, finansal sistemde faaliyet gösteren veya kontrol eden ekonomiyi, finansal piyasaları ve piyasa katılımcılarını anlamak gerekmektedir. Bu kısımda finansal piyasalardaki faiz oranı davranışlarını açıklayan teorilere odaklanılmaktadır.

3.1.4.1. Fisher'ın Klasik Teorisi

Hubbard ve O'Brien (2011) tarafından belirtildiği üzere, tahvil piyasalarında gözlemlenen denge, fiyat ve paranın maliyeti, diğer bir ifadeyle faiz oranı ancak gelecekteki değer ile belirlenmektedir. Burada önemli bir husus olan faiz oranının satın alma gücü, yani bir dönemdeki fiyat seviyesi değişikliklerine karşı koruma ihmal edilmektedir. Kidwell ve diğerleri (2016)'ya göre, paranın satın alma gücü ile fiyat düzeyi değişiklikleri arasında iki temel ilişki vardır. Paranın değeri, fiyat seviyesi yükseldikçe (düştükçe) azalır (artar). Bu nedenle, fiyat düzeyindeki

değişikliklere karşı bir koruma için, borç verenler ek bir primle kendilerini korumaya almaktadır.

Yatırımcıların gerçek dünyadaki davranışlarına bakıldığında, hem borç verenlerin hem de sağlayıcıların, yalnızca enflasyonun satın alma gücü üzerindeki etkisinin dikkate alındığı reel getiri oranıyla ilgilendiği açıktır. Bir yatırım kararı verirken yatırımcılar ve firmalar için en önemli olan şey gerçekleşen enflasyon değil, gelecekte beklenen enflasyon oranıdır. Denge faiz oranları borç verenlerin ve borç alanların, nominal faiz oranı ile beklenen enflasyon oranı arasındaki farka eşit olan gelecekteki reel faiz oranı hakkındaki beklentilerini yansıtır.

Litaratürde, Jordan ve Miller (2009) nominal faiz oranı, enflasyon oranı ve reel faiz oranı arasındaki ilişki, genellikle 1930'larda ekonomist Irvin Fisher tarafından isimlendirilen Fisher etkisi denilmektedir. Fisher, nominal faiz oranlarının enflasyon oranlarından sonra geldiğini belirtmektedir. Hubbard ve O'Brien (2011) tarafından belirtildiği gibi, nominal faiz oranı, beklenen fiyat seviyesi değişikliklerindeki artış (düşüş) ile belirli bir yere kadar artar (azalır). Fisher hipotezi aşağıdaki gibi formüle edilebilir.

$$\mathbf{i = r + \pi^e}$$

i, r ve π e sırasıyla nominal faiz oranını, reel faiz oranını ve beklenen enflasyon oranını temsil etmektedir. Denklem, reel faiz oranının nominal oran - enflasyon oranına (beklenen) eşit olduğunu göstermektedir. Kidwell vd. (2016), bu denklemle ilgili birkaç temel nokta olduğunu iddia etmektedir. Fisher, belirtilen dönemde beklenen enflasyondaki olası artışı telafi etmek için fon sağlayıcılara telafi etmek için cari (gerçekleşen) oran yerine beklenen enflasyon oranının kullanılmasını önermektedir. Düzgün bir tazminat için, gelecekte enflasyon oranındaki değişiklikleri tahmin etmek gerekmektedir. Jordan ve Miller (2009), kısa vadeli faiz oranlarının halihazırda mevcut fiyat düzeyindeki değişiklikleri yansıttığını, dolayısıyla beklenen enflasyon oranlarının uzun vadeli faiz oranlarına yansıdığını belirtir. Daha sonra Kidwell ve vd. (2016), fiyat düzeyindeki değişikliklerin denklemde olumlu ya da olumsuz, enflasyonist ya da deflasyonist olabileceğini ileri sürmektedir. Fiili faiz, yani sermaye piyasalarında görülen piyasa faiz oranı seçilir. Sıfır enflasyon oranı durumunda, nominal ve reel faiz oranı eşittir. Gerçek ve

beklenen enflasyonun farklı olabilmesi şaşırtıcı değildir, çünkü ikincisi piyasa katılımcılarının bir beklentisi iken, birincisi dönemin başlangıcında gerçekleşen bir olaydır.

Ball'a (2009) göre beklenen enflasyon, uyarlanabilir beklentilerle belirlenmektedir. Beklenen enflasyonun yakın zamanda gerçekleşen enflasyon oranı ile şekillenir. Örneğin, aylık enflasyon % 8 ise, o zaman piyasalar tarafından gelecekte neredeyse aynı enflasyon oranı beklenmektedir. Uyarlanabilir veya geriye dönük beklentilerle nominal faiz oranı, gözlemlenen (gerçekleşen) enflasyon oranlarından etkilenmektedir. Enflasyon oranında artış görülürse, beklenen enflasyon oranı yükselmekte, aynı zamanda nominal faiz oranı yükselmektedir.

3.1.4.2. Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

Fabozzi ve Drake (2009), faiz oranlarını ve faiz oranlarındaki hareketleri açıklamak için iki ekonomik teori olduğunu iddia etmektedirler. Bunlar; ödünç verilebilir fonlar teorisi ve likidite tercihi teorisi. Knut Wicksell'in 1900'lerde ortaya koyduğu ilk teoriye göre, faiz oranlarının seviyesi (reel faiz oranları hariç) sermaye piyasalarında temin edilebilen borç verilebilir fonlara olan talep ve arz tarafından belirlenmektedir. Daha spesifik olarak kredi piyasalarında gözlemlenen uzun vadeli faiz oranları seviyesi, ülkede yatırım ve tasarruf ile net sermaye giriş toplamı tarafından belirlenir. Bunun tersine, kısa vadeli faiz oranları maliye ve para politikaları tarafından belirlenmektedir. Buna ek olarak, Ball (2009), bu teorinin sâdece bir kredi türü olduğunu, bir faiz oranını ve fonların doğrudan tasarruf sahipleri tarafından yatırımcılara sağlandığını varsaymaktadır. Ödünç verilebilir fonlar teorisi, faiz oranlarının çeşitliliğini ve finansal aracıların piyasalardaki rolünü ihmal etmektedir.

Ödünç verilebilir fonlar teorisi, klasik tasarruf ve yatırım faiz oranı teorisinin yeniden formüle edilmesidir. Parasal faktörleri, parasal olmayan tasarruf ve yatırım faktörleriyle birleştirmektedir. Bu teori, klasik faiz teorisine göre bir gelişmedir. Faiz konusunda ödünç verilebilir fonlar teorisi aşağıdaki varsayımlara dayanmaktadır:

1. Sabit bir istihdam düzeyine (tam istihdam) karşılık gelen sabit gelir düzeyine dayanmaktadır,

2. Ödünç verilebilir fon piyasası faiz oranı ile tam entegredir ve piyasadaki fonların mükemmel hareketliliği ile organizedir,

3. Borç verenlerin ve borç alanların fiyat alıcı olması için piyasada mükemmel bir rekabet vardır ve piyasada yalnızca bir saf faiz oranı hakimdir,

4. Teori, borç verilebilir fonların talebini veya arzını etkileyebilecek faiz oranı dışındaki tüm faktörlerin sabit tutulduğu varsayıldığı kısmi denge yaklaşımını kullanmaktadır. Başka bir deyişle, faiz oranının diğer makro değişkenlerle etkileşmediğini varsaymaktadır,

5. Para arzı faiz oranından bağımsızdır,

6. Para arzı dışsal değişkendir,

7. Tasarruf, faiz oranından çok gelire bağlıdır.

Bu teoriye göre, faiz oranı, ödünç verilebilir fonlar talebi ve arzına göre belirlenmektedir. Klasik faiz teorisi, tasarruf arzında sâdece mevcut gelirden tasarruf etmeyi düşünürken, neo-klasik iktisatçılar sâdece tasarrufu değil, aynı zamanda banka kredisini, kaygıları ve yatırımları yok etmeyi de değerlendirmektedir. Klasik teoride, yatırım için sâdece tasarruf mevcutken, neo-klasik iktisatçıların ödünç verilebilir fonlar teorisinde sadece tasarruflar değil, aynı zamanda biriktirilmiş servet stoku, banka kredileri borçlulara yatırım için mevcut olan diğer fon kaynaklarıdır. Ödünç verilebilir fonlar faiz teorisi, hem klasik faiz teorisinin tasarrufunu hem de banka kredilerini, borçlanmayı ve yatırımları azaltmayı dikkate aldığından; genellikle reel ve parasal faiz teorisi olarak anılmaktadır. Dolayısıyla hem reel hem de parasal faiz teorisidir.

3.1.4.3. Likidite Tercihi Teorisi

Fabozzi ve Drake'e (2009) göre ödünç verilebilir fonlar teorisi, 1936'da Keynes tarafından alternatif bir yaklaşım ortaya atılıncaya kadar araştırmacılar ve akademisyenler tarafından yaygın olarak kabul edilmekteydi. Keynes, piyasa faiz oranlarının (nominal) hanehalklarının yatırım veya harcama yerine para bakiyesi

tutma tercihlerine göre belirlendiğini belirtmektedir. Hane halkı tarafından tutulan para miktarının, gelir düzeylerine bağlı olduğuna ve bu nedenle talep edilen para miktarının bir ekonomideki toplam gelirle doğrudan ilişkili olacağına dikkat çekmektedir.

Bu teori Ball'a (2009) göre likidite tercih teorisi olarak bilinmektedir çünkü en likit varlık paradır. İki teori arasındaki ilk fark, likidite tercih teorisinde denge oranının nominal faiz oranı olmasıdır. Denge oranının ödünç verilebilir fonlar teorisindeki reel faiz oranı olduğuna ve ilk olarak reel faiz oranlarını belirlemek için nominal faiz oranlarının bulunması gerektiğine dikkat çekmektediir.

Mishkin (2007)'in belirttiği gibi, likidite tercihi teorisindeki temel varsayım, serveti elde tutmak için yalnızca tahviller ve para olmak üzere iki varlık kategorisi olduğudur. Tüm servet bu varlıklar arasında paylaştırılır. Bu nedenle insanların ekonomideki toplam finansal serveti toplam para ve tahvil miktarının toplamına eşit olacaktır. Sağlanan para miktarı, ve sağlanan tahvil miktarı, ekonomideki toplam finansal servete eşittir.

Ball (2009) tarafından belirtildiği gibi ödünç verilebilir fonlar teorisi ile likidite tercihi teorisi arasında bir karşılaştırma yapılabilir. Ödünç verilebilir fonlar teorisine göre, kredi piyasalarında kredi talep ve arz eğrisinin kesişmesiyle kredi piyasalarında reel faiz dengesi oluşmaktadır. Tersine, para talep ve arz eğrileri belirli bir noktada kesişirse o zaman ekonomide nominal faiz için denge oluşmaktadır. Ek olarak, ilk teori, ortalama reel faiz oranının uzun vadeli, 5 veya 10 yıllık davranışını açıklamak için uygundur, ancak ikinci teori, nominal faiz oranının kısa vadeli davranışını açıklamak için en uygun olanıdır. Her iki teori de tek bir faiz oranı olduğunu varsaymaktadır.

3.1.5. Faiz Oranlarının Risk Yapısı

Temerrüt riski, likidite ve bilgi maliyeti gibi farklı özelliklerden etkilenen tahvil faiz oranları ile gelir vergisi kuralları arasındaki aynı vadedeki ilişki, ekonomistler tarafından faiz oranının risk yapısı olarak adlandırılmaktadır. Fabozzi ve Drake (2009) tarafından belirtildiği üzere, hazine dışı bir menkul kıymet ile bir hazine

menkul kıymetinin faiz oranları arasındaki fark, baz puan olarak ifade edilen açıklık (spread) olarak adlandırılır. Açıklığın var olmasının nedeni, bir tüccarın Hazine dışı menkul kıymete yatırım yapmayı tercih ettiğinde maruz kaldığı ek risk (ler) dir. Hazine dışı bir menkul kıymetin marjı veya risk primi, piyasa algısına ilişkin kredi (temerrüt) riskinden, özel hükümlerden veya sözleşmelerden (vergilendirilebilirlik, geri çağrılabilirlik ve dönüştürülebilirlik) ve likiditeden etkilenmektedir.

3.1.5.1. Temerrüt (Kredi) Riski

Temerrüt veya kredi riski, menkul kıymet fiyatlarını etkileyen risk bileşenleri arasında en etkili faktördür. Saunders ve Cornett (2014) tarafından ileri sürüldüğü gibi, tahvil ihraç edenin vadesi geldiğinde tahvilin taahhüt ettiği kupon veya anapara ödemelerini yapamama riskinden kaynaklanmaktadır. Mantıksal olarak, temerrüt riski olasılığı artarsa, yatırımcıları menkul kıymeti satın almaya teşvik etmek için daha yüksek bir faiz oranları önerilmelidir. Tüm menkul kıymetler temerrüt riskini kapsamaz, örneğin ABD Hazine bonoları yatırımcılar tarafından temerrüde düşmeyen menkul kıymetler

olarak kabul edilmektedir. Çünkü bunlar ABD hükümetinin tam güvencesiyle ihraç edilmektedir. Vadesi geldiğinde, ABD hükümetinin para birimi basma yeteneği ve vergilendirme yetkileri sayesinde, kupon ve anapara ödemelerinin ABD hükümeti tarafından ödenmesi beklenmektedir.

Temerrüt riski primi, yatırımcıların Hazine bonosu ile aynı vadeye sahip Hazine dışı bir tahvil satın almak için ihtiyaç duydukları ek bir primdir. Hubbard ve O'Brien (2011) tarafından belirtildiği gibi, temerrüt riski ne kadar yüksekse, yatırımcılar için daha yüksek bir temerrüt riski primi gerekecektir. Yani, ihraççının kredibilitesi veya tahvil notu hakkında bilgi edinmenin maliyeti, risk priminin miktarını belirlemektedir. Tahvil notu, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu (Moody's Investors Service, S & P's Corporation ve Fitch Ratings) tarafından yatırımcılara ihraççının kredi itibarı hakkında yararlı bilgiler sağlamak için atanan tek bir istatistiktir. Uygulamada, farklı sembollerle gösterilse de yatırım derecesi ve yatırım dışı derece olmak üzere iki ana derecelendirme kategorisi vardır. İlk kategori dört alt kategoriye ayrılmıştır: en yüksek kredi kalitesi (AAA), çok yüksek dereceli kalite

(AA veya Aa), üst prim veya yüksek kredi kalitesi (A) ve düşük-orta derece (BBB). Benzer şekilde, ikinci kategori temel olarak dört alt kategoriye ayrılmıştır: spekülatif (BB), oldukça spekülatif (B), önemli temerrüt riski (CCC) ve temerrüt (D). Yüksek bir tahvil notu, düşük bir temerrüt riski olasılığı olduğu anlamına gelmektedir.

Mishkin (2007), bu ülkede faaliyet gösteren bir ülke veya firma için temerrüt olasılığı artarsa, tahvilindeki temerrüt riskinin artacağını, dolayısıyla beklenen getirisinin farklı oranlarda azalacağını savunmaktadır. Özellikle ekonomideki durgunluklarda, firmaların temerrüt riski doğal olarak artarak kaliteden kaçış etkisine neden olacaktır. Hubbard ve O'Brien'e (2011) göre, sağlam yatırımlara yönelme olgusunun varlığı, yatırımcıların daha yüksek (daha düşük) riskli tahvillere olan taleplerini azalttığı (artırdığı) anlamına gelmektedir. Kurumsal (Hazine) tahvillerinin fiyatı düşecek (artacak), bu nedenle vadeye kadar getiri artacak (düşecek) ve büyük bir temerrüt riski primine neden olacaktır. Sonuç olarak, temerrüt riski taşıyan bir tahvil, Hazine bonolarına göre her zaman pozitif risk primi sunacak, dolayısıyla temerrüt riski artarsa risk primi yükselecektir.

3.1.5.2. Likidite ve Bilgi Maliyetleri

Mishkin (2007), yüksek likiditeye sahip bir varlığın, öngörülebilir bir fiyata ucuz ve hızlı bir şekilde satılabilen bir varlık olduğunu ve bu nedenle bir ihtiyaç oluştuğunda nakde çevrilebileceğini iddia etmektedir. Diğer her şey sabit olduğunda, likiditedeki bir artış çekiciliğini arttırır, bu nedenle yatırımcılar bunu elde etmeye istekli hale geleceklerdir. Saunders ve Cornett (2014) tarafından belirtildiği gibi, varlığın faiz oranı, nispi likiditenin bir işaretidir. Likiditesi yüksekse, yatırımcılar daha düşük likiditeye sahip diğerlerine kıyasla daha düşük faiz oranlarına ihtiyaç duyacaktır. Likit olmayan bir varlık, yatırımcılara risklerini telafi etmek için daha yüksek faiz oranları sunmalıdır. Yatırımcılar likidite eksikliği nedeniyle ek bir (likidite) risk primi talep etmektedirler. Dolayısıyla tahvilin likidite eksikliği ve vadesinden önce satılması durumunda potansiyel düşük fiyatı telafi edilebilmelidir. Benzer şekilde, bir diğer önemli risk, tahvilin özellikleri hakkında bilgi edinme maliyetleriyle ilgilidir (Hubbard ve O'Brien, 2011).

Daha yüksek likidite (yüksek edinme maliyetleri) daha düşük (daha yüksek) faiz oranlarına yol açar. Hubbard ve O'Brien (2011), tahvilin likiditesi artarsa veya bilgi edinme maliyetleri azalırsa, düşen faiz oranı nedeniyle talep eğrisinin sağa kayacağını iddia etmektedir. Benzer şekilde, tahvilin likiditesinin düşmesi veya bilgi edinme maliyetinin artması, sola kaymaya, yani fiyat düşmesine ve faiz oranının yükselmesine neden olmaktadır.

3.1.5.3. Özel Hükümler veya Sözleşmeler

Saunders ve Cornett (2014) tarafından belirtildiği gibi, bazı özel hükümler veya sözleşmeler, bir tahvilin fiyatını ve diğer tahvil fiyatlarına veya faiz oranlarına göre faiz oranını etkileyebilmektedir. Bu sözleşmeler, bir tahvilin çağrılabilirliği, vergilendirilebilirliği veya dönüştürülebilirliğidir. Örneğin, tahvil getirilerinde farklı bir vergilendirilebilirlik varsa, yatırımcılar aynı vade ve faiz oranlarına sahip ancak daha düşük vergi kurallarına tabi olan tahvillere göre daha yüksek vergi kurallarına sahip tahviller için daha yüksek faiz oranları talep etmektedir.

3.1.6. Faiz Oranlarının Vade Yapısı

Hubbard ve O'Brien (2011) tarafından belirtildiği üzere, farklı faiz oranı şekillerini açıklamak için başka bir kavram da faiz oranlarının vade yapısıdır. Bu teori, temerrüt riski, likidite riski ve vergi uygulamaları gibi benzer özelliklere sahip ancak vadeleri farklı olan tahvil faiz oranları arasındaki ilişkiyle ilgilidir. Asıl mesele, farklı vadelere sahip tahvillerin neden farklı faiz oranlarına sahip olduğu sorusuna cevap vermektir. Bu ilişkiyi analiz etmenin en kolay yolu, Hazine bonolarının özelliklerinin ancak vadelerinin sabit tutulduğu getiri eğrisini kullanmaktır.

Brigham ve Ehrhardt(2013)'ın işaret ettiği gibi, belirli bir tarih için farklı vadelere sahip bir dizi faiz oranı çizilerek bir getiri eğrisi oluşturulur. Jordan ve Miller (2009), literatürde faiz oranlarının vade yapısı ve getiri eğrisi kavramlarının birbirinin yerine kullanıldığını, ancak bunların aynısı olmadığını iddia etmektedir. Aslında, vade yapısı çerçevesi, vade ile temerrütsüz Hazine bonosu getirileri arasındaki ilişkiyle

ilgilidir. Ancak getiri eğrisi, Hazine tahvilinin kupon ödemesi teklifiyle ilgilidir. Dolayısıyla, vade yapısı çerçevesinin temerrütsüz, yani saf iskontolu menkul kıymetlere dayandığı, getiri eğrisinin ise kupon Hazine bonolarına dayandığı söylenebilir.

3.1.6.1. Tarafsız Beklentiler Teorisi

Hubbard ve O'Brien (2011) tarafsız (saf) beklentiler teorisinin, faiz oranlarının terim yapısını anlamak için temel oluşturduğunu belirtmektedir. Bu teori menkul kıymetlerin uzun vadeli faiz oranının (spot oran), yatırımcıların uzun vadeli yatırım ufku boyunca kısa vadeli menkul kıymetlerde bekledikleri faiz oranlarının (vadeli oranlar veya beklenen gelecekteki spot faiz oranları) aritmetik ortalamasına eşit olduğunu savunmaktadır. Kidwell ve vd. (2016), Hazine menkul kıymetleri getiri eğrisinin eğimi, piyasanın inancına göre (yatırımcıların beklentileri) gelecekte beklenen kısa vadeli faiz oranlarındaki hareketle belirlendiğini savunmaktadır.

Hubbard ve O'Brien (2011) tarafından belirtildiğine göre, bu teorinin arkasında iki ana varsayım vardır: (I) yatırımcılar aynı homojen beklentilere sahiptir, kâr maksimize edicilerdir ve risk nötrdür. (II) Yatırımcılar, menkul kıymetleri, eşit bir beklenen getiri sunmaları koşuluyla, birbirleri için mükemmel ikame olarak görürler.

3.1.6.2. Pazar Bölümleme Teorisi

Hubbard ve O'Brien (2011) 'in işaret ettiği gibi bu teori iki önemli gözlemi belirleyerek saf beklenti teorisinin zayıf yönlerini ele almaktadır. Her şeyden önce teori, yatırımcıların homojen beklentilere sahip olmadığını varsaymaktadır. İkinci olarak vadesi farklı olan tahviller, yatırımcılar tarafından birbirlerinin yerine mükemmel bir ikame olarak görülmemektedir.

Farklı vadeli tahviller için borç piyasaları, yatırımcıların (bireyler ve finansal kurumlar) tercihlerine veya yatırım için mevcut olan borç araçlarına göre tamamen bölümlere ayrılmaktadır (Jordan ve Miller, 2009). Bu nedenle her belirli vade için spot oranların getiri eğrisi, belirli segmentin vadesi olan farklı tahvil arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. Saunders ve Cornett (2014), kısa vadeli borç

piyasalarının kısa vadeli yükümlülükleri nedeniyle ticari bankalar tarafından tercih edildiğini ileri sürmektedir. Benzer şekilde, uzun vadeli borç piyasaları, sözleşmeden doğan yükümlülüklerinin uzun vadeli olması nedeniyle sigorta şirketleri ve emeklilik fonları tarafından büyük ölçüde tercih edilmektedir. Teorinin en kısıtlayıcı biçimine göre, belirli bir yetkinliğe sahip bireyler ve finansal kurumlar, kendilerine pazarlarını terk etmeleri için yeterli bir ödül teklif edilmedikçe farklı bir segmente girmezler. Buna göre, her vadeye karşılık gelen spot faizler veya getiri eğrisi, tamamen arz ve talep koşullarından etkilenmektedir.

3.1.6.3. Likidite Primi (Tercih Edilen Habitat) Teorisi

Bu teori doğrultusunda Hubbard ve O'Brien (2011), vadelere göre farklı vadeli borç piyasalarının yatırımcılar tarafından ikame olarak kabul edildiğini ileri sürmekte ancak bunun mükemmel ikameler olmadığını ifade etmektedirler. Bu nedenle, belirli bir vadenin beklenen getirisi, farklı vadelerin spot faiz oranından etkilenecektir. Saunders ve Cornett (2014), bu teorinin, uzun vadeli menkul kıymetlerin ek risk primi açısından daha yüksek beklenen getiri sundukları sürece elde tutulacağını ifade etmektedirler. Kısa vadeli tahviller uygulamada daha fazla likiditeye ve daha az fiyat riskine sahip olduğundan, borçlular, borç verenleri uzun süre fon sağlamaya teşvik etmek için bir risk (vadeli) primi ödemelidir. Borç verenler yeterli oranlarla tazmin edilirse,

bölümleme teorisinde mümkün olmayan belirli vade bölümlerini bırakmayı tercih edebileceklerdir. Yatırımcılar (borç verenler) uzun vadeli menkul kıymetleri tutmak için risk primi adı verilen bir tazminatla teşvik edilmektedirler. Bu nedenle, teori, uzun vadeli spot faiz oranlarının, uzun vadeli tahvillerin zaman ufku boyunca kısa vadeli spot faiz oranlarının ve vadeli faiz oranlarının (yani gelecekteki beklenen spot faiz oranlarının) geometrik ortalamalarına ve artı bir riske (likidite) eşit olması durumunda geçerlidir.

3.1.7. ENFLASYON VE FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkinin belirli bir ekonominin genel davranışı üzerindeki etkisi ekonomide merak edilen konulardan biridir. Ayub vd. (2014, s. 51), Fisher hipotezini takiben, dünyadaki herhangi bir ekonomide enflasyon ile faiz oranı arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne sürmektedir. Bu kavram, borçlularda ve alacaklılarda olduğu gibi, her iki değişkenin de bir ekonominin hem arz hem de talep tarafını etkileyen para güdümlü değişkenler olduğu anlayışına dayanmaktadır (Semuel ve Nurina, 2015 s. 4).

Faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişki, makro iktisat literatüründe en çok tartışılan konulardan biridir. Merkez bankaları para otoriteleri olarak para arzını etki edip faiz oranlarını değiştirme gücüne sahiptir. Faiz oranlarındaki değişimler ise, parasal aktarım mekanizması yoluyla hem döviz kurlarını hem de enflasyonu etkileyebilir. Örneğin, açık bir ekonomide, mükemmel sermaye hareketliliği varsayımı altında, yurtiçi faiz oranlarındaki bir artış, borç verenler için iç ve dış faiz oranı farklarından daha yüksek getiri elde etme fırsatı sağlar. Böylelikle yabancı sermaye giriş ve çıkışları için cazip bir ortam yaratır. Yabancı sermaye akışı, ulusal paranın değerlenmesine yol açmakta, döviz kurunun yükselmesi için baskı oluşturmaktadır bunun tersi de geçerlidir. Tabii ki, faiz oranlarının döviz kurları üzerindeki oynaklık etkilerinin, Türkiye ile dünyanın geri kalanı arasında enflasyon oranlarında bir farklılık olması durumunda bir dereceye kadar hafifletilebilmesi muhtemeldir. Teorik olarak faiz oranlarının enflasyonu etkilemesi beklenmektedir. Faiz ile enflasyon arasındaki ilişki incelenirken enflasyon ölçüsü olarak nihai mal ve hizmet fiyatlarındaki artışı gösteren TÜFE'nin kullanılması mümkündür.

4. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI VE FAİZ-ENFLASYON İLİŞKİSİ: AMPRİK ANALİZ (2001-18)

4.1. PARA POLİTİKASININ TANIMI

Para politikası, hükümetin ekonominin genel likiditesini düzenlemek ve ekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla hem para hem de krediyi ayarlama ve kontrol altında tutma uygulamasıdır. Para Politikası, toplam talebin büyüme oranını, para arzını ve

nihayetinde fiyat enflasyonunu etkilemek için baz faiz oranındaki değişiklikleri içermektedir. Para politikası bileşenleri, para politikasının araçları, aktarım kanalları ve hedefleri ile bunlar üzerindeki etkilerinin toplamından oluşmaktadır. Para politikasını tesbit edip yöneten ve para otoritesini temsil eden Merkez Bankasıdır. Para politikası, genel fiyat seviyesinin, faiz oranlarının istikrar kazanmasını sağlamaktadır (Öner, 2015, 5). Daha geniş anlamda, para politikası, bir ülkenin hükümetinin, merkez bankasının veya parasal otoritesinin, para arzını, para mevcudiyetini ve para maliyetini veya faiz oranını kontrol ederek sürdürülebilir büyüme-istihdam ve fiyat istikrarına yönelik bir dizi hedefe ulaşmak için kullandığı süreçtir.

4.2. PARA POLİTİKASININ HEDEFLERİ

Para politikası, bir ekonomideki faiz oranları, diğer bir ifadeyle paranın ödünç alınabileceği fiyat ile toplam para arzı arasındaki ilişkiye dayanmaktadır. Para politikasında, ekonomik büyüme, enflasyon, diğer para birimleriyle döviz kurları ve işsizlik gibi sonuçları etkilemek için bunlardan birini veya her ikisini kontrol etmek için çeşitli araçlar kullanılmaktadır (Özatay, 2012,52)

Merkez bankası, parasal göstergelerde istikrar sağlamak için para politikası hedeflerini belirlemeye çalışmaktadır. Banka ve finansal kurumların işleyişine müdahaleye destek olacak araçları seçerek, kredi hacmine göre para arzı kontrolünü sağlamak, merkez bankasının en önemli görevlerinden kabul edilmektedir. Para politikası, ekonomik hedeflere ulaşmanın araçlarından biri olarak gerçek nakit kaynaklarını finanse etmek için projeleri artırarak hedeflerine ulaşabilmektedir. Para politikası hedefleri, yüksek

gelirli gelişmiş ülkelerdeki hedefler gelişmekte olan ülkelerdeki hedeflerden farklı olmasından dolayı ekonomiden ekonomiye farklılık göstermektedir (Mishkin, 2004, 56).

4.2.1. Gelişmiş Ülkelerde Para Politikasının Hedefleri

Para politikasının gelişmiş ülkelerde ulaşmak istediği en önemli hedefleri aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Akçay, 1997, 27):

- Optimum ve tam kullanım düzeyinde üretim hacmi elde etmek ve sürdürmek,
- Fiyat istikrarını sağlamak,
- Dış dengenin sağlanması amacıyla ulusal para biriminin değerine döviz kurunun kullanım düzeyinde istikrar kazandırmak.

  Bütün bu hedefler ekonomide iç ve dış dengenin sağlanması şeklinde özetlenebilir.

Gelişmiş ekonomilerdeki birçok iktisatçı, para politikasının ekonomik faaliyetin istikrarını sağlamada başarılı olabileceğine inanılmaktadır. Ancak bazı iktisatçılar para politikasının yalnızca sabit fiyatlar düzeyinde dalgalanmalar oluşturmasını hedeflemesi gerektiğini savunurken diğerleri bu politikanın para için güvene dayalı ve spekülatif kullanım arasında ayrım yapması gerektiğini düşünmektedir.

4.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikasının Hedefleri

Ekonomi politikasının (para politikası dahil) temel hedefi, sürekli büyümenin ve tam istihdam sağlanması gibi makro ekonomik hedeflere ulaşmaktır. Az gelişmiş ekonomilerde, ekonomik gelişmenin finansmanında finansal kaynakların eksikliği, ekonominin yapısındaki dengesizlik, mevcut bankacılık sisteminin geri kalmışlığı, para politikasının işlevinin sınırlı olması ekonomik hedeflere ulaşmada zorluk çıkarmaktadır. Para politikasının uygun stratejilere sahip olması ve faaliyetlerini ekonomik kalkınma hedefleri ve toplumun diğer hedefleriyle uyumlu hale getirilmesi gerekmektedir. Bu ülkelerin gelişmelerini desteklemek amacıyla, bu bankacılık kredi ve sistemlerini geliştirmek, ekonomik ve sosyal kalkınma ihtiyaçlarına uygun stratejilerin tanımlanması ve faaliyetlerini ekonomik kalkınma hedefleri ve toplumun diğer hedefleriyle uyumlu hale getirmekle mümkündür. Bu nedenle, yeterli gelişmeyi sağlamak için aşağıdaki ilkelerin uygulanması gerekmektedir (Akçay, 1997, 3):

- Merkez bankasının, devlet desteği faaliyetlerini izlemesine yönelik hükümlerin olması, bankalar ve finans kuruluşlarının kredi imkânlarının büyüklüğü ve süresi bakımından uygun şartların oluşturulması,
- Makul seviyede tasarruf sağlamak ve istenen yatırımlar ile ilgili tasarrufları hedeflemek ve bu konuyla ilgili tüm bölgelerde faaliyet gösteren kurumların farklı tür ve seviyelerde faaliyetleri olması,
- Gelişim sürecini ve kaynakların toplumdaki dağılımını etkileyen para birimi dengesizliklerinin oluşmasını önlemek amacıyla, ekonomik koşullara uygun para politikaları, kalkınma planları ve programları izlenmesi.

4.2.3. Para Politikasının Genel Hedefleri

Para politikası, Merkez Bankalarının genel ekonomik politika hedeflerine (fiyat istikrarı, finansal sistemin işleyişi ve sürdürülebilir ekonomik büyüme) uygun olarak para arzı ve faiz oranları gibi çeşitli politika araçlarını kullanarak yeniden yönlendirme çabalarıdır.

4.2.3.1. Fiyat İstikrarı ve Para Birimin Değerinde İstikrar Sağlama

Fiyat istikrarının sağlanması, ekonomik faaliyet göstergelerini etkileyen en önemli faktörlerden biridir. Ana ekonomik fiyat seviyesindeki önemli değişiklikler, parasal değeri olumsuz etkilemektedir. Bu da gelir ve refah düzeyleri üzerindeki etkileri ve ekonomik kaynakların etkin dağılımı ve ekonomik performans için önemlidir (Bozkurt, 2006, 63).

Nakit emisyonu ile üretim oranı arasında bir denge sağlayarak bugünkü değeri stabilize etmek istikrarı sağlamaktadır. Para arzında bir artışa dolayısıyla aralarında oluşan dengesizlik genel fiyatlar seviyesinde bir artışa neden olmaktadır. Enflasyonun meydana gelmesi, gelirin yeniden dağılımına yol açtığı için tüm ekonomik değişkenleri etkilemektedir (Sugözü ve Yiyit, 2010, 370).

Para politikası fiyat istikrarını sağlayarak, para biriminin istikrarını sağlamış olmaktadır. Genel fiyat seviyesindeki bir değişiklik, yerel düzeyde ulusal para

biriminin değerinde bir değişikliğe neden olmaktadır. Bu nedenle fiyat istikrarınını tehdit eden enflasyonist baskıları kontrol altına almak için uygun para politikası önlemlerine başvurulmaktadır. Serbest ekonomik sisteme sahip ülkelerde yüksek olmayan makul düzeydeki fiyat artışları ekonomik aktiviteyi genişletmeye ve artırmaya yardımcı oldukları için, ekonomik açıdan faydalı kabul edilmektedir (White, 2006, 117). Fiyat artışlarının çok düşük olması ekonomilerin durgunlaşmasına neden olan bir faktördür. Fiyatlardaki yıllık % 6-7'yi geçmeyen artış oranı ılımlı (sürüren) enflasyon durumu iş yapanları teşvik edici kârı oluşturmaktadır.

4.2.3.2. Ekonomi için Yüksek Bir Büyüme Oranına Ulaşmak

Klasik teori, ekonomik büyüme hedefine ulaşmanın tam istihdam hedefine ulaşmayı içerdiğini savunmakta, ekonomik büyümeye ulaşmada para politikasının rolü olduğunu ileri sürmektedir. Ekonomik büyüme, üretim ve gelirdeki artışla birlikte para dolaşımının sürekli artmasını gerektirmekte, bu da tahvil satarak para miktarını azaltarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilmektedir. Böylece, ekonomik büyümenin talepleriyle orantılı olarak düşük oranlarda para miktarını artırmaktır.

Üreticiler, fiyat artışlarının üretim hacmini ve kârlarını artırmaya teşvik ettiğinden fiyatların yükselmesinden büyük kârlar elde etmektedirler. Yeni fiyat artışlarından önce depolanan malları, sürekli fiyat artışlarının olduğu zamanlarda sattıklarında ek kârlar sağlamaktadırlar. Bundan dolayı para arzında mutlak istikrarın sağlanması yeterli olmaktadır. Fiyat düzeyi ve bu düzeyi sağlamaya yönelik ekonomik ve parasal politika ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklı olabilmektedir.

4.2.3.3. Ödemeler Bilançosu Sağlanması

Bazı ekonomistler, para otoritelerinin dengesizlik için düzeltici önlemler alması gerektiğine inanmaktadırlar. Dış krediler için, dalgalı döviz kuru sistemi daha uygundur. Para politikasının, bankaların kurulması yoluyla ödemeler dengesi açığının azaltılmasında rolü vardır. Faiz oranını düşürmek ve kredi hacmini artırmak, yatırımı teşvik edecek ve istihdam olanaklarını artıracaktır. Esas amaç, ihraç edilen malların

verimliliğini artırmak ve uluslararası rekabet güçlerini artırmaktır. Bu durum ihracat miktarını, ulusal ekonomik ve sosyal kalkınmada kullanılan yabancı para birimlerinin hacmini arttırmaktadır. Tüm bunlar ödemeler dengesi pozisyonu ile ilişkilidir (Aydın, 2017, 31).

Ülkelerin mal ve hizmet fiyatlarındaki artış, ihracat hacminde düşüşe ve ithalat hacminde artışa neden olmaktadır. Bu ise dış ticaret açığının büyümesine ve ödemeler dengesinde açığa yol açmaktadır.

4.2.3.4. Tam İstihdam

Para politikasının izlediği amaçlardan biri, istihdam hedefidir. Ekonomik faaliyetin, doğal kaynakların ve insan kaynaklarının mümkün olan en yüksek istihdam seviyesinde tüm önlemlerin alınması gerekmektedir. Bu durum, aynı zamanda enflasyonun yayılmasına yol açmaktadır. Para politikası, iş yaratmada ve işsizliğin azaltılmasında önemli bir rol oynayabilir. Ayrıca, para politikası sayesinde para arzı artırılmakta, faiz oranları düşürülerek yatırımlar artırılmakta ve işsizlik düşürülebilmektedir.

Merkez bankaları, faiz oranlarını ayarlayarak sektörü yumuşatmayı ve büyüme ile istihdamı dengelemeyi hedeflemektedirler. Temel fikir, teknoloji, sermaye stoğu büyüklüğü ve çalışabilecek insan sayısı gibi farklı girdilere bağlı olan potansiyel çıktı adı verilen uzun vadeli sürdürülebilir bir üretim seviyesinin olmasıdır. Bu girdilerdeki büyüme, sürdürülebilir büyümeye yol açmaktadır. Örneğin, durgunluklar sırasında ekonomi yavaşlar, gelirler azalır ve işsizlik artar. Merkez bankaları, faiz oranlarını indirerek bu tür düşüşleri hafifletmeyi hedeflerler (Cecchetti, 2006, 359).

Üretimi artırmak amacına yönelik uygulanan para politikası istihdamı artırmaktadır. Üretimi artırmak ise tasarruf ve yatırımların artmasını sağlayan para politikası uygulamaları yoluylas ağlanabilir.

4.3. İktisat Teorilerinin Para Politikasına İlişkin Görüşleri

Büyük ekonomik krizlerin öncesinde yaşanan uzun bir deneyim süreci, kriz sonrası ekonomik istikrarı sağlamak için uygulanacak para politiklarının bilirlenmesine ve bu yönden arayışlara neden olmuştur. Bu politika önerileri iktisadî teorilere göre farklılık oluşturabilmektedir.

4.3.1. Klasik İktisat Teorisine Göre Para Politikası

Klasik analiz, değer teorisi ile para teorisi arasındaki geleneksel ayrıma dayanmaktadır. İlki nispi fiyatlar ile ilgilidir, ikincisi ise genel fiyat seviyesi veya paranın değeri ile ilgilidir. Klasikler analiz, "Her arz kendi telebini oluşturur" görüşünü ifade eden Say Kanuna dayandırmaktadır. Klasik iktisat teorisinde para politikasina ilişkin bir dizi varsayım geçerlidir.

4.3.1.1. Mal Üretim Hacmi Tam İstihdamda Sabitlenmiştir

Klasik teori, ekonomide tam istihdam olduğundan para politikası uygulamasında para arzının artışının reel ekonomi üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını, tarafsız bir rolünün olduğunu savunmaktadır. Bu nedenle para, bir peçe (örtü) gibidir, sadece mübadelede kulanılan bir araçtır. Klasik analiz, teorik olarak bilinen Say Kanuna dayanmaktadır. Her arzın kendisine eşit talep oluşturduğu bu yasanın anlamı üretim faktörlerinin üretimde kulanılmasının karşılığında elde ettiği gelirin üretimi satın almak için tekrar kulanılması üretime eşit bir harcama oluşturmaktadır. Toplam arz her zaman toplam talebe eşittir. Toplam talep ve toplam arz arasındaki eşitsizlikler geçicidir ve ekonomide denge ücretlerin ve fiyatların esnekliği ile sağlanmaktadır (Cengiz, 2008, 117).

4.3.1.2. Genel Fiyat Seviyesindeki Değişimin Para Arzındaki Değişimle Korelasyonu

Para miktarındaki değişiklikler, eşit oranda fiyat artışına yansımaktadır. Para miktarında bir azalma olduğunda, genel fiyat seviyesi eşit oranda düşmektedir. Tam

istihdamda, üretim hacmi ve paranın sabit dolaşım hızı söz konusudur (Aktan, 2010, 175).

4.3.1.3. Paranın Dolaşım Hızı Sabittir

Para dolaşım hızı, her bir para biriminin ortalama olarak kaç kez el değiştirdiğini göstermektedir. Paranın dolaşım hızını etkileyen alışkanlıklar, nüfus yoğunluğunun derecesi de dahil olmak üzere birçok faktördeki değişim, kısa vadede gerçekleşmeyeceği için paranın dolaşım hızı istikrarlıdır (Aktan, 2010, 175).

Bütün bunlardan, klasiklerin maliye politikası olmaksızın para politikasına yoğun ilgi gösterdiği görülebilmektedir. Depresyon veya enflasyonda, tek başına para politikasının dengesizliklerin çoğunu ortadan kaldırmak ve parasal istikrarı sağlamak için yeterli olduğu düşünelebilmektedir. Bir durgunluk durumunda para otoriteleri, ucuz (gevşek) para politikası yoluyla, para arzındaki artış, talepte canlanmaya yol açmakta bu da genel fiyat seviyesinde iyileşme ve yükselme sağlamaktadırlar. Enflasyon ve yükselen fiyatlar durumunda, pahalı (sıkı) bir para politikasına başvurulabilir. Para arzı düşürüldüğünde, dolayısıyla talep de fiyatlar da düşmektedir (Aktan, 2010, 171).

4.3.2. Keynesyen İktisat Teorisine Göre Para Politikası

1929-1933 küresel depresyon krizi, klasik teorinin krizi ele almadaki yetersizliğini kanıtlayarak aşağıdaki varsayım ve ilkelere dayanan Keynesyen teorinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Aydın, 2013, 85-95):

- Kısa vadeli veri analizi,
- Talep arzı yaratır,
- Eksik rekabet koşullarının geçerli olmasından dolayı, pazara giriş çıkışın serbest olmadığı ve şeffaflık sağlanamadığı için rekabetin mükemmel olmadığı anlaşılmıştır,
- Keynes'in analizine göre para, sadece faiz getiri sağlayan finansal varlıklara (tahvil) bir alternatiftir. Parasal ve reel kesin arasında ayrım yoktur,

- Keynes’in analizi, yatırımlar, tasarruflar ve toplam talep ve toplam arz gibi verilerden oluşan bütünsel bir analiz olarak görülmektedir,
- Keynes ekonomide, işsizlik sorununun uzun bir süre kalıcı (klasik iktisatın aksine) olabileceğine inanmaktadır. Ekonomideki dengesizlikleri gidermek için, devlet müdahalesine gerek olduğunu savunmaktadır,
- Keynes, gelir ve gider arasında ekonomik dengenin olduğunu savunmaktadır. Mal piyasası ve para piyasasının dengesi, para piyasası dengesi para arzının para talebine eşit olduğunda sağlanmaktadır. Mal piyasasının dengesi de tasarruf yatırım eşitliği ile sağlanmaktadır.

Ekonomide bir durgunluk durumunda, devletin talebi teşvik etmek için harcamaları artırması bütçe açığını oluşturmaktadır. Tüketim ve gelir vergilerini düşürerek, dolaylı bir şekilde tüketim ve yatırım harcamalarında toplam talebi arttırılabilmektedir. Bu burumda ortaya çıkan bütçe açığı, para basımı yolu para miktarında artış ile finanse edilebilmektedir.

Keynes'e göre para arzındaki artış, esasen genel fiyat seviyesini belirlemektedir. Eksik istihdam durumunda, para arz artışı fiyat seviyesini etkilemez. Gelir artarken fiyat seviyesi aynı kalmakta ve tam istihdam durumuna yaklaştıkça para arz artışı ile birlikte fiyat seviyesi de artmaktadır. Ekonomi tam istihdam durumuna ulaştığında para miktarının artırılması sadece fiyat seviyesinin yükselmesine (enflasyona) neden olmakta, gelir ve istihdam seviyesinde bir değişme olmamaktadır. Tam istihdam seviyesinden önce para miktarındaki artış, faiz oranında düşüşe ve yatırımlarda artışa neden olarak milli gelir ve istihdam seviyesini yükseltmektedir (Aydın, 2013, 101).

Enflasyon durumunda, Keynes toplam talebi kısmak amacıyla harcamaları azaltmayı önermektedir. Bu sayede Keynes'in para politikasına kıyasla maliye politikasına daha fazla önem verdiği anlaşılmaktadır. Keynesyen iktisadî klasik teoriden ayıran şey birinci önceliğin istihdam olmasıdır.

4.3.3. Monetarist İktisat Teorisine Göre Para Politikası

Monetarist iktisat teorisine göre, ekonomide istikrarsızlıkların kaynağı para arzındaki istikrarsızlıklardır. Para arzındaki aşırı fazlalalık ya da yetersizlik, ekonomide

istikrarsızlıklara yol açmaktadır. Para arzı ekonominin ihtiyaçlarına göre ayarlandığı zaman para, ekonomik dengesizlikleri iyileştirebilir ve ekonomik istikrara yol açabilmektedir. Friedman'a göre, Amerika'daki ekonomik dalgalanmalara her zaman para miktarındaki dalgalanmalar eşlik etmiştir. Fiyat seviyesi, para arz ve para talebi tarafından belirlenmektedir. Para talebini etkileyen faktörler, bireylerin tüm

varlıklarını kapsayan servet unsunlarından oluşmaktadır. Para talebi, servetin bir fonksiyonudur. Servet; para, tahvil, hisse senedi, mal varlığı gibi aktif türleri yanında bireylerin nitelikleri, eğitim ve beceri düzeylerinden oluşan beşeri sermayeyi de içermektedir. Beşeri sermaye de diğer servet unsunları gibi beşeri sermaye sahibi olanlar için gelir kaynağı olmaktadır. Servetin değerine, sürekli gelir denmektedir. Friedman para talebini beliryelen unsurlar arasında sürekli gelirin yanında, elde para tutmanın alternatif maliyeti olarak düşünülen çeşitli menkul değerlerin getiri oranlarını, beşeri serveti ve enflasyon oranını saymaktadır (Friedman, 1980, 203). Bu aşağıdaki şekilde formülleştirilebilir:

$$\mathbf{M = f\ (w.y.p.ro.ra.1/p.h/k.v\ )}$$

M: Toplam Para Arzı

f: Genel Fiyat Düzeyi

w: Servet

y: Gelir

p: Genel fıyat seviyesi

ro: Faiz oranı

ra: Temettüler

1/p: Doğal varlık getirileri

h/k : Getiri oranı

v: Değer

Friedman'ın para talebi, tüketici davranışıyla ilgili davranışsal bir işleve sahiptir. Para arzına gelince, Keynes para arzındaki artışın faiz oranlarında düşüşe yol açtığını düşünürken, Friedman faiz oranlarının iki yönde hareket ettiğini düşünmektedir:

- **Likidite etkisi:** Para arzının artması, faiz oranının düşmesine neden olmaktadır.
- **Üretimin etkisi:** Faiz oranındaki düşüş talep ve üretimde artış ile birlikte faiz oranının tekrar yükselmesine neden olmaktadır.

Para arzı artışı, talepte sürekli bir artışa yol açtığı için enflasyon beklentileri yükselmekte ve faiz oranında bir artışa neden olmaktadır. Bu nedenle monetarizm, faiz

oranlarını istenilen yönde yönetebilmek için para arzını kontrol etmek gerektiğini belirtmektedir. Para miktarını etkilemek için, para politikasına ek olarak, çeşitli vergi politikası veya kamu kredileri araçlarıyla maliye politikası kullanılabilmektedir.

4.4. Enflasyonla Mücadelede Para Politikasının Rolü ve Araçları

Merkez bankalarının temel amacı düşük ve istikrarlı enflasyondur. Ancak birlikte merkez bankaları, faiz oranları ve zorunlu karşılık ihtiyaçları gibi ellerinde bulunan araçlarla enflasyonu doğrudan kontrol edemezler. Bunun yerine, para politikasının ekonomideki fiyatları ve üretimi etkilediği çeşitli kanalları - aktarım mekanizmasını – dikkate almaları gerekir. Bir ekonomide enflasyon ancak para miktarındaki artışlar sayesinde varlığını sürdürebilir. Bu nedenle, aktarım mekanizmasının değerlendirilmesinde doğal bir başlangıç noktası, para arzının rolüdür (Hoggarth, 1996, 9).

Para politikası, ekonomide ve tarih boyunca enflasyonu kontrol altına almak için benimsenen, enflasyonla mücadele açısından iktisat teorisi tarafından vurgulanan en önemli yöntemlerden biridir. Buna karşılık para politikasının, ekonomik dengenin sağlanmasında sınırlı bir role sahip olduğu kabul edilmektedir. Tam istihdam durumundaki bir ekonomide doğrudan ya da dolaylı olarak herhangi bir ekonomik birimin gelirlerini etkilemek için uygulanacak para politikası sonucu sâdece genel fiyat seviyesi yükselir, gelir değişmez. Bu da üretim maliyetlerini ve miktarını etkileyeceği gibi tüketicilerin tercihlerini, satın alma gücünü de etkileyecektir (Arıcan ve Okay, 2014, 8).

Merkez bankalarının, politika araçlarını enflasyonu kontrol etmek için benimsedikleri iki strateji vardır (Hoggarth, 1996, 16):

1. Politikanın, dolaylı olarak belirli bir parasal toplamdaki büyüme veya döviz kuru gibi bir ara hedefe dayandırılması. Burada merkez bankası, para / kredi büyümesini veya döviz kurunu hedeflenen düzeye doğru yönlendirmek için politika aracını değiştirmektedir. Paranın miktar teorisinin önerdiği ara hedef ile gelecekteki enflasyon arasında öngörülebilir bir ilişki olduğu zımnen varsayılır. Enflasyon için nihai hedef genellikle "düşük enflasyon" gibi genel terimlerle ifade edilmektedir.

2. Politikanın, doğrudan açık bir nihai enflasyon hedefine dayandırılması. Para politikasındaki değişiklikler ile bunun enflasyon üzerindeki etkisi arasındaki gecikmeye izin vermek için genellikle gelecekteki enflasyon için bir hedef belirlenir. Burada politika, tek bir ekonomi yerine ekonominin hem arz hem de talep tarafında çoklu ara değişkenler temelinde değiştirilir. Örneğin, varlık fiyatları, enflasyon beklentileri, reel çıktı, kredi büyümesi, maliye politikası ve ücret maliyetlerinin tümü, para artışı ve döviz kuru gibi izlenebilir. Faiz oranları, gelecekteki enflasyonun hedefin üzerinde olacağı tahmin edildiğinde artırılır ve enflasyonun hedefin altında olacağı tahmin edildiğinde düşürülür.

4.4.1. Zorunlu Karşılık Oranı

Yasal rezerv, ticari bankaların Merkez Bankasındaki mevduatlarının belirli bir yüzdesini likit olarak tutmalarını zorunlu kılmaktadır. Zorunlu asgari karşılık oranındaki değişiklik, bankalar tarafından verilen kredi hacmini ticari olarak etkilemek için kullanılmaktadır. Amerika Birleşik Devletleri, 1933 yılında zorunlu rezerv enstrümanını dünyanın geri kalanına genişletmek amacıyla getiren ilk ülkedir (Gray, 2011, 8).

Zorunlu karşılık oranları TCMB için önemli para politikası araçları arasındadır. TCMB, 2010 yılının son çeyreğinde yürürlüğe giren yeni stratejiye paralel olarak makro finansal risklerin olumlu enflasyon görünümü çerçevesinde azaltılmasına yönelik yeni bir politika çerçevesi geliştirmiştir. Bu çerçevede, geleneksel bir haftalık repo ihale faiz oranına ek olarak, zorunlu karşılık oranları aktif bir araç olarak uygulamaya konulmuştur.

Zorunlu karşılıklara tabi yükümlülükler, iki haftada bir cuma günü hesaplanmakta ve bankaların muhasebe standartları ve kayıtları dikkate alınarak yurt dışı şubelerin yükümlülükleri ve Merkez Bankası, Hazine Müsteşarlığı, yurt içi bankalara olan yükümlülükler hariç olmak üzere aşağıdaki bilanço kalemlerinden oluşmaktadır (TCMB, 2021)

a) Mevduat / katılım fonu (Mevduatın Vade ve Türlerine İlişkin Tebliğ (2007/1) ve 3/2/2007 tarihli ve 26423 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan (No: 2007/1) ve resmi kurumlardan temin edilenler hariç) Kamu Hazinesine İlişkin Yönetmelik, 7/3/2019 tarihli ve 810 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile yürürlüğe girmiştir.

b) Repo işlemlerinden sağlanan fonlar (Borsa İstanbul piyasalarından sağlananlar hariç).

c) Alınan krediler (Hazine garantili krediler hariç).

d) İhraç edilen menkul kıymetler (net).

e) Özkaynak hesaplamasında dikkate alınmayan sermaye benzeri borç.

f) Yurtdışındaki merkeze olan borçlar (net).

g) Kredi kartı işlemlerinden dolayı sözleşmeli üye işyerlerine olan borç.

h) Yatırım bankalarının borçlu fonları.

Rezerv gereksinimleri, parasal kontrol amacıyla da kullanılabilmekte ve iş döngüsü boyunca para politikasına benzer şekilde ayarlanabilmektedir.

4.4.2. Reeskont Oranı

Bu oran, merkez bankasının yeniden kesinti karşılığında veya ticari senet karşılığında aldığı faiz oranıdır. Ticari bankalar tarafından indirim olarak sunulmakta ve banka faiz oranı olarak da bilinmektedir. Bu nedenle, merkez bankaları istedikleri durumda, para arzını artırma etkisine başvurmaktadırlar. Finansal piyasalarda daha yüksek faiz oranlarına yol açan ve dolayısıyla borçlanmayı caydıran iskonto oranı, kredi hacmi arttıkça düşmektedir. İskonto oranlarının değiştirilmesi, yatırım ve faiz oranı arasındaki ters ilişkinin sonucu olarak yatırımın büyüklüğünü etkileyen faiz

oranlarını etkilemektedir. Bankalar enflasyonist koşullarla baş edebilmek için kredi verme kabiliyetini sınırlamaktadır. Hedeflerine ulaşmak için gereken iskonto oranı, piyasadaki faiz oranlarını ne kadar etkilediğine bağlıdır. Faiz oranları, kredi hacmini doğrudan etkileyen bir faktördür. Bir durgunluk döneminde, merkez bankaları daha düşük faiz oranları ile iskonto oranını düşürmektedir (Alexander vd., 1995, 23).

4.4.3. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, merkez bankasının finansal veya nakit piyasasını satıcı olarak kullanabileceği anlamına gelmektedir. Yatırımcılar, menkul kıymet, altın ve yabancı para birimlerinin yanı sıra devlet tahvili ve hazine bonosu ile likidite pompalamakta veya farklı şekillerde faiz oranlarının düşürülmesine veya yükseltilmesine de yardımcı olmaktadır. Para otoriteleri için bu süreç, faiz oranlarının ortaya çıktığı yönde gelişme gösterir ve aracı kullanmak, nakit hacmini değiştirmekte ve ticari bankaların kredi yaratma kabiliyetini etkilemektedir. İktisadî terminoloji bakımından, devlet tahvilleri, hazine bonoları, altın ve hisse senetleri dolaşımdaki nakit miktarının artmasına neden olmaktadır. Bu aracı kullanmak dolaşımdaki nakit hacmini değiştirmekte ve ticari bankaların para yaratma kabiliyetini de etkilemektedir. Ticari bankaların satın alma durumunda ki kredi yaratma kabiliyeti artmakta, satış durumunda da önemli ölçüde azalmaktadır. Alım satım işlemlerinin ticari bankalara veya kamuya yapılması ve böylece merkez bankasının çek düzenlemesi onların lehine olup, menkul kıymetlerin değeri satın alındığında ticari bankalardaki hesaplarına yatırılmaktadır. Açık Piyasa İşlemleri, bankanın ekonomideki likiditeyi yönetmek için kullanılan araçlardan biridir. Açık Piyasa İşlemleri aracılığıyla, likidite koşullarını etkilemek için piyasada borçlanma senetleri alınıp satılmaktadır (Alexander vd., 1995, 57).

Kamu, ticari bankalar nezdindeki hesaplarından çekleri merkez bankası lehine yazmaktadır. Ekonominin enflasyon olgusundan muzdarip olması durumunda merkez bankası devreye girmekte ve sahip olduğu menkul kıymetleri sunmaktadır. Finansal olarak satılmak ve daha sonra bu menkul kıymetlerin bankalar tarafından satın alınması sonucunda para kütlesinden fazlalığı absorbe etmek nakite alternatif

olmaktadır. Likidite hacminin azalmasıyla, ticari bankaların kredi verme kabiliyetleri azalmaktadır. Tam tersi, ekonomi deflasyondan zarar görmesi durumunda merkez bankası piyasaya likidite sağlamak için müdahale etmektedir (Arabacı, 2016, 44).

4.4.4. Kredi Tavanı

Para otoritelerinin, önceden verilmiş krediler için geliştirme sınırları belirlediği bir düzenleyici süreçtir. Yıl içinde belirli yüzdelere göre doğrudan yönetim olan ticari bankalar için toplam kredilerdeki yüzde artış dağıtılmıştır. Bu prosedürlerin ihlal

edilmesi durumunda, bankalar ülkeden ülkeye farklı cezalara tabi tutulmaktadır. Bu yöntemin uygulanması, para otoritelerinin kredi dağıtımını tek yönde etkileme çabalarına dayanmaktadır. Kalkınma için daha önemli görülen veya büyük finansal kaynak gerektiren sektörler söz konusudur. Bu işlemler, tahvillerin iki kişi tarafından imzalanması gerektiğinden, üç yılı geçmemek kaydıyla yenilenebilmektedir (Önder, 2005, 63). Orta vadeli krediler aşağıdaki hedeflerden birini hedeflemelidir:

- Üretim araçlarının geliştirilmesi,
- İhracat finansmanı,
- Konutun tamamlanması.

Kredilerin merkez bankası tarafından kabul edilebilmesi için, konsey tarafından konulan şartları karşılaması gerekmektedir. Bu aracın kullanımının sektörel bozukluğa yol açabileceği unutulmamalıdır. Pek çok sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkede yapılmamaktadır.

4.4.5. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Belirlenmesi (Minimum likidite oranı)

Bu yöntem, merkez bankasının ticari bankaları asgari bir yüzdeye uymaya zorlamasını gerektirmektedir. Belirli yükümlülük bileşenleri ile ilişkili bazı varlıklar tarafından belirlenmekte ve bu, para otoritelerinin korkusu olmaktadır. Ticari bankaların, yüksek likiditeye sahip varlıkları nedeniyle aşırı kredi verme riski vardır ve bu durum donma nedeniyle olmaktadır. Bu varlıkların bir kısmı ticari bankaların

portföylerinde yer almakta ve ekonomik olarak sektöre borç verme kabiliyetini azaltmaktadır (Akçay, 1997, 14).

4.4.6. İthalat Teminat Oranlarını ve Sürelerini Belirleme

Bu yöntem, ithalatçıların ithalat için gerekli miktarı depozito şeklinde yatırmalarını teşvik için kullanılmaktadır. Merkez bankasının, belirli bir vadesi vardır. Çünkü ithalatçılar genellikle paralarını donduramamaktadırlar. Bu, mevduat birikimi için gereken fonları güvence altına almak maksadıyla borçlanmalarına neden olacaktır. Ekonominin geri kalanına verilebilecek kredi hacmi de ithalat maliyetlerini artırmaktadır.

4.4.7. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Hisse senedi ve tahvillerin satın alınmasının taksitli yapıldığı durumdur bu menkul kıymetlerin alımlarında ne kadarlık kısmının peşin ödeneceği belirlenmektedir. Bu belirleme neticesinde ekonomik birimlerin tasarruflarında kısıtlayıcı olabileceği gibi özendirici de olabilmektedir (Pekin, 2019, 31). Bu tür kredi kontrolleri, ABD'de 1930'lu yıllarda bankaların borçlandıktan sonra senet piyasalarında spekülatif davranmaları sonucunda, senet fiyatları aşırı yükselmiş ve alınan senetler tekrar teminat gösterilerek yeniden borçlanmaları yoluyla para arzının hızlı artışı nedeniyle uygulamaya konulmuştur.

4.5. Türkiye'de Enflasyonla Mücadelede Uygulanan Para Politikaları (2001-2018)

4.5.1. 2001 Krizi Sonrası Yapısal Değişiklikler

Türkiye ekonomisi için 2001 Krizi bir dönüm noktası olmaktadır. Çünkü 2001 krizi ile beraber ülkede yapısal dönüşüm lehine kuvvetli bir siyasî îrade ortaya çıkmıştır. Ekonomik anlanda yapısal dönüşüme ilişkin alınan karar ve yenilikler şunlardır:

4.5.1.1. Sabit Kur Sisteminden Dalgalı Döviz Kuru Sistemine Geçişi

Dalgalı döviz kuru, bir ülkenin para biriminin diğer para birimlerinin göreceli arz ve talebine bağlı olarak döviz piyasası tarafından belirlendiği bir döviz kuru sistemidir. Değişken bir döviz kuru, sabit bir döviz kurunun aksine ticaret limitleri veya hükümet kontrolleri ile sınırlandırılmaz. Dalgalı döviz kuru tamamen hükümet ve merkez bankaları tarafından belirlenmese de, para birimini küresel ticaret için uygun bir fiyatta tutmak için müdahale edebilirler (Güran, 1987, 83).

Dalgalı bir döviz kuru, spekülasyonların, talep ve arz güçleriyle birlikte fiyatı belirlediği açık bir piyasada işlev görür. Dalgalı döviz kuru yapıları, uzun vadeli döviz fiyatlarındaki değişikliklerin, ülkeler arasında karşılaştırmalı ekonomik gücü ve faiz oranlarındaki farklılıkları temsil ettiği anlamına gelmektedir. Kısa vadeli dalgalı döviz kurundaki değişiklikler felaketleri, spekülasyonları ve para biriminin günlük arz ve talebini temsil etmektedir (Arslan, 2005, 75).

2001 krizini takip eden dönemde, öncelikle döviz kurunu temel alan istikrar programı sonlandırılmış ve 22 Şubat 2001 tarihi itibariyle TCMB para politikası olarak dalgalı döviz kuru rejimini merkeze koymuştur.

4.5.1.2. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Ekonomide ardı ardına yaşanan bu olumsuz gelişmeler sonrasında Uluslararası Para Fonunun (IMF) 14 Nisan ve 15 Mayıs tarihlerinde iki aşamalı olarak yeni istikrar programı uygulamaya konulmuştur. Söz konusu programın ilk zamanki adı "ulusal program" iken daha sonra "güçlü ekonomiye geçiş programı" olarak tanımlanmıştır. Üç aşamada uygulamaya geçilen programın birinci aşamasında finansal kesimin kontrol altına alınacağı, ikinci aşamada dış açığın giderilmesi ve enflasyonun düşürülmesi için hedeflerin açıklanacağı ve son aşamada da yapısal değişimi amaçlayan uygulamalarla büyüme hızının yükseltileceği açıklanmıştır (Uygur, 2001, 36).

Bu dönemde yapısal reformlara temel teşkil eden bir diğer gelişme ise, 2001 yılı Mayıs ayından itibaren uygulanmaya başlanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" sayılmaktadır. Bu programla hedeflenen aşamalar şunlardır (Yamaçlı, 2017, 99):

- Mali disiplinin sağlanması.
- Bankacılık sektörüne yönelik temel tedbirlerin alınması.
- Enflasyonla mücadelede makroekonomik politikaların etkin olarak kullanılması.
- Sürdürülebilir büyüme ortamı için gerekli düzenlemelerin yapılması.
- Yapısal reformların gerçekleştirilmesi.

4.5.1.3. Merkez Bankası Kanunu'nda Yapılan Değişiklikler

Krizi takip eden dönemde gerçekleştirilen ana değişikliklerden bir diğeri 2001 yılı Mayıs ayında Merkez Bankası Kanunu'nda kökten değişiklikler içeren bir revizyonun hayata geçirilmesidir. Değişen kanuna göre (TCMB, 2021):

- TCMB'nin temel amacının "fiyat istikrarını sağlamak" olduğu kayıt altına alınmış,
- Bankanın görevleri arasına fiyat istikrarını oluşturmak üzere gereken önlemleri almak eklenmiş,
- TCMB'nin fiyat istikrarını sağlama amacından sapmamak şartıyla hükümetin istihdam ve büyüme politikalarına destek olabileceği belirtilmiş,
- Banka para politikasını uygulamada tek yetkili olarak belirlenmiş, böylece para politikası araçlarını doğrudan belirleme hakkına yani bir başka deyişle araç bağımsızlığı tanınmış,
- Bankanın, Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının açıklarını finanse etmesi ile ilgili uygulamaya yasal olarak son verilmiş,
- TCMB'nin para politikası kararlarını kurumsal bir yapıda ve sürdürülebilir olarak meydana getirmesi için Para Politikası Kurulu (PPK) teşkil edilmiş,
- Bankaya tanınan geniş yetkilerle birlikte hesap verme sorumluluğu da yasalaştırılmıştır.

4.5.2. Enflasyon Hedeflemesinde Örtük Dönem (2002-2005)

Ülkemizde enflasyon hedefleme stratejisi konusunda ilk çalışmalar Merkez Bankası tarafından 2001 yılından itibaren başlamıştır. 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedefleme stratejisi uygulanmış, 2006 yılında ise açık enflasyon hedefleme stratejisine geçilmiştir. TCMB 2002 yılında para politikası uygulamalarındaki temel amacının enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu duyurmuştur (Orak, 2008, 37).
2002-2005 dönemi Merkez Bankasının etkinliğini sınırlayan öğelerin ortadan kaldırılmasına yönelik adımların atıldığı geçiş dönemidir. Bu süreçte uygulanan para politikası "Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi olarak isimlendirilmektedir.
Enflasyon hedefleri yıllık planda hükümet ile birlikte belirlenmiş, para tabanı ise parasal büyüklüğü belirlemede ek bir çapa olarak kullanılmaya başlanmış, böylece enflasyon hedefiyle uyumlu bir parasal büyüklük oluşmuştur. 2005 yılı itibariyle ortaya konan bir diğer önemli uygulama Türk Lirasından 6 sıfır atılarak Yeni Türk Lirası olarak tedavüle sokulmasıdır. Kökten bir değişime yol açan bu Para Reformu, kriz sonrası yapısal reformlarla başarıya ulaşan mali disiplin ve para politikasına duyulan güvenin göstergesi olması açısından önemlidir.

4.5.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2006-2010)

Geçiş dönemi durumundaki 2002-2005 arasında gerçekleştirilen yapısal reformların etkisiyle enflasyonla mücadele alanında ulaşılan başarılardan sonra TCMB, gerekli şartların oluştuğunu düşünerek 2006 yılından itibaren "Enflasyon Hedeflemesi Rejimi" ne geçileceğini ilan etmiştir.
Merkez Bankası bu dönemde, enflasyon hedeflemesi politikası olarak TÜFE'nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yıl sonu enflasyon oranının kullanılmasını kararlaştırarak nokta hedef tayin etmiş, enflasyon hedeflerinin yine hükümet ile birlikte belirlenecek üç yıllık dönemler için ilan edilmesine karar verilmiştir.
Para politikası uygulamalarında kontrol dışındaki unsurlar nedeniyle enflasyonda dalgalanmaların yaşanması ihtimalleri yüksek olup nokta hedef belirlendiğinde hedefin tutturulma olasılığı oldukça düşüktür. Bu nedenle enflasyon hedeflemesinde artı/eksi 2 puanlık bir belirsizlik aralığı oluşturulmuş olup bu aynı zamanda hesap verme mekanizmasının uygulanmasına yardımcı olmuştur.

1211 Sayılı Merkez Bankası Kanunun 42'inci maddesine göre; Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılamaması ya da ulaşılamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri hükümete yazılı olarak bildirmek ve kamuoyuna açıklamak zorundadır.

Para politikası uygulamalarında Örtük Enflasyon Hedeflemesi yönteminden Açık Enflasyon Hedeflemesi yöntemine geçilmesiyle birlikte Para Politikası Kurulu (PPK) aylık olarak toplanmaya devam etmiş ancak faiz oranlarına ilişkin kararlar bu toplantılarda oylanarak gerekçeleri ile birlikte aynı gün ilan edilmeye başlanmıştır. Bir başka deyişle Para Politikası Kurulu bu süreçte tavsiye veren bir yapıdan karar verici bir yapıya dönüşmüştür (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi Kanunu, 1970).

4.5.4. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası (2011- 2018)

2008 yılından itibaren gelişen ve 2009 yılında da etkileri kuvvetli şekilde görülen küresel ekonomik kriz, gelişmiş ülke ekonomilerini olduğu kadar gelişmekte olan ülke ekonomilerini de sarsmıştır. Küresel ekonomik krizden çıkarılan derslerden birisi de para politikası uygulamalarında finansal istikrarın önemsenmemesinin orta ve uzun vadede makroekonomik unsurlar ile fiyat istikrarını tehdit edeceği gerçeğidir. Bu gerçeklik Merkez Bankalarını alternatif politika arayışlarına yönlendirmiştir (Oktar vd., 2013, 275).

Bahse konu arayışlar çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2010 yılı ortalarından itibaren küresel ekonomik krizin para politikasına olumsuz etkilerini azaltmak için geleneksel uygulamalar dışında, şoklara karşı tepki verebilen yeni bir para politikası planı ortaya koymuştur. Bu plana göre, 2006 yılından itibaren uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi finansal istikrarı da gözetecek şekilde geliştirilmiş, yapılan değişiklikle Merkez Bankası araçlarına; mevcutlara ilave olarak birden fazla faizin araç olarak kullanıldığı asimetrik ve geniş bir koridor sistemi araçlarına ve aktif likidite politikasına dayalı esnek bir çerçeve öngörülmüştür. Faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi klasik iktisadi enstrümanların yanı sıra Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) gibi yenilikçi araçlarda kullanılmıştır (Yüksek Planlama Kurulu, 2017).

4.5.4.1. Faiz Koridorunda Değişiklik

Merkez Bankası tarafından uygulanan geniş faiz koridoru küresel ekonomik belirsizliklerin yaşandığı dönemlerde, sermaye hareketlerindeki ivmelenmenin etkisini azaltmak açısından önemli bir katkı sağlamışsa da para politikası istikrarı konusunda bazı belirsizlikler de içermektedir. Geleneksel para politikası anlayışında politika faizi, para politikası duruşunu belirlerken; geniş faiz koridoru uygulandığında para politikası duruşu, farklı fonlama faizlerine bağlıdır. Bu durum ise Merkez Bankasının para politikası duruşunun anlaşılmasını zorlaştırmaktadır. Bu yüzden TCMB gecelik borç verme faizi durumundaki geniş faiz koridorunun üst bandı Mart- Eylül 2016 döneminde kademeli olarak toplam 250 baz puan indirilmiştir (Binici vd., 2016, 2).

Bu durumla birlikte 2016 yılında para politikası uygulamalarının sâdeleştirildiği ve daha net şekilde anlaşılır duruma geldiği belirtilebilir. Bunların yanı sıra enflasyonun düşük seviyelerde oluşmasını geciktiren yapısal reform konuları da tespit edilerek kamuoyuna ilân edilmiştir.

4.5.4.2. Zorunlu Karşılık

Zorunlu karşılık kavramı, mevduat tabanlı finans kurumlarının aldıkları mevduatların karşılığı olarak Merkez Bankası hesaplarında tutmak zorunda oldukları parasal miktar anlamında kullanılmaktadır. Uygulamada zorunlu karşılık oranlarında yapılacak yukarı veya aşağı yönlü değişiklikler doğal olarak para arzını da etkileyeceği için zorunlu karşılıklar para politikası uygulamalarında kullanılan yaygın bir iktisadi enstrümandır. Merkez Bankası tarafından zorunlu karşılık oranlarında yukarı yönlü yapılacak bir düzenleme finans kurumlarının krediye ayırdıkları para miktarında azalmaya böylece dolaylı olarak para arzında bir düşüşe neden olmaktadır (Talaslı, 2012, 3).

4.5.4.3. Rezerv Opsiyon Mekanizmasında Değişiklik

Zorunlu karşılık uygulamasının yeni bir türü olarak karşımıza çıkan ve TCMB tarafından oluşturulan Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), finans kuruluşlarının TCMB nezdinde bulundurmakla yükümlü oldukları TL cinsinden zorunlu karşılık yükümlülüklerini yabancı para olarak tutabilme imkânı tanımaktadır. Rezerv Opsiyon Mekanizması ile TCMB tarafından hedeflenen amaç, para ikamesinden yararlanmak ve daha önemlisi ülkeye yönelik sermaye giriş çıkışlarında yaşanan dalgalanmanın parasal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmaktır (Böcüoğlu, 2015, 18).

4.6. AMPRİK ANALİZ: ENFLASYON VE FAİZ ORANLARI İLİŞKİSİ

4.6.1. VERİ SETİ

Çalışmada 2001- 2018 yılları arasındaki aylık veriler kullanılmıştır. Kullanılan veriler TÜİK'den ve TCMB EVDS sisteminden alınmıştır. Nominal veriler kullanılmıştır.

4.6.2. METOD

Enflasyon ve faiz arasındaki ilişki incelenirken ekonometrik testler (Granger Nedensellik testi, faiz unit root testi, Tüfe unit root testi, Impulse response) kullanılmıştır. Özellikle Granger nedensellik testi enflasyon ile faiz arasında çift yönlü bir ilişki olduğu sonucunu ortaya çıkarmıştır.

4.6.3. GRANGER NEDENSELLİK TESTİ

Tablo 4.1: Granger Nedensellik Testi (Enflasyon ve Faiz İlişkisi)

	F- İstatistik Değeri	**P-Değeri**	**Değerlendirme**
TÜFE faizin sebebi değildir	2.820	0.01	H_0 Reddedilir
Faiz TÜFE'nin sebebi değildir	2.726	0.01	H_0 Reddedilir

Gözlem sayısı: 102

H_0: Granger nedensellik yoktur.

H_1: Granger nedensellik vardır.

Granger nedensellik testinin sonucuna göre TÜFE faizdeki değişimin nedenidir. Çünkü p-değeri (0.01) kritik değer 0.05'ten küçüktür. Bu nedenle H_0 reddedilip, H_1 kabul edilmektedir. Başka bir ifadeyle TÜFE faizi etkilemektedir. Bununla birlikte faiz de TÜFE'deki değişimin nedenidir. Çünkü p-değeri (0.01) kritik değer 0.05'ten küçüktür. Bu nedenle H_0 reddedilip, H_1 kabul edilmektedir. Dolayısyla TÜFE ve faiz oranlarındaki değişimler birbirlerini karşılıklı etkilemektedirler. Yani TÜFE ve faiz arasında çift yönlü nedensellik bulunmaktadır.

4.6.4. TÜFE VE FAİZ ANALİZİ

Tablo 4.2: Descriptive Stats

	TUFE	**FAIZ**
Mean	0.832110	10.64477
Median	0.690000	8.720000
Maximum	6.300000	25.50000
Minimum	-1.440000	4.520000
Std. Dev.	0.978458	5.351734
Skewness	1.665734	1.501899
Kurtosis	10.88751	4.293674

Jarque-Bera	332.9563	48.57944
Probability	0.000000	0.000000
Sum	90.70000	1160.280
Sum Sq. Dev.	103.3970	3093.234
Observations	109	109

4.6.4.1. Faiz Unit root testi

Tablo 4.3: Faiz Unit root testi

FAIZ (0) - Unit root in level

Null Hypothesis: FAIZ has a unit root **Exogenous: Constant** **Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)**		
	t-Statistic	**Prob.***
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.110262	0.2412
1% level	-3.493747	
5% level	-2.889200	
10% level	-2.581596	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

H_0 hipotezinin kabul edilmesi ve H_1 hipotezinin reddedilmesi gerekir. Hipotez sonucunu doğrulayan prob değerinin P= 0.2412 $\geq$ 0.05'ten büyük olmasıdır.

Buradaki neticeye göre birim adalar vardır. Başka bir ifadeyle faiz serisi kararsızdır.

Tablo 4.4: Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(FAIZ) **Method: Least Squares** **Sample (adjusted): 2011M05 2020M01** **Included observations: 105 after adjustments**				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
FAIZ(-1)	-0.039367	0.018655	-2.110262	0.0373
D(FAIZ(-1))	0.137132	0.094098	1.457328	0.1482
D(FAIZ(-2))	0.128419	0.096820	1.326370	0.1877
D(FAIZ(-3))	0.311564	0.097164	3.206579	0.0018
C	0.430415	0.222209	1.936985	0.0556
R-squared	0.171980	**Mean dependent var**		0.044952
Adjusted R-squared	0.138859	**S.D. dependent var**		1.085456
S.E. of regression	1.007278	**Akaike info criterion**		2.898828
Sum squared resid	101.4608	**Schwarz criterion**		3.025207
Log likelihood	-147.1884	**Hannan-Quinn criter.**		2.950039
F-statistic	5.192498	**Durbin-Watson stat**		2.000026
Prob(F-statistic)	0.000766			

Faizin anlamlılık testi

Prob olasılık değeri 0.05'ten küçükse anlamlıdır, 0.05'ten büyükse anlamlı değildir.

Bireysel parametre testinin sonucuna bakarsak:

Faiz (-1) = 0.0373 ≤ 0.05'ten küçük olduğu için anlamlıdır.

D(FAIZ(-1) = 0.1482 ≥ 0.05'ten büyük olduğu için anlamlı değildir.

D(FAIZ(-2) = 0.1877 ≥ 0.05'ten büyük olduğu için anlamlı değildir.

D(FAIZ(-3) = 0.0018 ≤ 0.05'ten küçük olduğu için anlamlıdır.

Modele bütüncül olarak bakarsak.

Prob (F-statistic) =0.000766 ≤ 0.05'ten küçük olduğu için anlamlıdır.

Tablo 4.5: Unit root

FAIZ(1) - No unit root in 1st diff. at 0,05.

Null Hypothesis: D(FAIZ) has a unit root **Exogenous: Constant** **Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)**		
	t-Statistic	**Prob.***
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.452893	0.0113
1% level	-3.493747	
5% level	-2.889200	

10% level	-2.581596	

Dickey-Fuller test statistic = -3.452893 ≤ 5% level = -2.889200

H_0 hipotezinin kabul edilmesi ve H_1 hipotezinin reddedilmesi anlamına gelmektedir. Hipotez sonucunu doğrulayan Prob olasılık değerinin P= 0.0113 ≤ 0.05'ten küçük olmasıdır. Başka bir ifadeyle birim adaların olmaması anlamına gelmektedir. Bu da faiz serisinin istikrarlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.6: Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(FAIZ,2)

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2011M05 2020M01

Included observations: 105 after adjustments

Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
D(FAIZ(-1))	-0.477676	0.138341	-3.452893	0.0008
D(FAIZ(-1),2)	-0.392935	0.126441	-3.107658	0.0024
D(FAIZ(-2),2)	-0.283206	0.097862	-2.893941	0.0047
C	0.010301	0.100382	0.102623	0.9185
R-squared	0.457566	**Mean dependent var**		-0.004381
Adjusted R-squared	0.441454	**S.D. dependent var**		1.370629
S.E. of regression	1.024352	**Akaike info criterion**		2.923349
Sum squared	105.9791	**Schwarz criterion**		3.024452

resid			
Log likelihood	-149.4758	**Hannan-Quinn criter.**	2.964318
F-statistic	28.39921	**Durbin-Watson stat**	1.978103
Prob(F-statistic)	0.000000		

Bireysel parametre testinin sonucuna bakarsak:

D(FAIZ(-1)) = 0.0008 ≤ 0.05'ten küçük.

D(FAIZ(-1),2) = 0.0024 ≤ 0.05'ten küçük.

D(FAIZ(-2),2) = 0.0047 ≤ 0.05'ten küçük.

D(FAIZ,2) kendi kendine korelasyon vardır.

Modele statistik olarak bakarsak :

R-squared = 0.441454. Başka bir ifadeyle modelin açıklama gücü %44'tür.

Modele bütüncül olarak bakarsak.

Prob(F-statistic) = 0.0000 ≤ 0.05'ten küçük, yani anlamlıdır.

Durbin-Watson stat = 1.97 yani 2'ye yakın olması şüphe alanında olduğuna göstermektedir.

4.6.4.2. TÜFE Unit root testi

Tablo 4.7: TUFE has a unit root

TUFE(0) - No unit root in level

Null Hypothesis: TUFE has a unit root **Exogenous: Constant** **Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)**		
	t-Statistic	**Prob.***
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.958497	0.0000
1% level	-3.493747	
5% level	-2.889200	
10% level	-2.581596	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Tablo 4.8: Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(TUFE) **Method: Least Squares** **Sample (adjusted): 2011M05 2020M01** **Included observations: 105 after adjustments**				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
TUFE(-1)	-0.973432	0.163369	-5.958497	0.0000
D(TUFE(-1))	0.362929	0.147029	2.468422	0.0153
D(TUFE(-2))	-0.024127	0.114213	-0.211250	0.8331
D(TUFE(-3))	0.266574	0.097191	2.742775	0.0072
C	0.813230	0.161966	5.020999	0.0000
R-squared	0.483906	**Mean dependent var**		0.004571

Adjusted R-squared	0.463262	**S.D. dependent var**	1.233798
S.E. of regression	0.903910	**Akaike info criterion**	2.682274
Sum squared resid	81.70529	**Schwarz criterion**	2.808653
Log likelihood	-135.8194	**Hannan-Quinn criter.**	2.733485
F-statistic	23.44081	**Durbin-Watson stat**	1.887526
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dickey-Fuller testine bakarsak göre "- 5.958497 ≤ 5% level = - 2.889200" olması H_0 hipotezinin reddedilmesi, H_1'in kabul edilmesi ve TUFE (0) serisinin kararlı olduğu anlamına gelmektedir. Hipotezin sonucunu doğrulayan Prob olasılık değeri P=0.0000 ≤ 0.05'ten küçük olduğu için adalar bulunmamaktadır.

Tufenin anlamlılık testi

Prob olasılık değeri 0.05'ten küçükse anlamlıdır, 0.05'ten büyükse anlamlı değildir.

Bireysel parametre testinin sonuca bakarsak:

TUFE (-1) = - 0.973432 ≤ 0.05'ten küçük olduğuna göre anlamlıdır.

D(TUFE (-1) = 0.362929 ≥ 0.05'ten büyük olduğuna göre anlamlı değildir.

D(TUFE (-2) = -0.024127 ≤ 0.05'ten küçük olduğuna göre anlamlıdır.

D(TUFE (-3) = 0.266574 ≥ 0.05'ten büyük olduğuna göre anlamlı değildir.

Modele bütüncül olarak bakarsak.

F-statistic değeri 0.000000 ≤ 0.05'ten küçük, yani anlamlıdır.

Tablo 4.9: VAR(2) Results

Vector Autoregression Estimates **Sample (adjusted): 2011M03 2020M01** **Included observations: 107 after adjustments** **Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]**		
	FAIZ	**TUFE**
FAIZ(-1)	1.101642	0.200546
	(0.10271)	(0.09161)
	[10.7259]	[2.18917]
FAIZ(-2)	-0.137671	-0.168732
	(0.10028)	(0.08944)
	[-1.37287]	[-1.88650]
TUFE(-1)	0.283406	0.211927
	(0.10976)	(0.09789)
	[2.58216]	[2.16486]
TUFE(-2)	-0.006980	-0.324181
	(0.10948)	(0.09765)
	[-0.06376]	[-3.31987]
C	0.192544	0.581286

	(0.22997)	(0.20511)
	[0.83726]	[2.83397]
R-squared	0.964564	0.165831
Adj. R-squared	0.963174	0.133119
Sum sq. resids	108.2185	86.09110
S.E. equation	1.030032	0.918711
F-statistic	694.1000	5.069352
Log likelihood	-152.4322	-140.1943
Akaike AIC	2.942659	2.713912
Schwarz SC	3.067557	2.838811
Mean dependent	10.72692	0.837009
S.D. dependent	5.367516	0.986732
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.818938
Determinant resid covariance		0.744190
Log likelihood		-287.8458
Akaike information criterion		5.567211
Schwarz criterion		5.817008

Tablo 4.10: VAR Lag Length Crtieria

VAR Lag Order Selection Criteria **Endogenous variables: FAIZ** **TUFE**

Exogenous variables: C

Sample: 2011M01 2020M01

Included observations: 97

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-431.0431	NA	25.86710	8.928725	8.981811	8.950190
1	-265.7250	320.4105	0.929472	5.602577	5.761837	5.666974
2	-258.5590	13.59313	0.870862	5.537299	5.802733	5.644628
3	-253.7979	8.834985	0.857577	5.521607	5.893215	5.671867
4	-237.0518	30.38467	0.659758	5.258801	5.736582*	5.451992
5	-230.9169	10.87855	0.631906	5.214781	5.798736	5.450903*
6	-230.6978	0.379413	0.684018	5.292738	5.982867	5.571792
7	-220.1249	17.87573*	0.598376*	5.157215*	5.953518	5.479201
8	-217.7889	3.853338	0.620693	5.191523	6.093999	5.556440
9	-215.3268	3.959522	0.642581	5.223234	6.231884	5.631083
10	-212.9134	3.781971	0.666386	5.255945	6.370769	5.706725
11	-211.9736	1.433827	0.712974	5.319044	6.540041	5.812755
12	-209.8207	3.196059	0.744648	5.357128	6.684299	5.893771

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Principle of parsimony göre gecikme sıralamasında (Lag) en yakın kriter olarak dördüncü sıradaki **SC 5.736582*** değeri seçilmiştir.

Tablo 4.11: Granger Causality

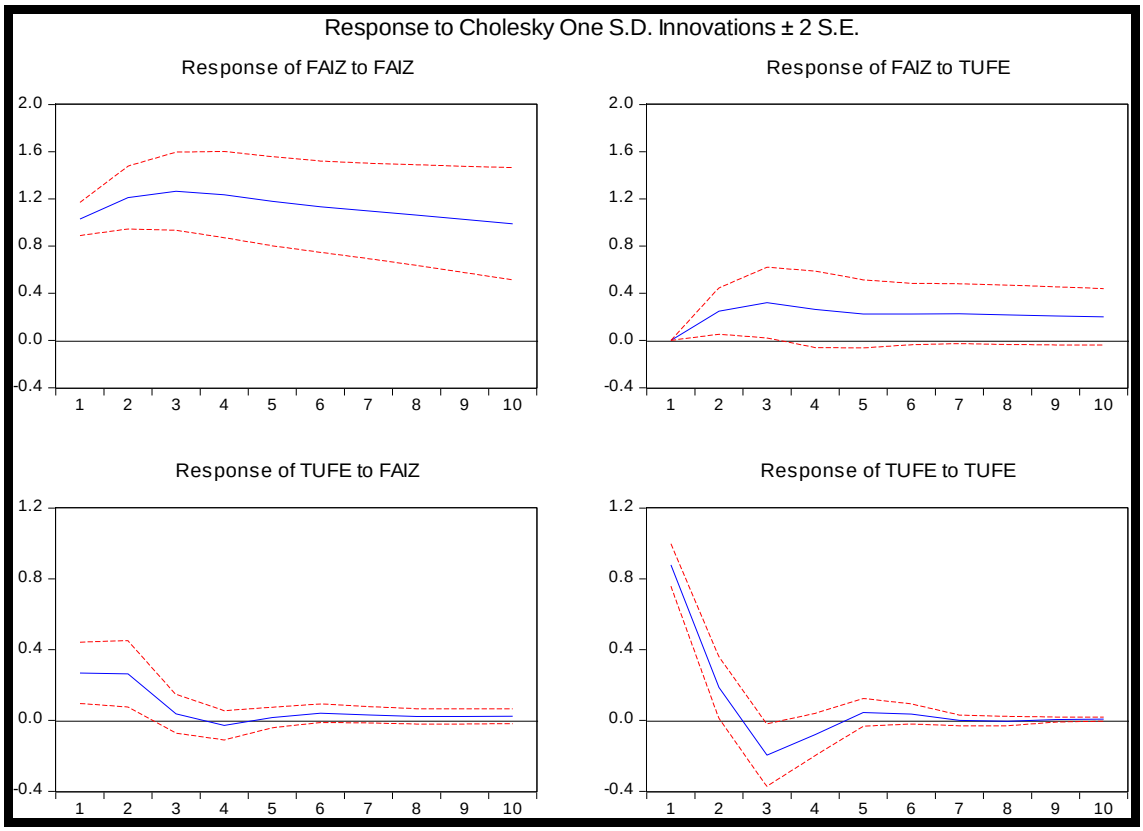
Pairwise Granger Causality Tests **Sample: 2011M01 2020M01** **Lags: 7**			
Null Hypothesis:	**Obs**	**F-Statistic**	**Prob.**
TUFE does not Granger Cause FAIZ	102	2.82081	0.0107
FAIZ does not Granger Cause TUFE		2.72609	0.0132

TUFE Grangerin 1% anlamlılık düzeyinde faize neden olmadığı boş hipotezini reddetmektedir. Aynı zamanda faiz Grangerin 1% anlamlılık düzeyinde TUFE'ye neden olmadığı boş hipotezini reddetmektedir. Dolayısıyla her iki değişken arasında çift yönlü nedensellik ilişki bulunmaktadır.

Olasılık değerinin (prob) karşılığını 0.05'ten küçük olmadıkça nedensel bir durumun olduğu kabul edilmektedir. 1% anlamlılık düzeyinde TÜFE farkı, Faiz farkına neden olmaktadır. Çünkü P=0.0107 ≤ 0.05'ten küçüktür. 1% anlamlılık düzeyinde Faiz farkı, TÜFE farkına neden olmaktadır. Çünkü P=0.0132 ≤ 0.05'ten küçüktür.

4.6.4.3. Impulse Response

Tablo 4.12: Impulse Response



5. SONUÇ

Para politikası, dengeli büyüme ve nispi fiyat istikrarının sağlanması gibi ekonomik hedeflere ulaşmak ve ekonomi için yeterli likiditeyi sağlamak amacıyla para miktarının düzenlenmesi ve para otoriteleri tarafından para arzının izlenmesi ve kontrol edilmesi amacıyla alınan önlemler grubunu temsil etmektedir. Para politikası, ekonomik büyüme, enflasyon ve istihdam gibi hedeflere ulaşmak için faiz oranları ve toplam para arzı arasındaki ilişkiye bağlı olarak faiz oranı ve para arzı değişkenlerinden birini veya her ikisini kontrol etmek için para politikası araçlarını kullanmaktadır. Para politikasının etkin olabilmesi için finansal piyasaların varlığı yanında uygun koşulların sağlanması da gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde para politikasının ekonomi politikasının ikinci tarafı olan maliye politikası ile koordinasyon olmaksızın uygulanması enflasyonist etkilere neden olmakta ve para politikası yetersiz kalmaktadır. Para otoritesi olarak Merkez Bankası'nın temel görevi enflasyonu kontrol etmek ve fiyat istikrarını sağlamaktır. Merkez bankaları, faiz oranı ve zorunlu karşılık gibi araçlarla enflasyonu kontrol etmesi her zaman kolay olmamaktadır. Enflasyonun kontrolünde para politikasını para otorotesinin ekonomideki fiyatlar ve üretim üzerinde etkisi olan para arzı miktarını doğru ayarlaması önemlidir.

Enflasyonla mücadelede ve enflasyonun kontrolünde para politikasının ve para politikası araçlarının önemi ve rolü büyüktür. Para otoritesi faiz oranları ve para miktarını ayarlamak ve kontrol etmek amacıyla para politikası araçlarını kullanır. Para otoritesi bu araçları kullanarak, nihai ekonomik hedeflere ulaşmak için para ve kredi seviyelerini ayarlamaya çalışmaktadır. Enflasyonu kontrol etmek amacıyla merkez bankası faiz oranlarını da kullanmaktadır. Faiz oranları, beklenen enflasyonun hedefin üzerinde olacağı tahmin edildiğinde artırmaya ve beklenen enflasyonun hedefin altında olacağı tahmin edildiğinde düşürme yönünde para politikasını belirlemektedir.

Enflasyon fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artışı ifade eder. Fiyat düzeyindeki bu artışın mali, parasal ve ödemeler dengesi olmak üzere değişik sebebleri

olabilmektedir. Bütçe açıkları ve diğer sebeplere bağlı para arzındaki aşırı artışlar ve döviz kurunun

yükselmesi ile oluşan yüksek ithalat fiyatları ve enflasyonist beklentilerdeki artış enflasyona yol açmaktadır. Enflasyonun nedenlerinden biri faiz olduğu gibi enflasyon faizin artmasının da nedenidir.

Para otoritesi olarak merkez bankası, para arzını ve faiz oranlarını değiştirme gücüne sahiptir. Faiz oranlarındaki değişim döviz kurlarını ve enflasyonu etkileyebilmektedir. Yurtiçi faiz oranlarındaki bir artış yabancı sermaye girişini teşvik edecektir. Yabancı sermaye girişi, ulusal paranın değerlenmesine yol açmakta, döviz kurunu düşürmekte ve ithalat giderlerini artırmaktadır. Faiz oranlarındaki artış yatırım maliyetlerini artırarak enflasyonu etkilemektedir. Para politikası, ekonomik istikrar hedefine ulaşmak için faiz oranını ve kredi politikasını belirleyerek mevcut kredi hacmi ile kredi verme maliyeti ve koşulları üzerinde etki oluşturmanın yanısıra ödemeler dengesi üzerinde de etki oluşturmaya çalışmaktadır.

Makroiktisat teorisinde enflasyonun faiz oranı ile ilişkisi, üzerinde tartışılan ve sıkça araştırılan temel konulardan biri olarak güncelliğini devam ettirmektedir. Bu bağlamda faiz artışının enflasyon oranını yükselttiği tezini savunanlar olduğu gibi, yüksek enflasyonun faizin yükselmesine yol açtığı tezini savunanların da var olduğu görülmektedir. Bu gibi konularda tartışmalar her zaman olmuş ve genel bir görüş birliği sağlanamadan süregitmektedir. Ancak tez çalışmamızda gerek teorik kısımdaki bilgiler gerekse amprik kısımda yapılan Granger nedensellik testi ve diğer testler her iki görüşün de geçerli olduğunu göstermektedir.

Türkiye için 2001-2018 dönemi için yapılan Granger nedensellik testinin sonucuna göre p-değeri (0.01) kritik değer 0.05'ten küçük olmasından dolayı H_0 reddedilip, H_1 kabul edilmektedir. Bu durum TÜFE'nin faizdeki değişimin nedeni olduğu, başka bir ifadeyle TÜFE'nin faizi etkilemesi anlamına gelmektedir. Bununla birlikte tersi de geçerlidir. P-değeri (0.01) kritik değer 0.05'ten küçük olmasından dolayı H_0 reddedilip, H_1 kabul edilmektedir. Faiz de TÜFE'deki değişimin nedenidir. TÜFE ve

faiz oranlarındaki değişimler birbirlerini karşılıklı etkilemektedirler. Yani TÜFE ve faiz arasında çift yönlü nedensellik bulunmaktadır.

Türkiye'de uygulanacak iktisat politikaları enflasyonu düşürmeye çalışırken enflasyonun yükselmesinde önemli bir etkisi olan faiz oranının da düşürülmesine yönelik olmalıdır. Enflasyonun düşürülmesi faiz oranının düşmesine etki ederken faiz oranının düşürülmesi de enflasyonun düşmesine etki edecektir.

KAYNAKÇA

Achyar, D. H., ve Hakim, D. B. (2021). Cointegration Analysis of Tourism Sector, Inflation, Interest Rate and Economic Growth in a Special Autonomy Region of Aceh Province, Indonesia. *International Journal of Scientific Research in Science, Engineering and Technology,* 8(1), 216-221.

Arabacı, H. (2016). Monetary Policy Which Aimed at Financial Stability of the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT), since 2010. *Social Sciences Research Journal*, 5(4), 43-54.

Argyro, K. (2010). Testing the Fisher Effect in OECD Countries: An Empirical Investigation. *Master Thesis, University of Macedonia, Master of Economics,* 1-65.

Arıcan, E. ve Okay, G. (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 1(1), 1-49.

Arslan, C. (2005). Döviz Kuru Riski ve Yönetimi. *Ankara Üniversitesi, İşletme ABD, Muhasebe ve Finansman ABD, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,* Ankara.

Akçay, A.M. (1997). *Para Politikasi Araçlari Türkiye ve Eşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*. TC Başbakanlık devlet planlama teşkilatı, Yayın No: DPT.

2483.

Akgül, I., ve Özdemir, S. (2018). Enflasyon-Faiz Oranı ve Enflasyon-Döviz Kuru İkilemi: GEG Programı Döneminde Türkiye Gerçeği. *Ege Akademik Bakis*, 18(1), 153-165.

Aktan, C. C. (2010). Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi,* 2(1), 168-182.

Alexander, M. W. E., Enoch, M. C., Baliño, M. T. J. (1995). *The adoption of indirect instruments of monetary policy*. International monetary fund.

Al-Dulaimi, A. (1989). *Economics of Money and Expenses*. Mosul: Dar Al-Hikma Printing Press.

Aydın, Y. (2013). Say Yasası: Keynes'in Yorumu ve Son Dönem Tartışmaları. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 63(1), 81-130.

Aydın, G. K. (2017). Ödemeler Dengesi ve Cari Açık: Tükiye'de 2014-2016 Yılları Arasında Cari Açık ve Petrol Fiyatları Etkileşimi. *Fırat Üniversitesi Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,* 1(2), 27-66.

Ayub, G., Rehman, N., Iqbal, M., Zaman, Q., Atif, M. (2014). Relationship between inflation and interest rate: evidence from Pakistan. *Research Journal of Recent Sciences* ISSN, 2277, 2502.

Ball, L. (2009). *Money, banking, and financial markets*. (2nd Ed.). New York: Worth Publishers.

Baird, S. (2008). Commercial deposit pricing: optimizing through analytics.

Commercial Lending Review, 23(3), 3-7.

Barış, İ. (2015). Enflasyonun Ekonomik ve Sosyal Etkileri, Türkiye Üzerine Bir İnceleme. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 3(9), 87-97.

Baylan, M., ve Pazarcı, P. (2020). Türkiye'de Enflasyon Faiz İlişkisi: Nedensellik Analizi. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 9(1), 193-216.

Berument, H., ve Jelassi, M. M. (2002). The Fisher hypothesis: a multi-country analysis. *Applied Economics*, 34(13), 1645-1655.

Bocutoğlu, E., ve Ekinci, A. (2009). Genel teori, küresel krizler ve yeniden maliye politikası. *Maliye Dergisi*, 156(1), 66-82.

Bolatoğlu, N. (2006). Türkiye'de Enflasyon ve Nominal Faiz Oranları Arasındaki Uzun Dönemli İlişki: Fısher Etkisi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(2), 1-15.

Bozkurt, C. (2006). Nominal Bir Çıpanın Rolü ve Türkiye'nin Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Süreci. *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(2), 61-83.

Böcüoğlu, M. E. (2015). *Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi*. AnkaraTürkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.

Binici, M., Kara, H., ve Özlü, P. (2016). *Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular.* TCMB Çalışma Tebliği, (2016-

08).

Bilgiç, E. (2018). Eski Mezopotamya Kavimlerinde Kanun Anlayışı ve An'anesi. *Ankara Üniversitesi Dil ve Tarih-Coğrafya Fakültesi Dergisi*, 21(3-4), 103-119.

Brigham, E. F., ve Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial management: theory & practice:*

Cengage Learning. Boston, United States.

Cecchetti, S. G., Schoenholtz, K. L., & Fackler, J. (2006). Money, banking, and financial markets (Vol. 4). McGraw-Hill/Irwin.

Cengiz, V. (2008). Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma. *Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1), 115-127.

Çetinkaya, Ş. (2012). Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizlerdeki Rolü. *Sakarya İktisat Dergisi*, 1 (2), 46-63.

Çiğdem, G. (2019). A Paradox: An Empiric Approach to Inflation-Interest Rates Relationship: Evidence from Turkey. *Research in Applied Economics*, 11(3), 49-68.

Çubukçu T. (2001). *Enflasyon Teorisi ve Türkiye'de Enflasyon*. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, Ankara, 2001.

Dawood, H. A. (2010). *Principles of Macroeconomics*. Amman: Dar Al - Massira for

Publishing and Distribution.

Dewey, D. R. (2015). *Financial History of the United States*. Arkose Press.

Dogan, I., Orun, E., Aydın, B., Afsal, M. S. (2020). Non-parametric analysis of the relationship between inflation and interest rate in the context of Fisher effect for Turkish economy. *International Review of Applied Economics*, 34(6), 758-768.

Doğan, B., Eroğlu, Ö., Değer, O. (2016). Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki

Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6 (1), 405-425.

Eken, M. H. (2000). *Enflasyonun Bankacılık Üzerine Etkilerinin Risk ve Karlılık Açısından Değerlendirilmesi*. Boğaziçi Yayınları, İstanbul.

Ergun, T. (2002). *İthal Edilmiş Enflasyon ve Türkiye Örneği*. Kavram Yayınları, İzmir.

Eğilmez, M. (2013). *Güncellenmiş Faiz Dersi.* http://www.mahfiegilmez.com/2013/07/guncellenmis-faiz-dersi.html.

Fabozzi, F. J., ve Drake, P. P. (2009). *Finance: Capital Markets, Financial Management, And Investment Management* (Volume 178). New York: John Wiley & Sons.

Frıedman, M. ve R. Frıedman (1980). *The Tide is Turning.* P. Duıgnan ve A. Rabushka (Eds.), The United States in the 1980's içerisinde, Hoover Institution, Stanford, 3-30.

Gabaçlı, N. (2020). Paranın Miktar Teorisi Üzerine Ekonometrik İnceleme: Türkiye Örneği. *İstatistik ve Uygulamalı Bilimler Dergisi*, 1(1), 50-62.

Genç, S. Y., ve Bayraktar, O. C. (2018). Hidrolik Keynesyen Yaklaşımın Bir Eleştirisi: Dengesizlik Keynesciliği. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7(3), 107-119.

Ghosh, M., ve Maity, S. (2017). Principles of Macroeconomics. *International Journal of Indian Culture and Business Management*, 1.

Gray, S. (2011). *Central Bank Balances and Reserve Requirements*. IMF Çalışma Tebliği, 11/36. http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1136.pdf, Erişim Tarihi: 15.05.2021.

Goetze, A. (1951). The Laws of Eshnunna. *The Annual of the American Schools of Oriental Research*, 31, 197. https://doi.org/10.2307/3768534

Güran, N. (1987). *Döviz Kuru sistemleri ve Ekonomik Denge*. Kavram Matbaası, İzmir.

Habergetiren, Ö. F. (2017). İslam Hukukunda Paranın Değer Kaybının Ödenmesini Gerektiren Esaslar. *Türkiye İlahiyat Araştırmaları Dergisi*, 1(1), 19-31.

Hathat, S. (2006). An Economic And Econometric Study Of The Phenomenon Of Inflation in Algeria. *An Unpublished Master's Thesis in Economic Sciences Kasadi Marbah University*.

Hoggarth, G. (1996). *Introduction to Monetary Policy*. London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No. 1.

Homer, S., ve Sylla, R. (2005). *A History of Interest Rates* (Fourth edi). John Wiley

& Sons, Inc.

Hudson, M. (2000). How interest rates were set, 2500 BC-1000 AD: máš, tokos and fœnus as metaphors for interest accruals. *Journal of the Economic and Social History of the Orient*, 43(2), 132-161.

Hubbard, G. P. ve O'Brien, A. P. (2011). *Money, banking, and the financial system.* Pearson Higher Ed.

Incekara, A., Demez, S. ve Ustaoglu, M. (2012). Validity of Fisher Effect for Turkish Economy: Cointegration Analysis. *Procedia*, 58(12), 396-405.

Ildız, E. (2013). *Eski Çağ'da Bankacılık ve Bankerlik*. Türkiye Bankalar Birliği.

İşgüden T. (2001). *Makro İktisat.* Bilim ve Teknik yayınları, İstanbul.

Jordan, B.D. ve Miller, T.W. Jr. (2009). *Fundamentals Of Investment* - Valuation And Management (5th Edition). New York: The McGraw-Hill Company.

Karahan, Ö. ve Yılgör, M. (2017). The Casual Relationship Between Inflation and Interest Rate in Turkey. *European Financial Systems 2017*, 26-27 June, Brno Czech Republic, 309-316.

Kazgan G. (2004). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*. Remzi Kitabevi, 11. Basım, İstanbul.

Kepkep, N. (1991). *Enflasyon: kuramlar-politikalar ve Avusturya Keynesciliği*. Cem Yayınevi.

Kızılkaya, E., (2021). *İktisadi Düşünce, Kamu Yönetimi Lisans Programı*, http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/kamuy%C3%B6netimi_ue/iktd%C3%BCs.pdf , Erişim Tarihi 24.04.2021.

Kidwell, D. S., Blackwell, D. W., Sias, R. W., Whidbee, D. A. (2016). *Financial İnstitutions, Markets, And Money* (11th Edition). New York: John Wiley & Sons.

Komisyon. (2014). *Faiz*. (Çeviren: Yakup Kumak). İstanbul: El-Mustafa Yayınları.

Lane, F. C. (1937). Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking. *Journal of Political Economy*, 45(2), 187–206. http://www.jstor.org/stable/1824517

Laidler, D. (2011). *2011-1 Professor Fisher and the Quantity Theory-A Significant Encounter*.

Larsen, M. T. (1974). The Old Assyrian Colonies in Anatolia. *Journal of the American Oriental Society*, 94(4), 468–475. https://doi.org/10.2307/600590

Macri, J., (2006). *Fisher Hypothesis: Further Evidence for Australia*, Department of Economics, Macquarie University, Sydney, NSW 2109, Australia.

McCallum, B. T., ve Goodfriend, M. (1987). Money: Theoretical analysis of the demand for money. *NBER Working Paper*, (w2157).

McCallum B. T. ve Nelson, E. (2001). Monetary Policy for an Open Economy: An Alternative Framework with Optimizing Agents and Sticky Prices. *NBER Working Paper*, 8175. doi: 10.3386/w8175

Mankiw, N. G. (2009). *It May Be Time For The Fed Go Negative*, The New York Times.

Maliye Hesap Uzmanları Derneği, (2002). Vergi Dünyasi: Enflasyon, Enflasyonun Mali Tablolara Etkileri ve Enflasyon Muhasebesi, *HUD Yayını*, 249.

Montes, G. C., ve Ferreira, C. F. (2019). Does Monetary Policy Credibility Mitigate The Effects Of Uncertainty About Exchange Rate On Uncertainties About Both Inflation And Interest Rate?. *International Economics and Economic Policy*, 16(4), 649-678.

Michel, C. (2008). The Old Assyrian Trade in the light of Recent Kültepe Archives. *Journal of the Canadian Society for Mesopotamian Studies*, 3, 71–82.

http://halshs.archivesouvertes.fr/docs/00/64/28/27/PDF/Michel_2009_CSMS.pdf

Mishkin, F. S. (2004). The Economic of Money, Banking and Finuncial Markets. *Boston: American Economic Review*, www.nber.org/papers/w7618.

Mishkin, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson education.

Munro, J. (2013). Modern Quantity Theories of Money: From Fisher to Friedman.

Nissen, H. J. (2004). *Ana Hatlarıyla Mezopotamya: Yakındoğu Arkeolojisi'nin İlk*

Dönemleri (İ.Ö. 9000-2000) (Çev. Z. Zü). Arkeoloji ve Sanat Yayınları

Noonan, J. T. J. (1957). *The Scholastic Analysis Of Usury*. Harvard University Press

Oates, J. (2004). *Babil*. Çev. Fatma Çizmeli, Arkadaş Yayınları.

Oktar, S. ve Dalyancı, L. (2011). Türkiye Ekonomisinde Para Politikası ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Analizi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 31(2), 1-20.

Oktar, S., Tokucu, E., Zekayi, K. A. Y. A. (2013). Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları. *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(2), 273-276.

Orak, Kara, (2008). Enflasyon Hedeflemesi, (https://www.researchgate.net/profile/Hakan_Kara/publication/238738109_ENFLASYON_ HEDEFLEMESI/links/5406bafe0cf2bba34c1e52d3.pdf, Erişim Tarihi: 09.05.2021.

Orhan, O. Z. (1995). *Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları*, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1995.

Onoh, J. O., ve Obioma, J. (2017). A Comparative Study of Monetary and Keynesian Theories on Inflation and Money Supply in Nigeria. *International Journal of Economics and Financial Management,* 2(1), 56-70.

Önder T., (2005). Para Politikası Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması. *T.C.M.B Piyasalar Genel Müdürlüğü, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi),* Ankara.

Öner, S. (2015). Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Gelişimi.

Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü, İstanbul.

Özatay, F., (2012). Para Politikasında Yeni Arayışlar. *İktisat İşletme ve Finans*, 7 (315), 51-75.

Özel, H. (2009). İktisadi Analiz Tarihine Nasıl Yaklaşmak Gerekir? (II). *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* 27(1), 45-72.

Özgüç, T. (2005). *Kültepe - Kaniş / Neşa (Birinci Ba).* Yapı Kredi Yayınları.

Pasha, Z. A. (1990). *Money and Bank.* (F. a. Persective, Éd.) Kuwait: Youth Publishing House.

Pekin, S. (2019). Türkiye'de Para Politikalarının Etkinliği ve GSMH İlişkisi. *Ordu Üniversitesi, Master's thesis, Sosyal Bilimler Enstitüsü.*

Phylaktis K., ve Blake D. (1993). The Fisher Hypothesis: Evidence From Three High

Inflation Economies. *Weltwirtschaftliches Archive,* 129(3), 591–599.

Rafay, A., Naz, F., Rubab, S. (2014). Causal Relationship Between Macroeconomic Variables: Evidence From Developing Economy. *Journal of Contemporary Issues in Business Research,* 3(2), 88-99.

Ray, S. (2012). Empirical Testing of International Fisher Effect in United States and Selected Asian Economies. *Advances in Information Technology and Management,* 2(1), 2167-6372.

Roover, R. (1948). *Money, Banking and Credit in Mediaeval Bruges*. The Mediaeval Academy of America.

Saeidi P., ve Vailan H. (2011). Studying The Relationship Between Currency Rate, Interest Rate And Inflation Rate Based On Fisher International Theory And Fisher International Effect in Iran Economy. *Aust. J. of Basic and App. Sci.,* 5(12), 1371-1378.

Saunders, A., ve Cornett, M. M. (2014). *Financial markets and institutions*. (5th Ed.). New York: McGraw-Hill Higher Education.

Samuelson, P., ve William, N. (2001). *Macroeconomics*. Irwin: Mc Graw – Hill Companies.

Samuelson, P. (2006). *Economics.* Beirut: Youth House for Publishing and Printing.

Sayed Ali, A. M., ve Jamil, H. A. (1995). The Political Economy of Inflation in Iraq. *Bagdad, Iraq: University of Mustansiriya Publishing*

Semuel, H., ve Nurina, S. (2014). *Analysis Of The Effect Of Inflation, Interest Rates, And Exchange Rates On Gross Domestic Product (GDP) in Indonesia,*

(Doctoral dissertation, Petra Christian University).

Sugözü, İ. H., ve Yiyit, M. (2010). Borçlanmanın Enflasyona Etkisi Üzerine Teorik Yaklaşımların Temel Özellikleri. *Maliye Dergisi*, 158, 365-373.

Talaslı, İ. A., (2012). Türkiye'de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, Ankara,

Mayıs 2012.

Telatar, E. (2000). İstikrar Programlarında Nominal Çıpa Seçimi ve Uygulama Sonuçları. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* 18(2), 459-488.

Thomas, D., ve Duncan, M. (1984). *The Measurment Analysis and Control of Aggregate Economic Activity.* (E. A. addition, Éd.) Tokyo: McGraw-Hill Kogakusha.

Torun, M., ve Karanfil, M. (2016). 1980-2013 Dönemi Türkiye Ekonomisinde Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişki. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 14(27), 473-490.

Totonchi, J. (2011). Macroeconomic Theories Of Inflation. *In International Conference On Economics And Finance Research,* 4(1), 459-462.

Tunalı, H., ve Erönal, Y. Y. (2016). Enflasyon ve Faiz Orani İlişkisi: Türkiye'de Fisher Etkisinin Geçerliliği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(4), 1415-1431.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi ve Görevleri (2019). Rapor, Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2003). *Para Politikası Uygulamaları Makro*

Ekonomik Görünüm ve Bekleyişler. Ocak 2003 Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi, (2021), https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Zorunlu+Karsilik+Oranlari/, Erişim Tarihi: 08.05.2021.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi, (2021), https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve, Erişim Tarihi: 09.05.2021.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi Kanunu, (1970), Kanun No: 1211.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2013). *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*. Rapor.

Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni.*

Ülgen, D. G. (2021). Para Teorisi ve Politikası. *İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi, İktisat Lisans Programı*. http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/iktisat_ao/parateorisivepol.pdf, Erişim Tarihi: 07.05.2021.

White, W.R. (2006). Fiyat İstikrarı Yeterli midir?. *Bankacılar Dergisi*, 59, 116-125.

Yamaçlı, D. S. (2017). *Türkiye'de Parasal İstikrar ve 1923 Yılından Günümüze Para Politikasındaki Gelişmeler (No. 75).* Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık Tic. Ltd. Şti..

Yıldırım, K., Taşdemir, M. Karaman, D. (2016). *Makro Ekonomi*. Seçkin Yayıncılık, İstanbul.

Yıldız, F. (1989). *Bankacılığa Atılan İlk Adım*. Sanat Dünyamız, 38, 61–64.

Yüksek Planlama Kurulu, (2017). *Kamu İktisadi Teşebbüsleri, Türkiye Kalkinma Bankasi Anonim Şirketi, İller Bankasi Anonim Şirketinde ve Ptt Anonim Şirketinde 2016 ve 2017 Yillarinda Uygulanacak Ücretlerin Tespitine İlişkin*

Tebliğ.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adi Soyadı	Abdallah Mohamed Youssouf
Doğum Yeri	Cibuti
Doğum Ülke	Cibuti

LİSANS EĞİTİM BİLGİLERİ

Üniversite	Universite de Djibouti
Fakülte	DUT
Bölüm	Muhasebe

YÜKSEK LİSANS EĞİTİM BİLGİLERİ

Üniversite	Çankırı Karatekin Üniversitesi
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat

YABANCI DİL BİLGİSİ

Arabca	Fransızca	