

TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN REEL KREDİ FAİZİ SERİSİ⁺

Ozan Bakış, Deren Ünalıms*

Yönetici Özeti

Bir ekonomide en önemli makro göstergelerden biri faizdir. Mevduat faizi tasarruf kararları için temel belirleyicilerden biriyken, kredi faizi tüketim ve yatırım kararlarını belirleyen faktörlerin başında gelmektedir. Ancak nominal (manşet) kredi faizindeki artış her zaman borçlanma maliyetlerinin arttığını gösteremez. Özellikle fiyat istikrarının olmadığı dönemlerde enflasyondan arındırılmış reel kredi faizini dikkate almak gerekmektedir. Bu kadar temel bir değişkenin Merkez Bankası ya da TÜİK tarafından yayımlanması beklenir. Ne var ki pratikte hangi faiz ve hangi enflasyonun kullanılacağına karar vermek o kadar kolay olmayabilir. Bu sebeple hemen herkes kendi reel faizini hesaplamaktadır diyebiliriz. Bu araştırma notunda amacımız bu önemli eksikliği gidererek pek çok kullanıcının ihtiyaç duyduğu temel bir değişken olan reel ticari kredi faizini Türkiye ekonomisi için hesaplayarak kamuoyunun kullanımına sunmaktır. Ayrıca konu ile ilgilenen lisans, yüksek lisans ve doktora öğrencilerine bu teorik değişkenin pratikte nasıl hesaplanacağı ile ilgili somut bir örnek sunmaktır.

Giriş

Reel faiz oranı ekonomik karar vericiler için önemli bir değişkendir. Reel faiz, tüketim ve yatırım kararlarını doğrudan etkiler. Yüksek reel faiz oranları tasarrufları teşvik ederken, borçlanma maliyetlerini artırarak tüketimi ve yatırımları caydırabilmektedir. Bankalar için reel faiz oranı, kredi koşullarını ve kârlılığı belirlemenin yanı sıra finansal

+ Çevrimiçi ek dosyalarına Betam web sitesinden ulaşılabilir:

<https://betam.bahcesehir.edu.tr/2025/04/turkiye-ekonomisi-icin-reel-kredi-faizi-serisi>

* Ozan Bakış, **Betam**, ozan.bakis@bau.edu.tr; Deren Ünalıms, **Bahçeşehir Üniversitesi Ekonomi Bölümü**, deren.unalmis@bau.edu.tr

istikrar açısından da önemlidir. Merkez bankaları ise para politikası duruşlarını belirlerken reel faiz oranlarını dikkate almaktadır. Düşük reel faiz oranları enflasyonun kontrol altında olduğu dönemlerde ekonomik aktiviteyi desteklemek, yüksek reel faiz oranları enflasyonu düşürmek ve sermaye çıkışlarını önlemek için kullanılabilir. Reel faiz oranları aynı zamanda maliye politikalarının etkinliğini de belirlemektedir. Düşük reel faiz oranları, hükümetin borçlanma maliyetlerini azaltarak genişletici maliye politikaları için daha fazla alan yaratırken, yüksek reel faiz oranları, bütçe dengesini olumsuz etkilemesinin yanında borçlanma maliyetlerini artırarak maliye politikası manevra alanını daraltabilmektedir. Bu nedenle reel faiz oranları ekonomik büyüme, enflasyon ve makro-f finansal istikrar üzerinde belirleyici rol oynamaktadır.

Tasarruf ve yatırım kararları için temel belirleyicilerin başında gelen reel faizin tanımı basittir: Enflasyondan arındırılmış faiz oranına reel faiz denmektedir. Tasarruf ve yatırım kararları çoğunlukla bugünden belli olan faizlerle alınmaktadır. Ancak vade sonundaki enflasyon oranı bugünden bilinemediğinden, ekonomik karar vericiler için asıl geçerli olan vade sonuna dair enflasyon beklentisidir. Nominal faizden beklenen enflasyonun çıkarılması ile (*ex ante*) reel faiz elde edilir. Tanım, teorik açıdan, basit ve net olmakla birlikte uygulamada hangi faiz oranı ve hangi enflasyon oranının kullanılacağı konusunda bazı belirsizlikler bulunmaktadır. Beklenen enflasyon ne demektir ve kimin beklentilerinden söz edilmektedir. Hanehalkları mı, firmalar mı, finansal kuruluşlar mı, kamu kurumları mı, siyasetçiler mi? Benzer şekilde nominal faizden hangi faiz kastedilmektedir? Mevduat faizi mi, kredi faizi mi, bono/tahvil faizi mi, gösterge faiz mi? Bu ve benzeri sorular çoğaltılabilir. Bu sorulara herkesin verdiği cevaplar aynı olmadığı hatta aynı kişiler farklı dönemlerde farklı değişkenler kullanabildiği için herkesin üzerinde uzlaştığı bir reel faizden bahsetmek güçtür. Bir an için bu zorluğun olmadığını ve herkesin aynı değişken tercihlerine sahip olduğunu varsayalım. Türkiye’de geçmişe yönelik verileri bulmak pek kolay değildir. Bu sebeplerle, bu araştırma notunda firmaların reel borçlanma maliyetini hesaplayarak en azından bu önemli seri için söz konusu eksikliği gidermeye çalışacağız. Bu notun başta Türkiye ekonomisini yorumlayan piyasa iktisatçıları (profesyoneller) olmak üzere, Türkiye ekonomisini

teorik modeller çerçevesinde inceleyen teorisyenler ile eğitime devam eden lisans, yüksek lisans ve doktora öğrencilerine faydalı olmasını umuyoruz.

1. Reel TL Faiz Hesabı

Reel faiz hesaplanırken Fisher denklemi kullanılmaktadır:

$$r = \frac{1 + i}{1 + \pi^e} - 1$$

Burada, r reel TL faizi, i nominal TL faizi, e beklenen enflasyonu göstermektedir.¹ Nominal faiz ve enflasyon oranı düşük ise yukarıdaki formül daha da basitleştirilebilir: $r = i - \pi^e$; ancak söz konusu koşullar sağlanmadığından Türkiye için bu yaklaşım geçerli olmayacaktır.

Enflasyon beklentileri

Türkiye’de enflasyon beklentileri TCMB tarafından aylık olarak Piyasa Katılımcıları Beklenti Anketi başlığı altında yayımlanmaktadır.² Bu ankette çoğunu finansal sektör temsilcilerinin oluşturduğu katılımcılara cari ay, bir ay sonrası, iki ay sonrası, sene sonu, bir sonraki sene sonu, 12 ve 24 ay sonrası, 5 ve 10 yıl sonrası için tüketici enflasyonu beklentileri sorulmaktadır. Ancak bu serilerin başlangıç tarihleri farklıdır. Örneğin 12 ay sonrası beklentiler 2001 yılına kadar geriye giderken, 24 ay sonrası beklentiler 2006 yılından, 5 ve 10 yıl sonrası beklentiler ise 2013 yılından başlamaktadır. TCMB 2015 yılından itibaren hanehalkı ve reel sektörün (finansal olmayan şirket temsilcilerinin) 12 ay sonrası tüketici enflasyonu beklentilerini de derlemektedir.³ Hangi sektörün ve hangi vadede enflasyon beklentilerinin kullanılacağı çalışmanın amacına göre değişebilecektir. Örneğin reel tasarruf mevduatı faizi veya reel ihtiyaç kredisi faizi hesaplamak isteyen

¹ Burada, reel kredi faizi yerine eğer reel mevduat veya reel tahvil faizi hesaplamak isteseydik gelir vergisi stopajının (s) düşülmesi ile i ’yi net nominal faiz olarak da tanımlayabilirdik. Bu durumda i , nominal faizden (n) şu şekilde elde edilirdi: $i = n \times (1 - s)$. Bu çalışmada reel kredi faizi hesaplamak istediğimiz için stopaj vergisini dikkate almadık.

² Söz konusu anket sonuçlarına 2013 yılından itibaren TCMB EVDS sayfasında şu linkten ulaşılabilir: https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/DataGroupLink/9/bie_pkauo/tr EVDS’nin arşiv sayfasında veriler 2001-2012 arası için de sunulmaktadır: https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/DataGroupLink/7/bie_urbeka/tr 2012 yılı sonuna kadar ayda iki kere yapılan anket, 2013 yılından itibaren ayda bir kere yapılmaya başlanmıştır. Anketin ayda iki kere yapıldığı dönemlerde beklentilerin ay içi ortalaması kullanılmıştır.

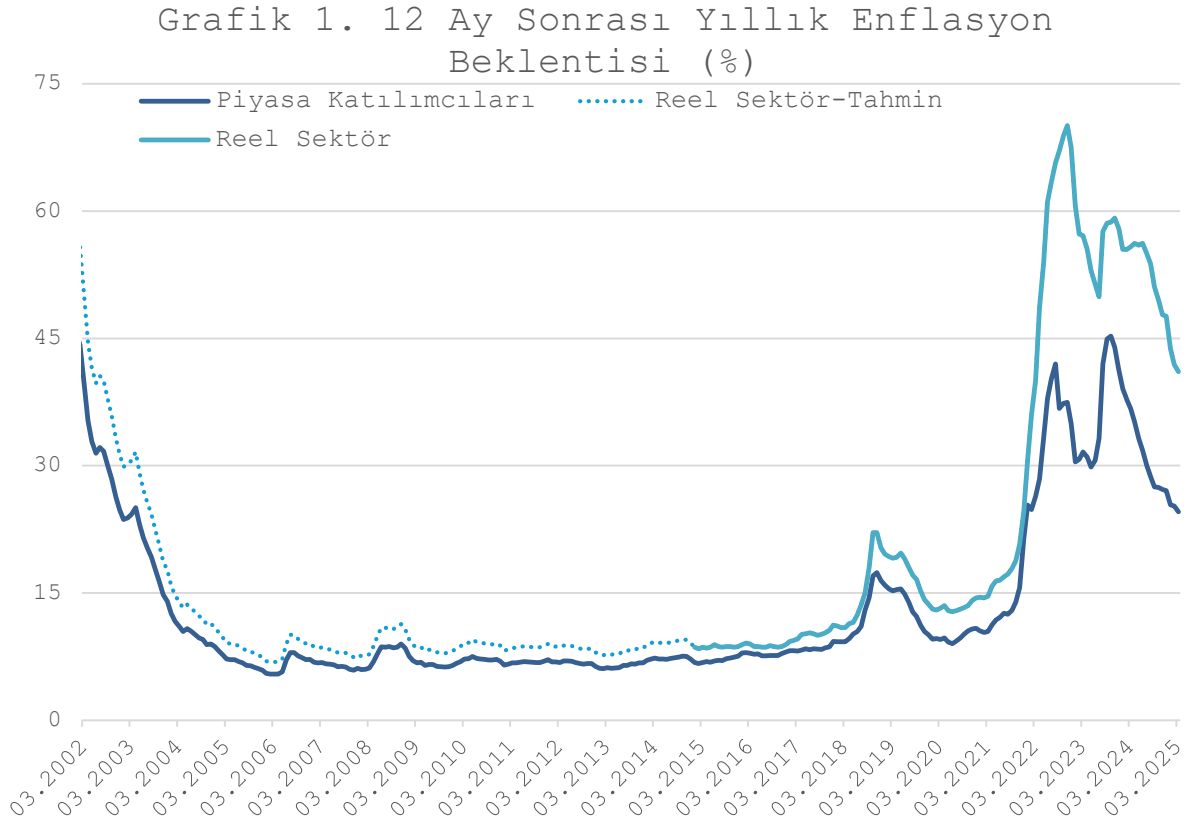
³ İlgili seriler EVDS’de Sektörel Enflasyon Beklentileri başlığı altında bulunabilir: https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/DataGroupLink/9/bie_enfbek/tr

bir araştırmacı hanehalkı enflasyon beklentilerini kullanabilecekken, reel ticari kredi faizi hesaplamak isteyen bir araştırmacı reel sektör beklentilerini kullanabilecektir. Ticari bankaların beklenen faiz getirilerini hesaplamak isteyen biri ise piyasa katılımcılarının enflasyon beklentilerini baz alabilir.

Hangi sektörün hangi vadedeki beklentisinin baz alınacağına karar verildikten sonra beklenen enflasyon olarak söz konusu anketlerde ortaya çıkan ortalama veya medyan kullanılabilir. Bilindiğı üzere ortalama uç değerlerden etkilenirken, medyan ise orta noktaya odaklandığından katılımcıların geneline ilişkin bilgiyi iyi yansıtmayabilir. Bu nedenle bu çalışmada, TCMB'nin hesaplayarak paylaştığı ve uç değerlerden arındırılan beklentilerle hesaplanan “uygun ortalama” serisi kullanılmıştır.

Bu çalışmada reel sektörün beklenen reel borçlanma maliyeti tarihsel olarak hesaplanmaktadır. Reel sektör enflasyon beklentileri sadece tek vade için (12 ay sonrası) yayımlanmakla birlikte, bu vadenin Türkiye için finansal olmayan şirketlerin karar aşamasında dikkate aldığı ufku iyi yansıtabileceğini düşünüyoruz. Ancak söz konusu beklentiler 2015 yılından itibaren toplandığından, tarihsel seri elde etmek için piyasa katılımcıları anketindeki 12 ay vadeli enflasyon beklentileri ile geriye götürmemiz gerekmektedir.⁴ İki seri seviye olarak farklı olsa da 2015-2021 arasında eğilim olarak birbirine oldukça benzemektedir. Reel sektör beklentileri piyasa katılımcılarının beklentilerinin değişim oranı ile geriye götürülerek Grafik 1'deki tahmini seri hesaplanmıştır.

⁴ İlgili anketteki piyasa katılımcıları çoğunlukla finansal sektör temsilcileri olmakla beraber içerisinde değişen oranlarda reel sektör temsilcilerini de barındırmaktadır.



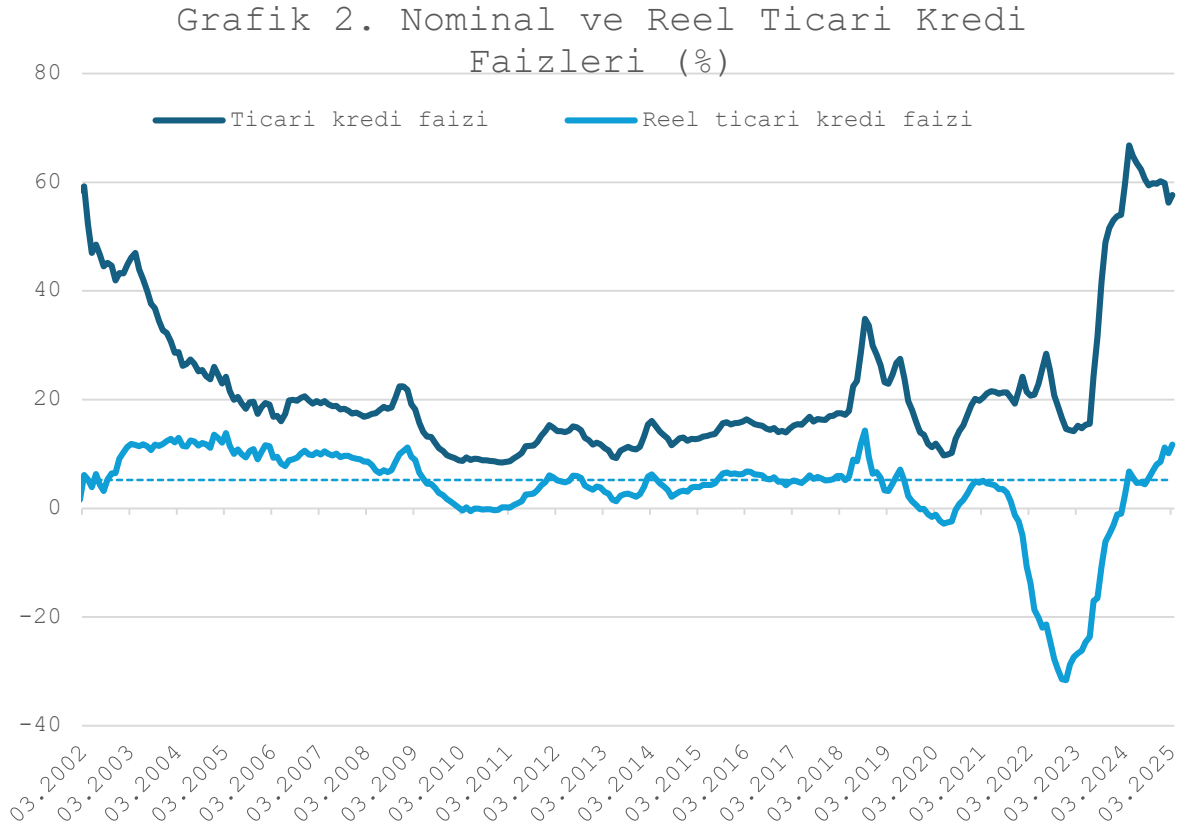
Kaynak: TCMB, yazarların hesaplamaları

Reel TL Ticari Kredi Faizi Serisi: Ocak 2002-Mart 2025

Türkiye’de bankaların mevduat ve kredi faizleri verisi haftalık olarak TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminde (EVDS) yayımlanmaktadır.⁵ Reel sektörün nominal kredi maliyetini yansıtan seri olarak 2002 yılından itibaren mevcut olan ticari kredi faizi (TL) ay içi ortalaması alınarak kullanılmıştır. Şirketlerin reel borçlanma maliyetini/faizini hesaplamak için de Fisher denkleminde bir önceki bölümde tahmini olarak geriye götürdüğümüz 12 ay vadeli reel sektör enflasyon beklentisi kullanılmıştır (Grafik 2).

⁵ Bankaların farklı vadelerdeki ve para birimlerindeki mevduatlara uyguladıkları faizlere şu linkten ulaşılabilir: https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/DataGroupLink/5/bie_mt100h/tr Bankaların ağırlıklı ortalama kredi faiz oranları (tüketici ve ticariler için para birimi ayrımında) burada bulunmaktadır: https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/DataGroupLink/5/bie_kt100h/tr

Tasarruf veya borçlanma faizleri derlenirken daha güncel bilgi içeriğinden dolayı çalışmalarda stok yerine akım faizleri tercih edilmektedir. Ancak bazı durumlarda, örneğin bankaların net faiz getirileri hesaplanacaksa stok faiz oranları tercih edilebilir.



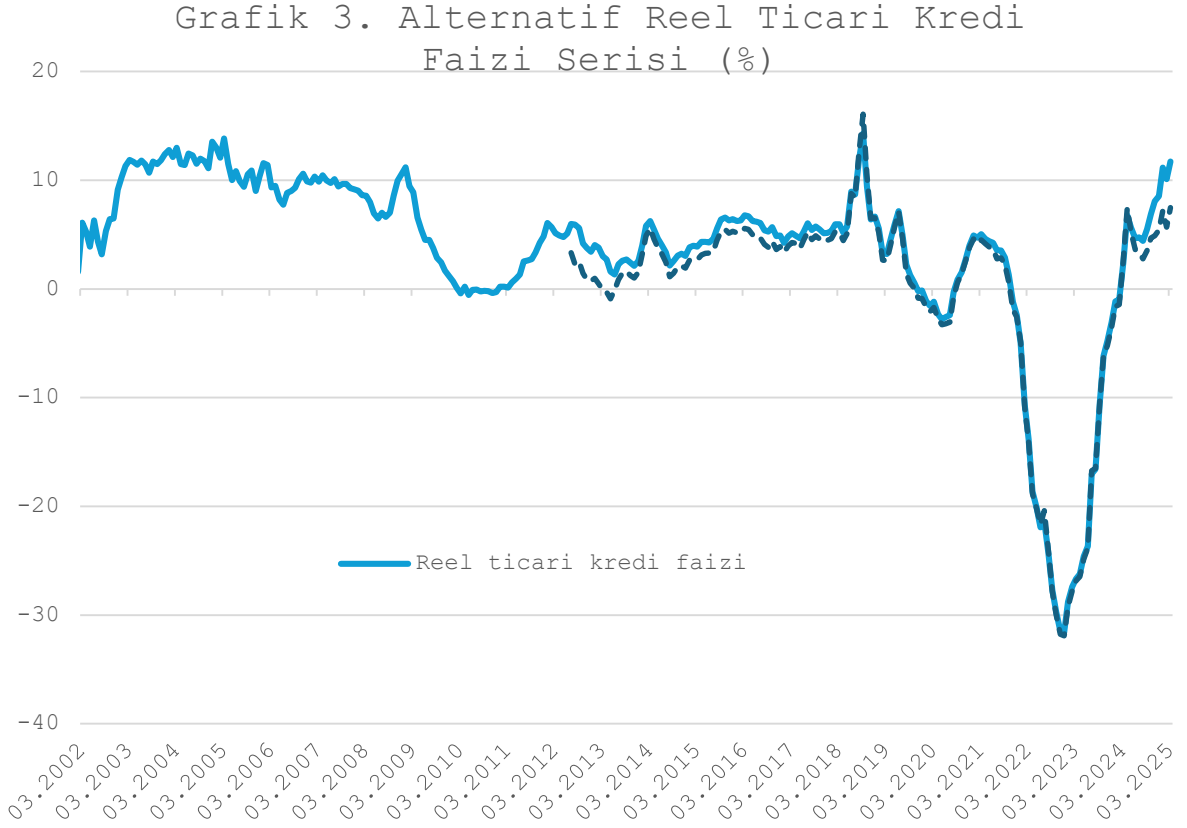
Kaynak: TCMB, yazarların hesaplamaları

Hesapladığımız reel ticari kredi faizi serisi ülkemizde deneysel makroekonomi politikalarının hâkim olduğu 2022-2023 yılları haricinde genellikle pozitif değerler almaktadır. Seri Eylül 2018’de %14,3 ile tarihi zirvesini, Aralık 2022’de -%31,6 ile tarihi en düşük seviyesini görmüştür. Enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin genellikle tek hanelerde seyrettiği 2006-2016 döneminde reel ticari kredi faizi ortalaması %5,2’dir. Son veri olan Mart 2025 itibarıyla ise %11,7 ile tarihsel ortalamanın üzerindedir.

Reel ticari kredi faizleri hesaplanırken, çok kısa vadeli ve oynak kalemleri dışarıda bırakan kredili mevduat hesapları (KMH) ve kurumsal kredi kartları (KK) hariç seriyi kullanmak daha doğru olabilecektir.⁶ Ancak söz konusu seri EVDS’de 2012 yılından itibaren mevcut olduğundan yukarıdaki tarihsel hesaplamalarımızda 2002 yılından başlayan ve genellikle çok benzer bir eğilime sahip olan toplam TL ticari kredi faizi serisi tercih edilmiştir.

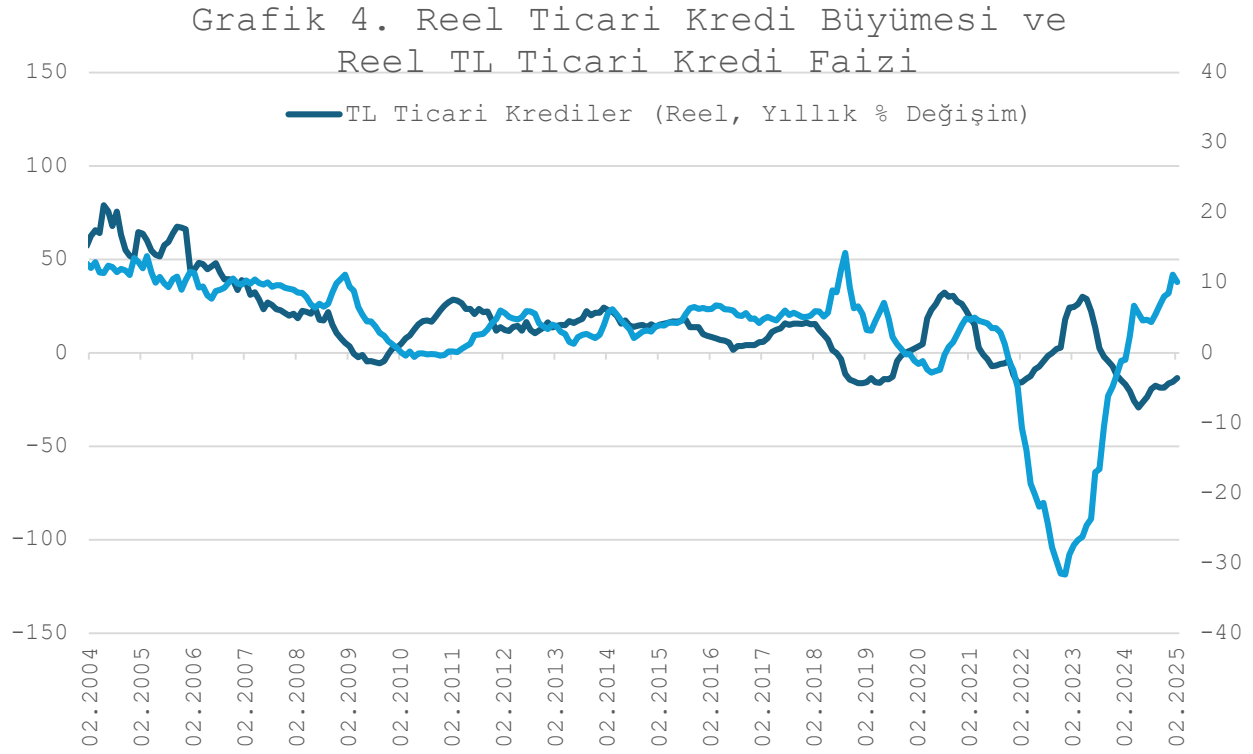
⁶ Söz konusu serinin EVDS’deki başlığı şu şekildedir: “Ticari Krediler (TL Üzerinden Açılan)(Tüzel Kişi KMH ve Kurumsal Kredi Kartları Hariç) (Akım Veri,%)”.

Grafik 3, KMH ve KK hariç seriyi kullandığımızda da genellikle benzer bir reel faiz elde ettiğimizi göstermektedir. Ancak özellikle son dönemde söz konusu seri çok daha düşük bir reel ticari kredi faizine işaret etmektedir. KMH ve KK hariç reel ticari kredi faizi Mart 2025 itibarıyla %7,5'tir (diğer seri ile %11,7 hesaplanmıştı).



Kaynak: TCMB, yazarların hesaplamaları

Grafik 4'te reel TL ticari kredi faizi serisi reel TL ticari kredi büyümesi ile de karşılaştırılmaktadır. İki seri genellikle ters ilişkilidir. Reel TL ticari kredi büyümesinin reel TL ticari kredi faizinin görece yüksek olduğu dönemlerde düştüğü, reel ticari kredi faizinin görece düşük olduğu dönemlerde arttığı izlenmektedir. Reel TL faizin negatif olduğu 2022-2023 yıllarında reel TL ticari kredi büyümesi görece yüksek seviyelerde seyretmiştir.



Kaynak: BDDK, TCMB, yazarların hesaplamaları

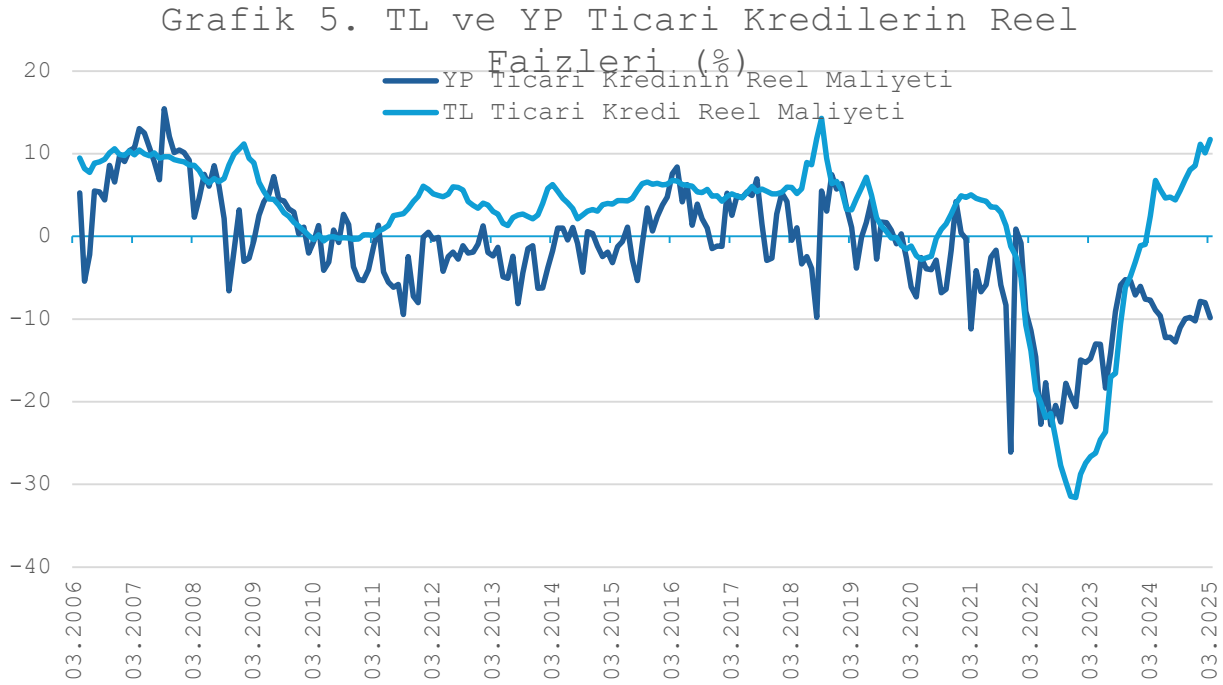
2. Yabancı Para Ticari Kredinin Beklenen Reel Faizi

Türkiye’de Mart 2025 itibarıyla toplam ticari kredilerin yaklaşık yarısı yabancı para (YP) ticari kredilerden oluşmaktadır. Bu nedenle kredi maliyeti hesaplanırken YP kredilerin de dikkate alınması doğru olacaktır. Reel sektör firmaları özellikle TL faizlerin görece yüksek, diğer yandan TL’nin değerinin görece istikrarlı olduğu dönemlerde yabancı para (YP) borçlanmayı tercih edebilmektedir. Bankalar da mevduat dolarizasyonunun tarihsel olarak yüksek olduğu ülkemizde bilanço içi yabancı para pozisyonlarını dengelemek için orta-uzun vadeli kredileri yabancı para cinsinden kullandırmayı tercih edebilmektedir.

YP kredilerin beklenen reel maliyeti hesaplanırken Fisher denklemi aşağıdaki şekilde kullanılmaktadır:

$$r^{\$} = \frac{(1 + i^{\$})(1 + \% \Delta E^e)}{1 + \pi^e} - 1$$

Burada, $r^{\$}$ USD kredinin reel maaliyetini, $i^{\$}$ nominal USD ticari kredi faizini, $\% \Delta E^e$ USD kurunda beklenen artışı göstermektedir.⁷ Hesaplamalarda USD kurundaki beklenen artış, TCMB Piyasa Katılımcıları Anketinden alınan 12 ay sonrası için USD döviz kuru beklentisinin anket tarihindeki döviz kuruna göre yüzde değişimi alınarak kullanılmıştır. Ankette kur beklentisi 2006 yılından bu yana mevcut olduğundan YP ticari kredinin reel maliyeti bu tarihten itibaren hesaplanabilmektedir.

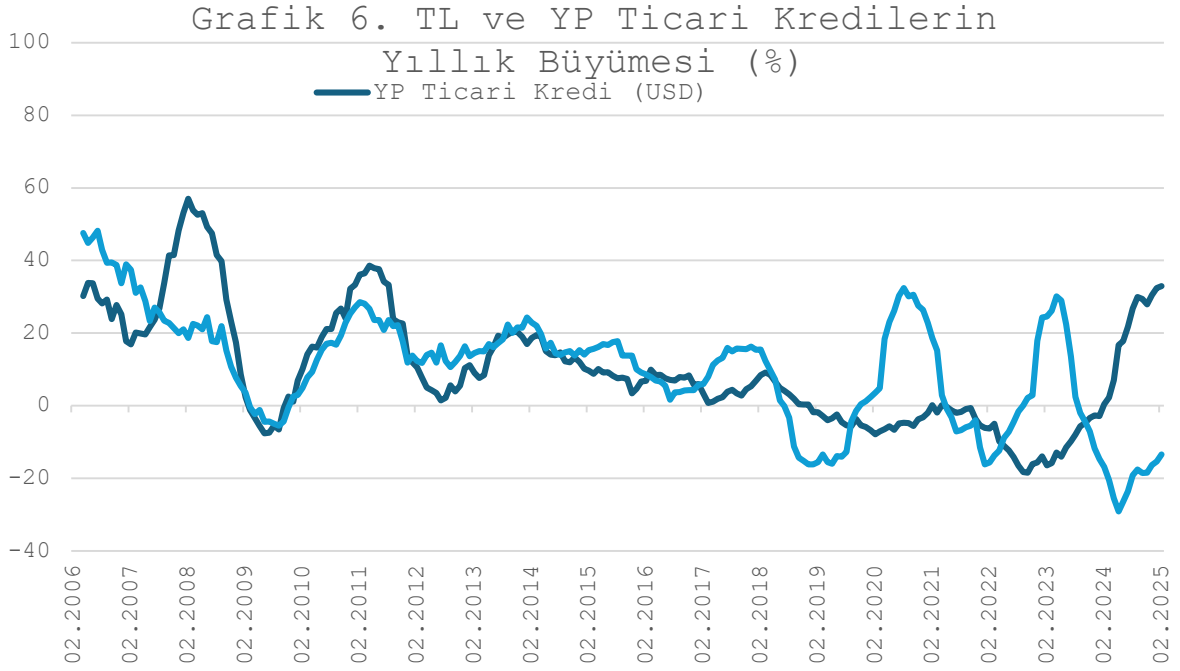


Kaynak: TCMB, yazarların hesaplamaları

Grafik 5, YP ticari kredinin beklenen reel maliyetinin tarihsel olarak genellikle TL ticari kredinin beklenen faizinden düşük olduğunu göstermektedir. Bunun nedeni hesaplamalarımızda döviz kuru belirsizliğinin/riskinin dikkate alınamaması olabilir. Özellikle TCMB'nin parasal sıkılaşma politikalarının etkinliğinin arttığı ve döviz kuru artış beklentilerinin gerilediği Ekim 2023 sonrası dönemde TL ticari kredinin beklenen reel maliyeti artarken YP ticari kredinin beklenen reel maliyetinin negatif ve görece çok daha düşük olduğu görülmektedir. Mart 2025 itibarıyla YP kredinin yıllık reel maliyeti eksi %9,8'dir. Nitekim TCMB tarafından uygulanan aylık YP kredi büyümesi kısıtlarına rağmen Şubat 2025 itibarıyla YP yıllık kredi büyümesi USD bazında artmaya devam

⁷ TCMB Piyasa Katılımcıları Anketinde 12 ay sonrası için döviz kuru beklentisi sadece USD için mevcut olduğundan ilgili seri EUR cinsinden kullanılan krediler için hesaplanamamaktadır. Notun yayımlandığı tarih itibarıyla reel sektör anketlerinde döviz kuru beklentisi sorulmamaktadır.

ederek %33'e çıkmıştır (Grafik 6). Şubat 2025'te TL ticari kredi büyümesi ise reel olarak eksi %13,5 seviyesindedir.

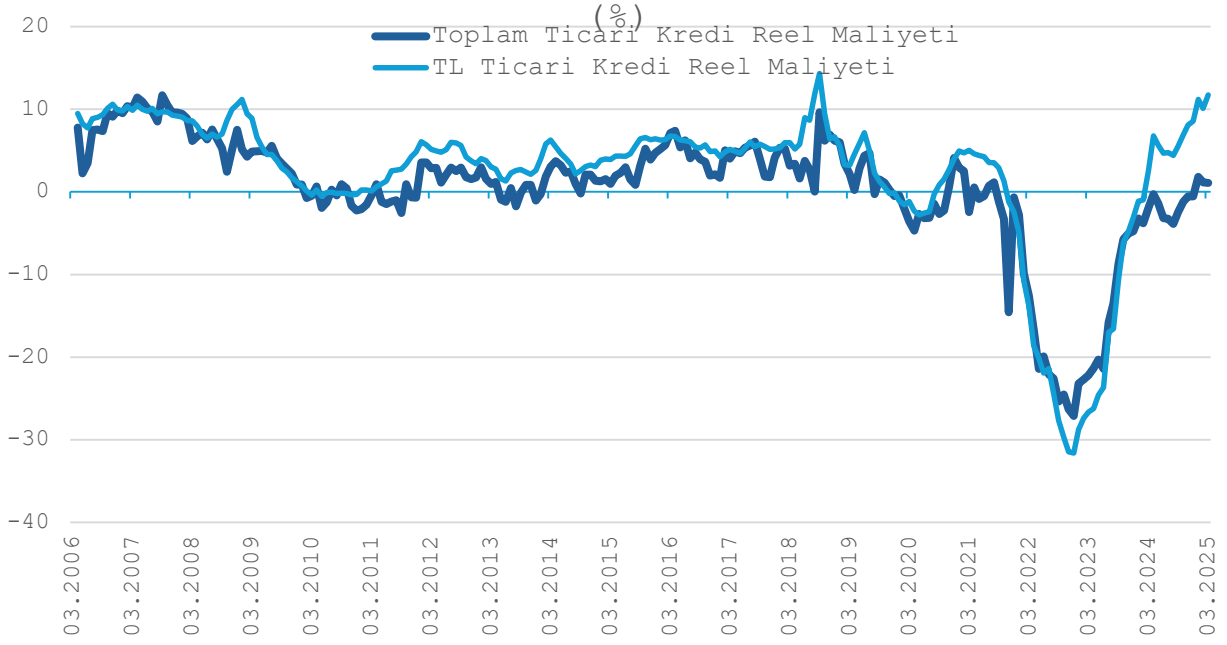


Kaynak: BDDK, TCMB, yazarların hesaplamaları

3. Toplam Ticari Kredinin Beklenen Reel Maliyeti

Son bölümde, TL ticari kredi ve YP ticari kredinin beklenen reel maliyeti ağırlıklandırılarak tek bir seri oluşturulmaktadır. Hesaplama BDDK aylık bülten verisinden elde edilen toplam ticari kredi hacmindeki TL-YP ağırlıklar kullanılmaktadır. İlgili seri tüm ticari krediler için beklenen reel ortalama faiz göstergesi olarak kullanılabilir. Grafik 7, söz konusu serinin özellikle son dönemde TL ticari kredi reel faizinden aşağı yönlü ayrıştığını göstermektedir. Bir başka deyişle, sadece TL ticari kredi faizine odaklanmak reel sektörün gerçek borçlanma maliyetinin daha yüksek görünmesine neden olmaktadır. Nitekim son dönemde uygulanan para politikası yaklaşımının bir sonucu olarak döviz kuru beklentilerinde sağlanan istikrar, YP kredilerin beklenen reel borçlanma maliyetini düşürmekte ve YP ticari kredilerin beklenen reel faizinin negatif olmasına yol açmaktadır.

Grafik 7. Toplam Reel Ticari Kredi Faizi



Kaynak: BDDK, TCMB, yazarların hesaplamaları

Özet

Bu araştırma notunda amacımız pek çok kullanıcının ihtiyaç duyduğu temel bir değişken olan reel ticari kredi faizini Türkiye ekonomisi için hesaplayarak kamuoyunun kullanımına sunmaktır. Çalışmada Türk lirası ve yabancı para reel kredi faizleri hesaplanmakta ve sonrasında bu faizler toplam kredilerin beklenen reel faiz maliyetini ölçebilmek için toplulaştırılmaktadır. İlgili seriler ek olarak paylaşılmaktadır.

Kullanılan veri kaynakları:

TCMB EVDS (Faizler, beklentiler ve döviz kurları için)

BDDK Aylık Bülten (Kredi büyüklükleri için)