

T.C.

DİCLE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

İKTİSADİ BÜYÜME VE FAİZ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İKTİSAT POLİTİKALARI AÇISINDAN BELİRLEYİCİLİĞİ

Hamdullah ADIYAMAN

19921003

Danışman

Doç. Dr. Pelin Karatay GÖGÜL

Diyarbakır 2022

T.C.

Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

İKTİSADİ BÜYÜME VE FAİZ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İKTİSAT POLİTİKALARI AÇISINDAN BELİRLEYİCİLİĞİ

Hamdullah ADIYAMAN

19921003

Danışman

Doç. Dr. Pelin Karatay GÖGÜL

Diyarbakır 2022

TAAHHÜTNAME

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Dicle Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum "İktisadi Büyüme ve Faiz Oranları Arasındaki İlişkinin İktisat Politikaları Açısından Belirleyiciliği" adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve tez yazım kılavuzuna uygun olarak hazırladığımı taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü arşivlerinde saklanmasına izin verdiğimi onaylarım. Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

21.06.2022

Hamdullah Adıyaman

ÖN SÖZ

Bu çalışma dünya genelinde yaşanan gelişmelere bağlı olarak ekonomik büyüme süreci doğrultusunda faiz oranlarının rolü analiz edilmiştir. Ekonomik büyüme ve faiz oranları ilişkisinin belirlenmesi hem makro ekonomik politikaların etkin uygulanması açısından hem de ekonomide mevcut tartışmalara temel sağlaması açısından önem kazanmaktadır. Bu gelişmeler ışığında bu çalışma temel olarak bir ülkede sürdürülebilirlik çerçevesinde ekonomik büyüme sürecinde, faiz oranlarının rolü çerçevesinde şekillenmiştir. Bu hipoteze bağlı olarak üç bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde; ekonomik büyüme ve faiz oranı kavram olarak tanımlanmış ve ekonomik büyüme ve faiz kuramları irdelenmiştir. İkinci bölümde, ekonomik büyüme sürecinde etkili olan yatırım, tasarruf, enflasyon, döviz kuru, maliye politikası, para politikası, ödemeler dengesi, sermaye akımları ve finansal piyasaların faiz oranı ile ilişkileri araştırılmıştır. Üçüncü bölümde ise Türkiye'de ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki zaman serileri analizine bağlı olarak ADF ve PP Birim Kök Testi, ARDL Sınır Testi ve Toda-Yamamoto Nedensellik Testleri aracılığıyla sınanmıştır.

Bu çalışmanın hazırlanış sürecinde bilgi, görüş ve önerileriyle bana yol gösteren ve destekleyen değerli danışman hocam Doç. Dr. Pelin Karatay GÖGÜL hocama, çalışmanın hazırlanış sürecinde her zaman yanımda olan ve destekleyen kuzenim Mervan İÇLİ'ye ve beni her zaman destekleyen ailem ve arkadaşlarıma en minnet dolu teşekkürlerimi arz ederim.

Hamdullah Adıyaman

Diyarbakır / 2022

ÖZET

Globalleşme hareketleri çerçevesinde yaşanan gelişmelere bağlı olarak sürdürülebilir ekonomik büyüme hedefi dünya genelinde uygulanmakta olan iktisadi politikaların öncü hedeflerinden birini teşkil eder hale gelmiştir. Küreselleşme hareketlerine bağlı olarak yaşanan gelişmeler ışığında ekonomik büyüme sürecinin analizi makroekonomik istikrar açısından önemli bir araştırma alanı oluşturmuştur. Ekonomik büyüme sürecinde faiz oranlarının rolü bakımından bu ilişki ekonomiler açısından hayati öneme sahip olmaktadır. Bu çalışma bu sürece paralel olarak ekonomik büyüme ve faiz oranları ilişkisinin Türkiye'de geçerliliği çerçevesinde şekillenmiştir.

Türkiye sahip olduğu yapısal koşullara bağlı olarak faiz oranları seviyesinin yüksek bir trende sahip olduğu gözlemlenmektedir. Faiz oranlarındaki artışa paralel olarak ekonomik büyüme oranlarının sürekli inişli çıkışlı bir yapıya sahip olduğu göz önüne alındığında ekonomik büyüme ve faiz oranları ilişkisi, ülkede uygulanacak makroekonomik politikaların belirleyiciliği noktasında önem kazanmaktadır. Bu kapsamda bu çalışma incelenen dönem ve kullanılan yöntemlere bağlı olarak ekonomik büyüme ve faiz oranları ilişkisini kısa ve uzun dönem analizi kapsamında ele almıştır. Bu sürece bağlı olarak çalışmada, Türkiye'de ekonomik büyüme ve faiz oranları ilişkisi 1985-2020 periyodunda yıllık veriler kapsamında ADF ve PP Birim Kök Testi, ARDL Sınır Testi ve Toda-Yamamoto Nedensellik Testi kullanılarak ekonomik büyüme ve faiz oranları ilişkisi araştırılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İktisadi Büyüme, Faiz oranları, Yatırım, ARDL Sınır Testi

ABSTRACT

Due to the developments within the framework of globalization movements, the goal of sustainable economic growth has become one of the leading objectives of economic policies implemented worldwide. Analysis of the economic growth process in the light of developments due to globalization movements has constituted an important research area in terms of macroeconomic stability. In terms of the role of interest rates in the economic growth process, this relationship is of vital importance for economies. This study has been shaped within the framework of the validity of the relationship between economic growth and interest rates in Turkey in parallel with this process.

Turkey is characterized by a high trend in the level of interest rates due to its structural conditions. Considering that economic growth rates have a fluctuating structure parallel to the increase in interest rates, the relationship between economic growth and interest rates gains importance in determining the macroeconomic policies to be implemented in the country. In this context, this study deals with the relationship between economic growth and interest rates within the scope of short and long-term analysis depending on the period examined and the methods used. Based on this process, this study investigates the relationship between economic growth and interest rates in Turkey by using ADF and PP Unit Root Test, ARDL Border Test and Toda-Yamamoto Causality Test within the scope of annual data for the period 1985-2020.

Keywords: Economic Growth, Interest rates, Investment, ARDL Bounds Test

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖNSÖZ ..... **I**

ÖZET ..... **II**

ABSTRACT ..... **III**

İÇİNDEKİLER ..... **IV**

TABLO LİSTESİ ..... **VIII**

ŞEKİL LİSTESİ ..... **IX**

KISALTMALAR ..... **XI**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM **5**

İKTİSADİ BÜYÜME VE FAİZ ORANLARI KAVRAMSAL ÇERÇEVE VE TEORİK YAKLAŞIMLAR **5**

1.1. İKTİSADİ BÜYÜME KAVRAMI 5

1.2. BÜYÜME TEORİLERİ 8

1.2.1. Klasik Büyüme Kuramı 8

1.2.1.1. Adam Smith Ekonomik Büyüme Kuramı 9

1.2.1.2. D. Ricardo Ekonomik Büyüme Kuramı 11

1.2.2. Keynesyen Büyüme Kuramı 12

1.2.3. Harrod - Domar Büyüme Modeli 15

1.2.4. Neo-Klasik Büyüme Kuramı 17

1.2.4.1. Solow Büyüme Modeli 18

1.2.5. İçsel Büyüme Kuramları 19

1.2.5.1. Beşerî Sermaye Modeli 21
1.2.5.2. Bilgi Üretimi ve Taşmalar 21
1.2.5.3. Kamu Politikası Modeli 22
1.2.5.4. Araştırma- Geliştirme (AR-GE) Modeli 23
1.3. FAİZ KAVRAMI 23
1.3.1. Faiz Oranı 24
1.4. FAİZ KURAMLARI 25
1.4.1. Klasik Faiz Kuramı 25
1.4.2. Knut Wicksell'in Faiz Kuramı 27
1.4.3. Neo-Klasik Faiz Kuramı 29
1.4.3.1. Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı 29
1.4.3.2. Mc Kinnon-Shaw Hipotezi 31
1.4.4. Keynes Faiz Kuramı 32
1.4.5. Hicks-Hansen Faiz Kuramı 34
1.4.6. Tobin'nin Portföy Teorisi 35
1.4.7. Monetarist Faiz Teorisi 36
İKİNCİ BÖLÜM 39
FAİZ ORANLARI VE İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİ; FAİZ ORANLARININ İKTİSADİ BÜYÜMEYİ ETKİLEDİĞİ KANALLAR 39
2.1. FAİZ ORANLARI VE İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİ 39
2.2. FAİZ ORANLARININ EKONOMİK BÜYÜMEYİ ETKİLEDİĞİ KANALLAR 43
2.2.1.Yatırım Kanalı 44
2.2.2. Tasarruf Kanalı 50
2.2.3. Enflasyon Kanalı 55

2.2.4. Döviz Kuru Kanalı 62
2.2.5. Maliye Politikası Kanalı 67
2.2.6. Para Politikası Kanalı 74
2.2.6.1. Faiz Kanalı 80
2.2.6.2. Varlık Fiyatları Kanalı 81
2.2.6.3. Döviz Kuru Kanalı 82
2.2.6.4. Kredi Kanalı 83
2.2.6.5. Beklenti Kanalı 86
2.2.7. Ödemeler Dengesi 87
2.2.8. Sermaye Hareketleri 89
2.2.9. Finansal Piyasalar 93
2.3. DÜNYA ÜLKELERİNDE EKONOMİK BÜYÜME VE FAİZ ORANLARI 97
2.4. TÜRKİYE'DE EKONOMİK BÜYÜME VE FAİZ ORANLARININ GELİŞİMİ 101
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM 108
TÜRKİYE'DE EKONOMİK BÜYÜME VE FAİZ ORANLARI İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ 108
3.1. LİTERATÜR 108
3.2. EKONOMETRİK ANALİZ 116
3.2.1. Model ve Veri Seti 116
3.2.2. Yöntem 116
3.2.3. Birim Kök Analizi 117
3.2.3.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi 118
3.2.3.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi 118
3.2.4. Eş Bütünleşme Analizi 119

3.2.4.1. ARDL Sınır Testi 119
3.2.5. Nedensellik Analizi 120
3.2.5.1. Toda & Yamamoto Nedensellik Testi 120
3.3. BULGULAR 121
SONUÇ 129
KAYNAKÇA 133

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1: E7 Ülkeleri Ekonomik Büyüme ve Faiz Oranları..... 98

Tablo 2: G7 Ülkeleri Ekonomik Büyüme ve Faiz Oranları 100

Tablo 3: ADF Birim Kök Testi Sonuçları..... 122

Tablo 4: PP Birim Kök Testi Sonuçları 123

Tablo 5: Modele Ait ARDL Sınır Testi Sonuçları 124

Tablo 6: Modele Ait Uzun Dönem Katsayı Tahmin Sonuçları..... 124

Tablo 7 : Modele Ait Kısa Dönem Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları 125

Tablo 8: Toda - Yamamoto Nedensellik Analizi Sonuçları..... 127

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1: Ödünç Verilebilir Fonlar Piyasasında Faiz Oranlarının Belirlenmesi 30

Şekil 2: Hick-Hansen Yaklaşımında Faiz oranlarının Belirlenmesi (IS-LM)..... 34

Şekil 3: Faiz Oranlarının Ekonomik Büyümeyi Etkilediği Kanallar 43

Şekil 4: Türkiye'de Faiz Oranları ve Yatırım Harcamalarının Yıllara Göre Dağılımı (1998-2020)..... 49

Şekil 5: Türkiye'de Faiz Oranları ve Tasarruf Miktarının Yıllara Göre Dağılım (1985-2020) 54

Şekil 6: Türkiye'de Faiz Oranları ve Gerçekleşen- Beklenen Enflasyon Oranlarının Yıllara Göre Dağılım (1985-2020) 60

Şekil 7: Türkiye'de Faiz Oranları ve Döviz Kurunun Yıllara Göre Dağılım (1994-2020) 65

Şekil 8: Türkiye'de Faiz Oranları ve Kamu Borç Stokunun Yıllara Göre Dağılım (2000-2020)..... 73

Şekil 9: Türkiye'de Faiz Oranları ve Ödemeler Dengesinin Yıllara Göre Dağılım (1985-2020)..... 88

Şekil 10: Türkiye'de Faiz Oranları ve DYSY'nin Yıllara Göre Dağılım (2001-2020) 92

Şekil 11: Türkiye'de Faiz Oranları ve FSYİK'nin Yıllara Göre Dağılım (2008-2020) 96

Şekil 12: E7 Ülkeleri Ekonomik Büyüme Oranları 99

Şekil 13: E7 Ülkeleri Faiz Oranları..... 99

Şekil 14: G7 Ülkeleri Ekonomik Büyüme Oranları 101

Şekil 15: G7 Ülkeleri Faiz Oranları 101

Şekil 16: Türkiye'de Ekonomik Büyüme ve Faiz Oranlarının Yıllara Göre Dağılımı 103

Şekil 17: CUSUM %5 Anlamlılık Düzeyi 126

Şekil 18: CUSUM of Squares %5 Anlamlılık Düzeyi 127

KISALTMALAR

ADF Genişletilmiş Dickey Fuller Birim Kök Testi

ARDL Autoregressive Distributed Lag Bound Test

Ar-Ge Araştırma- Geliştirme

DYSY Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

EKK En Küçük Kareler Yöntemi

ECM Hata Düzeltme Katsayısı

GSYİH Gayri Safi Yurtiçi Hasılası

PP Phillips Perron Birim Kök Testi

SUR Seemingly Unrelated Regression

TCMB Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

OECD Organization For Economic Co-Operation And Development

VAR Vektör Otoregresif Model

GİRİŞ

Dünya genelinde ekonomik olarak bir ekonominin karşı karşıya olduğu üç temel sorun bulunmaktadır. Bunlar bir ekonomide hangi ekonomik sistem uygulanırsa uygulansın çözüm bulunması gereken olgulardır. İlki ülke kaynaklarının atıl kalmayacak şekilde kullanılmasını ifade eden tam kullanım olgusudur. İkincisi ülkenin sahip olduğu sınırlı kaynakların verimlilik bağlamında kullanılmasını ifade eden kaynakların etkin kullanım olgusu ve üçüncüsü ülkenin mal ve hizmet miktarının veya çıktı kapasitesinin genişletilmesi olgusu yer almaktadır. Bu durum gelişmişlik seviyesi ve ülke tarafından uygulanmakta olan iktisadi sistem hangisi olursa olsun tüm ekonomiler için genel kabul görmüş problemlerdir. Bu problemlerin çözümlenmesi bir ekonomi için hayati öneme sahip olmakla beraber bu problemlerin hangi politika ve hangi politika aracının kullanılarak çözüleceği gündeme gelmiştir. Bu anlamda bir ekonomide uygulanmakta olan makro istikrar ve temel eylem paketleri, ekonomideki makroekonomik istikrarın yeniden tesis edilmesine olanak tanımakta ve ekonomik büyümeyi sürdürerek ülkenin olası bir krizin etkilerinden kurtulmasına imkân sağlamaktadır (Davcev ve diğ., 2018: 133). Bu çözümleme süreci bir ekonominin makroekonomik anlamda bir istikrara sahip olup olmadığını ve sürdürülebilir ekonomik büyüme süreci içerisinde olup olmayacağı açısından önem kazanmıştır.

Günümüzde uluslararası küreselleşme hareketlerine bağlı olarak ülkeler bazında makroekonomik istikrar bağlamında önemi artan ekonomik büyüme hedefi, 1980'li yılları takiben küreselleşme hareketlerine bağlı olarak ülkeler bazında daha fazla ön plana çıkmıştır. 1980 sonrası uluslararası ekonomik konjonktüre bağlı olarak çeşitli ülkelerde ortaya çıkan bunalımların ekonomik büyüme sürecini olumsuz etkilemesi ile konu önem kazanmıştır. Bu çerçevede 1990'lı yıllar boyunca meydana gelen 1994 Meksika krizi, 1994-2001 Türkiye krizi, 1997 Güney Asya krizi, 1998 Rusya ekonomik krizi ve yakın geçmişte ortaya çıkan 2008 küresel finans krizi, Avrupa borç krizi ve 2020 yılında başlayıp dünya genelinde etkisini hissettiren küresel salgın ülkelerin makroekonomik açıdan istikrar ve büyüme hedefinin ekonomide uygulanan temel iktisadi politikalar içerisindeki ağırlığını daha da artırmıştır. Bu anlamda ekonomik büyüme günümüzde ekonomide uygulanmakta olan iktisadi

politikaların temel hedefi olmakla beraber bir ülkenin refah seviyeleri açısından önemli hale gelmiş ve ekonomik büyümenin nasıl gerçekleştiği ve hangi faktörlere bağlı olarak şekillendiği dünya ekonomileri açısından önemli bir araştırma alanı oluşturmuştur.

Bir ülkede büyümeden bahsedilebilmesi için söz konusu ülkede mevcut üretim kapasitesinde artış meydana gelmeli ve bunu sağlamak için de eldeki mevcut kaynakların en verimli ve etkin politikalar aracılığıyla ekonomik alanda kullanılması gerekmektedir. Bu bağlamda ekonomik büyüme ülkede işsizliği azaltmak, verimliliği artırmak, ülke içi temel ihtiyaçların yeterli düzeye getirilmesi ve uluslararası alanda ticaret fazlası vererek ülke halkının zenginleşmesini ve refah seviyesinin artırılması amacıyla dünya genelinde temel alınan bir hedef olmuştur (Yuliastanti ve diğ., 2020: 1830). Bu nedenle ekonomik büyüme süreci bir ekonominin temel göstergesi olmakla beraber sürdürülebilir bir ekonomi için olmazsa olmaz bir değişken haline gelmiştir.

Ekonomik büyüme bir ülkedeki makro ekonomik değişkenlere bağlı olarak şekillenmekte ve bu amaca uygun uygun olarak ülkede uygulanacak iktisadi politikalar bu doğrultuya paralel bir şekilde belirlenmektedir. Bu noktada bir ülkede uygulanan iktisadi politikalar belirlenirken söz konusu ülkeye ait ekonomide gösterge niteliğindeki aktörlerin büyüklükleri ve bu aktörlerin zaman içerisindeki değişimi uygulanacak olan politikaların etkinliği açısından önem teşkil etmektedir. Bu sürece uygun olarak ekonomide makroekonomik istikrarı sağlamak amacıyla söz konusu değişkenlerin değişimlerini ülkenin belirlediği hedeflere yönlendirmek için ekonomide çeşitli politika araçları kullanılmaktadır. Politika gerekliliklerine uygun olarak kullanılan politika araçları ekonomiler için makroekonomik istikrarın sağlanmasında ve makroekonomik değişkenlerin yönlendirilmesi görevini üstlenmektedir. Bu açıdan dünya genelindeki tüm ekonomilerde makroekonomik dengenin sağlanması amacıyla uygulanan politika araçlarından en önemlisi bir ülke ekonomisindeki tüm makro değişkenleri etkileyen ve yönlendirilmesi amacıyla kullanılan ve bu çalışmanın da temelini oluşturan faiz oranlarıdır.

Faiz, kavram olarak farklı tanımlanmasının yanında genel olarak iktisadi birimlerin sahip oldukları sermayelerini ödünç verme işlemi sonrası sermayesinin kullanım bedeli olarak ödenen bir gelir olarak tanımlanmaktadır. Bu açıdan faiz ödünç

veren için bir gelir, ödünç alanlar için ise bir maliyet oluşturmaktadır. Bu noktada faiz bir ekonomide iktisadi birimlerin harcamalarını yönlendirmede etkin rol oynamaktadır. Ayrıca faiz oranları ekonomide sermaye akımları, yatırım, döviz kuru ve kredi talebi gibi makroekonomik göstergeler üzerinde belirleyici etkiye sahip olması aracılığıyla ekonomiyi bir bütün olarak etkileme potansiyeline sahiptir (Idris, 2019: 91). Bu bağlamda ülkeler iktisadi büyüme süreçlerini süreklilik bağlamında olması amacıyla faiz oranları önemli roller üstlenmektedir.

Bir ekonomide iktisadi büyüme hedeflerinin gerçekleşmesi ülkedeki yatırım, tasarruf, enflasyon, döviz kuru, maliye politikası, para politikası, ödemeler dengesi, sermaye akımları ve finansal piyasaların istikrarlı olmasına bağlı olmaktadır. Bu noktada bir ekonomideki faiz oranlarının sahip olduğu etki bakımından makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi birçok çalışmanın odak noktası haline gelmiştir. Faiz oranları ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin varlığı ve ekonomi üzerindeki etkisinin bilinmesi ekonomide sürdürülebilir bir istikrarın sağlanmasında öncü etkilere sahip olması aracılığıyla ekonomik büyüme üzerinde çeşitli etkiler doğurabilmektedir. Söz konusu bir ülke ekonomisindeki bu değişkenlerin yapısı gereği faiz oranlarında meydana gelen değişimlerden etkilenmekte ve faiz oranlarındaki dalgalanmalara bağlı olarak değişim seviyeleri ülkenin ekonomik büyüme hedeflerinin sapmasına yol açmaktadır. Bu açıdan faiz oranlarının ekonomik büyümeyi nasıl ve hangi kanallardan etkileyeceği ve hedeflenen ekonomik büyüme oranına ulaşma amacına bağlı olarak faiz oranlarının hangi düzeyde olması gerektiği önemli hale gelmektedir.

Ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki şu ana kadar yapılan çalışmalarda kesin bir görüş oluşamamış ve yapılan çalışmalarda farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Bu çalışma bu amaca uygun olarak Türkiye'de ekonomik büyüme ve faiz oranları arasında bir etkileşimin olup olmadığının tespit edilmesinin yanı sıra faiz oranlarının makroekonomik değişkenler aracılığıyla ekonomik büyüme sürecine etkileri incelenmiştir. Bu ilişki çerçevesinde değişen uluslararası konjonktüre bağlı olarak Türkiye'nin sahip olduğu yapısal koşulları ve ekonomik durumu bağlamında ülkenin kalkınma hedefi ve sürdürülebilir ekonomik büyüme hedefinin gerçekleştirilmesi ülkede toplumsal refah ve ekonomik istikrar açısından önemli bir

ilişkiyi ifade etmektedir. Bu noktada Türkiye'de faiz oranları seviyesi, ülke üretim kapasitesi, sermaye hareketleri ve yatırımların finansmanı çerçevesinde belirleyici bir etkiye sahip olmakta ve ülkede temel makroekonomik değişkenlerin faiz oranlarına duyarlılığı ülkede sürdürülebilir ekonomik büyüme süreci üzerinde çeşitli etkiler doğurabilmektedir.

Türkiye genel yapısına ve gelişmişlik düzeyine bağlı olarak ekonomik büyüme oranlarının sürekli dalgalı bir trend izlediği ve faiz oranlarının istikrar koşulundan uzak kaldığı görülmektedir. Bu çerçevede bu çalışma özellikle Türkiye'de serbestleşme hareketlerinin ön plana çıktığı 1985 ve 2020 dönemini kapsaması ülkede ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişkinin zamansal olarak incelenmesi açısından önemli olmaktadır. Ayrıca bu çalışma kullanılan yöntem bakımından diğer çalışmalardan farklılaşmakta ve iktisadi büyüme ve faiz oranları ilişkisini, uzun ve kısa dönem analizi çerçevesinde ele alması yönüyle literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu amaca uygun olarak bu çalışmanın birinci bölümünde ekonomik büyüme ve faiz kavram olarak tanımlanmış ve bu alanlarda geliştirilen teorik yaklaşımlar irdelenmiştir. İkinci bölümde ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki çerçevesinde faiz oranlarının; bir ülke ekonomisinde yatırım, tasarruf, enflasyon, döviz kuru, maliye politikası, para politikası, ödemeler dengesi, sermaye akımları ve finansal piyasalar üzerindeki etkisi irdelenmiş ve Türkiye'de incelenen dönemde değişkenlerin seyri analiz edilmiştir. Üçüncü bölümde ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki zaman serisi analizine bağlı olarak ekonometrik yöntemler aracılığıyla test edilmiştir. Bu amaca uygun olarak çalışma değişkenlerinin durağanlık analizi Artırılmış Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi ve Phillips Perron (PP) Birim Kök Testi aracılığıyla test edilmiştir. Durağanlık analizi sonrasında modelde kullanılan değişkenlerin durağanlık düzeylerine bağlı olarak eş bütünleşme analizi gerçekleştirilmiştir. Bu aşamada eş bütünleşme analizi, ARDL Sınır Testi aracılığıyla test edilmiş ve değişkenler arasındaki ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Son aşamada ise Toda- Yamamoto Nedensellik Testi kullanılarak iktisadi büyüme ve faiz oranları arasındaki nedensellik ilişkisi analiz edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

İKTİSADİ BÜYÜME VE FAİZ ORANLARI KAVRAMSAL ÇERÇEVE VE TEORİK YAKLAŞIMLAR

1.1. İKTİSADİ BÜYÜME KAVRAMI

İktisadi büyüme kavramı, özellikle küreselleşme hareketlerine bağlı olarak değişen ekonomik koşullara bağlı olarak önem kazanmıştır. Bu süreçte iktisadi büyümenin belirleyicilerinin neler olduğu sorusu irdelenmiş ve çeşitli şekillerde tanımlanmıştır. Bu açıdan iktisadi büyüme kavramına bakıldığında çok çeşitli şekillerde tanımlandığı görülmüştür. İktisadi büyüme, genel olarak bir ülke ekonomisinde belli bir zaman aralığında üretim kapasitesindeki artışlara paralel olarak nihai mal ve hizmet miktarındaki artışlar aracılığıyla ülke Gayri Safi Yurtiçi Hasılasında (GSYİH) meydana gelen yüzdesel artışlar olarak tanımlanmaktadır. Ekonomik büyüme kavramının tanımından da anlaşılacağı üzere bir ülkede mevcut üretim kapasitesindeki artışlar büyüme oranlarının artma eğiliminde olduğunun göstergesi olarak görülmektedir. Üretim kapasitesi, ekonomik büyüme açısından kayda değer bir önemi olmasının yanı sıra şu anki büyümenin üretim açısından sadece ülke ekonomisinin sahip olduğu potansiyel çıktıdaki değişikliklere bağımlı olmayıp aynı zamanda ülkenin üretim kapasitesindeki genişlemeye de bağlı olmaktadır (Bal, 2020: 1939).

Ekonomik büyüme, genel olarak üretim kapasitesindeki artış olarak tanımlanmasının yanında farklı formasyonlarda da tanımlanmıştır. Ekonomik büyüme, bir ülkenin veya bölgenin ekonomik açıdan sahip olduğu nüfusun ihtiyaçlarını karşılama yeteneğindeki bir artış olarak da tanımlanabilir (Semuel ve Nurina, 2015: 1). Bu durum üretim miktarındaki artışa bağlı olarak gerçekleşmektedir. Ekonomik büyüme kavramı; bir ülke ekonomisinde mevcut üretim faktörlerinden iş gücünün, doğal kaynakların, girişimcinin ve sermeyenin üretim sürecinde yılar itibariyle meydana getirdikleri artışa paralel olarak kişi başına düşen reel gelirin artması şeklinde de tanımlamak mümkündür (Acar, 2002: 10). Diğer yandan ekonomik büyüme, bir ülkenin mevcut koşullarda sahip olduğu sınırlı ekonomik

kaynakların miktar ve verim bağlamında bir artışın meydana gelmesi ya da mevcut ekonomik kaynakların kalitelerinde iyileştirmeler yapılarak üretim olanaklarının artması ve üretim alanında yeni teknolojilerin geliştirilmesiyle firma düzeyinde meydana gelecek üretim kapasitesindeki artışları temsil etmektedir (Üstünel, 1997: 64). Başka bir çalışmada ekonomik büyüme, bir ekonomideki insanların yaşam standartlarının yükselmesi ve sosyal refahla ilgili olarak geliştirilen makroekonomik politikaların temel amacı olarak tanımlanmıştır (Mera ve Silaghi, 2015: 85).

İktisadi büyümenin kavram olarak farklı şekillerde ele alınması büyüme kavramının bir ekonomideki öneminin derecesini göstermektedir. Ekonomik büyüme kavramının tanımlarından anlaşılacağı üzere genel çerçevede düşünüldüğünde bir ekonomide büyümeden bahsedilebilmesi için ülke kaynaklarının en etkin ve verimli şekilde kullanılarak üretim kapasitesinin artırılması gerekmektedir. Bu nedenle ekonomik büyüme sürecinin doğru anlaşılması ekonomiler açısından önemli hale gelmektedir.

Ekonomik büyüme süreci birçok unsuru içine alan ve bu unsurlarda meydana gelen değişmelerden etkilenen dinamik bir süreç eğilimi göstermektedir; ancak büyüme sürecinin bir parçası olan tüm bu unsurların veya değişkenlerin birçoğunun sayısal olarak ölçülmesi için gerekli verilerin bulunmayışı bu unsurların sayısal olarak ölçülmesini engellemektedir. Bu nedenlerden dolayı iktisadi büyüme için ekonomi literatüründe genel kabul görmüş gösterge olarak reel GSYİH ve kişi başı GSYİH kullanılmaktadır. Bu nedenle uluslararası arenada iktisadi büyümenin ölçülmesinde en yaygın olarak, reel GSYİH ve kişi başına GSYİH kullanılmaktadır. Bir ülke sınırları içerisinde belirli bir yılda (1 yıl) üretilen nihai mal ve hizmet miktarının cari dönemdeki piyasa fiyatı cinsinden değeri Nominal GSYİH olarak adlandırılmaktadır. Reel GSYİH, belirli bir zaman aralığı ve ülke sınırları içerisinde üretilmiş olan nihai mal ve hizmet miktarının referans alınan baz yıl fiyatlarıyla değerlendirilmesi veya ölçülmesi olarak ifade edilir (Parkin, 2012: 495). Reel GSYİH'nin kullanılmasının en büyük nedeni nominal GSYİH içerisinde fiyat hareketlerine bağlı olarak oluşan enflasyonist etkiler barındırmasıdır. Bu bağlamda fiyat hareketleri nedeniyle nominal GSYİH'nin yanlış sonuçlara yol açması nedeniyle iktisadi büyümenin ölçülmesinde reel GSYİH temel alınmaktadır.

Uluslararası alanda iktisadi büyümenin ölçülmesinde kullanılan diğer bir ölçüt, bir ülkeye ait reel GSYİH'nin o ülkenin nüfus sayısına oranlanmasıyla elde edilen kişi başına GSYİH ölçütüdür. Bu çalışma özelinde kullanılan iktisadi büyüme oranları Reel GSYİH'den elde edilen yüzdesel artış oranları tercih edilmiştir.

İktisadi büyümenin belirleyicileri konusunda farklı görüşlerin olması ile beraber, iktisadi büyümenin bir ülkede istikrarı sağlamak için uygulanan makroekonomik politikalar ve ülkenin sahip olduğu yapısal koşullara bağlı olarak belirlendiğinden söz etmek mümkündür. Bu farklılıklara bağlı olarak dünya ülkelerinin büyüme oranları farklılık göstermektedir. Bu durum ülkelerin gelişmişlik düzeyini belirleyen temel etken olmaktadır. İktisadi büyüme literatürü genel çerçevede incelendiğinde büyümenin; yatırım, tasarruf, enflasyon, döviz kuru, ödemeler dengesi, fiziki ve beşerî sermaye, teknoloji, iktisadi politikalar, nüfus ve finansal piyasalar gibi aktörler tarafından belirlendiği ön plana çıkmaktadır. Bu noktada bir ülkede mevcut ekonomik büyümenin temel belirleyicileri ekonomi literatüründe genel kabul görmüş olarak üç gurupta incelenmektedir. Bunlar; (1) bir ekonomide toprağa, fiziksel donanıma ve beşerî sermaye yapılan tüm yatırımları kapsayan sermaye birikimi, (2) iş gücünde meydana gelen artışlar ve (3) teknolojik olarak meydana gelen gelişmelerdir. Bu bağlamda bir ekonominin potansiyel büyüme hızı, fiziksel kapasitenin, işgücü kaynaklarının ve faktör verimliliğinin artmasıyla doğru orantılı olarak değişiklik göstermektedir (Setterfield, 2003: 26).

İktisadi büyüme kavramı bir ekonomide hem makroekonomik istikrar sağlanması açısından hem de makroekonomik politikaların temel amacı olması yönüyle ele alındığında, iktisat literatüründe üzerinde çokça durulan konulardan biri haline gelmiştir. Bu nedenle iktisadi büyümenin gerçekleşmesi için gerekli kaynakların neler olduğu ve makroekonomik istikrarın sağlanması yönünde makroekonomik istikrar araçlarından nasıl etkilendiği sorusu gündeme gelmiştir. Bu amaçla bu çalışmada özellikle iktisadi büyümeyle ilişkili olduğu düşünülen ve bir ekonomide makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla kullanılan faiz oranları ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir.

Faiz oranları, ekonomide birçok farklı alanda etkili olmakla beraber özellikle yatırım harcamalarının finansmanı ve ekonomide kredi miktarı üzerindeki etkisine

bağlı olarak yatırım kararlarını yönlendirmesi bağlamında söz konusu bu ilişki daha da önem kazanmaktadır. Faiz oranları ve ekonomik büyüme oranları arasındaki ilişki incelenmeden önce büyüme teorileri irdelenerek iktisadi büyüme kavramına yönelik yaklaşımlar ele alınarak çalışmaya devam edilmiştir. Büyümenin kaynakları açısından ele alındığında iktisadi büyüme birçok yaklaşım tarafından irdelenerek büyüme teorileri oluşturulmuştur. İktisadi büyüme süreci bağlamında oluşturulan büyüme teorileri aşağıda incelenmiştir.

1.2. BÜYÜME TEORİLERİ

İktisadi büyüme kavramı en genel tanımıyla bir ülkenin üretim kapasitesindeki artışlar olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada üretim kapasitesinin hangi araç ve politikalarla sağlanacağı ve büyüme sürecinin hangi aktörler tarafından etkilendiği sorunu gündeme gelmektedir. Bu çerçevede iktisadi büyüme farklı iktisadi doktrinler tarafından ele alınarak iktisadi büyümenin belirleyicileri irdelenmiştir. Bu bağlamda günümüzde büyüme teorileri olarak yerini alan teoriler aşağıda incelenmiştir.

1.2.1. Klasik Büyüme Kuramı

Adam Smith'le (1776) başlayan klasik yaklaşım ortaya çıktığı dönemdeki mevcut ekonomi koşullarında ortaya attıkları varsayımlar iktisat biliminin gelişmesine katkıda bulunması açısından üzerinde önemle durulması gereken bir yaklaşımdır. Bir ekonomide fiyat düzeyi, ulusal hasıla düzeyi, istihdam ve harcamalar, dış ticaret, serbest rekabet ve kamu bütçesi gibi temel ekonomik değişkenlerin ülkenin ekonomik koşullarında nasıl belirlenmesi gerektiğini sistemli bir şekilde ortaya atarak günümüzdeki temel ekonomik yapıyı şekillendiren bir sistem oluşturmuşlardır. Bu bağlamda Klasik yaklaşımın varsayımlarının ortaya çıkmasında etkili olan temel aktörler dönemin hâkim iktisadi düşüncesi olan Fizyokrat ekonomik sistemin varsayımları ve bu döneme denk gelen Sanayi Devriminin başlaması etkili olmuştur. Sanayi Devrimiyle beraber yaşanan gelişmelere bağlı olarak Fizyokrat düşünürlerin "doğal düzen" fikirlerinden etkilenerek kendi varsayımları çerçevesinde "görünmez el veya fiyat mekanizmasını" ortaya atarak ekonominin doğal işleyişine müdahalede bulunulmaması gerektiği düşüncesi ön plana çıkmıştır.

Smith'le başlayan klasik yaklaşım, ekonominin doğal işleyişi içinde herhangi bir müdahaleye gerek duyulmadan ekonominin yapısı gereği kendi içsel dinamikleri ile dengeye geleceği görüşünü destekleyen bir sistem olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu görüş doğrultusunda Jean Babtiste Say (1767-1832) tarafından ortaya atılan "ekonomide her arz kendi talebini yaratır" ifadesiyle ekonomide üretim birimlerinin piyasaya sundukları mal ve hizmet arzını artırdıkça bu mal ve hizmetlere yöneltilen harcamalar ekonomik aktörler arasında ücret, kar, kira ve faiz ödemeleri şeklinde bölünerek piyasaya sunulan mal ve hizmetlere talep olarak geri dönerek döngüsel bir sistemde gerçekleştiği savunulmuştur. Bu açıdan ekonomiye arz yönlü politikalar aracılığıyla yaklaşılması gerektiği ve bir ülkede ekonomik büyüme ve istikrarın sağlanmasının arz yönlü politikalara bağlı olarak sağlanabileceği düşüncesi ön plana çıkmıştır. Bu bakımdan dikkate alındığında Klasik iktisadi yaklaşım, bir bakıma büyüme iktisadı olarak da görmek mümkündür. Buna neden olan etken ise Klasik yaklaşımın ortaya çıktığı tarihten günümüze kadar birçok kayda değer büyüme teorisi geliştirilmiş ve ekonomik büyüme kavramının farklı yönlerden irdelenmesine yol açmalarıdır (Berber, 2011: 48). Bu kapsamda Klasik düşünürlerden Adam Smith ve David Ricardo tarafından büyümeye ayrı bir önem atfetmeleri nedeniyle bu çalışmada Adam Smith ve David Ricardo'nun büyüme yaklaşımları irdelenmiştir.

1.2.1.1. Adam Smith Ekonomik Büyüme Kuramı

Smith iktisadi büyüme sürecinin analizini, yeni imar edilmiş ve doğal kaynak bakımından yeterli kaynaklara sahip bir ülke varsayımına dayanarak ekonominin gelişme safhalarına bağlı olarak kâr oranları ve ücret haddi arasındaki ilişkinin incelenmesine dayandırmaktadır (Taban, 2016: 56). Bu açıdan Adam Smith, büyümenin itici gücü olarak sermaye birikimi, iş bölümü ve uzmanlaşma eğilimlerine bağlı olarak açıklamaya çalışmıştır. Bu varsayımlar ışığında Adam Smith büyüme sürecini açıklarken, bir ekonomideki mevcut üretim faktörlerinin üretim sürecine dahil olması ve bunun karşılığında üretim faktörlerinin aldıkları paylardaki değişim seviyelerini gözlemleyerek büyümeye yönelik düşüncülerini ortaya atmıştır. Smith bir ülkenin toplam hasılasının söz konusu ülkede üç bileşene ayrılacağını ve bunların ülkedeki yurttaşların emeklerinin ücreti, sermayelerinin kârı ve topraklarının rantı olarak bölüşmektedir (Smith, 1776: 65). Bu açıdan ekonomideki tüm gelirlerin emeğin

ücreti, sermayenin kârı ve toprağın rantı faktörleri tarafından üretileceğini ve aynı faktörlere bölüşeceğini varsaymaktadır. Bu çerçeveye paralel olarak Smith, bir ülkede ekonomik büyümenin motoru olarak sermaye birikimini görmüş ve sermayeyi, döner sermaye ve sabit sermaye olarak bir ayırıma tabi tutarak çeşitli meslek dallarında döner ve sabit sermayenin farklılık gösterebileceğini varsaymıştır. Bu süreçte ekonomik açıdan yaşanan gelişmelere bağlı olarak bir ekonomideki kâr oranları ve ücret haddi arasındaki ilişkiyi analiz ederek ülkelerin mevcut büyüme ve durgunluk süreçlerini analiz etmiştir.

Adam Smith'e göre bir ekonomide başlangıçta sermaye stokunun yetersiz olması nedeniyle ekonomideki kâr oranları yüksek seyretmektedir. Kâr oranlarının yüksek olması özellikle firma bazında artan gelir, sermaye stokunun artmasına neden olmaktadır. Sermaye stokundaki artma eğilimlerine paralel olarak piyasa ortamında emeğe olan talebi artırmakta ve emek talebinin artmasına bağlı olarak sermaye sahipleri arasındaki rekabet emeğin karşılığı olan ücretleri artıracaktır; ancak ücret hadlerindeki artış sermaye maliyetini artırması, sermayenin kâr oranlarının düşmesine yol açacaktır. Bu açıdan ücret artışları bireylerin tasarruflarını artırmalarına olanak tanımaktadır. Bu durumda sermaye birikimine neden olan tasarruflarda artış, yatırım oranlarında artış ve sermaye stokunda bir artış meydana gelmesiyle son bulan bir sürecin ortaya çıkacağını ileri sürmüştür.

Ekonomide tasarruf seviyelerinde artış olması sermaye birikimini bollaştırmakta ancak kâr oranlarındaki azalışa ve tasarruf arzının tasarruf talebini aşmasına bağlı olarak faiz oranlarını düşürme yönünde baskılamakta ve yatırım ve faiz arasındaki ters ilişkiden dolayı yatırımların artmasına neden olmaktadır. Bu durum tasarruf yatırım eşitliği çerçevesinde oluşmaktadır. Smith'e göre tasarruflar sürekli olarak yatırımlara dönüşmekte ve bu durum bir ekonomide yatırım oranlarını artırması aracılığıyla ekonomik büyüme hedefine ulaşmasını sağlamaktadır. Bu bağlamda Smith'e göre ekonomik büyüme sürecinin ölçeğe göre artan getiri sağladığı için ekonomik büyümenin kendi kendini besleyerek daha da sürdürülebilir bir boyuta taşıyan bir özelliğe sahip olduğunu savunmuştur (Gokal ve Hanif, 2004: 6).

Adam Smith iş bölümü ve uzmanlaşmanın artmasına bağlı olarak üretim sürecinde birtakım olumlu etkiler meydana getirdiği tezini ileri sürmüştür. Smith bir

ekonomide uygulanan iş bölümü sonucunda mevcut işin aynı sayıda işgücünün kullanılarak daha da artırmasını üç nedene bağlamaktadır. Bunlardan ilki iş bölümü sonucu işçinin becerilerinin artması ve mevcut işte uzmanlaşması, ikincisi iş geçişlerinde zaman kayıplarının telafi edilmesi yani zaman tasarrufu ve üçüncüsü iş gücünün uzmanlaşması sonucunda işlerin kolaylaşmasına ve kısa sürede yapılmasına imkân tanıyan makinelerin ortaya çıkmasına yol açmasıdır (Smith, 1776: 20). Tüm bu nedenler üretim sürecinde maliyetleri düşürmekte ve verimliliği artırması nedeniyle ekonomik büyüme sürecine katkıda bulunduğunu ileri sürmüştür. Ayrıca toplum açısından olumlu sayılan herhangi bir iş bölümü veya iş kolu ülkede serbest rekabet koşullarının yaygınlığındaki artışa paralel olarak daha yararlı hale gelebilecektir (Smith, 1776: 352). Rekabet koşulları ekonomide firmalar ve endüstriler arasında iş gücü ve sermaye getiri oranlarını dengeler ve ekonomide aşırı kazançları ortadan kaldıran bir görev görmektedir (Naghshpour, 2014: 9). Dolayısıyla rekabet ortamı ekonomide kaynakların etkin ve verimli bir şekilde dağılımına yol açmakta ve ekonomik büyüme sürecini hızlandırabilmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde Smith büyümenin temel belirleyicisi olarak tasarruflar ve başka yollarla oluşan sermaye birikimlerinin bir ekonomide yatırım kanalı aracılığıyla ekonomiye enjekte olarak ekonomik büyüme sürecini başlattığını varsaymaktadır. Bu noktada Adam Smith Klasik ekol içerisinde diğer iktisatçılar gibi ekonomik büyüme sürecinin doğası gereği olarak sürekli bir büyüme sürecinde olamayacağını ve büyüme hedefine ulaştıktan sonra ekonominin durgunluk süreci yaşayacağını varsaymaktadır; ancak ekonominin durgunluk sürecinde olmasını diğer Klasik düşünürlerden farklı olarak olumsuz görmemesi nedeniyle iyimser Klasik olarak adlandırılmıştır.

1.2.1.2. D. Ricardo Ekonomik Büyüme Kuramı

D. Ricardo, bir ekonomideki mevcut milli gelirin üretim faktörleri arasında nasıl bir dağılım gösterdiğini ve üretim faktörleri arasındaki dağılımın nelere göre yapılacağını belirleyen etkenler konusunda çalışmalar yapmıştır. Ricardo da Smith gibi ekonomide tasarruf ve yatırımların yani ekonomideki sermaye birikimlerinin ekonomideki kâr oranları tarafından belirlendiğini kabul etmiş ve ekonomide ücret ve kira faktörleri ikinci planda tutulmuştur (Kurz ve Salvadori, 2003: 9). Tüm bu

varsayımlarını D. Ricardo'nun (1817) yılında yaptığı "Politik iktisat ve Vergileme İlkeleri" makalesinde incelemiştir. Ricardo'da Adam Smith gibi bir ekonominin başlangıç aşamasında sahip olduğu yüksek kâr oranları nedeniyle ilerleyen süreçte sermaye birikimi ve tasarruf oranlarında artış meydana getireceğini benimsemiştir. Sermaye birikimindeki artışlara paralel olarak bir ekonomide üretim miktarında artış eğilimine yol açmaktadır. Üretim miktarının artması piyasada emeğe olan talebi artırmakta ve bu durum ücret hadlerinde bir artışı beraberinde getirmektedir.

Ücret hadlerindeki artış Klasik iktisadi yaklaşımın savunucularından olan Malthus'un ortaya attığı Nüfus Kanun'u gereği nüfus oranında artışı da beraberinde getirmektedir. Nüfusun artması özellikle tarım kesimine olan tüketici talebinin artmasına neden olması ülkenin mevcut üretim kapasitesindeki artışları beraberinde getirecektir (Berber, 2011: 53). Bu durum büyüme süresince devam edecektir; ancak nüfusun artması bir ekonomide emeğin ücreti ve toprağın rantının toplam hasıla içindeki payını artırırken kâr oranlarının azalmasına yol açmaktadır. Kâr hadlerindeki azalma yatırım hacminin azalmasına yol açar; çünkü kar oranları yatırım kararlarının verilmesinde en etkili değişken olarak kabul edilmiştir. Bu noktada kâr hadlerindeki azalma yatırım hacmini düşürmesi ekonominin durgunlaşma sürecinin başladığını göstermektedir. Ayrıca nüfusun artması sonrasında artan bir gıda ihtiyacı doğmaktadır. Gıda ihtiyaçlarının karşılanması için Ricardo, bir ülkenin sahip olduğu kıt verimli topraklarının yanında verimsiz olan topraklarında artan gıda ihtiyacını karşılamak üzere tarıma açılmasına yol açacağını kabul etmiştir. Verimsiz arazilerin tarıma açılması tam rekabet piyasa koşullarının geçerli olduğu ekonomilerde ürün fiyatları, verimsiz arazilerdeki üretim maliyetlerini karşılayacak düzeyde belirlenmesine yol açmakta ve bu durum düşük maliyetle üretim yapan toprak sahiplerine bir rant geliri sağlamaktadır (Taban, 2016: 65) Bu süreç "diferansiyel toprak rantı" olarak literatüre yerleşmiştir.

1.2.2. Keynesyen Büyüme Kuramı

Keynes, Klasik yaklaşımın varsayımları doğrultusunda ekonominin müdahale olmaksızın dengeye geleceği ve ekonominin serbest işleyişiyle tam istihdam seviyesine geleceği varsayımına eleştiriler getirerek ekonomiye yeni bir yaklaşım getirmiştir. Keynesyen yaklaşım, 1929 Büyük Buhranına çözüm bulmak amacıyla

Klasik yaklaşımın görüşlerini eleştirerek ekonominin yeniden istikrara kavuşması için ekonomiye yeni yaklaşımlar getirmiştir. 1929 ekonomik buhranından sonra klasik yaklaşımın varsayımlarının ekonomide istikrarı sağlayamaması, Keynes tarafından ekonomide toplam talebin canlanması ve devletin müdahalesinin artırılarak ekonominin eksik istihdam seviyesinde dengeye geleceği varsayımı popüler olmaya başlamıştır.

Keynes, genel olarak Büyük Buhrandan çıkış için devletin ekonomiye müdahale ederek makro istikrarı sağlayacağı kabul görmüştür; çünkü Keynes ekonominin doğası gereği istikrarsız olduğu ve bu duruma bağlı olarak eksik istihdam denge seviyesinin geçerli olduğunu varsayarak devletin ekonomiye müdahalesinin gerekli olduğunu öne sürmüştür. Bu bağlamda Keynes ekonomide yapılacak tüketim ve yatırım harcamaları arasındaki denge halinin ancak kamunun ekonomiye müdahalesi aracılığıyla etkilenmekte ve dengeye kamu müdahalesi sonucu gelebileceğini varsaymaktadır (Aksu, 2014: 13). Klasik yaklaşım varsayımları çerçevesinde önerilen fiyat ve ücretlerin esnek olduğu ve herhangi bir müdahale olmayacağı varsayımı Keynes tarafından kabul görmemiştir. Bunun en büyük nedeni bir ekonomide fiyat ve ücretlerin esnek olmayıp katı olduğu ve bundan dolayı piyasaların sürekli bir denge halinde olamayacağı ve sürdürülebilir bir istikrarın olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Bu durum makroekonomik çerçeve bağlamında ele alındığında bir ekonomide istikrarın sağlanamaması durumunda ekonomilerin temel hedefi olan tam istihdamın sağlanamayacağı ve bu durumun bir ekonomide tam istihdamın sağlanmasının önündeki en büyük engel olduğunu vurgulamıştır.

Genel olarak Keynes'in varsayımları bir ekonominin Klasik ve Neo-Klasik argümanların varsayımları çerçevesinde ilerleyemediği ve bu ilerlemenin önündeki engellerin neler olduğu ve bunların nasıl çözülmesi gerektiği konusunda çalışmalarını yürütmüştür. Keynes'in çalışmalarından hareketle Keynesyen görüşü savunan takipçiler Keynes'in bir ekonomideki makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla kaynakların etkin kullanımının gerçekleştirilmesi, sürdürülebilir bir kalkınma ve büyüme hedefinin gerçekleştirilmesi ve ekonominin temel amaçlarından olan tam istihdam seviyesine ulaşması ve bir ülkedeki mevcut gelirin dengeli ve adil dağılımının sağlanması için çeşitli varsayımlar geliştirmişlerdir. Bu açıdan bakıldığında Keynes,

bir ekonominin normal işleyişinde zaman içerisinde meydana gelen konjonktür dalgalanmalarının en iyi şekilde çözülerek uygun politikaların geliştirilmesi ve makroekonomik istikrarın sağlanması yönünde devletin ekonomiyi toplam talep faktörü aracılığıyla yönlendirmesi gerektiğini savunmuştur.

Keynes ekonomik analizlerde toplam talep faktörüne ayrı bir önem atfetmiştir. Keynes'e göre bir ekonomide toplam talebin önemi bir ülkenin temel değişkenleri olan çıktı miktarı ve istihdam düzeyinin belirlenmesinde aktif rol almasından kaynaklanmaktadır (Şen ve Kaya, 2017: 110). Ayrıca Keynesyen görüşe göre bir ekonomide fiyat istikrarının sağlanması önem teşkil etmekte ve bu amaca uygun olarak merkez bankasının faiz oranlarını kontrol etmesi; ekonomide istikrar açısından önemli bir konuma sahip olduğunu ve paranın ekonomide önemli işlevleri olmasını kabul etmesi, faiz oranlarının bir ekonomide fiyat istikrarının sağlanmasında etkili olmasının yanı sıra faiz oranları ve yatırım arasındaki ilişkinin ekonomiler için önem teşkil edeceğini varsaymıştır.

Keynes'in görüşleri doğrultusunda bir ekonomide sürdürülebilir bir ekonomik büyüme sağlanması için faiz oranlarının merkez bankalarının kontrolünde olması gerektiği ön plana çıkmıştır. Bunun en önemli nedeni Keynesyen görüşte faiz oranlarının yatırımları tasarruftan daha fazla etkileyeceği savı yer almaktadır. Yatırım ve faiz oranları arsındaki ilişki özellikle bir ülkede iktisadi büyümenin temel itici gücü olan yatırımların faiz oranlarından etkilenmesi büyüme oranlarına etki etmektedir. Bu ilişki faiz oranlarının düşüş eğilimine girmesi bağlamında özellikle yatırımların finansman maliyetlerindeki azalışa bağlı olarak bir ekonomide yatırım oranlarının artmasına yol açmaktadır. Bu konuda yapılan çalışmalarda tam olarak bir fikir birliği olmamasıyla beraber Keynes'in varsayımları çerçevesinde yatırım – faiz ilişkisi ters bir etkileşim içerisinde olduğu savını güçlendirmektedir. Bu açıdan ele alındığında faiz oranlarındaki değişimlerin yatırımları artırıp veya azaltması yönüyle ekonomik büyüme oranlarını etkileyebileceği tezini güçlendirmektedir. Bu konu sonraki bölümde geniş olarak tartışılmakla beraber Keynesyen varsayımda ekonomik büyüme, kamu yatırım ve transfer harcamalarının ekonomide çarpan etkisi yaratarak ekonomide mili gelirde bir artış yaratacağı düşüncesi temel alınmıştır.

Çarpan mekanizması olarak kavramsallaştırılan mekanizma kamunun her türlü harcamalarında özel kesim yatırımlarını uyararak mili gelirde bir artış olması durumunu ifade etmektedir. Klasik yaklaşımda büyümenin itici gücü olarak tasarruflar ön plana çıkarken, Keynesyen yaklaşımda harcamalar ön plana çıkmaktadır. İktisadi büyüme sürecinde özellikle maliye politikası aracı olarak gerçekleştirilen harcamalar ekonomide toplam talebi canlandırarak büyüme sürecini artırmaktadır. Ayrıca Keynes'e göre tasarrufların artması ekonomide tüketim harcamalarını azaltmasına bağlı olarak ekonomide hem yatırım ve toplam harcama miktarının azalmasına yol açmakta hem de gelir düzeyinde düşüşe yol açacağını varsaymaktadır. Keynesyen analiz bir ekonomide daha çok talep yönü ağır basan bir analizdir. Bu durum S (tasarruf), C (tüketim harcamalarını), I (yatırım), AE (toplam harcamaları) ve Y (geliri) ifade ederek aşağıda diyagramla gösterilmiştir.

S↑ C↓ I↓ AE↓ Y↓ Tasarruflar artarsa harcamalar düşer

S↓ C↑ I↑ AE↑ Y↑ Tasarruflar düşerse harcamalar artar

Keynes bu açıdan bakıldığında büyüme teorisinden ziyade genellikle tam istihdama ulaşmak için kullanılan denge politikaları geliştirdiği görülmektedir. Bu açıdan Keynes büyüme konusunda direkt bir kuram geliştirmemiştir; ancak 1936 yılında yayınlanan "Para, İstihdam ve Faizin Genel Teorisi" adlı kitabı kendinden sonra gelen iktisatçılara her alanda olduğu gibi büyüme alanında rehberlik etmiştir.

1.2.3. Harrod - Domar Büyüme Modeli

Keynesyen makro ekonomik denge genel itibari ile kısa dönemli bir denge varsayımına dayanmaktadır. Bu bağlamda Keynesyen iktisadi yaklaşımın varsayımlarını temel alan Harrod-Domar, Keynes'in kısa dönemli statik analizini uzun dönem makroekonomik dengenin sağlanmasına yönelik çalışmalar bağlamında yürütmüşlerdir. Harrod-Domar modeli olarak adlandırılmasının nedeni ise iki yazarın rastlantı eseri aynı dönemde birbirinden habersiz bir şekilde Keynes'in varsayımlardan etkilenerek bu alanda çalışmalar yürütmesi nedeniyle bu isimle literatüre yerleşmiş ve Harrod – Domar kuramı, büyüme alanında yapılan ilk sistematik model olması bağlamında ayrıca önemli bir konuma sahip olmuştur.

Harrod – Domar büyüme modeli ekonomik büyümenin nasıl bir trend izlemesi gerektiğini incelemekle kalmamış aynı zamanda klasiklerin savunduğu piyasa mekanizmasının uzun dönemde ekonomik büyümeye istikrar kazandıramayacağını kanıtlamaktadır (Ucak, 2015: 664). Bu çerçevede Harrod – Domar büyüme modeli büyüme sürecini açıklarken her iki yazarın temel aldığı değişken yatırım aktörüdür. Harrod – Domar yatırım harcamalarının ekonomide arz kesimiyle beraber talep kesimini de etkilediğine dikkat çekmiş ve ekonomide tam istihdam dengesinin ekonomideki yatırım ve talep kesiminin yeni yatırımlar sonucu artan çıktı artışını absorbe edecek oranda olduğu sürece sağlanacağının mümkün olduğuna vurgu yapmışlardır (Van den Berg, 2013: 8). Bu bağlamda Harrod – Domar yatırım artışının yol açtığı çıktı artışının toplam talep tarafından eşitlenmesi yani ekonomide arz edilen çıktı miktarına aynı seviyeden talep oluştuğu sürece ekonomik büyüme sürecinin devam edeceği savunulmuştur. Yatırım hacminin artması sonucu çıktı miktarındaki artış (arz) ekonomide talebi aşması deflasyon olgusuna, tersi durumda talep hacminin çıktı (arz) miktarını aşması enflasyonla sonuçlanması ekonominin bıçak sırtı dengesine bağlı olduğu düşüncesi yatmaktadır. Yatırım olgusuna bakış açıları farklılık gösterse de temelde yatırım kavramı odak noktası olmuştur. Harrod – Domar büyüme modeline göre bir ekonomide iktisadi büyümenin hızlanması sermayenin marjinal verimliliğinin artmasının yanı sıra tasarruf miktarındaki artış eğilimiyle de gerçekleşebilmektedir (Dineri ve Taş, 2017: 80). Bu ilişki Harrod – Domar büyüme sürecinde tasarruf oranlarındaki artışın yatırım hacmini artırmasına bağlı olarak büyüme süreci üzerinde olumlu etkiler doğuran bir ilişki içerisinde olmasını ifade etmektedir

Roy F. Harrod 1939'da "Dinamik Teori Üzerine Bir Deneme" makalesini yayınlayarak büyüme modelinin temellerini atmıştır. Harrod modeli, bir ülke ekonomisinin eksik istihdam denge seviyesinden tam istihdam denge gelir seviyesine geçişte bir ekonominin sağlaması gereken koşulları analiz etmiştir. Analiz çalışmalarına Keynesyen hızlandıran prensibi aracını kullanarak kalkınmanın temel problemi olan gelirin mevcut tasarrufları absorbe etmeye yetecek düzeyde bir yatırım artışına imkân verecek düzeye çıkıp çıkmayacağını analiz etmiştir.

Evsey D. Domar 1947'de "Büyüme ve İstihdam" makalesinde, tam istihdam denge gelir seviyesine ulaşmış bir ekonominin devamlı sürdürülebilir bir büyüme sürecinde olması için gereken koşulları analiz etmiştir. Genel itibari ile Domar Keynes'in kısa dönemli denge analizini uzun döneme taşımak için gerekli olan koşulları belirlemeye çalışmıştır. Bu bağlamda bir ekonominin büyüme sürecinde etkili olan temel aktörü olan yatırım harcamaları üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu bağlamda yatırımların bir ekonomi üzerindeki etkilerini analiz ederek büyüme sürecinde yatırımların önemine vurgu yapmıştır.

Domar'a göre yatırım harcamalarının ekonomi üzerinde iki önemli etkisi bulunmaktadır: İlki ekonominin arz yönü ile ilgili etkisi (kapasite artırıcı etkisi), ikincisi ekonominin talep yönü ile ilgili etkisi (gelir artırıcı etkisi) bulunmaktadır. Yatırımların kapasite artırıcı etkisi bir ekonomide özel veya kamu tarafından yapılan bir yatırım harcaması ekonominin üretim seviyesinde bir artışı beraberinde getirerek ekonominin kapasitesini artırmaktadır. Örneğin yeni teknoloji tarafından geliştirilmiş makine ve teçhizat yatırımları üretimi artırmakta, kamu tarafından yapılan alt yapı yatırımları (baraj, köprü, savunma) ekonomide pozitif dışsallıklar yaratarak ekonominin üretim kapasitesini artırarak potansiyel arz miktarını artırmaktadır.

Yatırımların gelir artırıcı etkisi ise Keynesyen çarpan mekanizmasının işlemesiyle ortaya çıkmaktadır. Yapılan yatırım harcamaları aracılığıyla çarpan mekanizmasının işlemesiyle ekonomide milli gelirde bir artış meydana gelmektedir. Milli gelirdeki artış ekonomik faktörler arasında paylaşılması tüm ekonomik aktörlerin gelirinde bir artış meydana getirmektedir. Bu durum toplam harcama miktarında artışı beraberinde getirerek ekonomiyi talep yönünden etkileyerek ekonomik büyüme sürecini hızlandıran bir etki doğuracağı varsayılmaktadır.

1.2.4. Neo-Klasik Büyüme Kuramı

1950'li yıllarda Keynesyen politikaları eleştirerek ve Keynesyen devrime karşı olarak ekonomik olarak önemini yitirmiş politikalarını tekrar canlandırmak amacıyla çalışmalara başlamıştırlar. Bu dönemde üzerinde durdukları temel nokta iktisadi büyüme sürecinin analizi olmuş ve çalışmalarını bu alanda yoğunlaştırmışlardır. İktisadi büyüme modellerinin gelişiminde Harrod-Domar

büyüme modelinden sonra büyüme sürecinin sistematik olarak yapıldığı ikinci yaklaşım olarak görmek mümkündür. Genel olarak klasik görüşler çerçevesinde şekillenmesine rağmen bazı noktalarda farklı fikirler benimsemişlerdir. Neo-klasik yaklaşım genel olarak bir ülkedeki nüfus artışı, teknolojik yenilikler, tasarruf miktarlarındaki artış ve yatırımlardaki artışın iktisadi büyüme sürecini nasıl belirlediğini analiz etmiştir. Genel olarak Neo-klasik yaklaşımı benimseyen iktisatçılar bir ekonominin daima istikrarlı olarak büyüyeceğini ve eğer bu denge halinden çeşitli nedenlerle sapma olması halinde dahi kendiliğinden dengeye geleceğini ve tekrar istikrara kavuşacağını varsaymışlardır (Yağcı, 2016: 25). Bu düşünceler doğrultusunda Neo-klasik iktisadi düşünceye dayalı olarak büyüme süreci çeşitli iktisatçılar tarafından farklı olarak birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar arasında genel itibari ile kabul görmüş ve adı Neo-klasik iktisadi yaklaşımla özdeşleşmiş olan Solow büyüme modeli olmuş ve büyüme noktasına önemli yaklaşımlar getiren Solow büyüme modeli aşağıda irdelenmiştir.

1.2.4.1. Solow Büyüme Modeli

R. Solow'un 1956 yılında yayınlanan "İktisadi Büyüme Teorilerine Bir Katkı" adlı makalesiyle büyüme sürecini analiz etmiştir. İktisadi büyümeye yönelik olan bu çalışma 1987 yılında R. Solow'a Nobel Ekonomi Ödülünü kazandırmıştır. Sanayi devriminin başlamasından sonra dünya ekonomilerindeki gelişmeler yeni arayışları beraberinde getirmiştir. Ekonomide artan rekabet koşulları her alanda olduğu gibi ekonomik büyüme alanında da yeni yaklaşımların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler ışığında Solow büyüme modeli temel olarak klasik yaklaşımın büyüme sürecinin savunduğu gibi tasarruf, sermaye birikimi ve ekonomik büyüme arasında mevcut olan ilişkilerin analizine dayanmaktadır. Klasik yaklaşımdan farklı olarak tasarruf, yatırım ve iktisadi büyümenin ekonominin içsel değişkenleri ve ekonominin dışsal değişkenleri olan nüfus ve teknolojik ilerlemelerinin birbiriyle olan ilişkileri incelenerek ekonomik büyüme süreci modelini oluşturmuştur. Bu model Klasik yaklaşım tarafından benimsenen piyasaların istikrarlı olması koşulunu kabul ederek ekonomik büyüme sürecinin uzun dönemde devamlı olarak sürdürülebilir bir büyüme seviyesine ulaşacağını kabul etmektedir. Solow tarafından ortaya atılan büyüme modeli ortaya atılmasından sonra çeşitli iktisatçıların katkılarıyla

geliştirilmiştir. Bu gelişmeler; Tobin ve Johnson modele para teorisini eklemiş, Meada ve Uzawa Solow modelinin varsaydığı tak mal üretilmesi varsayımının yerine iki mal üretildiği varsayarak analize dahil etmişler, Hahn ve Matthews modelin teknik alandaki gelişmeleri detaylı analiz ederek modelin daha da geliştirilmesine katkıda bulunmuşlardır (Akat, 1980). Solow büyüme modeli ortaya atılmasından sonra günümüzde içsel büyüme teorileri olarak bilinen ekonomik büyüme teorileri ortaya çıkana kadar gündemdeki geçerliliğini koruyabilmiştir.

1.2.5. İçsel Büyüme Kuramları

Solow büyüme modelinde varsayılan ekonomik büyüme sürecinin daima sürdürülebilir olma özelliği zaman içerisinde ekonomik durgunluk süreçlerinin ortaya çıkması sonucu eleştirilmeye başlanmıştır. Ayrıca Solow modelinin büyümenin belirleyicilerinin neler olduğu konusuna açıklık getirememesi ekonomide yeni yaklaşımların gelişmesine zemin hazırlamıştır (Ünsal, 2009: 616). Bu süreçte ekonomik durgunluktan çıkış ve ekonominin tekrar canlanma sürecine girmesi ve ekonomik büyüme sürecini başlatmak amacıyla büyüme kaynakları mevcut sistemin dışında aranmaya başlanmıştır. Bu amaca bağlı olarak 1980'li yıllara kadar geçen zamanda ekonomi politika ve teorilerinin gelişmesinin yanında daha birçok alanda yaşanan gelişmeler sonucunda yeni arayışların hız kazandığı görülmektedir. Bu arayışlar her alanda olduğu gibi ekonomik büyüme modellerinin gelişmesine olanak tanıyarak günümüzde içsel büyüme modelleri olarak tanımlanan büyüme teorileri geliştirilerek ekonomi literatürüne girmeye başlamıştır.

1980 yılları itibariyle küreselleşme hareketlerinin hız kazanmasına bağlı olarak değişen konjonktür ekonomilerde yeni sorunları da beraberinde getirmiştir. Bu sorunlara çözüm amacıyla yeni politikaların geliştirilmesi hayati öneme sahip konular arasında yerini almıştır. Tüm bu alanlarda yeni politikalar üretilirken iktisadi büyüme sürecinin analizi de önem kazanmaktadır; çünkü artan küreselleşme hareketleri nedeniyle ülkelerin iktisadi büyüme kavramını daha da önem atfettiklerini görmek mümkündür. Tüm bu gelişmelerin yanında yaşanan teknolojik gelişmelerle beraber üretim miktarlarında artışlar ve özellikle ekonometri alanında yaşanan gelişmeler ekonomik aktivitelerin sayısal olarak ifade edilmesiyle beraber şu ana kadar geliştirilen modellerde kullanılmayan birçok faktör analize dahil olarak ekonomik

modellerin tekrar şekillenmesine neden olmuştur. Bu alanda yaşanan gelişmeler Solow büyüme modeline dahil olmayan ve herhangi bir yolla ekonomik büyüme sürecine etki ettikleri düşünülen; bilgi, ar-ge, beşerî sermaye, iş bölümü ve uzmanlaşma, finansal yenilikler, teknolojik inovasyon süreci, devletin değişen fonksiyonları ve piyasa yapıları gibi birçok yapının sistemin bir parçası olduğunu varsayan yeni yaklaşımlar ortaya çıkmaya başlamıştır (Berber, 2011: 143). Bu bağlamda içsel büyüme modelleri Slow büyüme modelinin önemli varsayımlarından olan azalan getiriler varsayımını reddederek yerine sabit veya artan getirilerin ekonomide yol açabileceği etkileri analize dahil etmişlerdir (Erdem ve Dumrul, 2014: 65). Söz konusu bu değişkenlerin kullanılması içsel büyüme teorilerinin temel yapısını oluşturmaktadır.

Dünya genelinde yaşanan gelişmelere bağlı olarak bir dizi içsel büyüme teorisi geliştirilmiş ve bu teorilerin genel görüşüne göre beşerî ve fiziksel sermayedeki artışın ekonomide pozitif dışsallıklar yarattığı ve bu dışsallıklar aracılığıyla sürdürülebilir bir büyüme sağlanabileceği düşüncesi gündeme gelmiştir (Romer, 1986; Lucas, 1988). Bu bağlamda içsel büyüme teorileri ülke ekonomisindeki teknolojik ilerlemeler, beşerî sermaye ve fiziksel sermaye faktörlerindeki ilerlemelere bağlı olarak bu faktörlerin iktisadi büyüme süreciyle olan ilişkilerini analiz etmişlerdir (Rocha, 2013: 22). Bu açıdan Neo-klasik yaklaşımda dışsal kabul edilen teknoloji aktörü içsel büyüme teorilerinde ekonominin içsel bir unsuru olarak kabul edilmiştir. İktisadi büyümenin içsel olarak kabul edilmesi, iktisadi büyümenin ülkeler tarafından uygulanan makroekonomik politikalar aracılığıyla artırılabileceği varsayımını ifade etmektedir (Taban, 2016: 140).

İçsel büyüme modelleri bir ülkenin sahip olduğu eğitim ve sağlık politikaları, teknoloji politikaları, alt yapı politikaları, kamu politikaları ve Ar-Ge politikaları gibi değişkenlerin büyüme sürecinde etkin rol oynadıklarını varsaymıştır. İçsel büyüme kuramı savunucuları aynı zamanda kamu ve özel sektör tarafından alınan kararların veya verdikleri tercihlerin ulusal büyüme oranlarını hangi şekillerde etkilediğini analiz etmeye çalışmışlardır (Rocha, 2013: 22). İktisadi büyümeye yönelik olarak geliştirilen öncü içsel büyüme modelleri aşağıdaki gibi sınıflandırılmıştır.

1.2.5.1. Beşerî Sermaye Modeli

Beşerî sermaye özellikle emek faktörünün kalitesin artırılması ve buna bağlı olarak mevcut iş kolunda uzmanlaşması sonucu daha verimli hale gelmesi yönüyle ekonomik büyümeyi etkileyebileceği düşüncesiyle Lucas tarafından geliştirilmiştir. Lucas'a göre iş gücü olarak bilinen beşerî sermaye dönem şartları gereği artan bilgi ve becerilerle iş gücü daha verimli hale gelebilmektedir. Bu açıdan iş gücünün yeterli ve etkin şekilde eğitilmesi iş gücü becerisini artırmaktadır. Bu durum doğrudan ekonomik aktivitelere yansıyarak büyüme sürecini hızlandırabilmektedir. Bu durum Arrow'un (1962) ortaya attığı "yaparak öğrenme" kavramının kastettiği gibi bir becerinin süreklilik halinde yapılarak beceride uzmanlaşmasıyla ortaya çıkabilmektedir. Tüm bunların yanında iş gücünün fiziksel olarak (sağlık, beslenme ve sosyal güvence) gelişmesi beşerî sermayenin gelişmesine neden olabilir. Bu açıdan yaklaşıldığında devletin eğitim politikası beşerî sermayenin artırılması noktasında doğrudan bir etki doğurmakta ve bu nedenle devletin eğitim politikaları iş gücü faktörünün tüm yönleriyle gelişmesini sağlayacak yapıda olması ekonomik büyüme sürecini etkileyen bir faktör olarak görülmektedir.

1.2.5.2. Bilgi Üretimi ve Taşmalar

İçsel büyüme modelinin öncüsü olan Romer bu teorisini Arrow'un (1962) ortaya attığı "yaparak öğrenme" modelini temel almaktadır. Arrow'a (1962) göre bir firma üretim sürecinde zaman ilerledikçe ortaya çıkan yenilikler, iş bölümü ve uzmanlaşmanın artmasıyla üretim maliyetlerini düşürebilmektedir. Bu bağlamda firmaların üretim sürecine katılımıyla artan sermaye birikimi ve firmalarda çalışan emeğin yaparak öğrenme veya uzmanlaşma eğilimleri ile emeğin bilgi birikiminin paralel bir seyir izlediği kabul edilmektedir (Albelo ve Manresa, 2005: 1). Bu argüman Arrow (1962) tarafından "yaparak öğrenme" şeklinde kavramsallaştırmıştır. İçsel büyüme modellerinin öncüsü olan Romer, Arrow'un bu fikrini kullanarak ekonomide bazı öngörülerde bulunmuştur. İlk olarak üretim sürecinin sonunda ortaya çıkan çıktının üretimi sırasında firmalar yeni teknik bilgiler üretmektedirler. İkinci aşamada, birinci aşamada elde edilen yeni teknik bilgiler yeni üretim sürecinde kullanıldığında üretim sürecine maliyetsiz olarak firmanın girdi sürecine dahil olmaktadır. Üçüncü aşamada, üretim sürecine dahil olan yeni teknik bilgi ve beceriler firmanın üretim

maliyetlerini azaltmakta ve mevcut üretimin kalitesini artırmaktadır. Dördüncü aşama sürecinde, bilginin patent hakları gereği gibi saklanamayacak ve diğer firmalar tarafından fark edilerek kullanılması sonucu firmaların üretim maliyetlerinin azalmasına bağlı olarak firma bazında pozitif dışsallıklara neden olmaktadır (Romer, 1994: 12). Bu bağlamda dördüncü aşamada firma bazında uzmanlaşma sonucu elde edilen teknik bilgiler herhangi bir yolla mevcut firmalardan taşmakta ve farklı firmalara dağılarak ekonomiyi bir bütün şekliyle etkileyeceğini ve ekonominin büyüyeceği düşüncesi ön plana çıkmaktadır.

1.2.5.3. Kamu Politikası Modeli

Kamu politikası modeli Barro (1990) ile gündeme gelmiş ve genel olarak devletin ekonomiye müdahalesinin ekonomik büyümeyi nasıl etkileyeceği sorusuna dayanmaktadır. Geçmişe bakıldığında genel itibari ile ekonomik büyümenin açıklanmasına yönelik teorilere bakıldığında devletin ekonomiye müdahale edip etmemesi konusu tartışıla gelmiştir. Harrod -Domar modelinde devletin ekonomiye müdahalesi gerektiği savunulurken, Solow büyüme modelinde buna karşı çıkılmıştır. Günümüz dünyasında yaşanan gelişmeler kamu müdahalesini meşrulaştırsa da bu görüş tam bir fikir birliğine ulaşılamamıştır. Bu anlamda içsel büyüme teorileri kamunun hangi alanlara müdahale etmesi ve hangi alanlara müdahale edilmeden özel kesim tarafından işlenmesi noktasında açıklamalar geliştirme noktasında önem kazanmaktadır. Barro (1990) göre devlet ekonomik büyüme sürecini hızlandırmak için ekonomik bir aktör olarak yatırım harcamaları gerçekleştirebilir; ancak yatırım yaparken özel sektörün yatırımlarını artıracak sübvansiyon ve vergi teşviki politikalarıyla özel sektör yatırım harcamalarını artırmayı desteklemeli ve özel sektörün dışlanmasını engelleyecek politikalar yapması gerekmektedir. Bununla beraber devlet ekonomide serbest ticaret politikasını desteklemeli ve buna uygun politikalar uygulaması gerektiğini vurgulamıştır. Ayrıca devletin özellikle sağlık, eğitim, savunma, altyapı ve yüksek finansman dolayısıyla özel sektörün yapamadığı harcamaları yapması ülke ekonomisinde pozitif dışsallıklar yaratması, ekonomik büyüme sürecini desteklediğini ve bu nedenle devletin bu tür yatırımları yapması gerektiğini vurgulamıştır.

1.2.5.4. Araştırma- Geliştirme (AR-GE) Modeli

Ar-Ge modelinin temeli, bilginin bilinçli olarak yürütülen çalışmalar sonucunda elde edildiğini yani bir tesadüf olarak ortaya çıkmadığı varsayımına dayanmaktadır. Bu alanda yapılan çalışmalar sonucunda yeni teknolojiler, yeni üretim olanakları ve yeni teknik gelişmeler dikkate alındığında ekonomide üretim kapasitesi artmakta ve bu duruma bağlı olarak istihdam seviyesinde artışa yol açacağı varsayılmaktadır. Ayrıca bu gelişmelere bağlı olarak ekonomide mevcut sermaye mallarında çeşitliliğe yol açması yönüyle ülke yatırım hacminin artmasına olanak tanıyacağı savunulmaktadır. Bu anlamda Ar-Ge modeli Romer ve Barro için özel bir alan olarak ortaya çıkmıştır. Romer'e göre bir ekonomide veya bir iş alanında Ar-Ge çalışmaları sonucu ortaya çıkan yenilikler söz konusu ülke ekonomisi veya firma için pozitif dışsallıklar yaratır. Ar-Ge çalışmaları bir ekonomide üretimi artırması yeni Ar-Ge çalışmalarını teşvik etmekte ve bu durum yeni pozitif dışsallıkları ortaya çıkarması aracılığıyla bir ülke ekonomisini bir bütün olarak etkilemesi aracılığıyla ekonomik büyüme sürecini hızlandıran bir etki doğuracağı savını öne sürmüştür.

1.3. FAİZ KAVRAMI

Faiz olgusu, farklı formasyonlar şeklinde kullanımı çok eski zamanlara dayanmakta ve ekonomik aktivitelerin ortaya çıkmasıyla başlamış ve ekonomi gelişip derinleştikçe faiz de aynı oranda gelişmiş ve günümüz ekonomi politikalarının vazgeçilmez bir aracı olmuştur. Faiz oranlarının tarihi ekonomik hareketlerle beraber geçmişten günümüze belgelenmiş ve ekonomik bir araç olarak antik, orta çağ ve modern zamanlardaki devletler tarafından kullanılan faiz oranları ekonomik hedeflere ulaşmak ve istikrar sağlamak amacıyla ekonomik bir araç olarak kullanılmıştır (Bhansali, 2021: 12). Bu açıdan geçmişten günümüze incelendiğinde faiz olgusunun ekonomi üzerindeki etkileri her açıdan irdelenmiştir.

Faiz kavramı, genel olarak tasarruf sahiplerinin ellerindeki tasarrufu ihtiyacı olan kesimlere ödünç vermeleri karşılığında tasarruf sahiplerine ödenen bir bedel olarak tanımlanmaktadır. Smith faiz kavramını, kişinin sahip olduğu sermayesini kendi kullanmayıp ancak bu sermayeye ihtiyacı olan kişilerin kullanması amacıyla ödünç vermesi sonucu sermaye sahibinin elde ettiği gelir veya paranın kullanım hakkı

olarak tanımlamıştır (Smith, 1776: 65). Ayrıca üretim faktörlerinden sermayenin milli gelirden aldığı pay faiz olarak tanımlanmaktadır. Faiz bu anlamda sermaye açısından önem atfedilen makroekonomik bir araç olarak kullanılmaktadır. Ayrıca faiz paranın likidite kaynağı olması dışında söz konusu paranın ödünç verilmesi durumunda ödenmesi gereken bir bedel olarak tanımlanmaktadır. Faiz sermaye sahibi kişilerin borç vermesiyle paralarını kaybetme korkusu ve bu sermayeyi borç alanların ihtiyaçlarının karşılıklı çatışması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu anlamda tasarruf ettikleri sermayesini borç olarak verenler parayı alamama riskine karşı faiz adı altında belirli bir bedel talep etmek zorunda kalmaktadırlar (Cantillon, 2010: 169-170). Faiz olgusu bu anlamda bakıldığında belirli risklerin önlenmesi amacıyla da kullanıldığı görülmektedir. Aynı zamanda faiz olgusunu borçlanma sonucu ortaya çıkan bir araç olarak ta görmek mümkündür. Kavram olarak çok çeşitli formasyonlarda tanımlanan faiz, günümüzde bir ülke ekonomisinde çeşitli alanlarda faaliyet göstermekte ve makroekonomik açıdan birçok faktörle etkileşim içerisindedir. Bu yönüyle dünya genelinde faiz oranları ekonomide istikrarı sağlamak amacıyla bir araç olarak kullanılması önem teşkil etmekte ve ekonomik hayat içerisinde birçok rol üstlenmektedir.

1.3.1. Faiz Oranı

Faiz oranı, borç verme veya alma durumunda gelir veya gider miktarının yüzdesel ifadesi olarak tanımlanmaktadır. Bu anlamda faiz oranının yüzde şeklinde ifade edilmesine faiz oranı denir. Bu çerçevede faiz haddi temelde nominal ve reel olarak iki farklı şekilde incelenmektedir.

Nominal faiz oranları; fiyat hareketlerinden yani enflasyondan arındırılmamış oranları ifade etmektedir. Reel faiz oranları, nominal faiz oranlarının tüm fiyat hareketlerinden arındırılmış faiz oranı olarak tanımlanmaktadır. Piyasa genelinde temel alınan faiz oranları reel faiz oranlarıdır. Bunun nedeni reel faiz oranlarının bir ekonominin sahip olduğu piyasa hakkında en doğru bilgileri içermesinden kaynaklanmaktadır. Bu amaçla iktisadi yaklaşımlar genel olarak faiz oranlarını açıklarken reel faiz oranları düzeyini ön planda tutmaktadırlar.

1.4. FAİZ KURAMLARI

Faiz oranları makro ekonomik açıdan üzerinde önemle durulan konulardan biri olması nedeniyle geçmişten günümüze çeşitli iktisadi doktrinler ve iktisatçılar tarafından farklı şekillerde yorumlanmıştır. Bu amaçla faiz oranlarının hangi aktörler tarafından belirlendiği ve ekonomide hangi değişkenler ile etkileşim içerisinde olduğu, ekonomide hangi seviyelerde belirlenmesi gerektiği ve piyasa koşullarında denge seviyesinin serbest bir şekilde veya müdahale edilerek belirlenmesi faiz oranlarının farklı şekillerde ele alınmasına neden olmuştur. Bu amaçla aşağıda faiz oranlarını açıklamaya yönelik faiz teorileri incelenmiştir.

1.4.1. Klasik Faiz Kuramı

Klasik faiz teorisi Smith'in 1776'da yayınladığı Ulusların Zenginliği eserinde, ekonominin temel argümanlarını ortaya atmasıyla faiz oranlarının ekonomideki etkisi irdelenmeye başlanmıştır. Adam Smith faizi, sermayesini tasarruf edenlerin bu tasarruflarını risk alarak tasarrufları talep eden kesime ödünç vermenin bir bedeli olarak alınan bir bedel olarak tanımlamaktadır. Bu anlamda faiz oranları sermaye tasarruflarını arz eden kesim ve tasarrufları, harcamaları için talep eden kesimlerin karşılıklı etkileşimi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Adam Smith faiz oranlarının genel olarak sermaye tarafından belirleneceğini savunmuştur. Bu fikrinin temel sebebi sermaye miktarındaki artışlar beraberinde belli bir faiz oranı karşılığında verilecek borç miktarını artırmaktadır. Bu durum sermaye kullanımının artmasına bağlı ortaya çıkacak olan rekabet, özellikle üretken emeğe olan talebi artıracak ve bu durum emeğin karşılığı olan ücretlerde artışı beraberinde getirmektedir. Ücretlerin artması ve sermaye birikiminin artması kâr oranlarında azalmayı beraberinde getirmektedir. Kâr oranlarının azalması sermayenin kullanımı için ödenecek faiz oranının kâr oranlarındaki azalışa bağlı olarak düşürmektedir (Smith, 1776: 379). Bu açıdan klasikler faiz oranlarının değişimini parasal hareketlerin dışında olan reel değişkenler aracılığıyla açıklamaya çalışmışlardır.

Klasik yaklaşımda faiz oranı, bir ekonominin reel büyüklükleri olduğu varsayılan sermaye arzı ve talebinin karşılıklı etkileşiminden ortaya çıkması muhtemel denge seviyesinde oluşması nedeniyle reel bir oran ya da değer kapsamında ele alındığı

için klasik faiz yaklaşımı literatürde reel faiz kuramı olarak da bilinmektedir (Altınok, 2006: 250-251). Irwing Fisher tarafından ortaya atılan bu teori faiz kavramını reel bir değişken olarak kabul etmektedir. Bu açıdan Keynes klasik faiz oranı teorisini meta talep ve meta arzının denge noktasında belirlenmesine benzer şekilde faiz oranı, serbest piyasada belli bir faiz oranı çerçevesinde yatırım hacmi ve tasarruf hacminin eşitlendiği noktada belirlendiği şeklinde tanımlamıştır (Keynes, 1936: 155). Teoriye göre faiz oranları tasarruf sahiplerinin tasarruflarını piyasaya arz etmesi ve yatırım amacıyla bu tasarruflara ihtiyacı olan yatırım talebinin karşılaşmasıyla faiz oranları belirlenmektedir. Bu noktada faiz oranlarının parasal değişkenler tarafından bir belirleyiciliği olmadığı faiz oranlarının tasarruf – yatırım değişkenleri tarafından etkilendiği vurgulanmaktadır.

Klasik iktisadi yaklaşımın faiz oranları ile ilgili önemli varsayımlardan biri, belirli bir reel gelire sahip olan bireylerin tasarruf etmek isteyecekleri miktar ile faiz oranları arasında doğrudan bir ilişki olduğu varsayımı çerçevesinde reel faiz oranlarındaki bir artış tasarruf miktarını artırırken, reel faiz oranlarında bir azalış olması durumunda tasarruf miktarında bir azalma ortaya çıkmaktadır. Reel Faiz Teorisine göre faiz oranlarındaki artış tasarruf miktarında bir artış olmasıyla sonuçlanacaktır. Faiz oranlarında meydana gelen bu artış gelir ve harcama akımındaki sızıntı miktarını artırarak yani tasarruf edilen miktarı artırarak faiz karşılığı ödünç verilen tasarruf fonu miktarını artırmaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2015: 142). Bu noktada tasarruf sahipleri daha fazla faiz geliri elde etme amacıyla birbirleriyle girdikleri rekabet ortamında ve ödünç verilebilir tasarruf miktarındaki bolluk faiz oranlarını düşme eğilimine sokmaktadır. Bu bağlamda tasarruf miktarında meydana gelen artışlar belli bir seviyeden sonra tasarruf bolluğuna ve rekabet ortamına bağlı olarak reel faiz oranlarında düşüş gözlemlenmesi, yatırım harcamalarını uyararak büyüme sürecini hızlandırmaktadır.

Klasiklerin makro ekonomik yaklaşımına göre faiz oranları ekonomide gösterge niteliğinde olan ve bu nedenle temel alınan bir fiyat olmakta ve ekonomide tasarruf yatırım eşitliğinin sağlanmasına aracılık yaparak tam istihdam denge haline erişilmesini sağlamakla beraber ödünç verilebilir fonlar piyasasının istikrarlı şekilde ayarlanmasını sağlayan bir aktör olarak kabul edilmektedir (Palley, 2016: 6).

Yatırımlar açısından bakıldığında klasik yaklaşımın temel varsayımları doğrultusunda tüm tasarrufların yatırıma dönüşeceği varsayımı vuku bulduğunda yatırım miktarında artış beklenmektedir. Tasarruf ve yatırım miktarları reel faiz oranındaki ayarlamalar sonucunda birbirine paralel olarak belirlenmekte ve bu durum tasarruf-yatırım miktarlarına bağlı olarak ekonomide oluşan yatırım oranlarındaki dengeye bağlı olarak uzun vadeli büyüme oranlarını belirleyeceği sonucuna ulaşılmıştır (Alogoskoufis, 2012: 14).

Genel olarak Klasik yaklaşımda faiz oranlarının tasarruf-yatırım eşitliğini sağlaması yönünde üzerinde önemle durulan konulardan birini teşkil etmektedir. Ekonomide firmalar tarafından yapılan yatırım harcamalarının denge noktası ve hane halkı tarafından yapılan tasarruflarının denge noktasının karşılıklı etkileşimi sonucunda ekonomideki içsel büyüme oranı ve reel faiz oranı belirlenmektedir (Alogoskoufis, 2012: 10). Bu açıdan sermaye arzı tasarruf kısmını sermaye talebi ise yatırım kısmını temsil etmektedir. Faiz burada tasarruf ve yatırımın eşitlendiği denge noktasına göre belirlenmektedir. Bu anlamda tasarruf-yatırım eşitliğinin sağlanmasında faiz oranlarının küresel tasarrufların ve yatırım kararlarının iktisadi birimler tarafından nasıl alındığını ve alınan kararların dünya genelindeki reel faiz oranlarının, yapılan tasarruf ve yatırım düzeyini nasıl ve hangi şekillerde etkilediği ve buna göre ortaya çıkabilecek olası sonuçları düşünmek için kapsamlı bir çerçeve belirleme ihtiyacı doğmaktadır.

1.4.2. Knut Wicksell'in Faiz Kuramı

Klasik faiz kuramında modele dahil olmayan ve ekonomide önemsiz olduğu düşünülen parasal unsurları modele dahil ederek analiz etmiştir. Parasal unsurları dikkate alması ve çalışmalarında parasal unsurları kullandığı için ilk para iktisatçısı olarak kabul edilmektedir. Wicksell'in para iktisatçı olarak tanınması, ekonomide fiyatlar genel seviyesindeki değişimlere yol açan etkenlerin piyasa faiz oranları ve doğal faiz oranları arasındaki dengesizliklerden kaynaklandığı yönünde yaptığı analizlere bağlanmıştır (Humphrey, 1992: 509). Knut Wicksell'in faiz kuramı klasik yaklaşımın faiz kuramına paralel olarak faiz oranlarının tasarruf yatırım eşitliğine bağlı olarak değiştiğini kabul etmektedir. Ancak Knut Wicksell Klasik

yaklaşımdan farklı olarak faiz oranını, piyasa ve doğal faiz haddi olarak ikili bir ayırıma tabi tutmuştur.

Genel anlamda piyasa faiz oranı, piyasa koşullarında güncel şartlar altında belirlenirken; doğal faiz oranı, yatırım tasarruf eşitliğinin sağlandığı arz talep dengesi çerçevesinde belirlenen faiz oranıdır. Doğal faiz oranı ekonomi açısından önemli bir değişken olarak görülmüş ve ekonomik analizlerde ayrı bir konuma sahip olmaktadır. Bu açıdan Knut Wicksell, 1898'de doğal faiz oranı kavramını "emtia fiyatları açısından nötr olan ve bunları ne yükseltme ne de düşürme eğiliminde olan krediler üzerinde oluşan belirli bir faiz oranı" olarak ortaya atmıştır (Fiedler ve diğ., 2019: 12). Ayrıca doğal faiz oranı, bir ekonomideki kaynakların tahsisinin beklentileri şekillendirerek cari tüketim harcamalarına mı yoksa gelecek yatırım harcamalarının mı tercih edileceğini belirleyen bir oran olarak tanımlanmıştır (Garrison, 2013: 34). Doğal faiz oranı bu açıdan bir ekonomideki harcanabilir gelirin cari tüketim harcamalarına mı ayrılacağı yada tasarruf yapılarak gelecek dönemde yatırım veya tüketim amaçlı kullanılacağını belirleyen bir kavram yada başka bir deyişle iktisadi aktörlerin zamanlar arası tercihleri belirleyen bir orandır. Bu açıdan bakıldığında doğal faiz oranı, ekonomide birikmiş olan ödünç verilebilir tasarruf fon arzı ve yatırım harcamalarını gerçekleştirmek amacıyla ödünç verilebilir fon talebinin denge noktasında oluşmaktadır. Tasarruf miktarındaki artışlar doğal faiz oranının düşmesine yol açmaktadır. Doğal faiz oranındaki bu düşüş yatırım miktarında artışa yol açmakta; ancak tasarruf miktarındaki azalmaya bağlı olarak yatırımcıların kullanılabilir fon talepleri için rekabete girmesi doğal faiz oranlarını yükseltmekte ve tekrar dengeye getirmektedir. Bu şartlar altında oluşan piyasa faiz oranı ve doğal faiz oranının birbirine eşit olması yönünde zorunlu bir gereklilik yoktur (Türkay ve Demirbaş, 2012: 6). Ancak denge noktası piyasa faiz oranının, doğal faiz oranına eşitlendiği konumda oluşmaktadır.

Doğal faiz oranı tasarruf ve yatırım miktarının dengede kalmasını sağlayarak ekonominin sürdürülebilir bir yapıda kalmasını sağlayan bir orandır. Bu bağlamda bir ekonomideki piyasa faiz oranlarının doğal faiz oranlarının üzerinde seyretmesi ekonomide faize duyarlı harcamaların azalması sonucunda ekonomide bir daralma sürecinin başladığı varsayılmaktadır. Piyasa faiz oranlarının doğal faiz

oranlarının altında seyretmesi ise ekonomide bir genişleme konjonktürünün başladığını göstermektedir. Ancak faiz oranlarının düşük seyretmesi ekonomide toplam harcamaların artış yönünde uyarmasıyla ekonominin genişleme konjonktürü ekonomide enflasyonist etkileri canlandırmaya yol açacağı düşüncesi vardır. Bu bağlamda doğal faiz oranlarının belirlenmesi merkez bankalarının tarafsız duruşlarını belirleme gibi etkilerinin var olması doğal faiz oranlarının belirlenmesini önemli kılmaktadır (Fiedler ve diğ., 2019: 12). Merkez bankalarının uygulayacağı politikaların gerekliliklerinin belirlenmesinde faiz oranı önemli bir aktör olmaktadır. Ayrıca bu faiz kuramına göre sermaye mallarının gerçekte ödünç verme-alma işlemi olmadığını gerçek manada bir alım satım işlemi olduğu kabul edilmektedir (Aydın, 2015: 210). Bu açıdan sermaye mallarının reel piyasada doğrudan işlem gördüğünü ve doğal faiz oranının temel olarak reel aktörleri ifade ettiği kabul görmektedir.

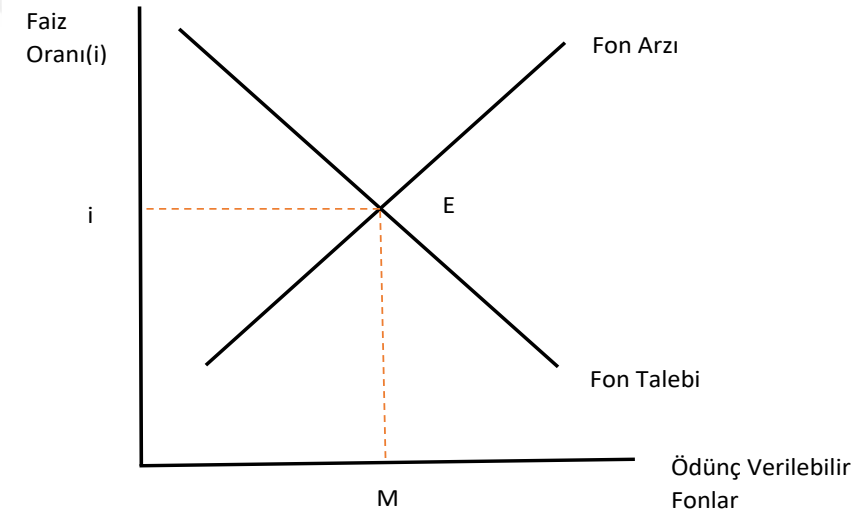
1.4.3. Neo-Klasik Faiz Kuramı

Neo-klasik faiz oranı teorisi klasik faiz yaklaşımının varsayımlarının geliştirilmesiyle ortaya çıkmıştır. Bu çalışmada Neo-Klasik ödünç verilebilir fonlar teorisi ve McKinnon-Shaw hipotezi başlıkları altında incelenecektir.

1.4.3.1. Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı

Ödünç verilebilir fonlar kuramı klasik faiz yaklaşımının çeşitli yönlerden eleştirilerek faiz oranına yönelik oluşturulan eksikliklerin giderilmesi sonucu yeni bakış açısıyla geliştirilmiştir. Bu açıdan ödünç verilebilir fonlar teorisi klasik faiz modeline dahil olmayan parasal unsurları modele dahil ederek yeniden derlenmesiyle oluşturulmuş bir modeldir (Demirgil ve Türkay, 2017: 148). Bu bağlamda bu modelde faiz oranları, ekonomideki reel değişkenler ve parasal değişkenlerden etkilenmekte ve bu değişkenlere bağlı olarak değişim gösterdiği varsayılmıştır. Bu açıdan bu modelde faiz oranı, piyasada ödünç verilebilir sermaye arzının kullanımından doğan yükümlülüklerin bedeli olarak görülmektedir. Bu açıdan ekonomideki denge faiz oranları, tasarruf fonlarının piyasadaki arz miktarına ve bu tasarrufları çeşitli harcamaları için ihtiyaç duyan birey veya kuruluşların talep miktarına bağlı olarak oluşacağı varsayılmaktadır. Bu noktada ödünç verilebilir fonların ana kaynağı hane halklarının ve firmaların tasarrufları tarafından oluşan fonlar oluşturmaktadır (Dinler,

2016: 564). Ödünç verilebilir fonların talebini ise genelde hane halklarının tükettim harcamaları ve firmaların yatırım harcamaları oluşturmaktadır. Bu süreçte fonların ana kaynağı olan tasarruflar klasik faiz yaklaşımında olduğu gibi faiz oranlarıyla pozitif bir etkileşim içerisindedir. Tasarruf sahipleri daha fazla gelir elde etmek için faiz oranlarının artmasını beklemektedirler. Bu süreçte artan faiz oranları ödünç verilebilir fon arzını artırarak piyasaya koşulmasını sağlamaktadır. Bu süreçte faiz oranları ve tasarrufların doğru orantılı oldukları görülmektedir. Bu bağlamda ödünç verilebilir fon arz ve tasarruf değişkenlerinin faiz oranlarıyla doğrusal seyir izlediği, ödünç verilebilir fon talebi ve yatırım değişkenlerinin ters bir seyir izlediği kabul edilmektedir. Bu durum aşağıdaki şekilde daha iyi incelenebilmektedir.



Şekil 1: Ödünç Verilebilir Fonlar Piyasasında Faiz Oranlarının Belirlenmesi

Şekilde E noktasında ödünç verilebilir fon arz ve talebi i denge faiz noktasında oluşmaktadır. Reel faiz oranı artığında ödünç verilebilir fon arzı denge noktasını aşmasıyla ödünç verilebilir fon arzı fon talebini aşacağından tasarruflar artma eğilimi göstermektedir. Bu noktada artan faiz oranı gelir ve harcama noktasında gelirin büyük kısmının harcanmayıp tasarrufa yönlendirilmesi ödünç verilebilir fon arzını artırmaktadır; ancak fon arzı artışına karşılık yüksek faiz oranları nedeniyle fon talebinde düşüş gözlemlenmektedir. Bu durumda artan faiz oranları tasarruf sahipleri arasında bir rekabet ortamının oluşmasına yol açmakta ve tasarruf arzında yaşanan

bolluk arz ve talep kanunları gereği artan faiz oranlarının düşmesine yol açacaktır. Böylece faiz oranları tekrar eski denge noktasına geri dönecek ve fon talebi faiz oranlarının düşmesi nedeniyle artma eğilimi göstermektedir. Bu bağlamda Neo-Klasik yaklaşımda ekonomide denge faiz oranları ekonomide tasarruf ve yatırım eşitliği çerçevesinde piyasa koşulları bağlamında fon arz ve talebinin dengeye geleceği noktada oluşacağı kabul edilmektedir.

1.4.3.2. Mc Kinnon-Shaw Hipotezi

Bu hipotez McKinnon (1973) ve Shaw'ın (1973) finansal serbestleşme süreciyle faiz oranlarının ekonomi üzerindeki etkileri bağlamında yapılan inceleme sonucu ortaya atılmıştır. Mc Kinnon-Shaw hipotezine göre finansal baskıların kaldırılarak finansal serbestleşme süreciyle reel faiz oranlarının piyasada arz ve talep tarafından belirlenmesi reel faiz oranlarının artmasına yol açacağını kabul etmişlerdir (Hansen ve Seshadri, 2013: 1). Faiz oranlarındaki artış tasarruflarla doğrusal bir seyir izlediği için piyasada tasarruf miktarını artırmaktadır. Bir ekonomide tasarruf sahipleri finansal piyasada fiziksel getirisi yüksek olan mevduatlara yatırım yapma eğilimine sahiptirler. Tasarruf sahipleri finansal piyasada bu işlemle gelir elde ederlerken tasarruflarını ödünç vermeleri ekonomide sermaye birikimini artırmaktadır. Bu açıdan Mc Kinnon'a göre pozitif reel getirisi olan mevduatlar bir taraftan tasarrufları artırırken diğer tarafta sermaye birikimine yol açan bir kanal görevi görmektedir (Molho, 1986: 91). Tasarrufların artması yatırım harcamaları için gerekli olan finansmanı sağlamaktadır. Bu duruma paralel olarak Shaw, pozitif getirili mevduatların finansman fonu bakımından önemine değinerek mevduat miktarının artması ekonomide üretim kesimi açısından gerekli olan kredileri sağlayarak yatırım harcamalarını teşvik eden bir etken olduğunu savunmuştur (Molho, 1986: 91).

Mc Kinnon-Shaw hipotezinin diğer bir varsayımı ise düşük faiz oranları bir ekonominin temel sorunlarından olan yüksek enflasyonun nedeni olarak görülmektir. Bu varsayıma göre piyasada oluşan faiz oranları düzeyinin artması ekonomide tasarruf miktarını artırmaktadır. Tasarruf miktarındaki artışlar tüketim harcamalarının azalmasına sebep olmakta ve bu durum enflasyonist etkileri azaltmaktadır (Başaran, 2018: 128). Bu bağlamda tersi durumda enflasyonist etkileri artırıcı bir etki yaratmaktadır. Ayrıca düşük faiz oranlarının sermaye hareketlerini engelleyici bir

faktör olarak ele alınmakta ve bu açıdan düşük faiz oranlarının ekonomik büyüme sürecini yavaşlatan bir politika olarak görülmektedir.

1.4.4. Keynes Faiz Kuramı

Keynes (1936) faiz oranı kavramını, tek başına para toplamı ve belli bir vade aralığında alınan borca karşı ödenecek para üzerindeki kullanım haklarından vazgeçme arasındaki ters yönlü ilişki olarak ele almıştır (Keynes, 1936: 148). Bu açıdan Keynes faizi belli bir vadeye kadar likiditeden vazgeçmenin ödülü olarak kabul etmektedir. Keynes veri koşullarda likidite tercihi ve para miktarının fiili faiz oranlarını belirlediği varsayımını dayanarak analizlerini gerçekleştirmektedir. Bu açıdan likidite tercihi, veri faiz oranında halkın nakit olarak elde tutmak istediği para miktarını göstermekte ve bu duruma bağlı olarak r faiz oranını, M para miktarını ve L likidite tercihini göstermekte olup M = L(r) şeklinde ifade edilerek para miktarını iktisadi şemaya dahil etmiştir (Keynes, 1936: 149). Bu açıklamalardan Keynes faiz oranının bir ekonomide para miktarındaki değişiklikler aracılığıyla likidite tercihlerindeki değişimler tarafından belirleneceğini ileri sürmüştür.

Keynes'e göre bir ekonomideki para talebi; işlem amaçlı, ihtiyat amaçlı ve spekülasyon amacıyla talep edilmektedir. Bu açıdan işlem, ihtiyat ve spekülasyon amaçlı para talebindeki çeşitli nedenlerle meydana gelen değişim ekonomide iktisadi aktörlerin doğrudan likidite tercihini etkilemekte ve buna bağlı olarak ekonomide para miktarı değişimi faiz oranlarını etkilemektedir. Bu açıdan ekonomideki para miktarı ve faiz oranını ilişkilendiren likidite tercihi fonksiyonu, bir ekonomide para miktarının artması sonucu faiz oranlarının düştüğünü gösteren bir kuraldır (Keynes, 1936: 151). Ayrıca Keynes parasal değişikliklerin finans piyasasında doğrudan etkili olmasının yanında reel piyasaları dolaylı yoldan etkilediğini varsaymaktadır. Bu bağlamda Keynes faiz kuramını Klasik ve Neo-klasik faiz kuramlarının savunduğu tasarruf ve yatırım gibi reel değişkenler tarafından belirlenmediğini kabul etmektedir. Keynes'e göre faiz oranları parasal değişikliklerden etkilenmektedir. Bu nedenle Keynes faiz yaklaşımını parasal değişkenleri kullanarak açıklamaya çalışmıştır. Keynes faizi tasarruf ve yatırımların belirleyicisi olan bir değişken olarak görmemiştir; çünkü Keynes tasarruf ve yatırım kararlarının farklı kesimler tarafından alındığını kabul etmektedir. Ayrıca tasarruf değişkeninin faiz oranları tarafından belirlenmediğini,

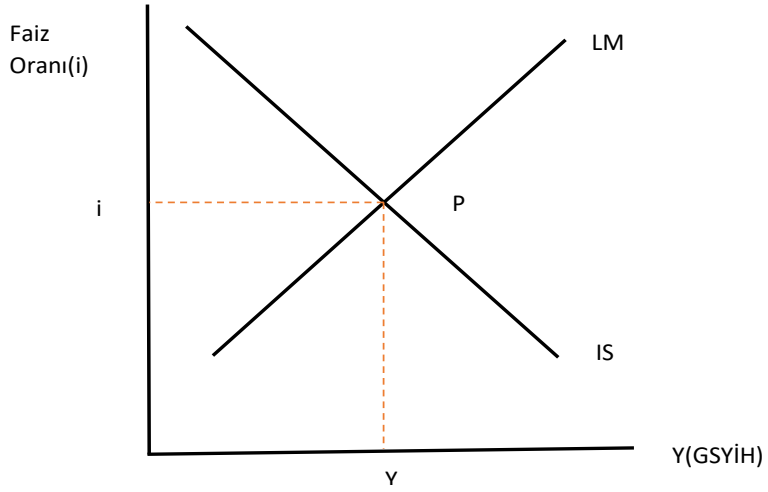
tasarrufların harcanabilir gelir tarafından belirlendiğini savunmaktadır. Bu noktada harcanabilir gelirin bileşenlerini tüketim harcamaları ve tasarruflar oluşturmaktadır. Bu nedenle harcanabilir gelirdeki bir artış tasarruf miktarında artışa neden olmaktadır. Ayrıca Keynes bir ekonomide yatırım harcamalarının faiz oranına, sermayenin marjinal etkililiğine ve beklentilere bağlı olarak belirlendiğini öne sürmektedir. Bu noktada Klasik yaklaşımda belirtilen faizin, tasarruf yatırım eşitliği dengesinde oluşmayacağını ve tasarruf ve yatırım değişkeninin farklı etkileşim kanalları tarafından belirlendiği kabul edilmektedir. Klasik yaklaşım varsayımları ekonominin sürekli tam istihdam denge halinin olduğu koşullara bağlı olarak şekillenirken; Keynes yaklaşımında eksik istihdam denge halini dikkate alarak analizlerini gerçekleştirmektedir. Ayrıca Keynes faizi, bir ekonomideki sermaye faktörünün getirisi olması yönüyle ekonomide reel kesimi ait olan bir değişken olarak değerlendirmemiş aksine ekonominin parasal kesimini temsil eden bir değişken olması yönüyle ele alması, ekonomideki efektif talep yetersizliği sonucunda ortaya çıkan eksik istihdam denge halinin açıklanmasında aktif bir görev üstlenmesi bağlamında açıklamaktadır (Aydın, 2015: 213).

Genel olarak Keynesyen analizde faiz oranlarının ekonomi üzerindeki etkisi iki farklı şekilde sorgulanmaktadır. İlk olarak faiz likiditen vazgeçmenin ödülü veya geliri olarak tanımlanmasına bağlı olarak ödünç verme işlemi sonrası faiz geliri ne kadar yüksek olursa spekülatif para talebi de aynı derecede düşme eğilimi göstermektedir. Buna bağlı olarak spekülatif para talebinin düşmesi ve faiz oranlarında ters ilişki nedeniyle tekrar denge noktasına gelmesine olanak tanımaktadır. İkinci olarak, faiz oranları ekonominin parasal ve reel kesimleri arasında ilişki kurmasından dolayı önem kazanmaktadır. Bu bağlamda ekonomide sermayenin marjinal etkinliği ve faiz oranları arasındaki ilişki özellikle yatırım harcamalarının belirleyiciliği yönünden önem kazanmaktadır. Buna bağlı olarak sermayenin marjinal etkinliği ve faiz oranları bir ekonomide yatırım kararlarını etkileyerek reel sektör büyümesi üzerinde etki yaratmaktadır. Bu süreç sermayenin marjinal etkinliği olarak, bir yatırım harcamasından ömrü boyunca beklenen kâr oranları faiz oranlarının üzerinde bir seviyede oluşması yatırım yapılabileceğini tersi durumda yatırım yapılamayacağı kararının verilmesinde etkili olmaktadır. Keynes yatırım harcamalarının faiz oranlarına duyarlı olduğunu kabul etmekte ve yatırımcıların yatırım kararlarını

belirlemede faiz oranlarının etkili bir rol üstleneceğini ileri sürmektedir. Bu bağlamda para arz ve talebi sonucu belirlenen faiz oranları yatırım harcamaları ile etkileşimine bağlı olarak reel kesim ile parasal kesim arasında bir köprü görevi göreceğine işaret etmektedir.

1.4.5. Hicks-Hansen Faiz Kuramı

Hicks-Hansen faiz yaklaşımı faiz oranının ekonomide para ve mal piyasası çerçevesinde şekillenen IS-LM modeli çerçevesine dayanmaktadır. IS-LM modeli bir ekonomide para ve mal piyasasını birlikte ele alarak para ve mal piyasasının aynı anda dengeye geleceğini ifade eden bir yaklaşımdır. IS- LM olarak bilinen bu modelde IS bir ekonomideki tasarruf ve yatırım eşitliğini temsil ederken; LM bir ekonomideki para arz ve talebini temsil etmekte ve ekonomide para ve mal piyasasında faiz oranlarının ve çıktı seviyelerinin analizine dayanmaktadır. Bu model özellikle para ve maliye politikalarının etkililiğini göstermesi açısından sıkça başvurulan bir modeldir. Aşağıdaki grafik IS-LM modelini göstermektedir.



Şekil 2: Hick-Hansen Yaklaşımında Faiz oranlarının Belirlenmesi (IS-LM)

IS-LM modeli dikey eksende faiz oranı, yatay eksende reel GSYİH veya reel gelirin yer aldığı bir grafik aracılığıyla analiz edilmiştir. Aşağı eğimli olan IS eğrisi faizin bir fonksiyonu olan yatırım ve gelirin bir fonksiyonu olan tasarruf miktarının eşit olduğu noktaların geometrik yerini ifade etmektedir (Vroey ve Hoover, 2004: 3).

IS eğrisi yatırımlarla faiz oranı arasındaki ters yönlü ilişkiyi ve tasarruf miktarı ve gelir arasındaki doğrusal ilişkiye dayanmaktadır. IS doğrusu üzerindeki tüm noktalarda yatırımların tasarrufa eşit olduğu kabul edilmekte ve IS doğrusu mal piyasasında yatırım ve tasarruf dengesinin sağlandığı faiz oranı(i) ve hasıla(Y) düzeyini ifade etmektedir.

Pozitif eğime sahip olan LM, ekonomideki para miktarının eşitlendiği noktada faiz oranı ve gelir değişimlerini temsil etmektedir. LM eğrisi para piyasasında para arz ve talebinin dengelendiği faiz oranını (i) ve hasıla (Y) düzeyini ifade etmektedir. Bu bağlamda IS-LM modeli para ve mal piyasalarını birlikte ele alan ve denge halini belirleyen bir modeldir. Faiz oranları IS-LM modelinde dengenin oluştuğu noktada belirlenmekte ve denge noktasında bu iki eğrinin kesişimi, faiz oranı ve reel GSYİH'nin birleşimini göstermekte ve buna bağlı olarak ekonomide para ve mal piyasasında denge oluşmaktadır. Bu açıdan faiz oranları hem para ve mal piyasalarında oluşan denge noktasında belirlenirken hem de para ve mal piyasalarını dengeye getiren bir araç olarak kullanılmaktadır. Bu bağlamda para ve mal piyasasında yatırım ve borç verme kararları her iki piyasa içinde faiz oranına bağlı olarak şekillenmektedir (Naghshpour, 2014: 23).

1.4.6. Tobin'nin Portföy Teorisi

Keynes'in görüşleri doğrultusunda olan bu yaklaşım faiz oranlarının oluşma mekanizmasından ziyade paranın ekonomideki kullanım koşullarını belirlemeye çalışılan bir modeldir. Ayrıca portföy yaklaşımı ekonomide faiz oranlarının sadece parasal kesimde para arz ve talebi değişikliklerinden etkilenerek belirlenmediğini aynı zamanda ekonomide çeşitli yatırım araçlarının arz yönlü değişimlerden etkilenmesi aracılığıyla faiz oranlarının belirlenmesinde aktif rol aldığı varsayılmaktadır (Öztürk ve Durgut, 2011: 124). Bu açıdan Hicks-Hansen modelindeki reel ve parasal değişkenler arasındaki ilişkinin açıklanmasında kullanılan para miktarındaki değişiklikler aracılığıyla belirlenmektedir; ancak Tobin'in portföy teorisi para miktarındaki değişikliklerin yerine kredi varlığı ve aktif getirisinin yanında faiz oranlarına daha da önem verdiği görülmektedir. Portföy teorisi bu bakımdan kullanılan temel argümanların getiri oranları arasında sağlanması gereken denge oluştuğunda model mekanizmasının işleyişine olanak tanımaktadır (Han, 2017: 19).

Mekanizma portföy getiri oranında meydana gelen bir değişiklik, para talebini etkileyerek değişim göstermesine sebep olmaktadır. Bu durum para talebine duyarlı olan faiz oranlarını etkileyerek düşme veya artma eğilimi göstermesini belirlemektedir.

1.4.7. Monetarist Faiz Teorisi

1960'lı yılları takiben yaşanan stagflasyon krizi uluslararası alanda ekonomilerde enflasyon ve durgunluğun birbirine paralel olarak yaşanması Keynesyen düşüncelerin eleştirilmesine ve ekonominin toplam talep yönüyle istikrara kavuşturulması amacıyla uygulanan para ve maliye politikaları yoğun bir eleştiriye uğramıştır. Bu durum 1970'lerde ortaya çıkan OPEC ülkelerinde petrol fiyatlarındaki artış dünya genelinde stagflasyona, ödemeler dengesi açıklarına, negatif büyüme hızına, milli gelirdeki düşüşe yol açmış ve ekonomide bu sorunlara çözüm bulunamaması uygulanan Keynesyen politikalara karşı eleştirilere yol açmıştır (Birol, 2013: 2). Bu eleştirilerin öncülerinden biri olan Milton Friedman öncülüğünde temelleri atılan Parasalcı iktisadi düşünce sistemi, değişen konjonktüre bağlı olarak döneme hâkim olmaya başlamıştır.

Parasalcı iktisadi düşünce yaklaşımın ortak önermeleri: ilk olarak parasal faktörlerin ekonomide önemli etkilere sahip olduğunu ileri sürmekte ve ekonomideki para hacminde meydana gelen değişimler nominal milli gelir üzerinde bir etkiye sahip olduğu, ikincisi ekonomide özel sektörün doğası gereği istikrarlı olduğu ve ekonominin işleyişi sırasında meydana gelen dengesizliklerin para hacminde meydana gelen artışların yol açtığı ve uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında bir ilişkinin olmadığı varsayımları öne çıkmaktadır (Aleksandar ve Ristić, 2019: 56-57). Bu önermelere bağlı olarak Parasalcı yaklaşım 1970'teki petrol krizi, uygulanmakta olan maliye politikaları aracılığıyla çözüme kavuşturulamamış ve enflasyon oranlarındaki artışla beraber istihdamdaki azalış geleneksel Phillips eğrisi varsayımlarını çürütmüştür. Ayrıca Parasalcı yaklaşım devletin ekonomiye müdahale amacıyla ve istihdamı artırmak amacıyla uyguladığı para ve maliye politikaları ekonomide toplam talebi canlandırmayacağını ve uzun vadede fiyatlar genel seviyesini artıracağını varsaymaktadır (Birol, 2013: 3). Ekonomideki bu gelişmelere bağlı olarak Parasalcı yaklaşım genel olarak iki hipoteze dayanmaktadır. Birincisi enflasyona yol açan aktör

bir ülke ekonomisindeki para hacminin kontrolsüz bir şekilde genişletilmesine yol açmakta, ikincisi ekonomideki para arzı genişlemesi faiz oranlarının artırılması, ekonomide borçlanma politikasının daraltılması ve rezerv yönetiminin sağlanması yoluyla kontrol edilebileceği hipotezlerine dayanmaktadır (Aleksandar ve Ristić, 2019: 57).

Temelde klasiklerle aynı varsayımlar çerçevesinde aynı düşünce odağında birleşmelerine rağmen klasiklerden bazı konularda farklı argümanlar geliştirmişlerdir. Bu temel ayırım genelde klasiklerin önemsiz olarak gördüğü paranın ekonomide istikrar sağlayacağı hakkındaki düşüncelerdir. Parasalcılar paranın iktisadi istikrarın sağlanması açısından en önemli etken olduğunu ve istikrar sağlanması aşamasında para arzının çok dikkatli bir şekilde denetlenmesi ve piyasanın içinde bulunduğu şartlar gereği para arzının kontrollü bir şekilde düzenlenmesi gerektiği görüşünü ileri sürmüşlerdir.

Monetirist yaklaşıma göre faiz oranları özellikle literatürde dışlanma etkisi olarak bilinen bir olgu çerçevesinde önem kazanmaktadır. Asıl olarak Friedman tarafından ortaya atılan dışlanma etkisi her türlü kamu harcamasının hem özel sektörle rekabet halinde olması hem de harcamaların finansmanı noktasında vergi ve borçlanmayla özel sektörü dışlama eğiliminden dolayı devletin ekonomik hayata müdahalesine karşı çıkmaktadır. Ayrıca genişletici maliye politikası sonucu artan kamu harcamaları bütçe açıklarını artırma eğilimine sahip olmaktadır. Özellikle kamu yatırım harcamalarının finansmanının, borçlanma politikasıyla yurt içindeki reel faiz oranlarını artırmakta ve artan faiz oranları tasarruf sahiplerine daha cazip bir hale gelmesi tasarrufların kamuya aktarılmasına yol açmaktadır. Bu durum faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak özel yatırımlar için maliyetleri artırmasına bağlı olarak karlılığın azalmasıyla yatırım kararlarının caydırılması ve yatırım için gerekli olan finansman kaynaklarının azlığı nedeniyle kamu yatırım harcamalarının özel sektör yatırımlarını dışladığını öne sürmektedir.

Friedmana'a göre para piyasasında uygulanan para politikaları faiz üzerinde etkili olabilmektedir. Bu açıdan kısa dönemde para arzı artışları faiz oranlarını düşürmekte ve buna bağlı olarak kişiler ellerindeki likidite miktarını artırmaktadır. Ancak uzun dönemde para arzı artışlarının fiyatlar genel düzeyini

artırması paranın değerinde azalma meydana getirerek faiz oranlarının tekrar artma eğilimine gireceğini varsaymaktadır. Bu nedenle para arzının çok dikkatli bir şekilde artırılması gerektiğini ve parasal genişlemenin ekonomideki büyüme oranına paralel bir şekilde artması gerektiğini ileri sürerek sabit parasal büyüme teorisini geliştirmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

FAİZ ORANLARI VE İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİ; FAİZ ORANLARININ İKTİSADİ BÜYÜMEYİ ETKİLEDİĞİ KANALLAR

2.1. FAİZ ORANLARI VE İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİ

Dünya genelinde küreselleşme hareketlerine bağlı olarak değişen konjonktüre bağlı olarak ülkeler bazında temel hedef sürdürülebilirlik çerçevesinde ekonomik istikrarın sağlanması ön plana çıkmıştır. Sürdürülebilirlik ilişkisi çerçevesinde değişen konjonktüre bağlı olarak uluslararası arenada ülkelerin ekonomik bütünleşme hareketlerine yol açtığı gözlemlenmektedir. Bu açıdan 1980'li yıları takiben artan küreselleşme hareketleri ekonomik olarak yeni sorunları ve bu sorunlara çözüm arayışlarını gündeme getirmiştir. Bu bağlamda dünya ülkelerinde ekonomik olarak ortaya çıkan yeni gelişmeler sürdürülebilir bir ekonomik sistemin geliştirilmesini zorunlu hale getirmiştir. Bu problemlerden birini ifade eden iktisadi büyüme, artan küreselleşme hareketlerine bağlı olarak ortaya çıkan rekabet ortamında dünya ülkeleri tarafından gündeme getirilmiş ve günümüzde hala geçerliliğini korumaktadır.

Dünya genelinde yaşanan krizler, küreselleşme hareketlerine bağlı olarak ülkeleri, iktisadi büyümenin çerçevesinin iyi araştırılması gerektiğine zorlamaktadır. Ülke bazında iktisadi büyüme süreci bir ülke ekonomisinin hem makroekonomik istikrar bağlamında hem de küreselleşme hareketlerinin hızlanması sonucu artan uluslararası ilişkiler bazında ülkenin dünya genelindeki rekabet ortamında olması nedeniyle hayati önem taşımaktadır. 1980'li yılardan sonra artan küreselleşme hareketleri dünya bazında artan rekabet ortamının derinleşmesine sebep olmuş ve ülkeler arası gelişmişlik düzeyleri arasındaki farklar daha da belirginleşmiştir. Bu süreçte ülkeler arası rekabet iktisadi büyüme sürecine yansıtılması bakımından önem

arz etmektedir. Bu bağlamda iktisadi büyüme sürecini sürdürülebilir bir istikrara kavuşturulması politika yapıcılar tarafından özenle takip edilen bir konu haline gelmiştir.

İktisadi büyüme sürecinin sürdürülebilirliği makroekonomik değişkenlerin ekonomik konjonktüre uygun olarak bir düzen içerisinde oluşmasına bağlı olarak şekillenmektedir. Bu açıdan dünya genelinde ekonominin gerekliliklerine göre politika kararlarını belirleyenlerin uyguladıkları politika araçlarının ortak amacı, ekonomide oluşabilecek resesyonlarda ortaya çıkacak istikrarsızlıktan kaçınmak, makroekonomik istikrarın sağlanması için değişkenleri kontrol etmek ve ülkenin gelişmişlik derecesini artırmak için ekonomiyi sürdürülebilir bir şekilde canlandırma hedeflenmektedir (Mera ve Silaghi, 2015: 86). Sürdürülebilir bir büyümemeye sahip olmak günümüz ülkelerinin temel hedefi olmakla beraber makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla uygulanan iktisadi politikaların temel hedeflerinden birini ekonomik büyüme hedefi oluşturmaktadır. Bu nedenle ekonomik büyüme oranlarının istikrarlı bir yapıda olması ülke içerisinde iktisadi aktörler tarafından alınacak yatırım tercihlerinin daha etkin bir şekilde alınmasına yol açarak mevcut kaynakların daha verimli şekilde kullanılmasına yol açmaktadır (Taymaz ve Suiçmez, 2005: 4). Bu bağlamda bir ekonomideki politika yapıcı ve uygulayıcı kesimin uygulanacak politikaların belirlenmesinde karar alırken iktisadi büyümeyi göz önüne alma zorunlulukları doğmaktadır. Çünkü ekonomik büyüme bir ülkenin kalkınma sürecini ve küresel düzeyde refah seviyesini etkilemesi nedeniyle geçmişten günümüze tartışılan bir konu olmaktadır (Mera ve Silaghi, 2015: 86). Bu bağlamda geliştirilen politikalar ülkeler arasında farklılık arz etmektedir. Bu bağlamda gündemdeki önemini koruyan iktisadi büyüme sürecini etkileyen makroekonomik aktörler tartışma konusunu oluşturmaktadır. Bu noktada bir ekonomide uygulanacak politikalar açısından iktisadi büyüme ve makroekonomik faktörler arasındaki pozitif veya negatif yönlü ilişki önem kazanmıştır.

Bu çalışma bu sürece paralel olarak ekonomide iktisadi büyüme sürecini etkilediği düşünülen makroekonomik bir faktör olan faiz oranları aktörü kullanılarak iktisadi büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Bu sürece paralel olarak bu çalışmanın da konusunu oluşturan uygulanacak politikalarda kullanılacak

araçlardan birini faiz oranları oluşturmaktadır. Faiz oranları bir ekonomide hem makro hem de mikro düzeyde aktiviteleri etkilediği için aktif bir rol üstlenmektedir (Suyuan ve Khurshid, 2015: 81). Bu açıdan bir ekonominin makro istikrarını sağlamada önemli rolü olan faiz oranlarının en temel işlevi bir ekonomide reel kesim ve parasal kesim arasındaki ilişkinin belirlenmesi açısından üzerinde önemle durulması gereken bir konu olmaktadır. Ekonomilerde faiz oranlarının yüksek veya düşük seyir izlemesi GSYİH miktarını yükseltme veya azaltma eğilimine sahip olması nedeniyle ekonomik büyüme oranlarını etkilemektedir (Saymeh ve Orabi, 2013: 342). Çünkü faiz oranları büyümeyi hem doğrudan hem de dolaylı yollardan etkileyebilmektedir. Faiz oranlarının ekonomideki önemi iktisadi birimlerin kararlarını etkilemesi ve parasal maliyetleri belirlemesiyle firma ve kurumların her türlü harcamaları için dikkate alınan gösterge niteliğindeki bir aktör olmasından kaynaklanmaktadır (Kartal, 2020: 36). Bu açıdan bir ekonomide faiz oranları, sürdürülebilirlik çerçevesinde piyasa ekonomilerinin işlemesi açısından temel yönlendirici görevini üstlenmektedir (Al Ashry, 2015: 2).

İktisat yazınında faiz oranlarının iktisadi büyüme üzerindeki etkisi ve iktisadi büyüme sürecini hangi yönde etkilediği geçmişten günümüze tartışıla gelmektedir. Ekonomide makroekonomik istikrarı sağlamak amacıyla uygulanan politikalar gereği politika aracı olarak kullanılan faiz oranlarındaki değişimlerin iktisadi büyüme üzerinde nasıl bir etki doğurmakta, bu etkinin hangi yönde olduğu ve hangi kanallar aracılığıyla ortaya çıktığı sorularına yanıt aranmaktadır. Ekonomideki faiz oranlarında meydana gelen değişimler, ekonomide makro ekonomik istikrarın sürdürülebilirliğini ve ekonominin temel durumunu yansıtmasıyla beraber ülkedeki GSYİH, fiyat düzeyi, istihdam düzeyi, uluslararası ödemeler dengesi ve ekonomik büyüme oranı gibi ekonominin temel makroekonomik istikrar politikalarını etkileyen bir değişken olması sebebiyle çok önemli bir araç haline gelmiştir (Suyuan ve Khurshid, 2015: 81). Bu bağlamda faiz oranları bir ekonomide büyüme sürecine etki eden ve ekonomide gelecek zaman bazında piyasa eğilimlerini yansıtan bir değişken olarak görülmektedir.

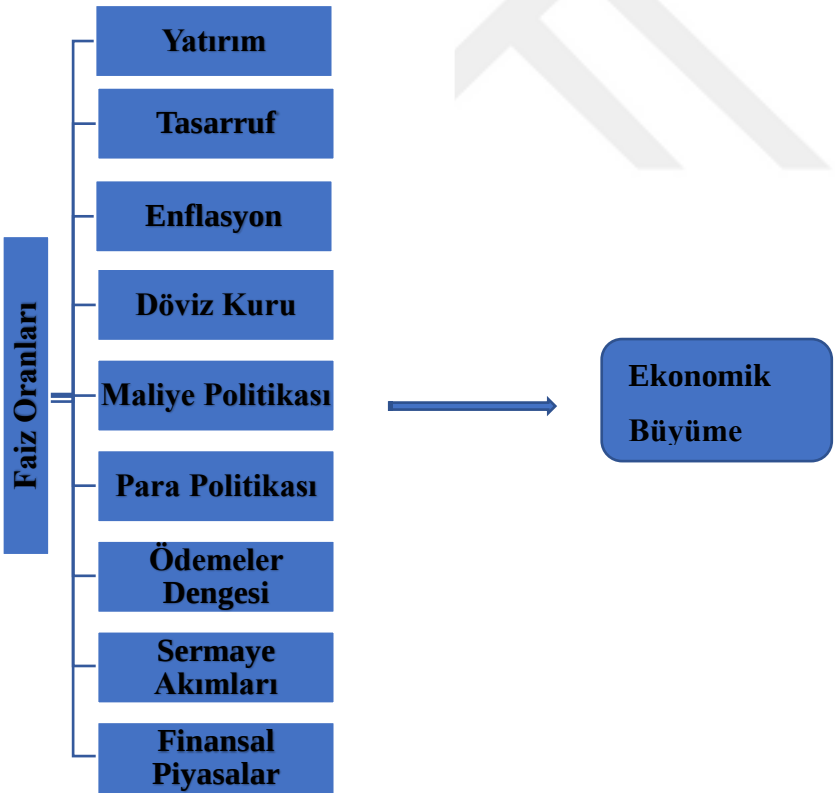
Faiz oranlarının istikrarlı oluşu piyasa eğilimlerinin önceden tahmin edilmesini sağlayabilmekte ve bu durum ekonomi politika yapıcılarının doğru

politikaları uygulamasına imkân tanımasının yanında tüketim, tasarruf ve yatırım kararlarını verilmesinde etkili olmaktadır (Ali ve diğ., 2015: 667). Ekonomide makro istikrar sağlamak amacıyla kullanılan faiz oranları hem tüketim harcamalarını hem de yatırım harcamalarının tercihleri sırasında ekonomik aktörlerin kararlarını etkileyerek ekonominin reel kesimini oluşturan toplam talep ve toplam arz üzerinde işlevsel rolünün bulunması bir ülkenin ekonomik büyüme sürecinde etkili olmaktadır. Ayrıca faiz oranları, iktisadi ajanların parasal kararları üzerinde etkili olmakta ve likidite tercihleri üzerinde işlevsel bir görev üstlenmektedir. Bu bağlamda faiz oranlarının bu işlevi, ülke ekonomisinin bütünü üzerinde belirleyici bir aktör olması nedeniyle makroekonomik bir araç olarak ekonomide birçok işlevi yerine getirdiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede ekonomide reel faiz oranları, ekonomide kaynakların birikmesini sağlarken diğer taraftan yatırım kesimi tarafından maliyet artırıcı işlevi olan faiz oranları ekonomide iki yönlü rol üstlenmektedir (Adda ve Scorcu, 1997: 2). Bu nedenle ekonomideki faiz oranları seviyesi hem tasarruf sahiplerinin fonlarını ödünç verme kararlarını hem de yatırımların finansman maliyetine bağlı olarak yatırım kararları üzerinde etkin bir role sahip olması ekonomik büyüme sürecinde etkisine işaret etmektedir.

Faiz oranlarının ekonomideki rolü Klasik iktisadi yaklaşımdan buyana farklı şekillerde analiz edilmiş ve faiz oranlarının ekonomide düşük veya yüksek seyretmesi ekonomik aktivitelerin nasıl etkileneceğini ve ekonomide hangi sorunlara yol açacağını anlamak için faiz oranları ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin belirlenmesi iktisadi hayatta önemli bir tartışma konusunu ifade etmektedir. Bu noktadan hareketle faiz oranlarının yüksek olması veya düşük olmasına bağlı olarak bir ekonomide temel makroekonomik gösterge niteliğindeki kanallar aracılığıyla ekonomik büyümeyi nasıl yönlendireceği ve iktisadi büyüme sürecine nasıl bir etkide bulunduğu sorusu bu çalışmanın temel aldığı bir yaklaşımdır. Bu yaklaşıma bağlı olarak ekonomide reel ve parasal değişkenler faiz oranlarından etkilenmekte ve ülkenin ekonomik büyüme trendi üzerinde etkili olabilmektedir. Faiz oranlarının ekonomik büyümeyi etkilediği kanallar aşağıdaki tabloda gösterilmiş ve sonrasında bu değişkenlerin faiz oranları ile ilişkileri çerçevesinde ekonomik büyüme üzerindeki etkileri detaylı olarak incelenmiştir.

2.2. FAİZ ORANLARININ EKONOMİK BÜYÜMEYİ ETKİLEDİĞİ KANALLAR

Faiz oranları ekonomide sahip olduğu etki bakımından doğrudan ve dolaylı olarak ekonomik büyümeyi etkileyebilmektedir. Faiz oranlarının ekonomideki makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi ekonomik büyüme oranlarının istikrarlı olması açısından ve faiz oranlarının ekonomide hangi kanallar aracılığıyla ekonomik büyümeyi etkileyebileceği noktasında önem kazanmaktadır. Bu çalışma bu amaca uygun olarak faiz oranlarının ekonomik büyümeyi etkileyebileceği kanallar bağlamında şekillenmiştir.



Şekil 3: Faiz Oranlarının Ekonomik Büyümeyi Etkilediği Kanallar

2.2.1.Yatırım Kanalı

Yatırım genel anlamda bir ekonomide üretim kapasitesini artırmaya yönelik olarak yapılan ilaveler şeklinde tanımlanmaktadır. Bu bağlamda ekonomik büyümenin sağlanması sürecinde bir ülkenin üretim kapasitesine doğrudan etki eden yatırım harcamaları ekonomiler için vazgeçilmez bir aktör olmaktadır. Bir ekonomide yapılan tüm yatırım harcamalarının ekonomideki ortak odak noktası sermaye miktarını artırma, üretim miktarını artırma ve bu değişkenlere bağlı olarak istihdam seviyesini artıran harcamalar olmasıdır (Yılmaz ve Kaya, 2005: 260). Yatırım, sermaye birikiminin yanında ekonominin üretim kapasitesini artırmakta ve üretim kapasitesindeki artışlar ekonomide gelir düzeyinin artmasına yol açarak toplam talebi canlandırması koşuluyla ekonomik büyümeye yol açmaktadır (Ekpo, 2014: 14). Genel olarak bir ekonomide yatırımlar, yetersiz ve kullanılmayan kapasitenin yol açtığı büyüme sınırlamalarını ortadan kaldırarak ekonomide büyüme potansiyellerinin artmasını mümkün kılmaktadır (Adda ve Scorcu, 1997: 2). Bu bağlamda yatırımlar ekonomide yeni talep oluşturarak üretim kapasitesini şekillendirmekle beraber kapasite yaratma etkisine sahip olmasına bağlı olarak ülkede üretim olanaklarının artmasına da yol açmaktadır (Akyüz, 1977: 245).

Dünya genelinde tüm ülkeler tarafından gerçekleştirilen sabit sermaye yatırımları, yatırımın yapıldığı ev sahibi ülke ekonomisinin canlanması üzerinde pozitif etkilere sahip olmaktadır. Söz konusu sabit sermaye yatırımlarının yapıldığı ülkede başta teknoloji transferini sağlaması, sermaye birikimi, üretim, istihdam ve gelir artışı, fiyatlar ve ödemeler dengesinde istikrar, ekonomik gelişme ve ülkede genel refah seviyesinin artışı gibi etkiler meydana getirerek ekonomik büyüme sürecine sürdürülebilir bir işleyiş kazandırmaktadır (Bayraktutan ve Arslan, 2008: 3). Ekonomide üretici kesimi ifade eden firmaların yatırım harcamalarını artırması üretim seviyesindeki artışa paralel olarak daha fazla çıktı sağlamakta ve üretim artışına bağlı olarak kamunun vergi gelirlerini arttırmaktadır (Semuel ve Nurina, 2015: 7). Politika yapıcılar söz konusu ülkede yatırım harcamalarının artırılmasına paralel olarak ekonomik büyüme sürecinin hızlanacağını varsayarak ekonomideki yatırım hacmini genişletecek politikalar uygulamaya koymaktadırlar. Bu amaca bağlı olarak politika araçları yatırım hacminin genişlemesini sağlayacak şekilde dizayn edilmektedir.

Ekonomide yatırım harcamalarını etkileyen en önemli değişken faiz oranları olmakla birlikte, ülkede yatırım hacminin artırılması amacıyla faiz oranlarının bir politika aracı olarak kullanılması geçmişten günümüze üzerinde durulan bir yöntem olmaktadır. Yatırım ve faiz oranları arasındaki ilişki çeşitli yaklaşımlarda farklı sonuçlar doğursa da temel kanı yatırım harcamaların faiz oranlarına duyarlı olduğu varsayımına dayanmaktadır. Yatırım ve faiz oranları arasındaki etkileşim genel olarak yatırım harcamalarının finansmanı ve yatırım kararlarının verilmesi noktasında önem kazanmaktadır. Ekonomide genel görüş faiz oranlarının düşük seyretmesi yatırım harcamaları için gerekli olabilecek finans kaynaklarının maliyet açısından düşük seviyede olması ekonomide yatırım yapmayı cazip hale getirebilmektedir. Genel olarak gelişmekte olan ülkelerde politika yapıcı kesim tarafından iktisadi büyümeyi artırmak amacıyla sık sık düşük faiz oranı politikasına başvurulmuştur (Molho, 1986: 90). Bu açıdan faiz oranları yatırımlar aracılığıyla ülkenin ekonomik büyümesini ve refah seviyesini artırmaktadır. Ekonomide yatırım harcamalarının artması ülkenin üretim kapasitesini artırmasıyla çıktı miktarı, istihdam ve gelir miktarını artırması ekonomik büyüme sürecini hızlandıran bir etki doğurabilirken, faiz oranlarının yüksek seyretmesi ekonomide birtakım olumsuzluklara yol açmaktadır.

Ülke ekonomisinde yüksek olan faiz oranları, yatırımlar için gerekli olan sermayenin finansmanını borçlanma yoluyla karşılanması halinde yatırım harcamalarını yapan kesimin maliyetlerini artırarak ülkede yapılması gereken yatırımları caydırma etkisine sahip olmaktadır. Bu durumda yüksek faiz oranları yatırım harcamalarının finansman maliyetlerini artırarak yatırım maliyetlerinin yatırım harcamalarından beklenen getiri oranlarını aşmasına yol açmaktadır (Akinboade ve Kinfack, 2013: 3576). Yatırım maliyetlerinin getiri oranlarını aşması yatırım harcamalarının azalmasına sebep olmaktadır. Söz konusu ülkede yatırım harcamalarının azalmasına bağlı olarak ülkedeki üretim, istihdam ve ekonomide arz ve talep dengesindeki dalgalanmalar aracılığıyla ekonomik büyüme süreci olumsuz bir trende girebilmektedir.

Ekonomide yüksek faiz oranları hacim açısından yüksek olan yatırım projelerinin finansmanı aracılığıyla hem yatırım için gerekli araç ve teçhizat hem de üretim sürecinde aktif rol alan emeğin ücretinin ödenmesinde maliyet artışlarına yol

açmaktadır. Bu doğrultuda faiz oranlarının yüksek olması üretim sürecinde aktif rol alan fiziki teçhizat maliyetlerini ve emeğin ücretinin finansmanını yükseltmekte ve faiz oranlarına duyarlı hale getirmektedir. Emeğin ücretinin finansmanı için firmaların borçlanması yüksek faiz dolayısıyla emeğin maliyetini artırmakta ve bu durum emeğe olan talebin düşmesine yol açmaktadır (Neumeyer ve Perri, 2005: 347). Emeğe olan talebin düşmesi istihdam seviyesini düşürmekte ve bu durum işsizlik oranını artırmaktadır. İşsizlik oranın artması gelir düzeyinde azalmalara bağlı olarak ekonomide toplam harcamaların azalmasına yol açacaktır. Anlaşılacağı üzere yüksek faiz oranları yatırımları azaltmakla kalmayıp, yatırım harcamalarının maliyetlerinin artışına bağlı olarak istihdam seviyesinin azalmasına yol açarak gelir düzeyini etkileyecek ve toplam harcamalar üzerinde olumsuz sonuçlar doğuracaktır.

Girişimci kesim için yatırım harcama kararlarını verirken faiz oranları önemli bir değişken olmaktadır. Girişimcilerin geçmiş dönemdeki yatırım harcamaları yüksek faiz nedeniyle sermaye çarpanının etkisinin düşük olmasına yol açarak girişimcilerin finansal yükümlülüklerini yerine getirmesini zorlaştırmakta ve bu durumun sermaye kaybına yol açarak yatırım harcamalarını caydırması ekonomik büyüme ve kalkınmayı engelleyici yönde baskı uygulamaktadır (Tumwine ve diğ., 2018: 267). Ayrıca yüksek faiz oranları, yerel yatırımları azaltarak ülke sermaye birikimini azaltması sonucu ekonomide piyasaların gelişimini aksatmaktadır. Yüksek faiz oranları düşük ekonomik büyüme üzerinden yönetim ile ilgili konularda yüksek sosyal belirsizlikler yaratmakta ve bu durum özellikle gelişmekte ve az gelişen ekonomilerde istikrarsızlığın ortaya çıkmasına yol açarak siyasi ortamı da etkilemektedir (Shaukat ve diğ., 2019: 5). Ayrıca yüksek faiz oranları üretim çıktılarını hem iç hem de dış piyasada rekabet etme gücünü azaltma yönünde etkileyerek yatırım harcamaları için gerekli olabilecek finansman kaynaklarını maliyetli olması sebebiyle sınırlandırmaktadır (İşleyen ve diğ., 2017: 148). Bu açıdan düşük faiz oranları Keynes ve Neo-klasik teorilere uygun olarak ülkelerin gelişmişlik düzeyi ne olursa olsun ülkelerde yatırım harcamalarının finansman maliyetlerini azaltarak daha fazla yatırım gerçekleşmesi aracılığıyla ekonomik büyümeyi hızlandıran bir politika olarak görülmektedir.

Faiz oranlarının düşük olarak belirlenmesi yatırım harcamalarını artırmakta ve bu durum Keynes'in çarpan mekanizması çerçevesinde işlemesi, yatırım

harcamalarındaki artış gelir düzeyini artırmaktadır. Gelir düzeyinin artması tüketim harcamalarının azalan bir oranda azalmasına neden olurken tasarruf edilecek olan miktarın artmasına yol açmaktadır. Tasarruf miktarının artması yatırım harcamaları için gerekli olabilecek finansmanı sağlaması aracılığıyla döngüsel olarak devam edecektir. Keynesyen çarpan mekanizmasının işlemesi, yeni yatırımları uyarması ve gelir düzeyini artırması, ekonomide toplam arz ve talep dengesinin oluşmasıyla ekonomik büyüme sürecini hızlandıran bir etki doğurmaktadır. Bu açıdan bakıldığında düşük seviyelerdeki faiz oranları ekonomik büyüme sürecinde çarpan etkisi göstermektedir. Bu nedenle Keynes ekonomideki faiz oranları seviyesinin zaman içinde ekonominin tam istihdam denge haline yakınlaşmasını sağlayacak düzeyde belirlenmesini savunmuştur (Nassif ve diğ., 2020: 756).

Yatırım ve faiz arasındaki ilişki yurt içi yatırımların yanı sıra faiz oranlarının seyri açısından yurt dışından gelebilecek olası yatırımları etkileyebilecek bir aktör olmaktadır. Ekonomide yerli yatırımların yanında yurtdışından ülke içine yapılan yatırım harcamaları da ekonomik büyüme sürecinde önem arz etmekte ve faiz oranlarındaki dalgalanmalara duyarlılık göstermektedir. Yabancı yatırımlar faiz oranlarındaki dalgalanmaların fiyat seviyesini etkileyerek ve döviz kuruna bağlı olarak cari yatırım harcamalarının maliyeti üzerinde doğrudan bir etki yaratmaktadır. Yatırım yapılacak ülkedeki faiz oranı dalgalanmaları, yabancı firmaların tarafından ilk kez alınacak satın alma işlemi kararlarında olumlu veya olumsuz düşünceler oluşturabilirken, yatırımcıların karar alırken cesaretlerini kıracak bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır (Russ, 2007: 24). Ekonomide faiz oranların yüksek seyretmesi bu açıdan yatırım yapan kesim tarafından bir risk faktörü haline gelmekte ve ekonomik aktörler bu riskten kaçınmak için yatırım harcamalarını azaltıp tasarruf miktarlarını artırmaktadırlar. Ancak bu durum ülke için gerekli olabilecek yatırım projelerinin azalmasına yol açmaktadır. Ayrıca yüksek faiz oranları borçlanma maliyetlerini artırmasına bağlı olarak borçluların finans pozisyonlarını olumsuz etkilemekte ve bu duruma bağlı olarak ekonomide iflas riskinin artmasına yol açmaktadır (Özçelik, 2017: 400).

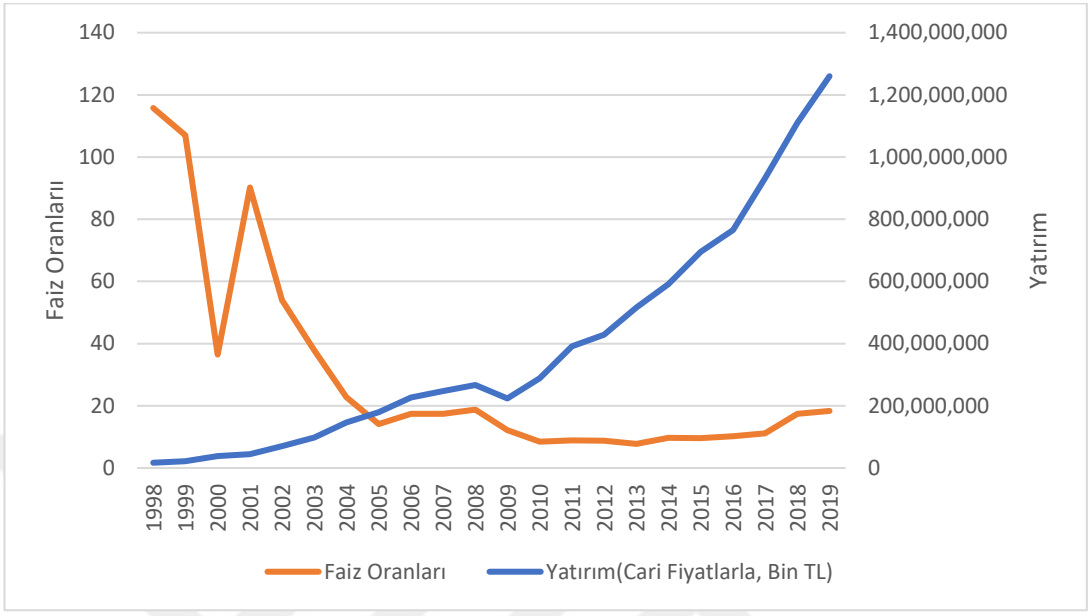
Yatırımların faiz oranlarına duyarlılığına bağlı olarak düşük faiz oranlarının yatırımları artırıcı etkisi halen tam olarak kanıtlanmamış ve hala üzerinde

tartışılan bir konu olmuştur. Ekonomide faiz oranlarının düşük seyretmesi yatırımlar açısından olumlu sonuçlar doğursa da ekonomilerde bir takım olumsuz sonuçlar doğurabileceği düşüncesi ortaya çıkmıştır. Ekonomide faiz oranları süreklilik halinde düşük seyrederse yatırımlar için risk üslenmeyi teşvik etmesiyle beraber varlık fiyatları balonlarını ekonomide fazla şişirerek finansal piyasaları bozucu bir etki yaratabilmektedir (Wyplosz, 2013: 9). Bu durum düşük faiz oranlarının varlık fiyatlarının artmasına neden olması sonucu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca faiz oranlarının yüksek olmasının ekonomide yatırım harcamalarını olumsuz etkilediği görünse de ekonomide faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki kümülatif etkisi pozitif bir etki oluşturmaktadır (Athukorala, 1998: 166).

1980 yılları sonrası dünya genelinde ekonomik büyümeyi canlandırmak amacıyla faiz oranları sürekli düşüş göstermiştir. Faiz oranlarındaki bu düşüş 2008 küresel krizinin etkisiyle düşebileceği en alt seviyeye düşerek negatif faiz oranları kavramı ortaya çıkmıştır. Bu noktada düşük faiz oranlarına eleştiriler gerçekleşmiş ve uygulanan negatif faiz oranlarının ekonomide birtakım olumsuzluklar yarattığı ortaya çıkmıştır. Faiz oranlarının düşmesi yatırım harcamalarını teşvik etmesine rağmen ülkede faiz oranlarının negatif bir seviyede belirlenmesi sonucunda ekonomide yapılacak olağan yatırımların miktarını ve kalitesinde değişiklik göstermesi yönünden faiz oranları ekonomiyi etkileyebilmektedir (Effiong, 2020: 781). Bu bağlamda pozitif reel faiz oranları ekonomide yatırım harcamalarını gerçekleştirmek amacıyla borçlanan kesimi üretken ve verimli olan yatırım alanlarına yönlendirerek ekonomik büyüme sürecine daha çok katkıda bulunmaktadır (Akinboade ve Kinfack, 2013: 3576). Negatif faiz oranlarının ekonomide tasarruf oranlarını azaltması yapılacak yatırım harcamalarının finansmanı için gerekli olacak fonları azaltacağı düşüncesiyle negatif faiz oranlarının ekonomiyi canlandırmayacağını aksine olumsuz etkileyeceğini savunmuşlardır. Bu durum 2008 krizinde negatif faiz oranlarının uygulanması sonucu ülkelerin ekonomik büyüme sürecini istenilen boyuta taşımaması faiz oranlarının düşük olması noktasında tartışmaları arttırmıştır.

Türkiye özelinde faiz ve ekonomik büyüme ilişkisi, uluslararası konjonktüre ve sahip olduğu yapısal koşullara bağlı olarak önemli bir ilişki olarak görülmektedir. Bu açıdan faiz ve yatırım arasındaki ilişki ekonomik büyüme süreci çerçevesinde

önemli bir etkileşime işaret etmektedir. Bu ilişki Türkiye'deki faiz oranları ve yatırım harcama miktarı yıllık veriler bağlamında aşağıdaki grafikte incelenebilir.



Kaynak: Faiz oranları TCMB EWDS, Yatırım Harcama Verileri T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığından Alınmıştır.

Şekil 4: Türkiye'de Faiz Oranları ve Yatırım Harcamalarının Yıllara Göre Dağılımı (1998-2020)

Genel bağlamda incelendiğinde Türkiye'de faiz seviyesinin gelişmekte olan ülkelere kıyasla yüksek trende sahip olması yatırım oranlarında beklenen artışı gerçekleştirememiş; ancak faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde yatırım harcamalarının düşük seviyelerde olduğu görülmektedir. Bu bağlamda 1998 yılları takiben %115 seviyelerinden düşüş gösteren faiz oranları 2000 yılında %36 seviyesine gerilemesi yatırım harcamalarında artışı beraberinde getirmiştir. 2001 krizinde faiz artışı çerçevesinde yatırım harcama oranlarında azalma yaşanmış ve kriz sonrası dönemde ekonomik reformların etkisiyle faiz oranlarındaki düşüş yatırım harcamalarının artmasına yol açtığı gözlemlenebilmektedir. 2008 küresel krizi döneminde faiz artışı yatırım harcamalarını düşürmüştür. 2008 küresel finansal krizi sonrası faiz oranlarındaki düşüş yatırım harcama miktarını tekrar artırdığı belirgin bir şekilde gözlemlenmektedir. Küresel krizi takiben belirli bir seviyede ilerleyen faiz oranları, 2016 darbe girişimine bağlı olarak ülkede belirsizlik ortamının hâkim olması nedeniyle ilerleyen dönemlerde artış göstermiştir. Faiz oranlarındaki bu artış ve darbe

girişimine bağlı olarak yatırım harcama miktarının azalan oranda artığı görülmektedir. 2018 yılı siyasi istikrarsızlıklara bağlı olarak döviz kurunda meydana gelen dalgalanmalar ülke genelinde ani sermaye çıkışlarına yol açması, faiz oranlarını tekrar artış yönünde baskılamış ve bu durum yatırım harcama miktarını azalan oranda artırdığı gözlemlenebilmektedir. Bu bağlamda Türkiye'de yatırımların faiz oranlarından etkilendiği ve yüksek faiz oranlarının olduğu dönemlerde yatırım harcamalarını düşürücü etkisi, ekonomik büyüme oranlarında düşüşe yol açabileceği tezini kuvvetlendirmektedir. Ayrıca Türkiye'de faiz oranları gelişmekte olan ülkelere kıyasla hala yüksek bir trend izlemekte ve bu nedenle Türkiye'nin ekonomik büyüme sürecinde faiz oranları ve yatırım ilişkisi önemli bir konu olarak gündemdeki yerini korumaktadır.

2.2.2. Tasarruf Kanalı

Tasarruf, harcanabilir gelirin tüketim harcamaları dışında kalan kesimini ifade etmektedir. Bu bağlamda gelecekteki tüketimi şu anki tüketime tercih edilmesi sonucu ortaya çıkan bir kavramdır. Tasarruflar bir ekonomide yatırımların temel finansmanı olma durumunda olduklarından dolayı ekonomik büyüme sürecinde ve ülkenin potansiyel gelişimine yol açan önemli işlevleri olan bir değişkendir. Ekonomide tasarruf miktarının artması ve istenilen düzeye gelmesi ekonomide yatırım harcamaları için gerekli olabilecek finansmanı yurt içinden sağlanması ülkenin dış finansmana olan bağlılığını azaltmaktadır (Moyo ve Le Roux, 2018: 14). Yatırım harcamalarının artması ülke potansiyel büyüme hızının artmasına yol açacaktır. Ancak toplanan tasarruflar yatırıma aktarıldığı sürece, ülkelerin ekonomik gelişimlerine katkı sağlamaktadır. Yatırım aracılığıyla ekonomik sürece dahil olmayan tasarrufların ekonomideki etkileri önemsiz olmaktadır. Günümüzde çoğu gelişmekte olan ülkede yurt içi tasarruflar yetersiz kalmakta ve ekonomideki her türlü harcamaların finansmanı için yurt dışı tasarruf fonlarına yönelmektedir. Uzun vadede yurt içi tasarrufların yapılacak olan yatırım harcamalarını finanse edememesi ülkede finansman kıtlığına yol açmakta ve gerekli fonların yurt dışından ithal edilmesi ekonomide yapısal cari açıklara yol açmaktadır (TCMB, 2015: 5). Ayrıca ekonomik büyümesi dışa bağımlı olarak gerçekleşen ekonomilerde dışa bağımlı olmasına bağlı

olarak ülkenin uluslararası alanda oluşabilecek şoklara karşı duyarlılığını artırmaktadır.

Bir ekonomide ulusal tasarrufların artırılması çerçevesinde uygulanacak politikaların belirlenmesi büyük ölçüde tasarruf aktörünün bileşenlerinin analizi ve tasarrufa yönelik davranışların belirlenmesi bağlamında önem kazanmaktadır (Erdem, 2020: 2). Bu açıdan tasarruf eğiliminin belirlenmesinde çeşitli aktörler söz konusu olmakla beraber ulusal tasarruf eğilimlerinin büyük oranda ülkedeki mevcut faiz oranları çerçevesinde şekillendiği ön plana çıkmıştır. Bu bağlamda ekonomide tasarrufları ekonomik kalkınma ve büyümenin temel değişkeni olarak kabul eden Klasik ve Neo-Klasiklerin yanı sıra tasarrufların ekonomideki işlevleri McKinnon – Shaw Hipotezi çerçevesinde şekillenmiştir.

Tasarruf ve faiz oranları arasındaki ilişki Neo-klasik ödünç verilebilir fon arz ve talebi çerçevesinde şekillendiği birinci bölümde ödünç verilebilir fonlar kuramı başlığında irdelenmiştir. Bu bağlamda reel faiz oranındaki artışa bağlı olarak piyasada tasarrufların getiri oranlarındaki artış tasarruf arzının denge noktasını aşmasına yol açması ödünç verilebilir fon arzının, fon talebini aşmasına yol açmakta ve bu durum iktisadi birimleri tasarruf yapmaya teşvik etmesi bağlamında tasarruf hacminin artmasına yol açacaktır. Bu bağlamda yüksek faiz oranları tasarruf miktarını artırıcı bir işlev üstlenmektedir. Bu noktada artan faiz oranı gelir ve harcama noktasında gelirin büyük kısmının harcanmayıp tasarrufa yönelmesi ödünç verilebilir fon arzını artırmaktadır. Artan faiz oranları tasarruf sahipleri arasında bir rekabet ortamının oluşmasıyla sonuçlanacaktır. Bunun dışında tasarruf arzında yaşanan bolluk arz ve talep kanunları gereği artan faiz oranlarının düşmesini sağlamaktadır. Bu nedenlerden dolayı faiz oranları tekrar eski denge noktasına dönmesiyle fon talebi yatırımcılar tarafından artma eğilimi göstermektedir. Bu durum ters şekilde izlendiğinde faiz oranlarındaki düşüş tasarruf miktarını azaltan bir faktör olmaktadır. Yatırım harcamaları açısından faiz oranlarının düşmesi finansman maliyetlerini düşürse de ödünç verilebilir fon arzındaki azalma faiz oranlarını tekrar artırma görevini üstlenmektedir. Bu açıdan reel faiz oranları ekonomideki tutumluluğu ifade eden net tasarruf ve ekonomide verimliliği ifade eden net yatırım güçleri tarafından oluşan

dengede belirleneceği noktasında yaygın bir görüş bulunmaktadır (Desroches ve Francis, 2010: 2801).

Klasik yaklaşım ve taraftarları faiz oranlarının tasarruf yatırım dengesinin sağlandığı noktada belirlendiğini varsaymakta ve yüksek faiz oranlarının rasyonel davranan ekonomik aktörlerin tasarruflarını artırmalarına yol açacağı düşüncesi ön plana çıkmaktadır. Artan tasarrufların yatırımlar için gerekli olan finansmanı sağlayarak ekonomik büyüme sürecini hızlandıracağı kabul edilmektedir. Bu noktada yatırım harcamalarının durumuna göre bir ülke ekonomisinde tasarruf miktarının sürekli düşük bir seyir izlemesi, kalıcı cari hesap açıklarına neden olmakla beraber bu durumun sürekli olması uluslararası yatırım pozisyonunu olumsuz etkilemektedir (Rijckeghem ve Üçer, 2009: 14). Yurt içi tasarrufların yetersiz olduğu ülkelerin gerekli finansmanı sağlamak amacıyla yurt dışı tasarruflarına yönelmesi faiz oranlarının artmasına yol açarak ulusal parayı değerli hale getirmektedir. Aşırı değerlenen ulusal para ülkenin uluslararası arenada rekabet etme gücünü yitirmesine yol açan bir etki oluşturmaktadır. Ekonomide düşük faiz oranlarının uygulanması sonucu oluşan düşük tasarruf düzeyi yatırım harcamaları için gerekli olabilecek kaynakların azalmasına bağlı olarak ekonomik büyümeyi negatif etkileyecektir. Ayrıca 2008 küresel krizinden sonra uygulanan negatif faiz politika uygulamaları sonucu faiz oranlarının sıfır alt seviyesine düştükçe, ekonomide hane halkları, firmalar ve bankaların tasarruflarını negatif oranlar ödeyen varlıklardan çekmekte ve tasarruflarını nakit olarak tercih etmelerine yol açacak bir sınır seviye söz konusu olmaktadır (Ball ve diğ., 2016: 15). Tasarruf ve faiz oranları arasındaki ilişki kesin olarak bilinmemekle beraber bir ekonomide düşük faiz oranlarının ekonomik büyümeyi yavaşlattığı savı klasik taraftarlarınca kabul edildiği görülmektedir. Klasiklere göre uygulanan yüksek faiz oranları politikası tasarrufları daha cazip hale getirerek yatırımlar için gerekli finansmanı sağlayarak büyüme sürecini hızlandırabilmektedir.

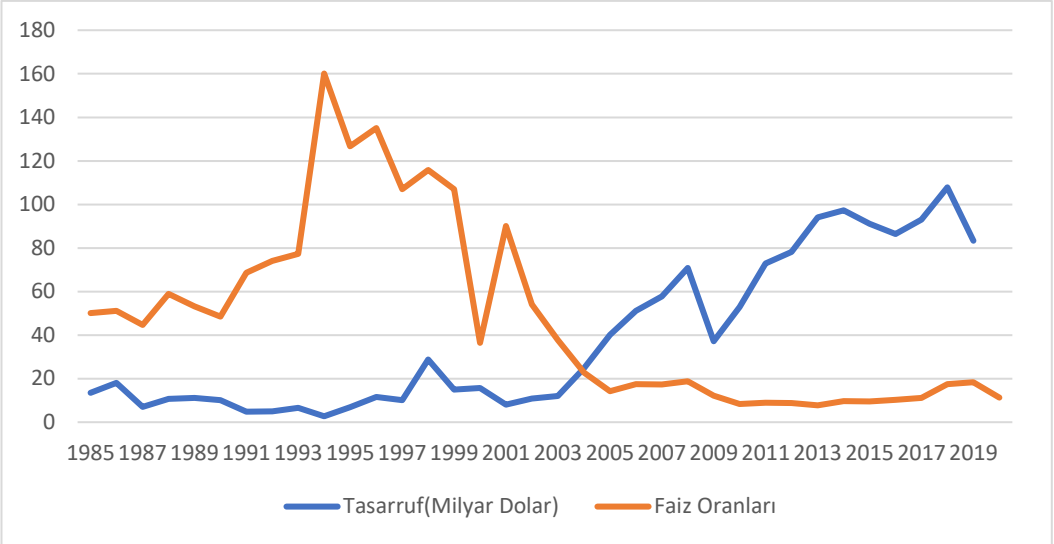
Tasarruf ve faiz oranları arasındaki ilişkinin bir diğer analizi olan McKinnon–Shaw Hipotezine göre bir ekonomide kalkınma hedefinin gerçekleşmesinin önündeki engel ekonomide yatırım harcamalarının yetersizliğine bağlı olmayıp ekonomide yatırım harcamalarının finansmanı noktasında ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda yatırım harcamalarındaki yetersizlikler, ekonomide tasarruf

miktarındaki yani ödünç verilebilir fon arzındaki yetersizliklerden kaynaklandığı savunulmaktadır.

Neo-klasik ve McKinnon–Shaw'a karşı olarak Keynes, faiz oranlarının tasarruf yatırım eşitliği çerçevesinde sağlandığı varsayımını eleştirerek bir ekonomide tasarruf miktarının harcanabilir gelir tarafından belirleneceğini öne sürmüştür. Keynes, tasarrufu harcanabilir gelirin bir fonksiyonu olarak kabul etmiş ve harcanabilir gelirdeki artışların tüketim harcamalarını azaltırken, tasarruf miktarını artırdığını ileri sürmüştür. Bu çerçevede faiz oranlarındaki değişikliklerin tasarrufların belirleyicisi olmadığını vurgulamış ve yatırımların faize duyarlı olduğunu kabul etmiştir.

Ekonomide iç tasarruflar ve faiz arasındaki ilişkinin zayıf beklenebilmesinin yanında yurtdışından gelebilecek potansiyel tasarruf miktarı ve yüksek faiz oranları arasında doğrusal bir ilişkiden söz edilebilmektedir. Bu bağlamda yüksek faiz oranları dış alem tasarrufları için cazip olmakta ve yurt içi yatırımların finansmanında kullanılması ekonomik büyüme sürecini hızlandırmaktadır. Ayrıca bir ekonomide uygulanmakta olan faiz politikası tasarrufların milli gelir içindeki payını belirleyen en önemli değişken olmaktadır. Bu açıdan yaklaşıldığında ekonomide tasarrufların milli gelirden alacağı miktar ekonomide kaynak tahsisinde önemli roller üstlenmekte ve ekonomik büyüme sürecinde etkili olabilecek bir ilişkiye işaret etmektedir.

Türkiye yapısal koşullara bağlı olarak diğer ekonomilere oranla yüksek faiz oranlarına sahip olmasına rağmen tasarruf miktarı yeterli bir seviyede olmadığı ve yetersiz tasarruf oranlarına bağlı olarak ekonomik büyüme sürecinde etkin bir konuma sahip olan yatırım harcamalarının finansmanı dış kaynaklara bağlı olarak şekillenmektedir. Bu bağlamda tasarruf ve faiz oranlarının Türkiye ekonomisi açısından gelişimi aşağıdaki grafik aracılığıyla incelendiğinde bu durumun gerçekliği daha iyi anlaşılmaktadır.



Kaynak: Faiz oranları TCMB EVDS, Tasarruf Miktarı Dünya Bankasından Alınmıştır.

Şekil 5: Türkiye'de Faiz Oranları ve Tasarruf Miktarının Yıllara Göre Dağılım (1985-2020)

Türkiye'de tarihsel süreçte tasarruf oranlarının, faiz oranlarına duyarlılığı çeşitli dönemlerde farklılık göstermektedir. Bu ilişki Türkiye'de yıllar itibari ile faiz oranlarındaki yüksek trende rağmen tasarruf eğilimleri beklenen artışlar gerçekleşmemektedir. 1994 borçlanma krizi döneminde faiz oranları yüksek olmasına rağmen tasarruf hacminin artmadığı gözlemlenmektedir. Bu ilişki 1996 ve 2000 yılları arasında kuvvetlenmekte ve faiz oranlarının seviyesine bağlı olarak tasarruf miktarının değişim gösterdiği görülmektedir. 2001 krizinde faiz oranlarının tekrar artmasına rağmen tasarruf eğilimlerinde düşüş gerçekleştiği grafik bağlamında gözlemlenmektedir. 2001 krizi sonrası güçlü ekonomiye geçiş kapsamında faiz oranlarında düşüş gerçekleşmiş ve bu dönemde bankacılık sektörünün geliştirilmesi kapsamında yapılan çalışmalar neticesinde ülke tasarruf eğilimlerinin arttırılması hedeflenmiştir. Bu hedef doğrultusunda ekonomik program uygulamaları kapsamında tasarruf eğilimlerinin artığı görülmektedir.

2008 küresel krizi sürecinde faiz oranlarındaki artış tasarruf eğilimlerinin artmasına yol açmış; ancak kriz sonrası faiz oranlarındaki düşüş tasarruf eğilimlerinin azalmasına yol açmıştır. Bu sürece paralel olarak uluslararası konjonktüre bağlı olarak dış finansman imkanlarındaki artış ülkenin ihtiyaç duyduğu tasarruf kaynaklarının yurt dışından ithal edilmesi ülkenin dışa bağımlılığını artıran bir sonuca yol açmıştır. Bu

durum 2018 yılında özel ve kamu kesiminin döviz cinsinden tasarrufları kullanması sonucu borçlu konumuna bağlı olarak döviz kurundaki dalgalanmalar ülkenin borç stokunu döviz kurundaki artışa paralel olarak artırmış ve bu durum ülke geneli kapsamında daralmalara yol açmıştır.

2018 döviz krizinde faiz artışının tasarruf miktarını artırıcı bir etki doğurduğu gözlemlenebilmektedir. 2018 döviz krizi sonrası faiz oranlarındaki düşüş tasarruf miktarında azalmaları beraberinde getirdiği grafik bağlamında görülmektedir. Genel itibari ile incelendiğinde tasarruf eğilimlerinin hedeflenen boyuta gelemediği ve tasarruf eğilimlerinin ülke içerisine yeterli kaynak yaratamaması aracılığıyla ekonomik büyüme süreci üzerinde bir etki oluşturabilmektedir. Türkiye'de yurt içi tasarrufların yetersiz olması finansman ihtiyacının yurt dışından ithal edilmesine yol açmakta ve bu durum ülke ödemeler dengesi üzerinde bozucu bir etki ortaya çıkarması aracılığıyla ülkenin ekonomik büyümesi üzerinde olumsuz etkiler doğurabilmektedir. Bu bağlamda Türkiye'de incelenen dönemde tasarruf eğilimlerinin faiz oranlarına duyarlı olduğu sonucuna ulaşılabilmektedir.

2.2.3. Enflasyon Kanalı

Enflasyon genel olarak bir ülkedeki fiyatlar genel seviyesinin süreklilik bağlamında yükselmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Dünya genelinde tüm ülkeler ekonomide makro istikrarın sağlanması amacıyla uyguladıkları politikalarda temel hedef olarak fiyat istikrarının sağlanmasını öncelemektedirler. Bu açıdan enflasyon oranlarının düşük ve buna bağlı olarak ekonomik büyümenin yüksek olmasını sağlamak amacıyla günümüz ekonomilerinde fiyat istikrarı en temel konulardan biri olarak tartışılmaktadır. Enflasyonun nedenlerine yönelik yapılan çalışmalar neticesinde; Keynesyen yaklaşımda enflasyonun, toplam talebin toplam arzı aşması sonucu ortaya çıktığı kabul edilirken, Parasalcı yaklaşımda Friedman'a göre enflasyonun, ekonomik büyüme oranından daha yüksek bir para arzı artışının yol açtığını ve enflasyonun daima parasal bir hareket olduğunu savunmuştur. Bu noktada enflasyonun kaynağı her ne olursa olsun ekonomi üzerinde çeşitli olumsuz etkiler doğurduğu yapılan çalışmalar neticesinde kabul görmüştür.

Enflasyon oranlarının ekonomide yüksek seyretmesi belirsizliklere neden olabilmekte ve ekonominin üretim kapasitesini artırıcı faktör olan yatırım harcamalarını etkilemektedir. Ayrıca Friedman'a (1977) göre yüksek enflasyon ekonomide belirsizlik ortamının oluşmasına bağlı olarak ekonomik aktörlerin beklentilerini olumsuz olmasına yol açarak ekonomik büyüme sürecini olumsuz etkilemektedir. Belirsizlik ortamlarında yatırımcılar karlılık hesaplarını doğru yapamamakta ve belirsizlikler sonucunda üstlenilen risk derecesinin artması ile girişimciler potansiyel yatırım harcamalarını azaltmaktadırlar. Yatırım harcamalarının azalması ekonomide istihdamın azalmasına neden olmakta ve bu durum tüketim harcamalarında dalgalanmaların meydana gelmesiyle beraber ekonomik büyüme oranında düşüşlere yol açmaktadır. Ayrıca yüksek enflasyon oranları paranın değerini düşürmekte ve bu durum ulusal paradan kaçışı beraberinde getirmektedir. Bu noktada tasarruflar yabancı para cinsinde tutulmakta veya banka hesaplarında döviz cinsinde tutulmaktadır. Bu durum yatırımlar için gereken finansman fonlarının azalmasına yol açması ekonomide daralmalara yol açmaktadır. Bu çerçevede bir ülkedeki enflasyon seviyesi ekonomide yatırımlarla beraber birçok değişken üzerinde etkili olmaktadır.

Enflasyonun yatırımlar nezdinde bir diğer etkisi yatırımları daha az riskli getirisi düşük projelere kaydırmaktadır. Buna bağlı olarak enflasyon oranından kaynaklı belirsizlikler büyümeyi esas alarak, ekonomideki sermaye harcamalarının caydırılmasından ziyade kaynakların tahsisinde meydana gelen problemlerin neden olduğu çarpıklıklardan etkilendiği ve bu durum yüksek enflasyon oranına bağlı olarak artan belirsizliğin ülke içerisindeki tasarruf ve yatırım seviyelerinde düşüş yaşandığı savıyla uyum göstermektedir (Cotis, 2005: 36).

Enflasyon ekonominin her sektöründe etki bakımından farklılık göstermekte ve ekonomide kaynak dağılımını bozarak ekonomik büyüme sürecini baltalamaktadır. Enflasyonun ekonomideki bir diğer önemli etkisi finansal piyasaların etkinliğini ve güven ortamını bozması ve finansal piyasalarda işlem gören finansal varlıkların getiri oranlarının enflasyona bağlı olarak düşmesi ekonomideki tasarrufların verimliliği düşük olan varlıklara yönelterek ekonominin ihtiyacı olan kaynakları kıt hale getirerek ekonomik büyüme sürecini etkilemektedir (Toker ve Gürel, 2019: 337). Yüksek enflasyonun ekonomi üzerindeki bir başka etkisi ülkedeki yurt içi fiyatların artmasına

bağlı olarak ülkenin ihracatının azalmasına yol açarak ödemeler dengesi açıklarını artırmakta ve bu durum ülkenin uluslararası arenada rekabet ortamında güç kaybetmesine neden olmaktadır.

Enflasyon, ekonomide borçlanma ve borç verme kararları üzerin de bozucu bir etkiye sahip olmakta ve bu durum ülkedeki enflasyon ve uygulanan vergi politikası arasında bir etkileşim meydana getirmektedir (Gokal ve Hanif, 2004: 2). Enflasyon oranındaki artışlar vergi gelirlerinin reel getirisini düşürerek kamu harcamaları için gerekli finansmanın azalmasına yol açmaktadır. Bu durum literatürde vergi gelirleri ile enflasyon oranları arasındaki negatif ilişkiden kaynaklanan Olivera-Tanzi etkisi olarak kavramsallaştırılmıştır. Enflasyon artışı vergi gelirlerini reel olarak azaltmakta ve kamu bütçe açıklarının vergi gelirlerinden kaynaklanan azalmadan dolayı bütçe açıkları daha da artarak bütçe açıklarının ekonomideki enflasyon oranlarından daha fazla oranda artmasına yol açacağını savunmaktadır (Biçen ve diğ., 2015: 172). Bu nedenle bir ekonomide fiyatlar genel düzeyinde istikrarının sağlanması iktisadi büyüme sürecini hızlandıran bir etken olması sebebiyle bir ekonomideki fiyat istikrarının sağlanması dünya ülkelerindeki çoğu merkez bankasının temel aldığı bir politika olmaktadır (Meyer ve diğ., 2018: 68).

Enflasyon ekonomik büyüme ilişkisi çerçevesinde, enflasyonun ekonomik büyüme sürecini artırdığı yönünde katkı sağlayan görüşler de söz konusu olmaktadır. Enflasyonun ekonomik büyümeyi artıracağı varsayımı Mundell-Tobin (1965) etkisi çerçevesinde şekillenmiştir. Bu etkiye göre enflasyon oranlarının yüksek trend izlediği dönemlerde paranın reel değerinin düşmesi sonucu elde para bulundurmanın fırsat maliyeti artacak ve bireyler eldeki paralarını tasarrufa yönlendirecektir. Ayrıca finansal piyasalardaki istikrarsızlık nedeniyle finansal piyasalara aktarılacak fonlar tasarrufa dönüşerek reel kesime yönelmesine yol açacaktır. Tasarrufların artması sermaye birikiminin artmasına bağlı olarak yatırım harcamalarını artıracaktır. Yatırım harcamalarının artması toplam talebi etkileyerek ekonomik büyüme sürecini artırıcı bir rol oynamaktadır.

Fiyat istikrarı ekonomik istikrarın temel belirleyicisi konumundadır. Bir ekonomide uzun dönemde fiyat istikrarının oluşması ekonomiye parasal anlamda güven ortamının oluşmasının yanı sıra ekonomideki mevcut kaynakların etkin şekilde

kullanılmasını ve tahsis edilmesini sağlayarak potansiyel büyüme sürecinin önündeki engelleri kaldırmaktadır (Kaseeram, 2012: 42). Ekonomide fiyat istikrarının sağlanması neticesinde oluşan güven ortamına bağlı olarak tüm ekonomik aktörler doğru kararlar vermekte ve bu durum ekonomik büyüme sürecini desteklemektedir. Ekonomideki enflasyon seviyesinin düşük seyretmesi firmaların yatırım kararlarını almadan önce göz önüne aldıkları kâr marjında bir azalma meydana getireceğinden, enflasyonu yatırım üzerinden alınan bir vergi gibi görmek mümkündür (Cotis, 2005: 35). Bu bağlamda fiyat istikrarının sağlanması ekonomide kamu ve özel kesim tercihlerinde geleceği öngörülebilirlik olmasını sağlaması nedeniyle tercihler bu doğrultuda şekillenmekte ve dolayısıyla sürdürülebilir bir ekonomik büyüme süreci gerçekleştirilebilmektedir.

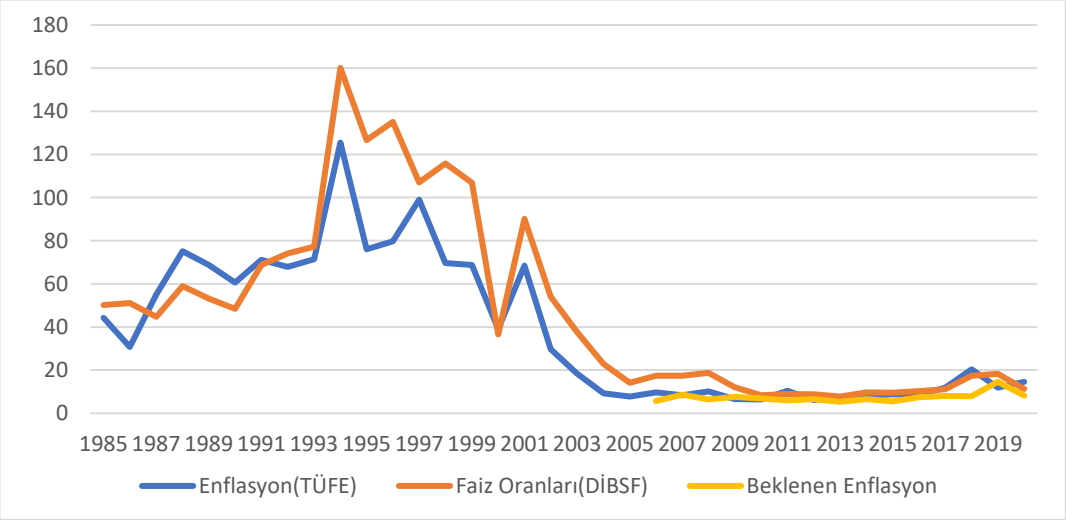
Ekonomide birçok faktörü etkileyen faiz oranları ve enflasyon arasındaki ilişkinin varlığı veya yokluğunun bilinmesi ekonomide uygulanacak olan iktisadi politikalar bağlamında önemli bir ilişkiyi ifade etmekte ve genel olarak faiz oranı ve enflasyon arasında çift yönlü bir ilişkinin olduğu varsayılmaktadır. Faiz oranlarındaki değişiklikler, ekonomik birimlerin karar alma sürecinde etkili bir değişken olması faiz oranlarının makroekonomik dengenin sağlanması amacıyla merkez bankalarınca uygulanan para politikasının en temel değişkeni konumuna getirmiştir (Asgharpur ve diğ., 2014: 7). Enflasyon hedefleme stratejisi benimseyen merkez bankaları, fiyatlar genel seviyesindeki artışın sebep olduğu enflasyon oranlarında bir istikrarsızlık olması durumunda uygulanan sıkı para politikası gereği kısa vadeli politika faiz oranlarını artırarak tepki vermektedir (TCMB, 2021: 8). Para arzındaki daralma reel değişkenleri etkileyerek fiyat seviyelerini dengeye getirmeye çalışmaktadır. Bu bağlamda düşen para arzı ekonomide reel para arzını azaltmakta ve bu durum enflasyon oranlarını düşürmek amacıyla uygulanan politika gereği tahvil arzında bir artışa yol açmaktadır. Tahvil arzındaki artışlar tahvilin fiyatını düşürmekte ancak faiz oranlarının artmasına bağlı olarak getiri oranlarını artırmaktadır. Tahvilin fiyatı ve faiz oranları arasında ters ilişkiden dolayı yüksek enflasyon oranları sıkı para politikası uygulanması sonucunda faiz oranlarını artırmaktadır. Bu çerçevede yüksek enflasyon faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır.

Faiz oranlarından enflasyona yönelik ilişki, faiz oranlarındaki artış kullanılabilecek sermayenin maliyetini artırarak ekonomide üretici kesinin üretim maliyetlerini artırmaktadır. Bu ilişki toplam arz ve talep dengesinde üretim maliyetlerinin artmasına bağlı olarak toplam arz eğrisinin sola kaymasıyla sonuçlanacaktır. Toplam arz eğrisinin sola kayması fiyat düzeyini artırarak enflasyona neden olmaktadır. Bir ekonomide yüksek seyreden faiz oranları ve enflasyon, yatırım harcamalarının azalmasına neden olmakta ve bu durum ekonominin işleyiş mekanizmasını engelleyerek hedeflenen büyüme oranlarına ulaşılmasını yavaşlatmaktadır (Öruç, 2019: 566). Enflasyon ve faiz oranlarının birbirine paralel olarak artması büyüme sürecini, belirsizlik ortamına bağlı olarak oluşan riskler aracılığıyla yatırım maliyetlerini artırması ve ihracat fiyatlarını artırdığı için etkilemektedir. Bu bağlamda enflasyon artışlarının belirsizliğe yol açması ve mevcut belirsizlik ortamını derinleştirmesi beraberinde çeşitli risk faktörlerinin artmasına bağlı olarak ekonomik faaliyetleri risk faktörlerine bağlı olarak daha maliyetli hale getirmektedir. Bu çerçevede faiz oranı ve enflasyon ilişkisi çift yönlü olarak görünse de, günümüzde enflasyon ve faiz oranları ilişkisinde hangisinin neden hangisinin sonuç olduğu tartışmaları hala devam etmektedir.

Enflasyon ve faiz oranları ilişkisi genel olarak Irving Fisher (1930) tarafından yapılan çalışmalar bağlamında şekillenmiştir. Fisher, nominal faiz oranları seviyesinin ekonomide reel faiz oranları ve beklenen enflasyon seviyelerine bağlı olarak belirleneceğine işaret etmiştir. Bu açıdan kısa dönemde reel faiz oranlarının sabit olduğunu varsayarak nominal faiz oranlarının ekonomideki koşullara bağlı olarak enflasyon beklentilerinde meydana gelen değişmeler çerçevesinde belirleneceği savını ileri sürmüştür. Bu bağlamda beklenen enflasyon seviyesindeki artışlara bağlı olarak nominal faiz oranları da artmaktadır. Bu çerçeve doğrultusunda Fisher tarafından denklemleştirilen bu hipotez, ekonomide nominal faiz oranlarının ekonomik konjonktüre bağlı olarak değişim gösteren beklenen enflasyon seviyesi ve reel faiz oranının toplamına eşitliğini ifade etmektedir. Bu çerçevede beklenen enflasyon oranları ne derece yükselirse nominal faiz oranı aynı derecede yüksek ve aynı ilişki çerçevesinde faiz oranları ne derece yüksekse beklenen enflasyon seviyesinde de aynı derecede artış olacağı sonucu çıkarılabilmektedir. Bu noktada faiz oranları hem gerçekleşen enflasyon hem de beklenen enflasyon olgusu çerçevesinde

karşılıklı etkileşim çerçevesinde ele alındığında enflasyon ve faiz etkileşimi çift yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. Bu ilişki çerçevesinde enflasyon seviyelerinde artış olacağı beklentisi Fisher hipotezi çerçevesinde nominal faiz oranlarını artış yönünde ve nominal faiz oranlarının yüksek seyrine bağlı olarak beklenen enflasyon seviyesini artış yönünde baskılamaktadır. Bu ilişkinin ana nedeni ekonomide reel ve mali varlıklar arasında tercihleri yönlendiren arbitraj mekanizmasının varlığıdır (Akıncı ve Yılmaz, 2016: 36). Bu çerçevede günümüzde Fisher hipotezi bağlamında enflasyon ve faiz oranları bağlamında ekonomide oluşan beklentilere bağlı olarak değişiklik göstermesi sonucu ülkede makroekonomik istikrarın sağlanmasında önemli bir ilişki ağını oluşturabilmektedir.

Türkiye'de enflasyon olgusu geçmişten günümüze ülkenin temel sorunlarının başında gelmektedir. Yapısal koşullara bağlı olarak ülkede enflasyon oranları sürekli yüksek trende sahip olmakta ve bu durum ülkenin kalkınması önündeki etkenlerin başında gelmektedir. Enflasyon sorununa paralel olarak Türkiye'de faiz oranlarında bir istikrar sağlanamamış ve enflasyon ve faiz etkileşimi günümüzde hala güncelliğini ve gündemdeki yerini korumaktadır. Türkiye'de enflasyon ve faiz oranlarının yıllara göre gelişimi aşağıdaki grafikte daha iyi incelenebilir.



Kaynak: Faiz oranları ve Beklenen- Gerçekleşen Enflasyon Verileri TCMB EVDS'den Alınmıştır.

Şekil 6: Türkiye'de Faiz Oranları ve Gerçekleşen- Beklenen Enflasyon Oranlarının Yıllara Göre Dağılım (1985-2020)

Türkiye'de ekonomik istikrar açısından enflasyon ülkenin karşı karşıya kaldığı en büyük sorun olarak görülmektedir. Bu bağlamda grafik incelendiğinde Türkiye'de faiz oranları ve enflasyon oranlarının seyri birbirine paralel olarak hareket ettiği söylenebilmektedir. Bu durum 1994 ve 2001 krizinde faiz oranlarının ve enflasyon seviyelerinin birbirine paralel olarak hareketi belirgin olarak gözlemlenmektedir. Özellikle 2001 krizinden sonra güçlü ekonomiye geçiş programı sonrası faiz oranlarındaki düşüş ve programa bağlı olarak politika uygulamalarındaki değişiklik ve yapısal reformların yapılması sonrası ekonomide güven ortamına paralel olarak 2002'de örtük 2006 resmi olarak da enflasyon hedefleme stratejisinin benimsenmesi enflasyon oranlarının düşmesine yol açmıştır. Bu ilişki gerçekleşen enflasyon seviyesinde olduğu gibi beklenen enflasyon seviyesinde faiz değişkeninin etkili olduğu kanısını doğurmaktadır. Bu ilişki çerçevesinde faiz seviyesindeki artış dönemlerinde beklenen enflasyon seviyelerinde düşüş gözlemlenmiştir. Bu süreç 2008 krizinde faiz artışı çerçevesinde beklenen enflasyon düzeylerinde düşüş gerçekleşirken gerçekleşen enflasyon düzeylerinde artış gerçekleşmiştir. Bu ilişki 2020 yılında beklenen enflasyon seviyesinin faiz oranlarındaki düşüşe paralel olarak düşüş gösterdiği gözlemlenmiştir; ancak Türkiye'de beklenen enflasyon seviyesinin sürekli olarak gerçekleşen enflasyon seviyesinin altında oluştuğu gözlemlendiğinde Türkiye'de Fisher hipotezi bağlamında faiz oranlarının beklenen enflasyon seviyelerini yönlendirdiği ilişkisi önemli bir ilişkiyi ifade etmektedir. Bu duruma bağlı olarak ekonomide fiyatlar genel düzeyinde kalıcı istikrarın sağlanması koşuluyla ekonomide faiz oranları düşmekte ve buna bağlı olarak yatırım harcamaları artarak ekonominin üretim kapasitesinin artmasına yol açmaktadır (TCMB, 2021: 8). Ülke ekonomisinde üretim kapasitesinin artması düşük enflasyon ve düşük faiz oranları aracılığıyla sağlanabilir. Ancak Türkiye'de faiz oranları ve enflasyon seviyelerinde istikrar koşulunun sağlanamaması ve faiz oranları ve enflasyon ilişkisi bağlamında başta beklentiler olmak üzere ülkedeki ekonomik aktiviteler üzerinde olumsuz etkiler doğurması aracılığıyla ülkenin ekonomik büyüme kapasitesi üzerinde çeşitli olumsuzluklara yol açmıştır. Bu ilişki çerçevesinde Türkiye'de enflasyon ve faiz oranları arasındaki ilişki iktisadi büyüme sürecinde etkili olabilecek bir ilişkiye işaret etmektedir.

2.2.4. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru, bir ülke ekonomisinin dünya genelinde bir bütün olarak uluslararası alanda ticari ve finansal ilişkilerine yön veren bir değişken olması nedeniyle ekonomiler için önemli bir aktör konumundadır (Karahan ve Çolak, 2017: 984). Bu açıdan faiz ve döviz kuru arasındaki ilişki geçmişten günümüze tartışma konusu olmuştur. Teorik olarak faiz ve döviz kuru arasındaki ilişki Mundell-Fleming modeli çerçevesinde iki şekilde incelenmektedir. İlki sabit döviz kuru ikincisi dalgalı kurdur. Sabit döviz kurunu benimseyen merkez bankaları döviz kurunu sabit tutmak yani ulusal paranın değerini korumak amacıyla piyasaya müdahale ederek döviz alım veya satım işlemini gerçekleştirir. Sonuç olarak merkez bankasının döviz alım veya satım işlemi yapması merkez bankasının uluslararası rezervlerini artırıp ya da çoğaltmasına neden olmakta ve bunun sonucunda para arzında azalma veya genişlemeye sebep olmaktadır (Kayhan ve diğ., 2013: 228). Bu durum faiz oranı seviyesinin değişmesine yol açmaktadır. Sabit kur rejimi benimsemiş ekonomilerde merkez bankasının döviz satması, rezerv miktarının azalmasına bağlı olarak piyasadan ulusal parayı çekerek para arzını daraltmaktadır. Para arzının daralması, faiz oranlarını tekrar artış yönünde baskılamaktadır. Bu artış sermaye girişine paralel olarak döviz kurunun düşmesine neden olmaktadır. Bu ilişki para arzının genişlemesi durumunda mekanizma ters şekilde işlemekte, faiz oranlarını düşürücü yönde baskılamakta ve döviz kurunun artmasına yol açmaktadır.

Esnek döviz kurunda denge, döviz arz ve talebine bağlı olmaktadır. Bu bağlamda uygulanan genişlemeci para politikası faiz oranlarını düşürmekte ve ekonomide paranın bollaşması sonucu döviz kurunun artmasına bağlı olarak ulusal para değer kaybetmektedir. Bu noktada yurt içi faiz oranları uluslararası piyasaların üzerindeyse döviz kuru düşmekte yada tersi faiz oranları düşükse döviz kuru yükselmektedir. Bu noktada faiz oranları seviyesi döviz arz ve talebi belirleyiciliğinde önemli olmaktadır. Faiz oranlarının düşük olması döviz talebini artırarak döviz kurunu artırır ve döviz kurunun artması ulusal paranın değer kaybına bağlı olarak ülkede sermaye çıkışlarını hızlandırmaktadır. Döviz kurunun düşmesi ülkede ihracata konu olan mal ve hizmet fiyatlarını düşürmekte ve bu durum ülkenin ihracat miktarını artırmakta; ancak döviz kurundaki artış ithalatı maliyetli hale getirmesi nedeniyle dış

ticareti olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Daraltıcı politika uygulamalarında mekanizma ters şekilde işlemekte ve bu noktada faiz oranlarındaki değişimlerin döviz kuru üzerinde belirleyici bir etkiye sahip olduğu fikri ön plana çıkmaktadır.

Döviz kuru ve faiz ilişkisine bakıldığında, ekonomide fiyatların esnek olması durumunda kısa dönemde faiz ve döviz kuru arasında ters ilişki bulunmakta ancak uzun dönemde bu ilişki ekonomideki fiyatların esnek olması durumunda pozitif bir ilişkinin var olduğu kabul edilmektedir (Kayhan ve diğ., 2013: 228). Kısa dönem çerçevesinde yurt içi faiz oranlarının yurt dışından yüksek olması sermaye akışlarını artırmakta ve bu durum söz konusu ülkede dövize olan talebi düşürmesi, döviz kurunun düşmesine yol açması bağlamında ortaya çıkan ilişkinin negatif yönlü olduğu kabul edilmektedir. Uzun dönem çerçevesinde bu ilişki pozitif olarak görülmüş ancak bu ilişkinin net etkisinin belirsiz olduğu kabul edilmiştir.

Döviz kurları ve faiz oranları arasındaki ilişki çift yönlü olarak düşünüldüğünde kurlardan faiz oranlarına doğru olan ilişkide kur artışı ev sahibi ülkede sermaye kaçışlarını engellemek ve sermayenin getiri oranlarında dalgalanmaları dengelemek amacıyla faiz oranlarının ulusal paranın değer kaybı oranında artırılması gerekmektedir. Ayrıca döviz kurunun artmasına bağlı olarak ihracat miktarındaki artışlar ulusal geliri artırarak ülke ekonomisinde para talebini artırması koşuluyla da faiz oranlarını artıracaktır. Döviz kurlarının düşmesi ise ihracatı azaltmakta ve buna bağlı olarak ulusal gelirin azalması para talebini düşürmekte ve bu durum faiz oranlarını düşürmektedir.

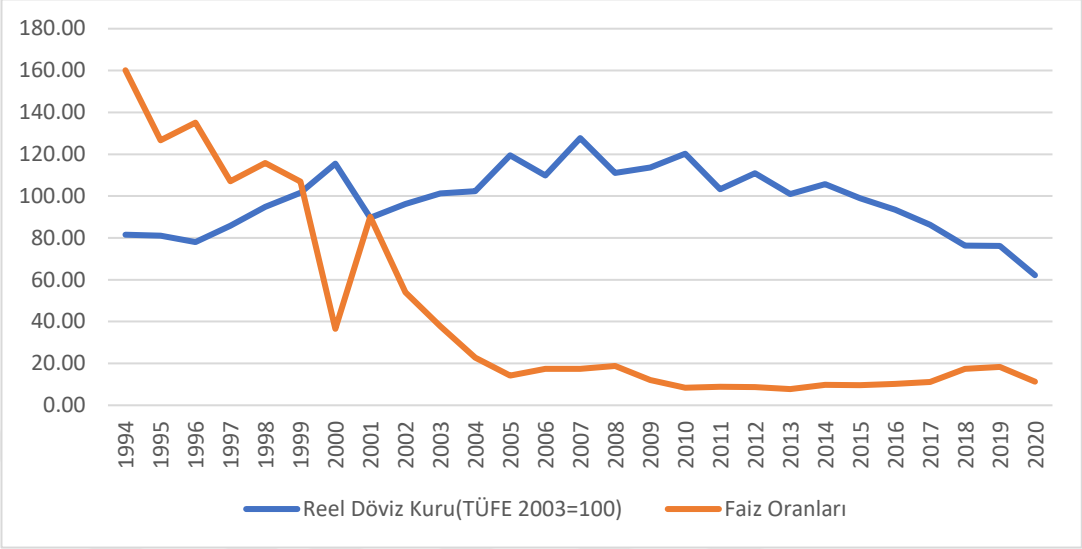
Tersi durumda faiz oranlarından döviz kurlarına olan ilişki, faiz oranlarındaki dalgalanmalar yurt içi piyasalarda ulusal paranın değerinin belirlenmesine bağlı olarak döviz kurunu etkileyebileceği ve döviz kuruna bağlı olarak sermaye hareketlerini yönlendirdiği düşünülmektedir. Ekonomide döviz kurundaki değişiklikler başta ülke ödemeler bilançosu dengesinin belirleyicileri olan ihracat ve ithalat aktörlerini etkileyerek ülke ekonomisi üzerinde etkisi olmasının yanında ülkedeki tüketim ve yatırım harcamalarını etkileyebilmektedir. Ayrıca faiz oranlarındaki düşüş döviz kurlarını yükseltmekte ve döviz kurlarındaki yüksek artışlar ulusal paranın değer kaybetmesine neden olurken ülke tasarruflarının döviz kuruna bağlı olarak yabancı ülke para birimi cinsinde tutularak gömülemeye yol açmaktadır.

Gömüleme ülke yatırımları için gerekli finansman kaynaklarının azalmasına bağlı olarak ekonomide olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Düşük faiz oranları döviz kurunu artırarak ülke tasarruflarını ödünç verme konusunda caydırmakta ve parasal tasarrufların döviz cinsinden tutulmasına yol açarak ülke ekonomisi için bir kayıp olarak görülmektedir. Bu açıdan küreselleşme hareketlerinin hız kazanmasıyla beraber uluslararası ticaretin artması ve dünya genelinde esnek döviz kuru rejiminin yaygınlık kazanması nedeniyle faiz oranları ve döviz kuru arasındaki ilişki iç ve dış dengenin sağlanması açısından ekonomik büyüme sürecinde etkili olan önemli bir ilişkiyi ifade etmektedir.

Faiz ve döviz kuru arasındaki ilişki özellikle enflasyon hedefleme stratejisi benimseyen ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerde ülkenin dışa bağımlı olma oranına göre farklılık gösterebilmektedir. Bu noktada döviz kurları ekonomiyi iki noktada etkilemektedir. İlki ülkenin üretim kesiminin, dışa bağımlılık oranı yüksekse faiz oranlarının yükselmesi ithal maliyetleri artırması yurt içi üretim maliyetlerini artırmakta ve ülkede arz kaynaklı maliyet enflasyon beklentilerini artırarak ekonomik büyüme sürecini etkileyebilmektedir. Bu noktada bir ülkedeki enflasyon seviyesindeki artışlar uluslararası alanda ihracata konu olan mal ve hizmetlerin fiyat sevisini artırması, ihracat hacmini düşürücü etkisi çerçevesinde dış açıklara yol açması beraberinde döviz kurunun artmasına yol açmasına paralel olarak ithal malların fiyat seviyelerini artırmakta ve bu durum ekonomide maliyet itişli enflasyon seviyesini daha da baskılamaktadır (Gögül, 2021: 5). Bu durum ülkede iktisadi ajanların beklentilerini olumsuz yönde etkilemesi yönüyle makroekonomik istikrarı, ekonomik aktivitelerin işleyişini olumsuz yönde etkilemektedir. Döviz kurunun ekonomi üzerindeki ikinci etkisi ülke ihracatına konu olan yerel mal ve hizmetlerin uluslararası piyasalarda rekabet gücünü etkilemesi ve ekonomik beklentileri şekillendirmesindeki aktif rolü kapsamında ekonomik büyüme sürecini etkileyebilmektedir.

Türkiye gelişmişlik düzeyine bağlı olarak döviz kuru ve faiz oranları ilişkisi ekonomik büyüme sürecinde, enflasyon olgusu ve dış ticaret çerçevesinde önemli bir konuma sahip olmaktadır. Bu önem özellikle ülkenin dış bağımlılığına bağlı olarak değişiklik göstermekte ve makroekonomik istikrarın sağlanmasında belirleyici

olabilecek bir etkileşimi ifade etmektedir. Bu bağlamda aşağıdaki grafik Türkiye bazında döviz kuru ve faiz oranların yıllara göre seyri verilmiştir.



Kaynak: Faiz oranları ve Döviz Kuru verileri TCMB EVDS'den, Alınmıştır.

Şekil 7: Türkiye'de Faiz Oranları ve Döviz Kurunun Yıllara Göre Dağılım (1994-2020)

Türkiye'de faiz oranları ve döviz kuru arasındaki ilişki incelendiğinde faiz oranları ve döviz kurları arasında yakın bir ilişki olduğu görülebilmektedir. Bu ilişki özellikle ulusal harcama finansman kaynaklarının ülke içerisinde karşılanamaması ve enflasyon döviz kuru ilişkisi bağlamında Türkiye'de döviz kuru geçmişten günümüze önemli bir konumda yer almıştır. Grafik incelendiğinde bu ilişki 1994 borçlanma krizi yıllarında ülkeye sermaye akışlarını artırma amacı ve kamu harcamalarının finansmanı için faiz oranlarının artırılması döviz kurunu azaltıcı yönde baskılamıştır. Ancak Türkiye'de 1994 krizinde faiz oranlarının %160 seviyelerinde çoğu ülkeye kıyasla bu denli yüksek olmasına rağmen beklenen sermaye girişi gerçekleşmemiş ve kamu borçlanma stoklarındaki artış, yüksek faiz artışını tetiklemiş ve ülke kaynaklarının yüksek faiz ödemeleri bağlamında dışa aktarılmasına yol açmıştır. 1994 yılı sonrası devletin ekonomide sınırlandırılma hareketleri bağlamında faiz oranlarındaki düşüş, 2000'li yılara kadar devam etmiş; ancak küreselleşme hareketlerine ve uluslararası konjonktüre bağlı olarak 1997 Güney Asya ve 1998 Rusya ekonomik krizi nedeniyle oluşan belirsizliklere bağlı olarak faiz oranları kademeli ve düşük seviyelerde düşüş göstermiştir.

2000 yılında %36 seviyesine düşen faiz oranları dip noktasına gelmiş ve döviz kuru artış göstermiştir. Ancak 2001 krizinin siyasi krizle birleşmesi ülkede belirsizlik ortamının derinleşmesine yol açmış sermaye çıkışlarındaki ani artış faiz oranlarını %90 seviyesine getirmiş ve döviz kuru tekrar düşüş göstermiştir. 2001 sonrası güçlü ekonomiye geçiş programı sonrası Türkiye dalgalı kur rejimi uygulanmaya başlanmış ve faiz oranları kademeli olarak düşüş göstermiş ve 2000'li yıllar itibariyle dengeli bir seyir izlemiştir. Faiz oranlarındaki düşüş döviz kurunun faiz oranları seviyesinin üzerinde belirlenmesine yol açmıştır. Bu durum 2008 sonrası dönemde devam etmiş ancak Türkiye'de faiz oranları gelişmekte olan ülkeler içerisinde oranla hala yüksek bir seviyede olduğu görülmektedir.

Türkiye 2016 yılında yaşanan darbe girişimine bağlı olarak gelişen belirsizlikler ve 2018 yılında siyasi istikrarsızlıklara bağlı olarak döviz krizi yaşanmış ve faiz oranları tekrar artmıştır. Bu durum özel ve kamu kesiminin döviz cinsinden borçlu pozisyonda olması nedeniyle döviz kurundaki artışa paralel olarak borç stokları döviz cinsinden artması aracılığıyla krizi daha da belirgin hale getirmiştir. Sonraki süreçte faiz oranları 2020 yılında düşüş eğilimine girmiş ve buna bağlı olarak döviz kurunda artışların yaşanmasına yol açmıştır. Bu bağlamda Türkiye'de faiz oranları ve döviz kuru arasındaki ilişkinin varlığını güçlendirmektedir. Bu durum Türkiye'de yapısal koşullara bağlı olarak dışa bağımlılığı yüksek olması nedeniyle faiz oranındaki değişiklikler döviz kurunu etkileyerek ülkenin dış ticaretine doğrudan yön veren bir politika aracı olarak kullanılmakta ve döviz kurundaki istikrara bağlı olarak ülkede ekonomik aktörlerin beklentilerini şekillendirebilecek bir etkiye işaret etmektedir. Bu noktada bir ülke ekonomisinde döviz kurundaki dalgalanmalar başta enflasyon ve faiz oranları seviyesinde artışı tetiklemesi, söz konusu ülkenin istihdam kapasitesi ve ekonomik büyüme süreci üzerinde olumsuz bir etki doğurmaktadır (Gögül, 2021: 4). Bu açıdan faiz oranı ve döviz kuru arasındaki ilişki Türkiye özelinde iktisadi büyüme sürecinde etkili bir ilişki olduğu sonucunu doğurabilmektedir. Bu süreçte Türkiye'de faiz ve döviz kuru arasındaki ilişkinin varlığı ve etkisi ödemeler dengesi açıkları sorunu bağlamında sık sık gündeme getirilmektedir (Uysal ve diğ., 2008: 49).

2.2.5. Maliye Politikası Kanalı

Bir ekonomide kamu müdahalesi sonucu uygulanan para ve maliye politikaları bir ülke ekonomisinde ücretleri, istihdamı, enflasyonu, çıktı miktarını, faiz oranlarını ve döviz kurlarını etkilemesinin yanında gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülkelerde hemen hemen tüm iktisadi ajanları bireysel olarak etkilemektedir (Langdana, 2016: 1). Bu nedenle kamunun ekonomiye para ve maliye politikaları aracılığıyla müdahalesi farklı tartışmalara yol açmıştır. Bu noktada ekonomide kamu müdahalesinin gerekli olup olmadığı, kamu müdahalesin ekonomideki payının hangi derecede olması gerektiği ve kamunun ekonomide maliye politikası aracılığıyla yaptığı harcamaların ekonomik büyümeyi etkileyip etkilemediği günümüzde hala tartışılan bir konu olmaktadır. Genel tanımıyla maliye politikası, Keynesyen iktisadi düşünce varsayımları çerçevesinde şekillenen ve devletin ekonomiyi yönlendirmek ve makroekonomik istikrarı sağlamak amacıyla devletin gelir ve harcama politikasını yönetme aracılığıyla ekonomiye müdahalesini ifade eden iktisadi politikadır. Devletin ekonomiye müdahalesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi uzun zamandan beri tartışılmakta ve bu tartışmalara bağlı olarak ekonomi literatüründe genel kabul görmüş üç yaklaşım benimsenmiştir. İlk yaklaşım maliye politikasının ekonomik büyümeyi artırdığını savunan Keynesyen yaklaşım, ikincisi maliye politikasının ekonomik büyümeyi sürecini yavaşlattığını ve özel kesim harcamalarının finansmanı noktasında dışladığını savunan Monetirist yaklaşım ve üçüncüsü, maliye politikasının ekonomik büyüme sürecinde etkisiz olduğu savına bağlı olarak geliştirilen Ricardo Denklik Hipotezi çerçevesinde şekillenmiştir.

Keynes, kamunun maliye politikası gereği ekonomide harcamalar yapması ekonomide özel kesim harcamalarını uyaracağını ve bu doğrultuda artan harcamaların çarpan mekanizmasıyla ekonomiyi genişleteceğini savunmuştur. Ekonomide daralma süreçlerinde kamu harcamalarındaki artış geçici bir süreliğine olsa da genişlemeci mali politikalar, istihdam ve üretim seviyesindeki artışla çıktı miktarını artırdığı için daralma sürecini canlandırabilmektedir (Mitra ve diğ., 2012: 17).

Keynesyen görüşe karşı olarak Monetirist yaklaşım, maliye politikası uygulamalarının bütçe açıklarının sürdürülebilirliğini engellediğini ve buna bağlı olarak artan bütçe açıklarının finansmanının yurt içi faiz oranlarını artırması

aracılığıyla yurt içi tasarrufların kamu bütçe açığının finansmanında kullanılmasına yol açacağını vurgulamıştır. Bu durum ekonomide hem faiz oranlarındaki artışla beraber yatırımların finans maliyetini artırması hem de yatırımlar için gerekli olan tasarruf fonlarının kamuya yönelmesi ekonomide özel kesimi dışlayıcılık etkisinin varlığını ön plana çıkarmıştır.

Ekonomide Monetirist yaklaşım tarafından ileri sürülen dışlanma kavramı (Crowding-out); kamu harcamalarının bir sonucu olarak ekonomideki kaynakların kamu kesimine aktarılmasıyla kamu kesiminin özel sektör yatırımlarını dışlaması şeklinde tanımlanmaktadır. Ekonomide dışlanma mekanizması faiz oranları aracılığıyla işlemekte ve bu işleyiş artan kamu borcunun faiz oranlarını artma yönünde baskılaması sonucu ekonomide faiz oranlarına duyarlı harcamaları azaltarak ekonomik büyümeyi düşürücü etki yapmaktadır (Jacobs ve diğ., 2020: 1377). Ayrıca bütçe açıklarının finansmanı için hükümetlerin merkez bankası kaynaklarına başvurması ülkede parasal değişikliklere bağlı olarak çeşitli problemlere yol açacağı vurgulanmıştır. Maliye politikasının sürdürülemez boyutlara ulaşması ekonomide uzun dönem faiz oranlarını ve fiyatlar genel düzeyini etkileyerek ekonomide uygulanan para politikası aktarım mekanizmalarını engelleyici etkiler doğurabilmektedir (Paesani ve diğ., 2006: 7). Bu tartışmalar ışığında kamu harcamalarının ekonomik büyümeyi doğrudan etkilemesinin yanında dolaylı olarak da etki ettiği kabul edilmektedir. Kamu harcamalarının doğrudan etkileri ekonomide altyapı, ulaştırma, eğitim, sağlık, milli savunma ve sosyal harcamaları ekonomide pozitif dışsallık yaratması, dolaylı olarak ekonomide yapılan kamu harcamalarının özel yatırımları ve tüketim harcamalarını uyarması aracılığıyla ekonomik büyüme sürecini etkilemektedir. Bu ilişki içsel büyüme teorileri kapsamında irdelenmiş ve bu harcamaların ekonomi için önemli harcamalar olduğu ortaya çıkmıştır.

Maliye politikası kamunun harcama ve gelir düzeyine bağlı olarak şekillenmektedir. Kamu harcamalarının finansmanı vergi gelirleri ve borçlanma politikası aracılığıyla sağlanmaktadır. Kamu bütçe denkliği ekonomide kamu harcama ve vergi miktarının eşitlendiği noktada sağlanmaktadır. Bu amaçla ekonomide kamu harcama ve vergi miktarının belirlenmesi hayati önem taşımaktadır. Kamu harcamalarının finansmanı için gerekli olan fonlar günümüzde vergi gelirleri

tarafından karşılanamamaktadır. Bu açıdan kamu harcamalarının finansmanı için geleneksel kamu vergilerinin yeterli olmayışı kamu harcamaları için gerekli finansmanın özelleştirme, emisyon ve borçlanma gibi alternatif politika kaynaklarına başvurmasına yol açmıştır (Ertekin, 2018: 335). Alternatif araçlardan emisyon politikasının ülke içerisinde fiyat istikrarını bozacağı düşüncesi emisyon politikası uygulamalarını kısıtlamış ve borçlanma politikası kamu harcamalarının finansmanı için en uygun kaynak olarak daha geniş uygulama alanı bulmuştur.

Bir ülkede kamu vergi ve harcama politikalarındaki değişimler ülkenin borç stokunda değişimlere yol açması sebebiyle borçlanma politikası genellikle maliye politikasının bir alt başlığı olarak incelenmektedir (Shaw, 1972: 14). Bu amaçla ülkeler harcama fonlarını karşılamak üzere borçlanma politikasını uygulamaktadırlar. Borçlanma politikası, bir ülkede sosyal ve ekonomik hedeflere ulaşılabilmesi, entegrasyon sürecine bağlı olarak uluslararası iktisadi ve mali ilişkilerdeki gelişme ve devletin yeni ekonomik konjonktüre uyum sağlaması amacıyla devletin artan fonksiyonlarına bağlı olarak sürekli başvurulan bir yönteme dönüşmüştür (Adıyaman, 2006: 22). Bu açıdan borçlanma politikası günümüzde dünya genelinde harcamaların finansmanı için hem kamu hem de özel sektör nezdinde başvurulmaktadır.

Bir ekonomide borçlanma politikası ülkede faiz oranlarının düzeyine bağlı olarak şekillenmektedir. Bu noktada kamu borçlanma politikası ekonomide faiz oranları üzerinde etkili olabilecek bir aktör olmaktadır. Kamu borçlanma politikası ve faiz oranları ilişkisi bir ekonomide yatırım, tüketim, enflasyon, özel sektör ve ekonomik büyüme gibi ekonominin temel değişkenlerini etkilemesi yönüyle makro ekonomik istikrar için üzerinde durulması gereken bir konu olmuştur. Bu nedenle dünya genelindeki tüm ülkeler tüm kamusal harcamalarını finanse etmek için iki seçeneğe yönelmektedir. Birinci olarak iç borçlanma, ikinci olarak dış borçlanmaya başvurmaktadır.

Genel görüş kamunun iç borçlanmaya yönelerek harcamaların finansmanı ve bütçe açıklarını dengelemesi, ekonomide faiz oranlarını baskılamakta ve faiz seviyesinde değişimlere yol açmaktadır. Bu durum ekonomide kullanılabilir fonların olmaması ve tasarrufların yatırım harcamalarını karşılayamadığı koşullarda borç fonu oluşturmak amacıyla faiz oranları artırılarak elde edilmeye çalışılmaktadır (Demir ve

Sever, 2008: 180). Kamu bütçe açıklarını ve harcamalarını finanse etmek için, özel kesimde tüketim ve yatırım harcamalarını finanse etmek amacıyla oluşan kamu ve özel kesim rekabeti faiz oranlarını artırma eğilimine girmesine yol açmaktadır. Bu bağlamda faiz oranları yükseltilerek devlet tahvili ve bono getirilerinin artması iç tasarrufların kamu kesimine aktarılmasına yol açmaktadır. Buna bağlı olarak artan faiz oranları özel kesim harcamaları için maliyetleri artıracaktır. Bu noktada özellikle özel kesim yatırım harcamalarının finansman maliyeti faiz oranlarındaki artışa paralel olarak artmakta ve özel kesim yatırımlarını azaltmaktadır. Bu durum yurt içi tasarrufların yetersiz olduğu ülkelerde özel kesim harcamalarının daha da azalmasına yol açmaktadır. Bu bağlamda yüksek faiz yatırımlar için gerekli olabilecek muhtemel fonları kamu kesimine aktarılmasını sağlamakta ve bu durum ekonomide özel kesimi dışlamaktadır. Özel kesimin dışlanması ekonomik büyüme sürecinin yavaşlamasına neden olmaktadır.

Kamu borçlanma politikası, faiz oranlarını artış yönünde baskılaması; üretim sürecinde kullanılan girdilerdeki maliyetlerinin artmasına yol açmaktadır. Üretim maliyetlerinin artması ekonomide üretilen nihai mal ve hizmet fiyatlarını artırması ekonomide arz kaynaklı maliyet enflasyonlarına yol açarak ekonomide olumsuz sonuçlar doğurmaktadır (Demir ve Sever, 2008: 184). Bu açıdan faiz oranları kamu borçlanma politikasında önemli bir araç olmakta ve faiz oranlarındaki artış özel kesimi dışlaması ve kamunun borçlanma miktarını artırması yoluyla etkilemektedir.

Maliye politikası çerçevesinde faiz oranlarının ekonomi üzerinde dışlama etkisi, Monetirist yaklaşım çerçevesinde kabul edilse de bu ilişki incelenen dönem ve ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Faiz oranlarındaki değişim borçlanma politikasını şekillendiren bir aktör konumundadır. Ayrıca kamu bütçe açıkları yönünden bir ekonomide faiz oranlarının uzun dönemde düşük seyir izlemesi ekonomide mali kesimin işlevleri sonucu oluşan bütçe açıkları dengesizliği sorununu geri plana atılmasına neden olmaktadır (Hauner ve Kumar, 2006: 3). Bu durum harcamaların artmasına bağlı olarak daha yüksek faiz ödemelerini artırmasıyla daha fazla açık ve daha fazla borçla sonuçlanacaktır. Ayrıca ekonomide faiz oranlarının düşük seviyelerde seyretmesi hükümetler açısından borçlanma politikası sonucu oluşan borcun finansman maliyetini azaltmakla beraber artan borç stokunun geri

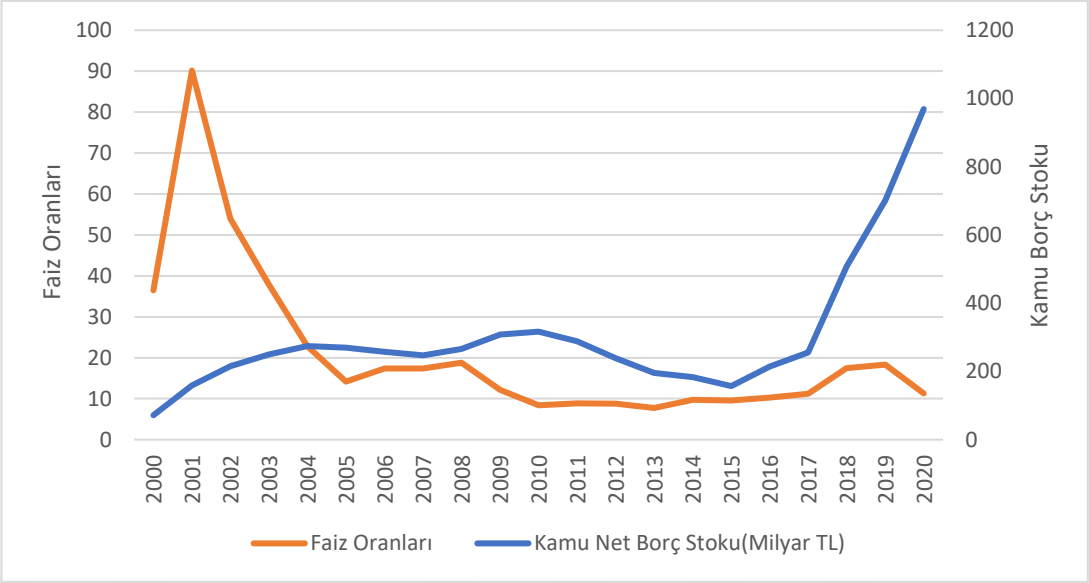
planda tutulmasına yol açmaktadır (Belke, 2013: 50). Geleneksel görüşe göre kamu açık miktarının artması faiz oranlarını artıracağı savının aksine Ricardo denklik hipotezi iktisadi birimlerin rasyonel davranması sonucu kamu açığı finansmanının gelecek dönem vergi artışları ile finanse edileceğini öngörmekte ve bunun sonucunda kamu açığındaki artışlar, faiz oranları üzerinde nötr bir etkiye sahip olmaktadır (Reitschuler ve Sendlhofer, 2011: 2).

Kamu harcamalarının finansmanı için gerekli olan tasarruf fonlarının yetersiz olduğu ekonomilerde kamu açıklarının finansmanı için dış borçlanmaya başvurulmaktadır. Dış borçlanma genellikle faiz oranlarının yüksek olmasını gerektirmektedir. Yurt içi yüksek faiz oranları dış tasarruf sahipleri açısından cazip olmakta ve kamu harcamaların finansmanında kullanılmaktadır. Dış borçlanma ekonomide her ne kadar olumlu olarak görünse de çeşitli noktalarda olumsuz sonuçlara yol açmaktadır. Özellikle yüksek faizle borçlanma ülke öz kaynaklarının dış ülkelere transferine yol açması sonucu çerçevesinde eleştirilmiştir. Ayrıca yüksek yurt içi faiz oranları dış borçlanma finansman maliyetlerini artırmaktadır. Bu nedenle dış borçlanma sonucu sağlanan fonların verimli yatırım alanlarında kullanılarak dış borcun ana sermayesini ve faiz getirileriyle birlikte ödenmesi gerekmektedir. Ayrıca dış borcun geri ödeme zamanlarında ödeyememe riski kamu vergi oranlarının artırılmasına neden olabilmektedir. Vergi oranlarındaki artış ekonomide üretim kesimi üzerinde ek maliyetler oluşturmakta ve bu durum ülkenin refah düzeyini olumsuz yönde etkileyen bir etki oluşturmaktadır. Bu açıdan kamu borçlanma politikası bir ülkede faiz oranlarındaki artışa paralel olarak yatırımların finansman maliyetlerini artırarak ve borç ödemelerinde vergi artışları söz konusu ülkede yatırım hacminin düşmesine yol açarak, ekonomik büyüme sürecini yavaşlatıcı bir etki doğurmaktadır.

Kamu borçlanma politikası ülkelerin gelişmişlik düzeylerine bağlı olarak farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkeler borçlanma sonucu elde edilen fonları verimliliği ve getiri düzeyi yüksek olan yatırımlara harcarken, gelişmekte olan ülkeler genellikle bütçe açıklarını kapatma ve kamu tüketim harcamalarına yöneltmektedirler. Borçlanma politikası sonucu elde edilen fonun kamu bütçe açıklarına ve kamu tüketim harcamalarına yönelmesi hem kamu borcunu artırmakta ve hem de ekonomide borç alabilmek için faiz oranlarının artması kamunun faiz giderlerini artırarak borçlanma

politikasının sürdürülemez boyuta taşımaktadır. Bu açıdan özellikle kısa vadeli borçların piyasadaki ani değişimlere duyarlı olması ülke kredibilitesine yönelik beklentilerin olumsuz hale gelmesine yol açmakta ve bu durum ekonomilerde faiz oranlarının artmasını baskılayarak faizle borçlanma maliyetlerini artırarak ekonomide kısır döngülere sebep olabilmektedir (Borensztein ve diğ., 2004: 3). Bu nedenle kamunun ekonomide tüketim amaçlı harcamaları ekonomik büyümeyi olumsuz şekilde etkilemesi nedeniyle minimum seviyede yapılması gerektiği düşüncesi hâkim olmaya başlamıştır (Le Roux ve Moyo, 2018: 1046). Kamu bütçe açıklarının artması ekonomide istikrarın sağlanması amacıyla bütçe açıklarının azaltılması için devletin iç ve dış borçlanmaları faiz oranlarını artırırken döviz kurlarının düşük seviyelerde oluşmasına yol açmaktadır (Bulut ve Canbolat, 2003: 16). Bu durum ödemeler dengesi üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir.

Türkiye yapısı gereği kamu harcamalarının finansmanı noktasında iç ve dış borçlanmaya sıkça başvurmakta ve bu amaca uygun olarak faiz oranları süreklilik bağlamında yüksek trend izlediği görülmektedir. Ayrıca 1980 sonrasında borçlanma politikasına bağlı olarak çeşitli resesyonların görüldüğü göz önüne alındığında faiz oranları kamu borçlanma politikası üzerinde belirleyici bir konuma sahip olmaktadır. Aşağıdaki grafikte incelendiğinde Türkiye'de net kamu borcu ve faiz oranları arasındaki ilişki daha belirgin şekilde incelenebilir.



Kaynak: Faiz oranları TCMB EVDS, Kamu Borç Verileri Hazine ve Maliye Bakanlığından Alınmıştır.

Şekil 8: Türkiye'de Faiz Oranları ve Kamu Borç Stokunun Yıllara Göre Dağılım (2000-2020)

Türkiye'de son 20 yılda kamu borçlanma miktarı ve faiz oranları paralel bir trend izlediği gözlemlenebilir. Türkiye'de uzun zamandan beri faiz oranlarının yüksek olması nedeniyle yurt içi tasarrufların yüksek getiri fırsatı sunan devlet iç borçlanma senetlerine yönelmesiyle tasarruf fonları kamu kesimine aktarılmış ve bu durum kamu maliyesi açısından faiz giderlerinin payının yüksek olmasına yol açmıştır. Bu durumda kamu borçlanma gereksinimleri yüksek faiz ödemeleri nedeniyle borçlanma maliyetine bağlı olarak borç miktarı artmıştır. Ulusal tasarrufların kamuya aktarılması ve yüksek faiz oranlarının yatırım maliyetlerini artırması Türkiye'de özel yatırım harcamalarını dışlama özelliği gösterebilecek bir düzeydedir. Özellikle 1994 ve 2001 krizinde faiz oranlarının yüksek seyretmesi, borçlanma maliyetlerindeki artışa paralel olarak borç stoklarını artıran bir rol oynamıştır. Kamu borç stokunun artması kamu bütçe açıklarını artırmakta ve bütçe açıklarının kapatılması amacıyla uygulanan yüksek faiz oranları borçlanma maliyetinin daha da artmasına yol açmıştır.

2001 krizi sonrası güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde uygulanan yapısal reformlar ülkede beklentilerin pozitif eğilimli bir yapıya dönüştürmüştür. Bu gelişmeler ışığında program çerçevesinde ekonomi genelinde ve kamu kesimine yönelik yapılan reformlar ülkede bozulan istikrarın sağlanmasına yol açmıştır. Ülke genelinde istikrarın sağlanmasına bağlı olarak enflasyon ve faiz oranlarında düşüş

eğilimi gerçekleşmiş ve bu durum başta yatırım harcamalarında artışa yol açması ve kamu maliyesi içerisinde faiz giderlerinin payı faiz oranlarındaki düşüşe paralel olarak düşüş göstermesi kamu borç stoklarında düşüşe yol açmıştır. Bu düşüş 2008 küresel kriz dönemine kadar sürdürüldüğü grafikte gözlemlenebilmektedir.

2008 küresel krizinde dünya genelinde likidite sıkışıklığına bağlı olarak faiz oranları artmış ve borç stokları artış göstermiştir. 2008 krizi sonrası faiz oranlarındaki düşüş kamu borç stoklarında düşüşü beraberinde getirmiş ancak 2018'de faiz oranlarındaki artışa paralel olarak kamu borç stoklarında tekrar artış eğilimine girdiği gözlemlenebilir. Sonraki süreçte 2020 yılında faiz oranlarındaki düşüş gerçekleşmiş ancak küresel salgın nedeniyle ülkede sağlık, sosyal yardım ve transfer harcamalarının artışına bağlı olarak kamu borç stokundaki artışın devam ettiği gözlemlenebilir. Bu ilişki uzun zamandan beri Türkiye'de yurt içi tasarrufları çekmek amacıyla devlet iç borçlanma senetlerine uygulanan faiz oranlarının yükseltilmesi aracılığıyla uygulanmıştır. Yüksek faiz oranı bağlamında elde edilen tasarruf fonlarının kamu açıkları finansmanında kullanılması hem ülkenin yatırım potansiyelini düşürmüş ve hem de yüksek faiz ödemeleri kamu borç düzeylerini artırmıştır. Bu ilişki özellikle ulusal tasarrufların yeterli düzeyde olmaması ve artan kamu borcunun faiz oranlarını yukarı doğru baskılaması sonucu ekonomide potansiyel yatırım harcamalarının finansman kıtlığı nedeniyle maliyetli hale getirmesi ekonomik büyümeyi daha maliyetli hale getirmektedir (Demir ve Sever, 2008: 191). Türkiye yapısal koşullara bağlı olarak diğer gelişmekte olan ülke gurubuna paralel olarak yurt içi tasarruflar düşük kalmakta ve buna bağlı olarak kamu açıklarının yüksek faiz aracılığıyla iç borçlanmaya başvurması ülke özelinde ekonomik büyüme sürecini yavaşlatıcı bir etki doğurmaktadır. Bunun dışında yüksek faiz oranları ve borçlanma maliyetlerinin sürekli olarak devam etmesi ekonomide finansman kaynaklarını yok denecek seviyeye getirebilir. Bu durumda ekonomilerde yüksek borç ve yüksek faiz oranı sarmalı neticesinde ülkenin kaynakları dış aleme taşınması, ülkenin ekonomik kalkınma ve büyümesini sekteye uğratabilecek bir etki doğurabilmektedir.

2.2.6. Para Politikası Kanalı

Para politikası ekonomide para arz ve talebinin ekonominin gerekliliklerine göre düzenlenmesi amacıyla politika araçlarının merkez bankası tarafından

yönlendirilmesine imkân tanıyan ve ekonomiye kamu müdahalesi aracı olan iktisadi politika olmaktadır. Para politikasının ekonomideki temel amaçları arasında fiyat istikrarı, ödemeler dengesi ve sürdürülebilir büyüme ve kalkınma hedefleri yer almaktadır. Bu bağlamda para politikası, bir ülkenin finansal gücünü yöneten ve bu doğrultuda faiz oranlarını politika aracı olarak sık sık kullanarak ekonomik büyüme ve istikrar sağlamayı hedef alan bir yöntem olmaktadır (Omodero ve Okafor, 2020: 225). Bu bağlamda bir ekonomideki faiz oranlarının sergilediği davranışlar parasal genişlemelerin iktisadi aktörler tarafından doğru algılanmasına ve ekonomide uygulanacak olan para politikasının yönlendirilmesinde etkin bir role sahiptir (Heller, 1969: 21). Bu amaca uygun olarak merkez bankalarının bir ülke ekonomisinde fiyat istikrarı, istihdam ve ekonomik büyüme sürecini etkilemek amacıyla faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmaktadır. Bu açıdan dünya genelinde çoğu merkez bankası faiz oranlarını, hem uygulanacak politikaların belirlenmesinde bir bilgi kaynağı olarak hem de para politikasını yürütmek ve yönlendirmek için bir işletme aracı olarak kullanmaktadır (Hemachandra, 2011: 15). Ancak dünya genelinde para politikası uygulamaları ve ülkenin ekonomik büyüme potansiyeli arasında bir ilişkinin varlığı ve hangi yönde olduğu makroekonomik açıdan geçmişten günümüze üzerinde durulan ve tartışılan öncü bir konuma sahip olmaktadır (Gnahe ve Huang, 2020: 2508). Bununla beraber ekonomide para politikasının etkinliği noktasında kesin bir görüş birliği olmamasıyla beraber genel olarak Keynesyen ve Monetirist yaklaşımlar çerçevesinde şekillendiği görülmektedir.

Keynes'e göre herhangi bir ülkede genişletici para politikası uygulaması faiz oranlarını düşürmekte ve faiz oranlarındaki düşüş kredi fonlarının maliyetinin azalmasına yol açacaktır. Bu bağlamda düşük faiz oranları yatırım harcamalarının finansman maliyetlerinin azalmasına ve tüketim harcamalarının artmasına yol açması ekonomide toplam harcamaları uyararak ekonomik büyümeye yol açacağını savunmuştur. Ancak Keynes, likidite tuzağında genişletici para politikasının faiz oranlarını etkilemediğini ve faiz oranlarının genişletici politikalara duyarsız kaldığını ve para politikasının ekonomideki etkilerinin sınırlı kaldığını savunmuştur. Bu bağlamda Keynes'e göre para politikasının etkisi faiz oranlarının para arzındaki değişime olan duyarlılığına, yatırımların faiz oranlarındaki değişime olan duyarlılığına ve çarpanın büyüklüğüne bağlı olarak değişmektedir (Naghshpour, 2014: 55). Bu

durumda maliye politikaları aracılığıyla ekonomi canlandırılmaya başlanmalıdır. Bu bağlamda Keynes para politikasının ekonomide dolaylı etkilere sahip olduğunu kabul etmiştir.

Monetirist yaklaşımın savunucusu olan Friedman, ekonomide para politikasının daha etkin ve makroekonomik istikrarın sağlanması için gerekli olduğunu savunmuştur. Bu noktada Keynesyen varsayımlardan farklı olarak para politikasının ekonomide faiz oranı ve yatırım arasındaki ilişki çerçevesinde toplam talebi açıklamakta yetersiz olduğunu ve para politikasının faiz oranı aracıyla beraber daha birçok farklı kanal aracılığıyla da toplam talebi etkileyebileceğini varsaymıştır (Oktar ve diğ., 2013: 5). Ancak bu durumun kısa vadede geçerli olduğunu uzun vadede etkisiz olduğunu kabul etmiştir.

Para politikasının ekonomideki etkileri henüz tartışma konusu olmakta ve bu alanda çeşitli çalışmalar yürütülmüştür. Genel anlamda para politikası ekonomide fiyat istikrarı, ekonomik büyüme, istihdam, döviz kurları, finansal istikrar ve faiz oranları gibi ekonomide önemli değişkenlerin istikrarını sağlamak amacıyla piyasaya çeşitli araçlar kullanarak müdahalede bulunmaktadır. Para politikasının birinci amacı ekonomide fiyat istikrarının sağlanması gelmektedir. Bu bağlamda enflasyon oranları, para politikası açısından önemli gösterge durumundadır. Bu açıdan ekonomide uygulanan para politikasın en temel amacı ekonomik büyüme veya ekonomik kalkınmanın sağlanması için oluşturulan ekonomik çerçeveyi istikrarlı bir şekilde düzenlemektir (Mera ve Silaghi, 2015: 85).

Ekonominin içinde bulunduğu trende göre merkez bankalarının genişletici politika uygulamaları, ekonomilerin daralma dönemine bağlı olarak yaşanan ekonomik durgunlukların canlanması amacıyla uygulanmaktadır. Bu açıdan ekonomik büyüme ve istihdam başta olmak üzere ekonomide genel daralmayı genişletecek politika uygulayarak ekonominin canlanmasını sağlamak için piyasaya müdahale etmektedir. Genişletici politika gereği para arzında artış meydana getirerek ekonominin üretken sektörleri yönlendirilmeye çalışılır. Para arzındaki artışlar ekonomide üretim maliyetlerini doğrudan ilgilendiren faiz oranlarını düşürmekte ve faiz oranlarının düşmesi üretim kesimi açısından yeni yatırım harcamalarının finansman maliyetlerini azaltarak yatırım harcamalarını artırmasıyla ekonomi

genişleme dönemine girecektir. Ayrıca para arzındaki artış iktisadi birimlerin gelirlerini artırarak toplam talebin canlanmasına yol açarak ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır; ancak genişletici para politikası uygulamaları parasal bir olgu alarak kabul edilen enflasyona yol açtığı gerekçesiyle eleştirilere maruz kalmıştır.

Merkez bankasının daraltıcı para politikası ekonomide genişleme sonrası fiyatlar genel seviyesindeki artışları düşürmek üzere para arzının azaltılması yoluyla uygulanmaktadır. Para arzının azalması faiz oranlarını artırarak para talebinin azalması sonucu gelir düşüklüğüne bağlı olarak ekonomi daralacaktır. Ayrıca faiz oranlarındaki artış özellikle faiz oranlarına duyarlılığı yüksek olan yatırımları azaltarak ülkede çıktı miktarının azalmasına yol açmaktadır.

Merkez bankası geniş ve dar para politikasını uygulamak üzere piyasaya çeşitli şekillerde müdahalede bulunarak ekonominin para ve kredi hacmini ayarlamaktadır. Bu amaca uygun olarak açık piyasa işlemleri, reeskont politikaları ve zorunlu karşılık politikası uygulamalarıyla müdahale etmektedir. Para politikası geniş veya dar anlamda incelendiğinde faiz oranları para politikası için vazgeçilmez etkileri olan bir aktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Temelde merkez bankaları para politikası uygulamalarını kullanarak ekonomideki para arzını ve kredi hacmini kontrol etme ve enflasyon olgusunu istenilen düzeye gelmesi amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını uygulamaktadır. Modern para politikasının temel odak noktası ekonomik işleyişin faiz oranları aracılığıyla yönlendirilebileceği ve politika gerekliliklerinin sağlanabileceği prensibi oluşturmaktadır (Collignon, 2013: 27).

Dünya genelinde faiz oranları ve para politikası arasındaki ilişki küresel finansal kriz sırasında ülkelerin uyguladıkları politikalar bağlamında daha da önem kazanmıştır. 2008 krizi uluslararası alanda entegrasyon hareketlerindeki yayılmanın genişliğine bağlı olarak uluslararası bankacılık işlemleri ve dış serbestleşme sürecinin yaygın hale gelmesi çerçevesinde finansal sistemin karmaşık bir hal almasına bağlı olarak finansal istikrarsızlığın dünya genelinde birçok ülkeye yayılmasına yol açmıştır (Kurul, 2021: 51). 2008 küresel krizinin derinleşmesiyle gelişmiş ülkelerde faiz oranları düşebileceği en alt seviyeye gerilemesi nedeniyle ekonomide canlanmayı sağlamak amacıyla geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına geçiş yapılması

parasal alandaki araştırmaların daha da önem kazanmasına yol açmıştır (Özdemir, 2009: 24).

2008 küresel krizinin dünya genelinde genişlemesi ekonomide likidite kıtlığına yol açmış ve özellikle gelişmiş ülke bankaları küresel ekonomide likidite sıkıntısını ortadan kaldırmak ve piyasayı canlandırmak amacıyla faiz oranlarını en alt sınıra indirerek kriz döneminde para arzını artırmıştır. Krizin derinliğine ve kriz sonrası toparlanma hızının zayıflığına bağlı olarak likiditenin artması para tabanların genişlemesine hizmet edeceği düşüncesiyle geleneksel olan para politikaları uygulamaların dışında politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Bu bağlamda bazı ülkelerde negatif faiz oranı uygulamalarına geçiş yapılmıştır. 2008 küresel krizi sırasında çoğu ülke kriz öncesi dönemde genişletici para uygulaması ve dünya genelinde kısıtlamalara bağlı olarak ticaretin aksaması nedeniyle faiz oranlarının düşmesi dahi dünya genelinde ekonomik durgunluğun ortadan kalkması için yeterli olmamıştır. Bu bağlamda küresel kriz ekonomide durgunluğun mali politikalar aracılığıyla aşılabileceği önermesi aktif bir rol üstlenerek uygulanmaya başlanmıştır. Bu durumda faiz oranları para politikası etkinliğini sağlayan araç olmaktan çıkmış ve 1980'li yıllardan sonra terkedilen maliye uygulamaları krizden çıkış amacıyla kullanılması bundan sonraki süreçte ekonomik büyümenin mali politikalar aracılığıyla sağlanabileceği fikrini dünya genelinde yayılmasına yol açmıştır.

Türkiye'de Merkez Bankası enflasyon olgusunu hafifletmek amacıyla 2002 yılında örtük ve 2006 yılında resmen enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyerek enflasyon olgusunu temel hedefi haline getirmiştir. Bu çerçevede enflasyon beklentilerinin çıpalanması, ülkede mevcut dönemde uygulanan para politikasının etkinliği üzerinde etkili bir faktör olmaktadır (TCMB, 2019: 9). Bu bağlamda enflasyon oranları birincil hedef haline gelmesi ülkede enflasyon oranlarını düşürmüş ve düşük enflasyon oranlarının sürekliliğinin sağlanması amacıyla politika araçlarında çeşitliliğe gitmiştir. 2008 küresel krizinde dünya piyasalarında likidite sıkışıklığı nedeniyle geleneksel genişletici politikalar ekonomiyi canlandırmada etkisiz kalması dünya genelinde merkez bankaları para politikası uygulamalarına yeni yaklaşım arayışına girmişlerdir. Bu durumun nedenlerinden biri olarak merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal piyasalardaki risklerin ve varlık fiyatlarının aşırı

şişkinliği gibi etkenlerin göz ardı edilmemesi gerektiğinin anlaşılmasıyla ortaya çıkmıştır (Kara, 2012: 2).

Dünya genelinde olduğu gibi TCMB krize karşı geleneksel olmayan para politika yaklaşımlarını uygulamaya başlamıştır. Bu bağlamda 2010 yılında geleneksel araçların dışında yeni politika araçları oluşturulmuştur. Türkiye Merkez Bankası küresel kriz sonrası istikrarı sağlamak amacıyla geleneksel olmayan politika araçları olarak faiz koridoru, niceliksel gevşeme ve rezerv opsiyonu mekanizması aracılığıyla ekonomide istikrarı sağlamaya çalışmıştır (Yıldırım ve Kırcı, 2018: 1208). Ayrıca yeni para politikası uygulamalarına ihtiyaç duyulmasının bir diğer sebebi merkez bankasın küresel krizden sonra ekonomide fiyatlar genel düzeyiyle beraber finansal piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla yeni para politikası araçlarını geliştirmiştir (Baştürk, 2015: 53). Bu noktada Türkiye, ekonomide istikrarı sağlamak amacıyla para politikasını etkin olarak kullanmakta ve faiz oranları aracılığıyla makroekonomik değişkenlerin yönlendirilmesinde aktif olarak kullanılarak ülkenin ekonomik büyümesi yönlendirilmeye çalışılmaktadır.

Bir ülke ekonomisi açısından para politikası, bir ülkedeki ulusal paranın değerini, toplam para miktarını ve maliyetini ekonominin konjonktür düzeyine paralel bir şekilde belirlenmesi için tasarlanmış kriterlerin birleşimini belirten bir yaklaşımdır (Gnahe ve Huang, 2020: 2505). Bu açıdan ekonomik konjonktüre bağlı olarak para politikası uygulamaları farklılık göstermektedir. Ekonomide para politikası bağlamında politika uygulamaları çeşitli aktarım kanalları aracılığıyla ekonomiyi yönlendirme çabası içerisine girmektedir. Bu bağlamda bir ülkede para politikasının mali piyasalara etkisi parasal aktarım mekanizmaları çerçevesinde değerlendirilmektedir. Parasal aktarım kanalları ekonomide parasal değişimlerin toplam talep ve üretim seviyesini hangi açılardan etkilediğini gösteren bir mekanizmadır (Eroğlu ve Eroğlu, 2012: 8555). Bu süreçte para politikasını uygulamakla yükümlü olan kesim parasal aktarım mekanizmaları sayesinde ekonominin durumuna göre ayarlamalar yapmaktadır.

Merkez Bankası ekonomide oluşan duruma göre hareket ederek para politikasını o anki şartlar çerçevesinde gerekliliklerini yerine getirmektedir. Buna bağlı olarak merkez bankası bir ekonomide istikrarın sağlanması amacıyla politika

gerekliliklerine göre çeşitli araçlara sahiptir. Bir ekonomide parasal aktarım kanallarının işlevi parasal alan ile ekonominin reel kesimini ifade eden büyüme, enflasyon, istihdam, döviz kuru, ödemeler dengesi, toplam talep, üretim, maliye politikası ve borçlanma politikaları arasında bir bağlantı kurmasından gelmektedir. Bu açıdan merkez bankası bir ekonomide parasal aktarım kanallarını kullanarak reel kesimi yönlendirmeye çalışır. Bu noktada merkez bankasının kullandığı parasal aktarım kanalları; faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, kredi kanalı, döviz kuru kanalı ve beklenti kanalı olarak incelenmiştir.

2.2.6.1. Faiz Kanalı

Merkez Bankasının ekonomide makroekonomik istikrarı sağlamak için kullandığı faiz kanalı; ekonomide borçlanma işleminin marjinal maliyetini değiştiren, iktisadi birimlerin nakit akışını ve tüketime yönelik zaman tercihlerini etkileyen, yatırım, tasarruf ve toplam talepte değişikliklere yol açarak ekonomik aktiviteleri yönlendireceği iddiası ile kullanılan parasal aktarım aracıdır (Horváth ve Maino, 2006: 4). Bu durum Keynesyen varsayımlar çerçevesinde iktisadi aktivitelerin faiz oranlarındaki değişikliklerden etkilendiği kabul edilmiştir. Keynes para politikası uygulamalarının ekonomide faiz oranları üzerinde etkili olduğu süre ve ölçüde toplam talebi etkileyebileceğini kabul etmiştir (TCMB, 2013: 2). Bu bağlamda merkez bankası para politikası uygulamaları ile faiz oranlarını etkileyerek ekonomiyi yönlendirmektedir. Keynesyen varsayımlar çerçevesinde Merkez Bankasının ekonomide fiyat istikrarının sağlanması amacıyla para arzını daraltıcı politika uyguladığı varsayıldığında faiz oranları ve ekonomik aktiviteler arasındaki ilişki aşağıdaki diyagramla gösterilebilir (Mishkin, 1995: 4).

$$M (\downarrow) \rightarrow İ (\uparrow) \rightarrow I (\downarrow) \rightarrow Y (\downarrow)$$

M (↓) daraltıcı para politikasını ifade etmekte ve para arzındaki azalma faiz oranlarının (İ) artmasına yol açacaktır. Faiz oranlarındaki artış özellikle ekonomide finansman maliyetlerini artırması aracılığıyla yatırım (I) hacmini düşürmekte ve düşen yatırım hacmi toplam talep ve arzda düşüşlere bağlı olarak çıktı miktarında (Y) azalışlara yol açmaktadır. Genişletici para politikası uygulanması durumunda ise mekanizma ters şekilde işlemektedir. Bu bağlamda merkez bankasının düşük faiz

oranları uygulaması, parasal aktarım mekanizmasının ekonomiyi etkileyen faiz oranı kanalı, bankalar arası piyasada faiz oranlarının düşmesine neden olarak bankalar tarafından verilen ödünç verme faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır (Černohorská ve Darina, 2020: 39). Bankalar tarafından düşürülen faiz oranları kredi miktarını artırmakta ve bu durum ekonomide harcama akımlarını artırması aracılığıyla toplam harcama akımını artırması bağlamında ülke ekonomisinin canlanmasına zemin hazırlamaktadır. Özellikle yatırım harcamalarındaki artış çarpan mekanizması üzerinde pozitif bir gelir seviyesine ulaşarak milli geliri artıracaktır. Bu ilişki çerçevesinde para politikası uygulamaları, parasal kesimdeki değişimlerin faiz oranı aracılığıyla reel kesimi etkileyerek ekonomik büyüme sürecini etkileme işlevine sahip olduğu söylenebilmektedir.

2.2.6.2. Varlık Fiyatları Kanalı

Ekonomide varlık fiyatları kanalı, ekonomide uygulanan para politikası aracılığıyla ülkede tahvil, hisse senedi, gayrimenkul ve diğer yurtiçi varlıkların fiyatlarını etkileyerek ekonomik istikrarın sağlanmasında aktif olarak kullanılan parasal aktarım kanalıdır (Horváth ve Maino, 2006: 5). Bu açıdan ekonomide uygulanan para politikaları ülke ekonomisinde toplam servet miktarını değiştirmesiyle ekonomik aktiviteleri etkilemektedir. Bu bağlamda para otoritesinin parasal genişlemeye başvurması ekonomide mevcut para arzı artışına yol açmasıyla beraber artan para arzı, faiz oranlarını düşüş yönünde baskılayıcı bir etki doğurmaktadır. Bu çerçevede faiz oranlarının düşmesi tüketim harcamalarının bir bileşeni olan finansal servet varlıklarının fiyatlarını etkilemektedir. Düşük faiz oranları varlık fiyatlarını artırmakta ve varlık fiyatlarını artırdığı ölçüde varlık araçlarına olan talebi artırmasıyla ekonomide yatırım harcamaları teşvik edilmekte ancak bu durum ekonomide tasarruf miktarında azalmayı beraberinde getirmektedir (Palley, 2016: 6). Bu bağlamda faiz oranlarının düşmesi hisse senetleri ve tahvile olan talebi artırmakta ve talep artışına bağlı olarak hisse senedi ve tahvil fiyatlarını artıracaktır. Hisse senedi ve tahvil fiyatlarının artması bireylerin reel servetlerinde artışa yol açar. Bu noktada faiz oranlarında politika kaynaklı değişimler ekonomide varlık fiyatlarını etkilemesiyle beraber tüketici kesimin reel servet değerini de etkilemektedir (Arestis ve Sawyer, 2004: 44). Servet artışları yaşam boyu gelir hipotezinde varsayıldığı gibi servetin

artması bireylerin yaşam boyu gelirini artıracaktır. Artan gelir tüketim harcamalarını tetikleyerek toplam talebin canlanmasıyla reel kesimi pozitif etkilemesi ve hisse senetleri fiyatlarına bağlı olarak firmaların yatırım harcamalarını artırması ve tahvil getirilerindeki artışa bağlı olarak tüketim harcamalarının artmasına bağlı olarak ekonomik büyüme sürecini hızlandıracaktır. Daraltıcı para politikası uygulamaları faiz oranlarını artırmakta ve varlık fiyatlarını düşürerek servetin azalmasına paralel olarak reel kesim daralma sürecine girmektedir.

Parasal aktarım kanalı olan varlık fiyatları kanalı genel olarak faiz oranlarındaki değişimlerden kaynaklanması faiz kanalının başka versiyonunu oluşturmaktadır. Faiz oranlarındaki değişiklikler varlık fiyatlarının getiri oranlarını değiştirerek firma ve hane halklarının reel servet miktarını etkilemesiyle reel kesimi etkilemektedir. Ekonomide finansal varlık fiyatlarında meydana gelen dalgalanmalar bir ülkede yatırım ve tüketim tercihlerindeki değişiklikler meydana getirmekte ve bu değişimler söz konusu ülkede fiyat düzeylerini etkileyebilmektedir (Duran ve diğ., 2010: 24). Bu açıdan bu ilişki ekonomik büyüme sürecinde önemli bir değişken olarak kullanılmaktadır. Bu bağlamda düşük faiz oranları varlık fiyatları getirisini artırarak reel serveti artırması toplam talebi artırarak ekonomik büyüme sürecini hızlandıracaktır; ancak bu ilişki her ekonominin farklı yapısal faktörlere sahip olmasına bağlı olarak aynı etkiyi doğuracağı kesin değildir.

2.2.6.3. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı esnek kur rejimi uygulayan ekonomiler bazında işlerlik kazanan parasal aktarım kanalıdır. Ayrıca bu kanal ekonominin dışa açıklık derecesine göre şekillenmektedir. Dışa açıklık oranı artıkça döviz kuru kanalı işlevselliği artış göstermektedir. Merkez bankası para politikası gerekliliklerine göre uyguladığı politikalar faiz oranını değiştirerek döviz kurları üzerinde etkide bulunmaktadır. Döviz kurlarına bağlı olarak ekonomide sermaye akışı ve net ihracat hacminin değişimine bağlı olarak ekonomik büyüme süreci etkilenmektedir. Bu açıdan merkez bankalarının döviz kuru üzerinden işleme mekanizması aşağıdaki diyagramla gösterilebilir (Mishkin, 1995: 5).

$$M(\downarrow) \rightarrow i(\uparrow) \rightarrow E(\downarrow) \rightarrow NX(\downarrow) \rightarrow Y(\downarrow)$$

Merkez bankası tarafından uygulanan daraltıcı para politikası (M) para arzının artmasına bağlı olarak faiz oranlarını (i) artıracaktır. Faiz oranlarının artması yabancı sermaye akışını ülkeye giriş yönünde hızlandırmaktadır. Sermaye girişleri dövize olan talebi azaltmakta ve talep düşüşüne bağlı olarak döviz kuru (E) düşmektedir. Döviz kurunun düşmesi ulusal paranın değer kazanmasına yol açacak ve uluslararası alanda yurtiçi mal ve hizmet fiyatlarını artırması nedeniyle ihracat miktarını düşürmektedir. Buna karşın döviz kurundaki düşüşe paralel olarak yurt dışı mal ve hizmetlerin maliyetleri düşürerek ithalat miktarının artmasına yol açacaktır. Bu noktada ihracat – ithalat dengesine bağlı olarak net ihracat (NX) hacmi düşüş gösterecektir. Ülkede net ihracatın daralmasına bağlı olarak çıktı (Y) miktarında düşüşler yaşanacaktır. Ancak ithalat miktarı ülkenin dışa bağımlılığına göre şekillendiğinde dışa bağımlılığı yüksek olan ülkelerde ithalat miktarı azalmamakla beraber maliyet açısından ülkeye daha fazla maliyetli olmaktadır. İhracat miktarının artması ekonominin üretim kapasitesini artırmakta ve ekonominin büyümesine katkıda bulunmaktadır. Merkez bankası genişletici politika uyguladığında süreç ters şekilde işlemektedir. Bu noktada genişletici politika uygulanması sonucu döviz kurlarındaki artış sadece ülkede yerel kesimin uluslararası arenada rekabet gücünü azaltmakla kalmayıp aynı zamanda ülkeden sermaye çıkışlarının hızlanması ülkeyi döviz krizlerine karşı daha savunmasız bir yapıya sahip olmasını sağlayan yüksek cari açıklara yol açabilecek etkiler doğurabilmektedir (Mishkin, 2001: 10). Bu noktada faiz ve döviz kuru kanalı arasındaki ilişki ekonomik büyüme sürecinde etkili bir faktör konumundadır.

2.2.6.4. Kredi Kanalı

Para politikası ekonomide toplam talep ve harcamaları yönlendirmek amacıyla faiz değişkenini kullanarak ekonomideki kredi miktarını yönlendirme çabası içerisindedir. Bu bağlamda merkez bankası ekonomide toplam talebi ve harcamaları ödünç verilebilir kredi piyasası ve bankacılık kesiminin kredi miktarlarını ayarlayarak yönlendirmeye çalışmaktadır. Bu açıdan kredi kanalı, ekonomide bankacılık kesiminin ekonomideki rolünü ve bankacılık kesiminin uygulanacak para politikası uygulamalarına vereceği tepki üzerinde durmaktadır (Gilles ve diğ., 2013: 77). Bu noktada para politikasında meydana gelen değişimler ekonomide toplam rezerv hacminde değişikliklerle beraber ekonomide bankacılık kesiminin sahip olduğu

rezervlerin miktarını etkileyerek özel sektöre verilecek krediler üzerinde etkili olmaktadır (Arestis ve Sawyer, 2004: 42). Para politikasının aktarım mekanizmalarından biri olan kredi kanalının genişletici politika çerçevesindeki etkileri aşağıdaki diyagramla gösterilebilir (Mishkin, 1996: 9).

$$M (\uparrow) \rightarrow BM (\uparrow) \rightarrow BK (\uparrow) \rightarrow I (\uparrow) \rightarrow Y (\uparrow)$$

Bir ülkedeki para otoritesinin para arzını (M) artırması, faiz oranlarını düşürmekte ve bu durum banka mevduatlarında (BM) artışa yol açmaktadır. Banka mevduatlarındaki artış ödünç verilebilir banka kredi (BK) miktarını artıracaktır. Bu durumda kredi arzının artması firma ve hane halkının her türlü harcamaları için gerekli olabilecek fonların tedarikini kolaylaştıracak ve bu durum ekonomide yatırım (I) ve tüketim harcamalarını destekleyici bir etki ortaya çıkarmaktadır (Mazhitova ve Gök, 2019: 39). Yatırım harcamalarının artmasına bağlı olarak ekonomide çıktı(Y) miktarı artış gösterecektir. Daraltıcı para politikasında ise bankaların kredi fonlarının azalmasından kaynaklı ödünç verilebilir kredi miktarı azalması yatırım hacminin azalmasına yol açması aracılığıyla çıktı seviyesini düşürmektedir (Horváth ve Maino, 2006: 5).

Kredi kanalı temelde asimetrik bilgi yetersizliğine bağlı olarak şekillenmektedir. Asimetrik bilgi, kredi piyasasında kredi arz edenlerin çeşitli harcamalar amacıyla krediyi talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması olarak tanımlanmaktadır. Bu bağlamda daraltıcı para politikası faiz oranlarını artırmakta ve artan faiz oranları kredi veren bankacılık kesimi açısından bir risk olmaktadır. Artan faiz oranları kredi geri ödenmeme riskini artırarak kredi arzının azalmasına neden olmaktadır. Her ne kadar yüksek faizle kredi talep eden kesim bulunsa da asimetrik bilgi sorunu nedeniyle bankacılık kesimi risk almayarak kredi vermekten kaçınmaktadır. Kredi arzının azalması, yatırım harcamaları için gerekli finans kaynaklarını daralmakta ve özellikle yeteri kadar öz kaynaklara sahip olmayan küçük firmaların yatırımlarını durdurmasına yol açmaktadır. Azalan yatırımlar ekonomide büyüme sürecini yavaşlatan bir etki oluşturmaktadır. Bu nedenle faiz oranlarının düşük seyretmesi borçlanma maliyetlerini düşürmesi ve firmaların piyasa değerlerini artırması yönüyle ekonomide hem risk algısını hem de asimetrik bilgi sorunundan kaynaklanan problemleri önemli derecede azalmaktadır.

Ekonomide para politikası uygulamaları ekonomide kredi piyasasının yanında bilanço kanalı içerisinde firmaların net değerindeki akış ve hisse senedi fiyatlarıyla etkilemektedir. Faiz oranındaki artış yönündeki değişiklikler firmaların nakit akışını düşürmekte ve finansman maliyetlerini artırarak toplam harcamaları azaltmaktadır. Ayrıca nakit akışı düştüğünde firmaların net değeri düşmekte ve firmaların kredi primleri düşüş göstererek firmaların güvenirliliğini düşürmektedir. Bu açıdan yüksek borç verme faiz oranları girişimci ve işçi kesiminin borç servisini artırmakta ve bu durum girişimciler açısından nakit akışını, işçi sınıfı açısından harcanabilir geliri düşürmesi aracılığıyla ekonomide yatırım ve tüketim miktarını azaltabilmektedir (Argitis, 2010: 96). Ekonomide faiz oranlarındaki artışa paralel olarak firmalar bazında nakit akışının düşüş göstermesi, finansman kaynaklarının maliyetlerinin artmasına ve artan risk olgusuna bağlı olarak ülkede yatırım kararlarının azalmasına yol açması üretim seviyesini düşürücü bir etki doğurmakta ve dolayısıyla faiz oranları nakit akışı aracılığıyla ekonomik büyüme sürecinde etkili bir ilişkiyi ifade etmektedir. Ayrıca girişimci kesim açısından faiz oranları seviyesine bağlı olarak kâr oranları değişimleri ve sermaye kullanım tercihleri yatırım kararları açısından önem kazanmaktadır. Bu açıdan ekonomideki faiz oranları seviyesi, ekonomideki kâr hadleri ve sanayi sektöründeki sermaye kullanımını etkilemesi aracılığıyla ekonomide işletmelerin üretim planlanması ve operasyonları üzerinde etkin bir role sahip olmaktadır (Zou ve Liu, 2017: 730).

Hisse senetleri fiyatları faiz oranları yükseldiğinde düşüş göstermektedir. Düşen hisse senetleri firmaların net değerinin düşmesine yol açacaktır. Net değerin düşmesi kredi piyasasında kredi talebine karşılık göstereceği teminat bedeli düşmekte ve firma güvenirliliğini düşürmektedir. Ayrıca faiz oranlarındaki artışlara bağlı olarak hane halklarının bilanço dengelerinde bozulmalara yol açması sonucu nakit akışları olumsuz bir şekilde etkilenmektedir (Mishkin, 1995: 8). Faiz oranlarındaki artışla beraber firmaların nakit akışı ve hisse senetleri fiyatları düşmekte ve bu durum firmaların net değerini düşürerek firmalar tarafından yapılacak yatırımların engellenmesine yol açması sebebiyle ekonomik büyüme sürecini olumsuz yönde etkileyici bir etki doğurabilmektedir.

2.2.6.5. Beklenti Kanalı

Bir ekonomik sistem makroekonomik istikrarın yanı sıra ekonomide reel olmayan ancak uygulanan politikaların etkinliğini yakından etkileyen faktörlere de bağlıdır. Bunların en başında iktisadi birimlerin beklentileri gelmektedir. Beklenti kanalı bir ekonomide gelecek döneme yönelik beklenilen değişiklikler aracılığıyla şekillenen ve iktisadi birimlerin beklentilerinin yönlendirmesi aracılığıyla işlemektedir. İktisadi politikaları uygulayıcı kesim politika değişikliğine gideceği zaman iktisadi birimlerin ücret, faiz, gelir beklentileri şekillenmektedir. Bu bağlamda iktisadi birimlerin tümü ekonominin gelecekteki koşullarına ve uygulanacak para politikasına bağlı olarak çeşitli beklentilere sahip olmaktadır. İktisadi birimlerin beklentileri özellikle politika etkinliği üzerinde önemli işleve sahip olmaktadır.

Uygulanan para politikasının etkinliği iktisadi birimlerin uygulanan politikanın beklentileri aynı doğrultuda yönlendirdiği sürece ekonomide etkili olmaktadır. Bu bağlamda merkez bankasının güvenilir olması çok önem taşımaktadır. İktisadi birimlerin beklentileri politika gereklilikleri ile aynı yönde hareket ederse bir sorun bulunmazken ters yönde beklentilerin oluşması uygulanan politikanın etkisiz olmasına yol açmaktadır. Ekonomide geleceğe yönelik beklentilerin olumlu olması ekonomik sistemin işlevselliğini artırarak ekonomik büyüme sürecini hızlandıran bir etki oluşturmaktadır. Bu noktada merkez bankasının uygun politikaları uygularken bağımsız olması ve ekonomik aktörler arasında güven duyulması gerekmektedir. Bu bağlamda merkez bankası beklentileri yönlendirmek için ekonomide makro istikrarın sağlanması amacıyla başta faiz oranlarını ve diğer araçları doğru şekilde uygulama zorunluluğu doğmaktadır. Merkez bankasının politika gerekliliklerine göre faiz oranlarını ayarlaması beklentileri etkileme gücüne sahiptir. Bu nedenle faiz oranlarındaki istikrar beklentileri yönlendirmede aktif bir rol üstlenmekte ve ekonomik aktörlerin beklentilerine bağlı olarak tasarruf ve yatırım miktarları açısından belirleyici olmaktadır. Ekonomide geleceğe yönelik beklentiler olumluysa politika etkinliği sağlanmakta ve ekonomide tasarruf miktarının artması yoluyla yatırımlar için gerekli fonların sağlanmasını kolaylaştırarak ekonomik büyüme sürecini hızlandırmaktadır. Bir ekonomideki belirsizlik ortamı ekonomide beklentileri negatif yönde etkilemesi uygulanacak olan politikaların etkisiz olmasına yol açmaktadır. Bu açıdan iktisadi

birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesi amacıyla faiz oranlarının istikrarı ülke ekonomik büyümesi açısından önemli bir işleve sahip olmaktadır.

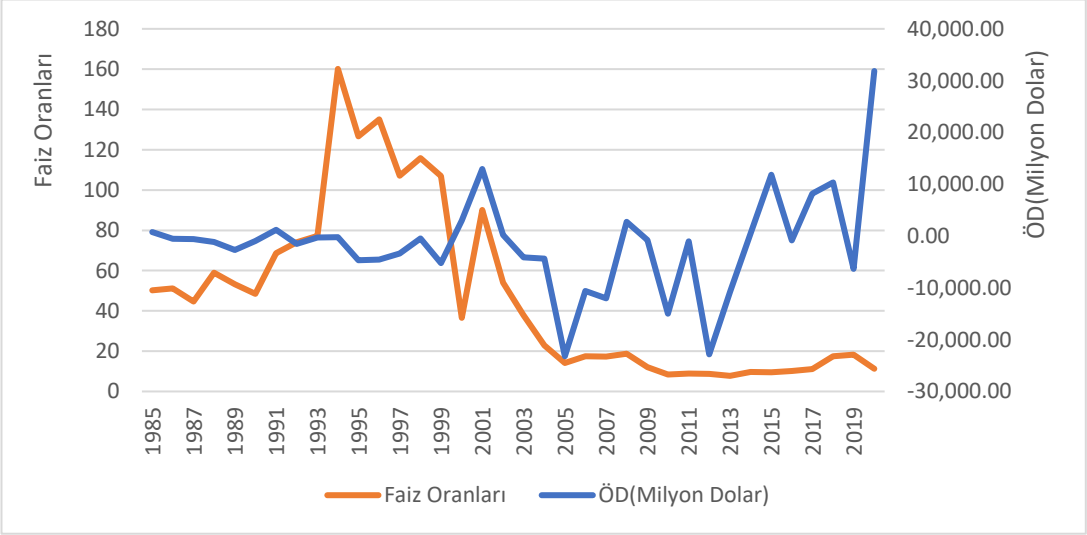
2.2.7. Ödemeler Dengesi

Ekonomide iktisat politikaları açısından önem arz eden hedeflerden biride ödemeler bilançosundaki dengenin sağlanması gelmektedir. Ödemeler dengesi uluslararası alanda bir ülkenin konumunun belirleyicisi olması açısından bir ülkenin temel hedefleri arasına girmiştir. Bu bağlamda ülkede uygulanan makroekonomik istikrar politikaları ödemeler dengesinin sağlanmasında etkili olmaktadır. Makro ekonomide istikrarın sağlanmasında önemli işlevleri olan faiz oranları ödemeler dengesi üzerinde sermaye hareketlerinin yönlendirilmesi, ithalat ve ihracat fiyatları aracılığıyla etkileyebilmektedir. Bu noktada bir ülkedeki faiz oranlarının seviyesi ödemeler dengesinin üzerinde aktif bir rol üstlenmektedir. Ekonomide genişleme dönemlerinde düşen faiz oranlarına bağlı olarak ülkeden sermaye çıkışlarının artmasına bağlı olarak dövize olan talebi artırması, döviz kurunu artış yönünde baskılamaktadır. Düşük faiz oranları sermayenin çıkmasına yol açarken ulusal paranın değerinin döviz kuruna bağlı olarak düşmesi yurt içi fiyatları yurt dışı fiyatlara göre düşük olmasına yol açacaktır. Düşük yurt içi fiyatlar diğer ülkeler bazında yurt içi mal ve hizmetleri cazip hale getirerek söz konusu ülkenin ihracatını artıracaktır. İhracatın artması ülkede üretim kapasitesini artırarak ekonomik büyüme sürecini hızlandıran bir süreci ifade etmektedir. İhracat artışına oranla ithal miktarı düşüş göstererek ödemeler dengesinin oluşmasıyla beraber farklı dönemlerde fazla vermesine yol açmaktadır. Ancak bu ilişki ülkenin sahip olduğu yapısal faktörlere, ülkenin gelişmişlik düzeyine ve dışa bağımlılığına göre değişkenlik gösterebilmektedir.

Ekonomide daralma dönemlerinde bu süreç, faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak döviz kuru düşme trendine girmektedir. Döviz kurundaki düşüş ülke para biriminin değerini artırması mukabilinde ülkedeki fiyatlar genel düzeyini dış aleme kıyasla daha yüksek olmasına yol açmaktadır. Bu noktada yurt içi mal ve hizmet fiyatlarının artması ihracat hacmini azaltmakta ve ödemeler dengesi açıklarını artırmaktadır. Bu noktada ödemeler dengesin sağlanması veya sürdürülebilir bir çerçevede olması ülke ekonomileri için uluslararası rekabet ortamında ülkenin konumuna doğrudan etkide bulunmaktadır. Günümüzde çoğu ülke sürdürülemez

boyutlara ulaşan ödemeler dengesi açıklarına karşı çözüm arayışları devam etmektedir. Faiz oranları ödemeler dengesi üzerinde ülkenin dış ticaretini ve sermaye akımlarını yönlendirmesi açısından önemli konulardan birini oluşturmaktadır. Bu noktada düşük faiz oranları seviyesinin ülke ihracat hacmini artırması aracılığıyla ekonomik büyüme sürecinde etkili bir değişken olarak görülebilir; ancak bu ilişki ülkenin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak farklı ülkelerde farklı sonuçlar doğurabilmektedir

Türkiye yapısı gereği cari açıklara bağlı olarak ödemeler dengesi sürekli açık veren bir trend izlemektedir. Bu bağlamda faiz oranları seviyesi ve döviz kuru etkileşimi çerçevesinde ülkenin ihracat ve ithalat hacmi üzerinde baskı oluşturması aracılığıyla ödemeler dengesi üzerinde etkili olabilecek bir görev üstlenmektedir. Bu süreç aşağıdaki grafik aracılığıyla incelenebilir.



Kaynak: Faiz oranları ve Ödemeler Dengesi Verileri TCMB EVDS'den Alınmıştır.

Şekil 9: Türkiye'de Faiz Oranları ve Ödemeler Dengesinin Yıllara Göre Dağılım (1985-2020)

Grafik incelendiğinde Türkiye'de ödemeler dengesinin sürekli dalgalı trende sahip olduğu görülmektedir. Türkiye yapısı gereği dış ticaret dengesine ve sermaye hareketliliğine bağlı olarak ödemeler dengesi konusu geçmişten günümüze tartışıla gelmiştir. Bu nedenle faiz oranları ve döviz kuru etkileşimine bağlı olarak ülkenin dış ticareti ve sermaye akımları üzerinde etkili olmakta ve bu durum ülkede ödemeler dengesinin oluşmasında etkili olmaktadır. Bu ilişki 1980'li yıları sonrası serbestleşme

hareketlerindeki artışa ve Türkiye ihracatının yüksek oranda ithal ara girdilere bağımlı olmasına bağlı olarak ödemeler dengesi açıkları genel bir sorun çerçevesinde gündeme gelmektedir. 1980 sonrası dönemde yükselen faiz oranları 1990'lı yılları takiben sürekli yükselmesine ve ihracata yönelik büyüme stratejisi uygulamalarına rağmen 1990'lı yıllar boyunca sürekli bir açık olduğu gözlemlenebilir. Bu ilişki özellikle 2001 krizinde faiz oranları artışına paralel olarak daha belirgin olarak gözlemlenebilmektedir. 2008 küresel krizi ve sonrası dönemde dış finansman koşullarındaki artışa bağlı olarak ödemeler dengesi açıkları göze çarpmaktadır. 2014 yılı sonrası dış ticaret dengesinde iyileşme sonrası açıkların düştüğü görülmüş ve bu düşüş 2016 darbe girişimine bağlı olarak tekrar artış gösterdiği gözlemlenebilir. 2018'de döviz krizi ve siyasi istikrarsızlıklara bağlı olarak ödemeler dengesinin açık verdiği gözlemlenebilmektedir.

Genel çerçevede değerlendirildiğinde Türkiye yapısı gereği sürekli olarak çeşitli yıllarda ortaya çıkan istikrarsızlıklara bağlı olarak faiz oranlarının yüksek trende sahip olmasına karşın dış ticaret ve sermaye hareketliliği hedeflenen boyuta ulaşamamıştır. Bu nedenle Türkiye ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması başta siyasi ve ekonomik istikrara bağlı olarak şekillenmekte ve bu amaca uygun olarak faiz oranlarının uygun seviyede belirlemesi gerekmektedir. Bu noktada faiz oranlarındaki değişimlerin ülkenin dış ticaret ve sermaye akımlarını yönlendirme etkisi bağlamında ödemeler dengesi üzerinde etkili olabilecek bir değişken olduğu söylenebilmektedir.

2.2.8. Sermaye Hareketleri

1980'li yıllar sonrası küreselleşme hareketlerindeki artışa paralel olarak ekonomik entegrasyon hareketlerinin hız kazanmasına bağlı olarak ülkeler arası serbestleşme hareketleri hız kazanmıştır. Serbestleşme hareketlerine paralel olarak artan sermaye akımları bir ülkeden diğer ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY) ve portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları 1980'li yılları sonrası serbestleşme hareketlerinin artmasıyla birlikte ülke ekonomileri için vazgeçilmez bir öneme sahip olmuştur. Bu açıdan DYSY, ülke içinde doğrudan satın alımları yani yabancı yatırımcının kontrol yetkisini beraberinde getiren yatırımları kapsamaktadır. DYSY giriş yaptığı ülkeye sermaye ve teknoloji transferi gerçekleştirmekte ve bu durum ülkenin rekabet gücünü artırması ve

üretim kapasitesini genişletmesine katkıda bulunmaktadır. Ancak DYSY ülke ekonomisi açısından olumlu etkileri olmakla birlikte yerel yatırım harcamalarını dışlama etkisine sahip olduğunu savunan kesimlerden eleştiriler almaktadır. DYSY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi literatürde tam olarak açıklığa kavuşturulamamıştır; ancak genel görüş DYSY'nin ekonomide yayılması yurt içi kaynaklarda artış gözlenmekte ve bu durumun yerli yatırımları artıracağı savunulmaktadır (Mokuolu, 2018: 35).

Sıcak para olarak bilinen portföy yatırımları, bir ülke ekonomisine spekülatif yatırım yapmak amacıyla gerçekleştirilen kısa dönemli sermaye akışını ifade etmektedir (Langdana, 2016 :41). Bu anlamda portföy yatırımları; tahvil, bono, hisse senedi ve finansal enstrümanlar aracılığıyla gerçekleşmektedir. Faiz oranlarının yüksek seyretmesi bu yatırımların cazip olmasını sağlamakta, düşük faiz oranları ise bu tür yatırımların ülkeden çıkmasına neden olmaktadır. Portföy yatırımları faiz oranlarına paralel bir seyir izlemektedir. Portföy yatırımları bu bağlamda yüksek faiz oranlarının hüküm sürdüğü zamanlarda miktar olarak artmaktadır. Ancak bu tür yatırımlar olası faiz oranlarının istikrarsızlığına ve makroekonomik istikrarsızlıklara bağlı olarak bir risk haline gelmekte ve bunun sonucunda sermaye akımlarının ülke dışına ani hareketi nedeniyle finansal krizlere yol açacağı düşüncesi portföy yatırımlarının kontrol altında tutulması gerektiği düşüncesini yaygınlaştırmıştır.

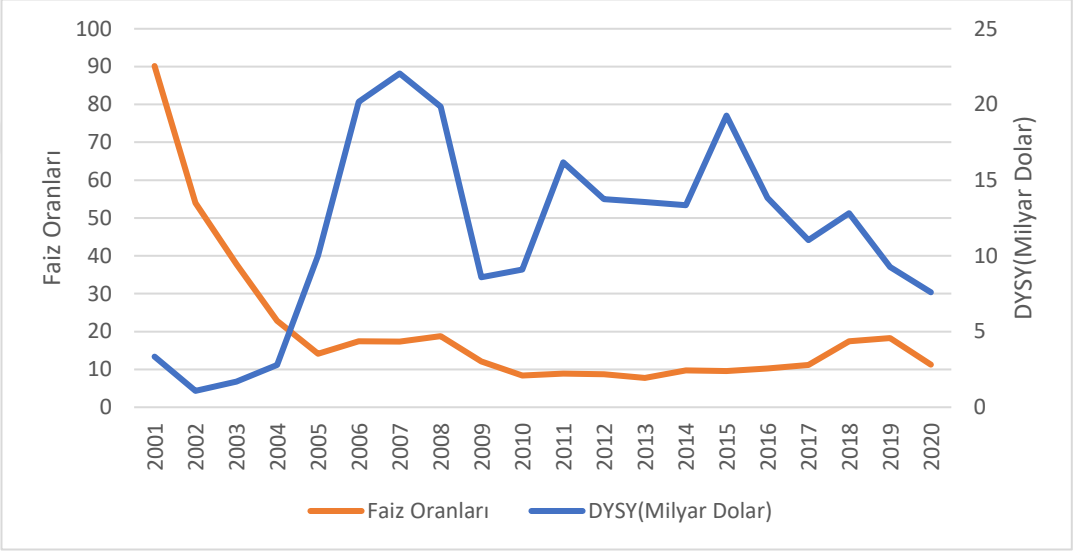
1980'li yılları sonrası sermaye hareketlerinin liberizasyonu sermaye akımlarının serbest hareket etmesine yol açmış ve küresel bir finansal sistem oluşmuştur. Sermaye akımlarının serbestleşmesi ülkeleri sermaye akımlarının yönünü kendi alanlarına çekme amacıyla ülkeler arasında bir rekabet ortamına sürüklemiştir. Bu bağlamda küresel sermaye hareketlerinin yönü söz konusu ülkedeki yurt içi faiz oranının dış ülkelere oranla yüksek olmasına ve ülkenin makroekonomik istikrar koşuluna bağlı olarak değişmektedir. Faiz oranlarının sermaye hareketlerini yönlendirmesi amacıyla özellikle dış sermayeye ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkeler tarafından bir politika aracı olarak kullanılmıştır. Bu çerçevede uluslararası sermaye entegrasyon hareketlerinin hız kazanmasına bağlı olarak herhangi bir ülkedeki faiz oranları küresel ölçekte uygulanan mali gelişmelere daha duyarlı hale gelmiştir (Ford ve Laxton, 1999: 77).

Gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelerle rekabet etmek ve yurt içi üretim ve gelir kapasitesini artırarak ülke refah düzeyini yükseltmek ve ekonomik kalkınmalarını gerçekleştirmek amacıyla dış yabancı sermaye akımlarını ülke içine çekmeye çalışmaktadır. Bu bağlamda yurt içi faiz oranlarının yurt dışı faiz oranlarından yüksek seyretmesi sermayenin getiri miktarını artırmakta ve sermaye yönü söz konusu ülkeye giriş yapmaktadır. Sermaye girişlerine bağlı olarak sermaye arz fazlası veya eksiği döviz kurları üzerinde etkili olmakta ve ülkenin ticaret dengesini değiştirmektedir. Bu noktada yüksek faiz oranları döviz kurunu düşürmesi aracılığıyla ihracat miktarının azalması ülke içinde üretim kapasitesini daraltmakta ve ekonomik büyüme sürecini sekteye uğratmaktadır. Ayrıca yurt içi tasarrufların yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkeler bu tür sermaye fonlarını ülkenin üretim kapasitesini artıracak şekilde kullanmaları gerekmektedir. Aksi taktirde borç geri ödeme zamanlarında hem yüksek faiz ödemeleri hem de kurlardaki artışa bağlı olarak sermaye maliyetleri kat kat artarak ekonomik krizlere yol açabilmektedir. Ayrıca bu tür kısa vadeli sermaye hareketleri veya yaygın isim olarak sıcak para hareketleri ülke içinde oluşabilecek çeşitli belirsizlikler aracılığıyla ani giriş ve çıkış yapabilmesi ülkenin dış şoklara karşı duyarlı olmasına ve kriz riskini tetikleyebilmektedir.

Küreselleşme sonrası bir ülkede ortaya çıkan krizin etkilerinin diğer ülkelere yayılması hızlanmış ve bundan dolayı sermaye akımlarının kısıtlanması gerektiği görüşü işlerlik kazanmıştır. Yüksek faiz ödemeleri yurt içi tasarrufları dış faiz ödemelerine gitmekte ve bu durum ülke kaynaklarının dışa aktarılması ülke üretim kapasitesini olumsuz şekilde etkileyeceği düşüncesi ön plana çıkmıştır. Kaynak dağılımı bu bağlamda yüksek faiz ödemeleri aracılığıyla gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülkelere kayarak dünya gelir dağılımını bozucu bir etkiye yol açmıştır. Bu nedenle daha uzun vadeli doğrudan sermaye akımları tercih edilmektedir. Bu gelişmeler ışığında yüksek faiz oranları sermaye girişleri artışlarına yol açabilmektedir; ancak dış ticaret açıkları ve yüksek faiz ödemeleriyle ülke kaynaklarının yurt dışına çıkmasına yol açmaktadır. Ayrıca sermaye girişindeki aşırı artışlar ülke içerisinde toplam talebi gereğinden fazla artırması sonucu ekonomide enflasyonist etkilerin artmasına yol açabilmektedir (Varlık, 2020: 1050). Bu açıdan yüksek faiz oranlarına bağlı olarak ülkenin uluslararası alanda rekabet gücünü düşürmesi ve ülkenin dışa olan bağlılığını artırmasına bağlı olarak ülke ödemeler

dengesi açıklarını kronik hale gelme riski oluşmakta ve bu yolla yüksek faiz oranlarının ekonomik büyüme sürecini olumsuz etkileyebileceği söylenebilmektedir.

Türkiye yapısı gereği diğer gelişmekte olan ülkeler gibi uluslararası alanda sermaye hareketlerini çekmek amacıyla yüksek faiz oranları politikası uyguladığı görülmektedir. Bu ilişki kapsamında ülkede genel anlamda faiz oranları seviyesinin sermaye hareketleri doğrultusunda şekillendiğine işaret etmektedir. Bu durum aşağıdaki grafikte detaylı olarak incelenebilir.



Kaynak: Faiz oranları TCMB EVDS, DYSY Dünya Bankasından Alınmıştır.

Şekil 10: Türkiye'de Faiz Oranları ve DYSY'nin Yıllara Göre Dağılım (2001-2020)

Türkiye'de DYSY'nin faiz oranlarına duyarlılığı 1980 sonrası serbestleşme hareketlerine ve faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak hareket ettiği gözlemlenebilir. Bu kapsamda faiz oranları seviyesinin sermaye hareketleri doğrultusunda şekillendiği düşüncesini destekler niteliktedir. Bu ilişki grafik incelendiğinde özellikle 2001 krizinde faiz oranlarındaki artışa bağlı olarak DYSY'nin faiz oranlarına duyarlılığı daha belirgin olarak gözlemlenebilmektedir. Bu ilişki 2002 de uygulanan güçlü ekonomiye geçiş programı sonrası faiz oranlarındaki düşüş ve ülkede istikrarın oluşması sermaye açısından olumlu beklentilere yol açması DYSY artırmış ve bu durum 2008 finansal krizine kadar devam etmiştir. 2008 finansal krizinde faiz oranlarının artmasına rağmen, DYSY'nin uluslararası daralma konjonktürüne bağlı olarak düşüş gösterdiği görülmektedir. 2009 sonrası uluslararası genişlemelere bağlı

olarak Türkiye'de faiz oranlarının diğer ülkelere kıyasla hala yüksek faiz oranlarına sahip olması neticesinde DYSY'yi artırdığı görülmektedir. 2018'de faiz artırımına bağlı olarak DYSY'nin artması çerçevesinde DYSY'nin faiz oranlarına duyarlılığı kapsamında ülkede yapılacak olası yatırım harcamalarını etkilemesi aracılığıyla ülke ekonomik büyüme sürecinde etkili olabilecek bir ilişkiye işaret etmektedir. Ayrıca dünya genelinde değişen konjonktüre bağlı olarak uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke risk faktörlerine bağlı olarak ülkelere verdikleri puan önemli olmakta ve Türkiye'nin hedeflediği puana sahip olamaması faiz oranlarının yüksek seviyede olmasına rağmen yurt içine beklenen sermaye miktarı artışını gerçekleştirememiştir.

2.2.9. Finansal Piyasalar

Finansal piyasalar ekonomide finansal enstrümanları arz ve talep eden kesimlerin karşılaştıkları piyasalardır. Bu açıdan finansal piyasalar, yurt içi potansiyel tasarruflar ve yurt dışından gelebilecek potansiyel tasarrufların finansal araçlar aracılığıyla yurt içi yatırım harcamaları için gerekli olabilecek kaynakları biriktirme görevi görmektedir. Finansal piyasaların bir ekonomide temel işlevi ekonomik birimlerin ihtiyacı olan fonları sağlamak amacıyla tasarruf fonlarını arz eden ve tasarruf fonlarını çeşitli harcamaları için talep edenlerin fon ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Bu bağlamda ekonomide fon kaynaklarının miktarının belirlenmesine ve fonlara ihtiyacı olan kesimin fonlara ulaşmasını kolaylaştırmaktadır. Bu açıdan finansal piyasalar, reel ekonominin tüm harcamaları için ihtiyaç duyduğu ödünç verilebilir fonları karşılayabildiği ölçüde ülkenin ekonomik büyümesine katkıda bulunabileceği gibi ülke tasarruflarının artmasına yol açabilmektedir.

Ekonomide üretim kapasitesini artıracak yatırım harcamalarının finansmanı için gerekli olabilecek fonların finansal piyasalarda birikmesiyle yatırım harcamaları için gerekli fonların veya kredilerin hızlı ve kolay şekilde ulaşılması neticesinde ekonomi canlanma gösterecektir. Finansal piyasalar ülkeler arası veya ekonominin sektörleri arasında yeni teknolojilerin yayılmasını sağlamakla beraber ve ödünç verilebilir fon miktarının artması için gerekli olan sermaye birikimi için fon tedarikinde birinci konumda olması yönüyle büyüme sürecinde aktif rol almaktadır (Cotis, 2005: 42). Ayrıca finansal piyasalar ekonomide toplam harcamalar için gerekli

olabilecek likit fonların yanında tasarrufların finansal sisteme çekilmesi amacıyla tasarruf sahiplerine enformasyon bilgisi sağlamakta ve tasarruf getirilerinin geri dönmemesine karşı risk yükleme görevlerini de üstlenmektedir. Ayrıca çeşitli finansal enstrümanlar aracılığıyla tasarruf sahiplerine portföy çeşitlenmesi sağlayarak risk faktörlerini dağıtmaktadır. Finansal piyasalar ekonomide tasarruf ve yatırım değişkenlerinin takibi açısından iktisadi politikalara yol gösterici görevini üstlenmektedir. Bu açıdan finansal piyasalarda istikrarsızlık olması ekonomide kaynak tahsisinin aksamasına, likidite sıkışıklığına ve uygun politikaların belirlenememesine yol açarak ekonomik büyümeyi baltalayabilmektedir. Bu açıdan ülke ekonomisi açısından finansal piyasalar önemli işlevler üstlenmektedir.

Finansal piyasaların serbestleşme konusu günümüzde hala tartışılan konuların başında gelmektedir. Piyasalara arz yönlü yaklaşan Klasik yaklaşım finansal piyasaların serbest hareket etmesi gerektiğini savunmuştur. Finansal piyasaların gelişmesi ve serbestleşmesi faiz oranlarını arz ve talebe göre belirleyerek tasarruf miktarının artmasına bağlı olarak yatırım harcamalarını artıracağını varsaymışlardır. Bu bağlamda tasarruf ve yatırım artışı ekonomik büyümeyi artıran bir olgu olmaktadır.

Talep yönlü politikaları savunan Keynes, finansal piyasaların kontrol altında tutulması gerektiğini savunmuştur. Bunun nedeni 1930 ekonomik buhranın nedenlerinden birinin finansal piyasaların serbest hareket etmesine bağlı olarak aşırı şişmesi sonucu ortaya çıktığını savunmasıdır (Erdem ve Dumrul, 2014: 49). Keynes, faiz oranlarının düşmesini yatırım harcamalarını artıran bir unsur olarak görmektedir. Çünkü klasiklerin aksine Keynes reel değişkenlerin parasal değişkenlerden etkilendiğini ileri sürmüştür. Tasarrufların harcanabilir gelirin fonksiyonu olarak görmüş ve faiz oranındaki değişikliklerin tasarrufları etkilemediğini savunmuş ve ekonomide yatırımların faiz oranı, sermayenin marjinal etkinliği ve beklentilere bağlı olarak şekillendiğini ileri sürmüştür. Ekonomide yatırım harcamalarının artması gelir artışına yol açmakta ve ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Keynes'e göre gelirin artması tasarruf miktarını artırabilir ancak tasarrufların artması tek başına ekonomik büyümeye yol açamayacağını savunmuştur.

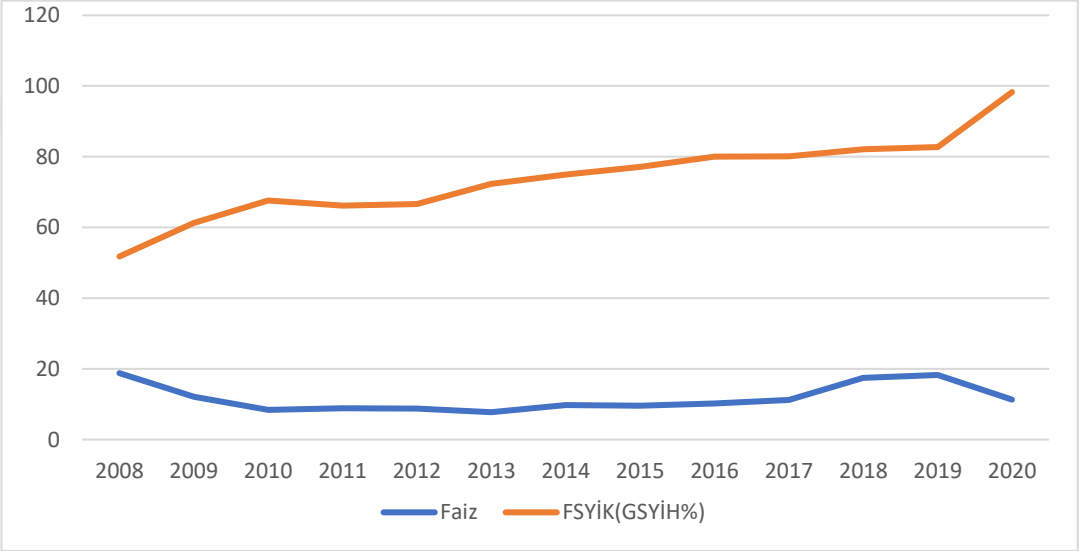
Finansal piyasalar ve tasarruf ilişkisi McKinnon (1973) ve Shaw (1973) hipotezi çerçevesinde şekillenmiştir. McKinnon-Shaw hipotezine göre finansal

piyasalara müdahale edilmesi, faiz oranlarına müdahale edilerek belirlenmesine yol açmaktadır. Faiz oranına müdahale edilmesi faiz oranlarını düşürmekte ve finansal piyasalara aktarılması gereken tasarrufları caydırıcı etki yapmakta, ödünç verilecek tasarruf fonlarını azaltarak sermaye birikiminin azalmasına yol açar. Sermaye birikimin azalması özelde yatırım harcamalarını genelde ise toplam harcamaları azaltarak ekonomik büyüme sürecini yavaşlatmaktadır. Bu bağlamda McKinnon-Shaw hipotezine göre finansal piyasalardaki serbestleşme hareketleri faiz oranlarını arz ve talebe göre belirlenmesine izin vererek tasarruf ve yatırımların denge içerisinde işlerlik kazanmasına yol açarak ekonomik büyüme sürecini canlandıracaktır. Ayrıca finansal piyasaların serbestleşmesi sonucu faiz oranının piyasada oluşması yurt içi tasarrufların artmasına yol açmakla beraber ekonomide yüksek hacimli yatırım harcamaları için gerekli finansmanı sağlayacak ve bu durum ülkenin dış sermaye bağımlılığını azaltmaktadır (McKinon 1973. Shaw 1973).

Merkez bankasının para politikaları gereği para arzı değişmekte ve faiz oranlarını etkileyerek finansal piyasalarda fon akımlarının belirlenmesine aracılık etmektedir. Bu yönüyle faiz oranları finansal piyasalar açısından tasarruf ve yatırım kanallarının belirleyiciliğinde etkin bir araç olmuştur. Faiz oranları ekonomideki tüm finansal sektör açısından vergi mükelleflerinin risk alması ve hisse senetleri de dahil olmak üzere finans sektörünün işleyişinde birçok etkileri bulunan temel değişkenlerden birini teşkil etmektedir (Wyplosz, 2013: 10). 2008 küresel finansal krizinde faiz oranları bazı gelişmiş ülkeler tarafından negatif seviyelerde belirlenmiştir. Negatif faiz oranları finansal piyasaların işleyişinde meydana getirdiği tahribat ekonomide finansal istikrarsızlık ortamının oluşmasına neden olabilecek bir etki doğurabilmektedir (Černohorská ve Darina, 2020 :39). Genel olarak bakıldığında yüksek faiz oranları seviyesi finansal piyasaların işlerliğini artırabilmektedir. Ancak yüksek faiz oranları tasarruf kesimi açısından bir geliri ifade etmesine karşın, harcama amaçlı olarak talep eden kesim için bir maliyet faktörünü oluşturması finansal piyasaların işlerliğini düşürücü bir etki yaratabilmektedir. Bu nedenle faiz oranlarının fon arz ve talebinin dengeye geldiği noktada belirlenmesi gerekliliğini doğurmaktadır.

Türkiye'de finansal piyasalar ekonomik sistem içerisinde önemli bir konuma sahip olmakta ve ekonomide faiz oranları ilişkisi bağlamında önemli bir konuma sahip

olmaktadır. Bu ilişki son dönemlerde oluşan finansal krizlerin ülkede kamu kesimi ve reel kesim üzerinde bozucu bir etkiye yol açmaktadır. Bu ilişki kamu kesiminde sorunlu kredi miktarını artırması bağlamında, reel kesimi ise yeni harcama amaçları bağlamında ihtiyaç duyulan kredi fon talebini ve borç geri ödeme gücünü kısıtlayıcı bir etki doğurmuştur (TCMB, 2002: 32). Bu ilişki bağlamında aşağıdaki grafikte Türkiye için Dünya Bankası tarafından oluşturulan, finans sektörü tarafından yurtiçine sağlanan kredi miktarının GSYİH oranı ve faiz oranlarının yıllara göre dağılımı verilmiştir.



Kaynak: Faiz oranları TCMB EVDS, FSYİK Dünya Bankasından Alınmıştır.

Şekil 11: Türkiye'de Faiz Oranları ve FSYİK'nin Yıllara Göre Dağılım (2008-2020)

Genel olarak grafik incelendiğinde finansal piyasalardan yurt içine sağlanan kredi oranının faiz oranlarının değişiminden etkilendiği söylenebilir. Türkiye yapısı gereği gelişmiş ve gelişmekte ülkelere kıyasla yüksek faiz oranlarına sahip olması nedeniyle finansal piyasaların işlerliğine bağlı olarak tasarruf fonlarını çekebilmektedir. Ancak bu ilişki McKinnon-Shaw hipotezi çerçevesinde ileri sürülen ilişki kapsamında olmadığı ve bu durumun en temel nedeninin ülkenin dış tasarruflara yönelmesi çerçevesinde hedeflenen boyutlara ulaşamadığı gözlemlenebilir. Bu açıdan 2008 finansal krizi sonrasında gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşebileceği en alt seviyeye düşmesi sonrası uluslararası alanda likidite bolluğunun varlığı dış borçlanma eğilimlerini arttırmıştır. Bu ilişki negatif faiz politikası çerçevesinde uluslararası

konjonktüre yön vermesi ve maliyeti düşük borçlanma sağlaması paralelinde ülkede 2008 sonrası faiz seviyesindeki düşüş oluşan rekabet ortamında ödünç verilebilir fonların artmasına yol açmıştır. Sonraki süreçte kredi hacmi, faiz oranına paralel doğrultuda hareket ettiği gözlemlenebilir. Borçlanma hacmindeki artış 2018 döviz krizinde dövize bağlı olarak artış göstermiş ve borç stoku olduğundan daha fazla bir boyuta taşınmıştır. Bu noktada ülke kaynaklarının döviz dalgalanmalarına bağlı olarak dış aleme transfer edilmesi sorunu bağlamında bir ülkede yurt içi tasarrufların finansal piyasalar aracılığıyla ekonomideki harcamalara kaynak oluşturması bakımından önemli bir tartışma konusunu oluşturmaktadır. Bu açıdan Türkiye'de yurt içindeki tasarruf fonlarının finansal piyasalar aracılığıyla ülkede harcamaların finansmanında kullanılması ekonomik faaliyetler açısından önemli görevler üstlenmekte ve bu noktada faiz oranlarının finansal piyasaları yönlendirici rolü kapsamında ülkede ekonomik büyüme sürecini etkileyebileceği savı güçlü bir etkileşimi ifade etmektedir. Bu ilişki Türkiye açısından hem tasarruf getirilerini hem de harcama maliyetlerinin finansmanı noktasında oluşmakta ve bu ilişki ekonominin üretken kesimi açısından önemli olmakta ve ekonomik büyüme sürecinde etkili olan bir ilişkiyi ifade etmektedir.

2.3. DÜNYA ÜLKELERİNDE EKONOMİK BÜYÜME VE FAİZ ORANLARI

Ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki tüm ülkeler bazında önemli bir etkileşimi belirtmekte ve bu ilişkinin varlığına ve yönüne göre ülkeler bazında çeşitlilik gösterdiği görülmektedir. Bu çeşitlilik ülkelerin sahip olduğu yapısal koşullara bağlı olarak faiz oranları ve ekonomik büyüme oranları farklılık göstermekte ve bu farklılığa bağlı olarak ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki farklılık göstermektedir. Bu ilişki çerçevesinde ülkede makroekonomik değişkenlerin sürdürülebilir makroekonomik istikrar çerçevesinde şekillenmesi ülkelerde uygulanacak iktisadi politikalar bağlamında bir amaç haline gelmiştir. İktisadi politikalar açısından ekonomik büyüme ve faiz oranları ilişkisinin farklı ülkelerde farklı sonuçlara yol açtığı görülmektedir. Bu farklılığa bağlı olarak ülkelerde ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişkinin karşılaştırmalı olarak incelenmesi ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişkinin varlığı noktasında

fikir üretilebilmesi açısından önemli olduğu için bu çalışmada E 7 ve G 7 ülkelerine ait ekonomik büyüme ve faiz oranları aşağıda tablolarda verilmiştir.

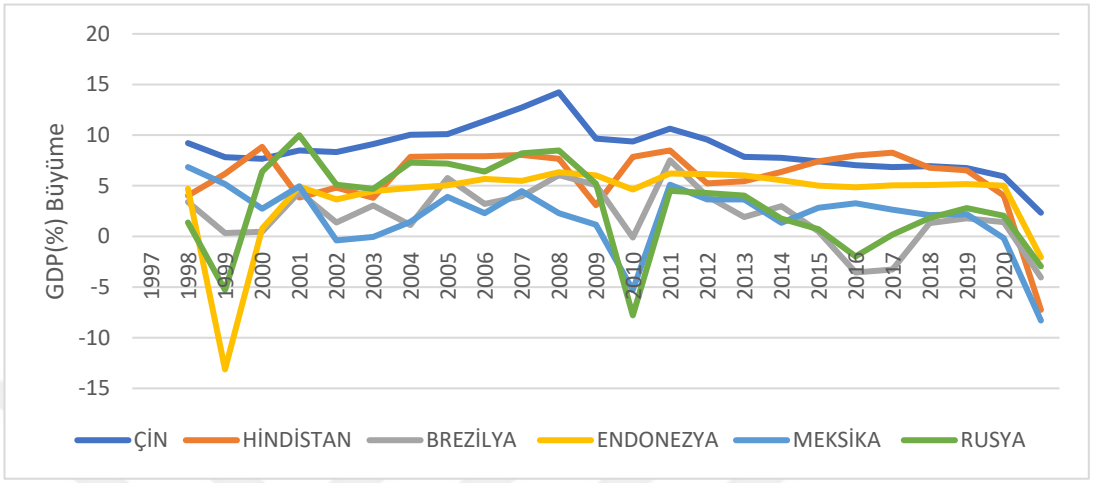
Tablo 1: E7 Ülkeleri Ekonomik Büyüme ve Faiz Oranları

	ÇİN		HİNDİSTAN		BREZİLYA		ENDONEZYA		MEKSİKA		RUSYA	
	GDP(%	BFO	GDP(%	BFO	GDP(%	BFO	GDP(%	BFO	GDP(%)	BFO	GDP(%)	BFO
1997	9.23	8.64	4.049	13.83	3.39	78.19	4.69	21.82	6.846	22.14	1.39	32.04
1998	7.84	6.39	6.184	13.54	0.338	86.36	-13.13	32.15	5.16	26.36	-5.29	41.79
1999	7.66	5.85	8.845	12.54	0.467	80.44	0.79	27.66	2.75	23.74	6.39	39.72
2000	8.49	5.85	3.84	12.29	4.38	56.83	4.92	18.46	4.94	16.93	10	24.43
2001	8.33	5.85	4.823	12.08	1.38	57.62	3.643	18.55	-0.404	12.80	5.1	17.91
2002	9.13	5.31	3.803	11.92	3.053	62.88	4.49	18.95	-0.039	8.21	4.69	15.70
2003	10.03	5.31	7.86	11.46	1.14	67.08	4.78	16.94	1.44	7.02	7.29	12.98
2004	10.11	5.58	7.922	10.92	5.759	54.93	5.03	14.12	3.92	7.44	7.19	11.44
2005	11.39	5.58	7.923	10.75	3.2	55.38	5.69	14.05	2.3	9.70	6.39	10.68
2006	12.72	6.12	8.06	11.19	3.96	50.81	5.5	15.98	4.49	7.51	8.2	10.43
2007	14.23	7.47	7.66	13.02	6.06	43.72	6.34	13.86	2.29	7.56	8.49	10.03
2008	9.65	5.31	3.086	13.31	5.09	47.25	6.013	13.60	1.143	8.71	5.19	12.23
2009	9.39	5.31	7.861	12.19	-0.12	44.65	4.62	14.50	-5.28	7.07	-7.79	15.31
2010	10.63	5.81	8.497	8.33	7.52	39.99	6.22	13.25	5.11	5.28	4.5	10.82
2011	9.55	6.56	5.241	10.17	3.97	43.88	6.16	12.40	3.66	4.91	4.3	8.46
2012	7.86	6	5.456	10.60	1.92	36.64	6.03	11.80	3.64	4.68	4.02	9.10
2013	7.76	6	6.386	10.29	3.004	27.39	5.55	11.66	1.35	4.27	1.75	9.47
2014	7.42	5.6	7.41	10.25	0.503	32.01	5.006	12.61	2.84	3.55	0.73	11.14
2015	7.04	4.35	7.996	10.01	-3.54	43.96	4.87	12.66	3.29	3.44	-1.97	15.72
2016	6.84	4.35	8.256	9.67	-3.27	52.10	5.033	11.89	2.63	4.75	0.193	12.60
2017	6.94	4.35	6.795	9.51	1.32	46.92	5.069	11.07	2.11	7.33	1.82	10.56
2018	6.74	4.35	6.532	9.45	1.783	39.08	5.17	10.54	2.19	8.04	2.8	8.87
2019	5.94	4.35	4.041	9.47	1.411	37.48	5.018	10.37	-0.176	8.43	2.032	8.75
2020	2.34	4.35	-7.25	9.15	-4.05	29.04	-2.069	9.54	-8.3	6.34	-2.95	6.78

Kaynak: Dünya Bankası

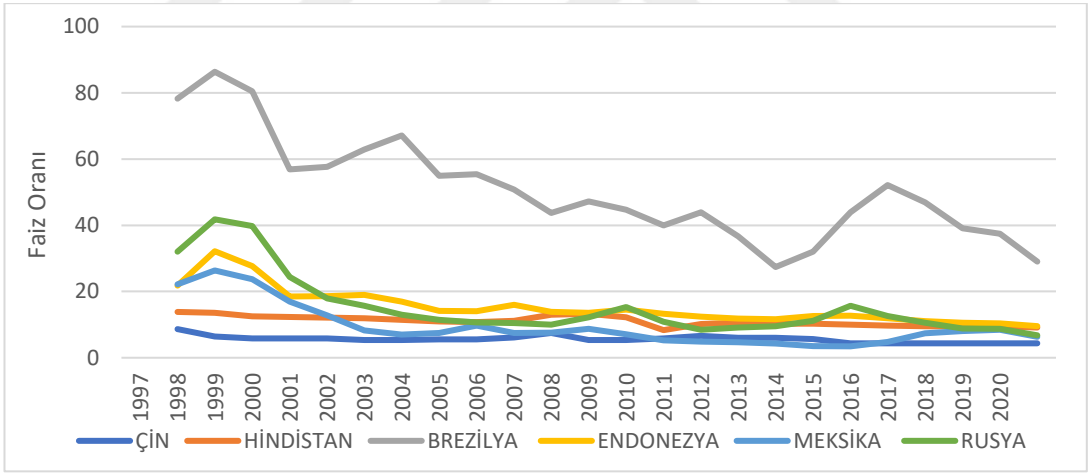
Genel olarak incelendiğinde Çin, Hindistan ve Endonezya da faiz oranları belirli bir seviyede hareket etmekte ve bu duruma bağlı olarak ekonomik büyüme oranlar belirli bir seviyede ve istikrar çerçevesinde hareket etmektedir. Brezilya, Rusya, Meksika; Türkiye'ye benzer olarak faiz oranlarındaki değişim istikrar koşulundan uzak ve ekonomik büyüme oranları dalgalı bir yapı göstermektedir. Bu çerçeveye bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları ekonomik büyüme

sürecinde etkili olabilecek bir faktör olarak görülebilmektedir. Bu ilişki aşağıdaki grafiklerde daha iyi incelenebilir.



Kaynak: Dünya Bankası

Şekil 12: E7 Ülkeleri Ekonomik Büyüme Oranları



Kaynak: Dünya Bankası

Şekil 13: E7 Ülkeleri Faiz Oranları

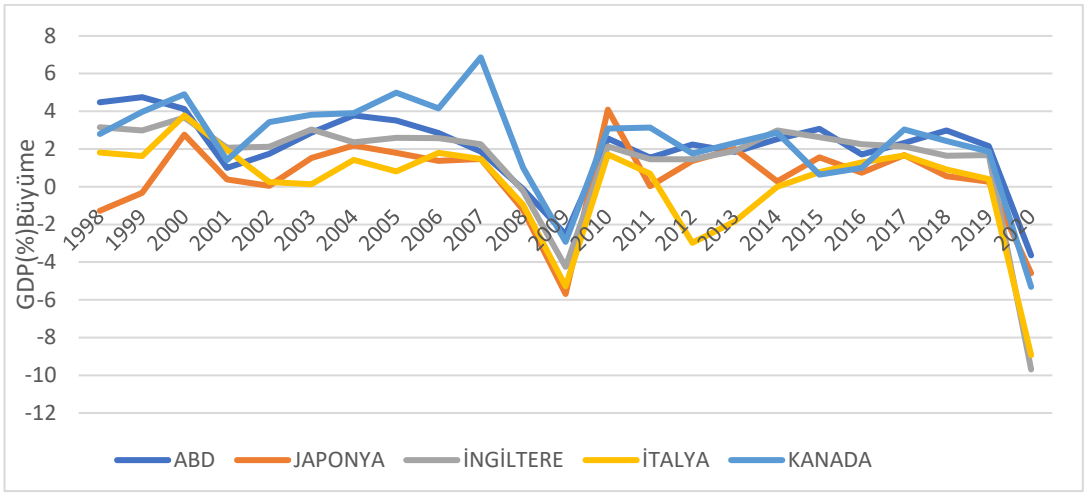
Gelişmiş ülkeler kapsamında faiz oranlarının gelişmekte olan ülkelere oranla daha düşük ve istikrarlı bir yapıda olması faiz oranları seviyesinin ülkelerin gelişmişlik düzeylerine bağlı olarak ekonomik büyüme sürecinde değişkenlik gösterebilmektedir. Bu ilişki çerçevesinde G7 ülkelerine ait ekonomik büyüme ve faiz oranları Tablo:2 de verilmiştir.

Tablo 2: G7 Ülkeleri Ekonomik Büyüme ve Faiz Oranları

	ABD		JAPONYA		İNGİLTERE		İTALYA		KANADA	
	GDP(	BFO	GDP(%	BFO	GDP(%)	BFO	GDP(%)	BFO	GDP(%	BFO
1998	4.48	8.35	-1.27	2.32	3.15	7.23	1.81	8.64	2.79	6.60
1999	4.75	7.99	-0.33	2.16	2.99	5.34	1.62	6.35	3.97	6.44
2000	4.12	9.23	2.76	2.07	3.67	5.96	3.78	7.02	4.91	7.27
2001	0.99	6.92	0.38	1.97	2.07	5.12	1.95	7.29	1.405	5.81
2002	1.74	4.68	0.041	1.86	2.12	4.00	0.25	6.54	3.42	4.21
2003	2.86	4.12	1.53	1.82	3.029	3.70	0.13	5.83	3.81	4.69
2004	3.79	4.34	2.18	1.77	2.35	4.38	1.42	5.51	3.91	4.00
2005	3.51	6.19	1.8	1.68	2.59	4.65	0.81	5.31	4.99	4.42
2006	2.85	7.96	1.37	1.66	2.58	4.64	1.79	5.62	4.16	5.81
2007	1.87	8.05	1.48	1.88	2.26	5.51	1.48	6.33	6.86	6.10
2008	-0.1	5.09	-1.22	1.91	-0.23	4.68	-0.96	6.84	1.007	4.73
2009	-2.5	3.25	-5.69	1.72	-4.24	0.64	-5.28	4.76	-2.92	2.40
2010	2.56	3.25	4.09	1.60	2.13	0.50	1.71	4.03	3.08	2.60
2011	1.55	3.25	0.023	1.50	1.45	0.50	0.7	4.60	3.14	3.00
2012	2.24	3.25	1.37	1.41	1.46	0.50	-2.98	5.22	1.76	3.00
2013	1.84	3.25	2.005	1.30	1.89	0.50	-1.84	5.14	2.32	3.00
2014	2.52	3.25	0.29	1.22	2.99	0.50	-0.004	4.87	2.87	3.00
2015	3.07	3.26	1.56	1.14	2.62	...	0.77	4.13	0.65	2.78
2016	1.71	3.51	0.75	1.04	2.26	...	1.29	3.50	1.001	2.70
2017	2.33	4.10	1.67	0.99	2.13	...	1.66	3.00	3.039	2.70
2018	2.99	4.90	0.55	...	1.65	...	0.92	2.68	2.42	...
2019	2.16	5.28	0.27	...	1.67	...	0.41	2.60	1.86	...
2020	-3.6	3.54	-4.58	...	-9.69	...	-8.93	2.33	-5.31	...

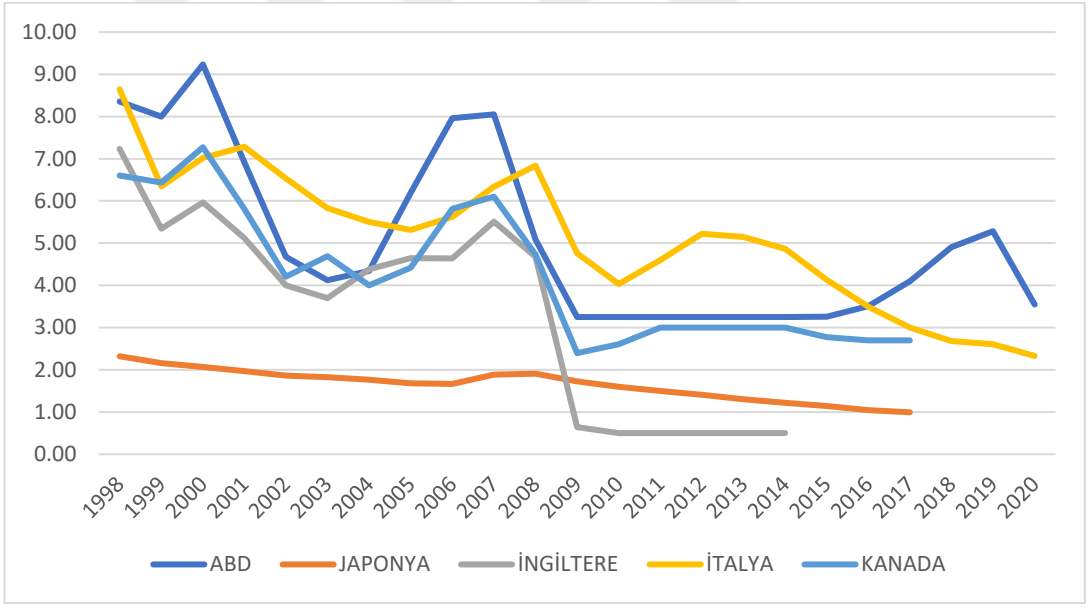
Kaynak: Dünya Bankası

G7 ülkeleri E7 ülkelerine kıyasla düşük ve daha istikrarlı faiz oranlarına ve büyüme oranlarına sahip olduğu gözlemlenmektedir. Bu düşüklük istikrarsızlık olarak algılanmamalıdır; çünkü gelişmiş ülkeler yapısal koşullarına bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha istikrarlı göstergelere sahip olmakta ve bu ilişki çerçevesinde faiz ve ekonomik büyüme ilişkisi gelişmiş ülkelerde farklı sonuçlar doğurabilmektedir. Bu ilişki çerçevesinde 2008 krizi ve sonrası G7 ülkelerinde küresel çapta daralma aşamasına geçmiş ekonomileri tekrar canlandırmak ve hedeflenen ekonomik büyüme hedeflerinin gerçekleşmesi amacıyla faiz oranları seviyesinde düşüş olduğu gözlemlenebilir. Bu ilişki aşağıdaki grafikler çerçevesinde incelenebilir.



Kaynak: Dünya Bankası

Şekil 14: G7 Ülkeleri Ekonomik Büyüme Oranları



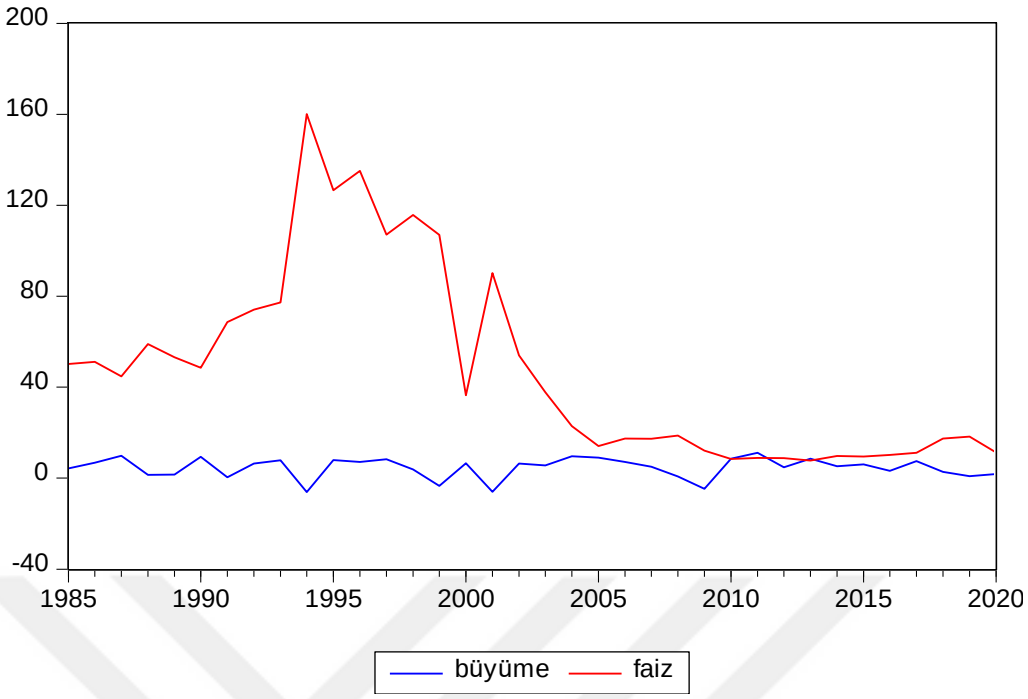
Kaynak: Dünya Bankası

Şekil 15: G7 Ülkeleri Faiz Oranları

2.4. TÜRKİYE'DE EKONOMİK BÜYÜME VE FAİZ ORANLARININ GELİŞİMİ

Türkiye ekonomisinin önümüzdeki dönemde gelişen ve değişen konjonktüre bağlı olarak istikrarlı bir yapıya sahip olması ve uluslararası arenada rekabet

edebilmesi açısından istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyümeye sahip olması gerekmektedir. Bu açıdan Türkiye, ekonomik büyüme sürecinin sürdürülebilirlik çerçevesinde ilerlemesi bağlamında gerekli ilgiyi göstermek zorundadır. Bu bağlamda istikrarlı bir iktisadi büyümenin nelere bağlı olduğu ve hangi aktörlerin ekonomik büyümeyi etkilediği olgusu gerçek anlamda tartışılmalı ve ülke yapısal koşulları çerçevesinde ekonomik büyümenin dinamik yapısı gereği ekonomide birçok değişkenden etkilenmesi nedeniyle ekonomide bu amaca uygun olarak politikalar geliştirilmelidir. Bu amaca bağlı olarak bu çalışma ekonomik büyüme süreciyle ilişkili olduğu düşünülen ve ekonomide makro istikrarın sağlanmasında etkili bir araç olarak kullanılan faiz oranları ve ekonomik büyüme etkileşimi ekonometrik yöntemler aracılığıyla araştırılmıştır. Bu amaca uygun olarak iktisadi büyüme ve faiz oranları arasında bir etkileşiminin olup olmadığı ve faiz oranlarının ekonomik büyümeyi hangi kanallardan etkilediği tartışılmıştır. Bu ilişki özellikle sürdürülebilir makroekonomik istikrarın sağlanması noktasında önemli olmakta ve ülkenin ekonomik büyüme ve kalkınma süreci üzerinde etkili olabilmektedir. Bu kapsamda ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişkinin varlığı ekonometri teknikleri aracılığıyla analiz edilmiştir. Ekonometri analizlerine geçmeden önce Türkiye'de ekonomik büyüme ve faiz oranlarının gelişimi incelenmiştir. Aşağıdaki şekilde Türkiye'nin ekonomik büyüme ve faiz oranlarının incelenen dönemde seyri verilmiştir.



Şekil 16: Türkiye'de Ekonomik Büyüme ve Faiz Oranlarının Yıllara Göre Dağılımı

Türkiye 1980'de 24 Ocak kararları sonrası serbestleşme hareketleri hız kazanmış ve finansal serbestleşmenin ilk adımı atılmıştır. Finansal serbestleşme hareketlerinin başlaması ekonomide faiz oranlarının serbest bırakılmasına ve merkez bankasının açık piyasa işlemleri uygulamasını başlatması ekonomide yeni yaklaşımları beraberinde getirmiştir.1980 ve sonrası dönemde dışa açılma politikaları bağlamında ekonomik büyüme sürdürülmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda 1980 yıllarında başlayan serbestleşme hareketleri Türkiye'de 1989 yılında yasal olarak sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine bağlı olarak sermaye akımlarındaki hareketlilik daha da hız kazanmıştır. 1989'da resmi olarak serbestleşme politikasına geçiş sonrası küreselleşme hareketlerinin yayılmasına bağlı olarak ülkede uygulanacak olan para ve faiz politikasının uluslararası konjonktüre bağımlı olarak belirlenmesine yol açmıştır. Türkiye bu doğrultuda uygulayacağı politikaları uluslararası konjonktüre bağlı olarak uygulamaya çalışmıştır.

1990'lar boyunca faiz oranlarındaki artışın nedenleri, ilk olarak kamu harcama finansmanının merkez bankasından temin edilmesinin durdurulması sonucunda kamunun iç borçlanma politikasına başvurması, ikincisi yüksek enflasyon

ve üçüncüsü sermaye hareketlerinin ülkeye girişini sağlamak amacıyla faiz oranları yüksek seyir izlemiştir. Ayrıca 1990'lı yıları takiben uygulanan sıkı para politikası ve yetersiz iç tasarruflardan dolayı kamu kesiminin fon ihtiyacının artması Türkiye'de faiz oranlarının sürekli artmasına yol açmıştır (Süslü, 2001: 5). 1994'te yüksek enflasyon ve iç borçlanma krizi nedeniyle ekonomide artan risklere bağlı olarak ülkeden sermaye çıkışını hızlandırmıştır. Türkiye bu dönemde sermaye çıkışlarının engellemesi amacıyla faiz oranları en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

Türkiye 1998'de dış konjonktüre bağlı olarak Asya ülkelerinden başlayan kriz ve Rusya'da meydana gelen krizlere maruz kalmış ve ani sermaye çıkışlarını kontrol etme amacıyla faiz oranları tekrar artmıştır. Bu bağlamda Türkiye'de 1980-2000 arası dönemde faiz oranları serbest piyasa şartlarında belirlenirken döviz kuru ekonomide kontrol edilmeye çalışılmıştır. 2000 yılına kadar yüksek enflasyon, yüksek kamu borcu devam etmiştir. 2000'li yılların başlarında düşme eğilimi gösteren faiz oranları 2001 krizinin derinleşmesiyle tekrar artış göstermiştir.

2001 krizinin temel etkenleri kamu açıklarının yüksek seyretmesi, bankacılık kesiminin yapısal sorunları ve bu dönemde ortaya çıkan siyasi istikrarsızlıklar gibi ülkenin iç unsurlarından kaynaklı etkenlere bağlı olarak ortaya çıkmıştır (Bahçekapılı, 2015: 118). Bu dönemde ülkede sermaye çıkışları hız kazanmış ve ülke finansman ihtiyacını karşılanması amacıyla faiz oranları tekrar artmıştır. Bu açıdan yaklaşıldığında 2001 krizi ve öncesi dönemlerde ülkenin ihtiyaç duyduğu sermaye kaynaklarının kıt olması ve sermaye ihtiyacının karşılanması için faiz oranlarının sürekli olarak yüksek olduğu bir ekonomik ortamın hüküm sürdüğü görülmektedir (Karagöl ve Ortakaya, 2014: 2). 2001 krizi sonrası dönemde IMF öncülüğünde güçlü ekonomiye geçiş programı sonrası faiz oranlarında kayda değer bir düşüş gözlemlenmiştir. Bu kapsamda IMF ile yapılan stand-by anlaşmaları ile Türkiye bankacılık kesimi güçlendirilmiş ve kamu açık ve borçlanma politikasının yapılandırılması ve 2002 örtük olarak 2006 resmen enflasyon hedefleme stratejisini benimsemesi enflasyon oranlarında düşüşü beraberinde getirmiştir. Ayrıca bu dönemde enflasyon hedefleme rejimiyle beraber faiz oranları merkez bankası tarafından enflasyonu kontrol etmek amacıyla kullanılmıştır. Bu dönemden sonra enflasyonun düşüş göstermesi faiz oranlarını da düşürmüştür.

Faiz oranlarındaki düşüş 2008 küresel krizi ve sonrasında sürdürülmüştür; ancak Türkiye'deki faiz oranları gelişmekte olan ülkeler içerisinde hala yüksek bir seyir izlediği görülmektedir. Bu durum Türkiye'nin uluslararası alanda risk taşıması nedeniyle sermaye ihtiyaçlarını karşılaması için faiz oranlarının dünya faiz oranları seviyesinin üzerinde belirlenmesine yol açmıştır. Bu açıdan yaklaşıldığında faiz oranlarının yüksek olması sebebiyle kamu kaynaklarının büyük kısmının faiz ödemelerine yönelmesi ülkede üretim ve yatırım harcamaları için gerekli olan fon kaynaklarını azaltmıştır (Yurdakul, 2009: 18). 2008 krizinden sonra para politikasında fiyat istikrarıyla beraber finansal istikrarında sağlanmasına yönelik politika araçları ortaya çıkmıştır. Bu açıdan TCMB kısa vadeli faiz oranlarının yanında politika aracı olarak zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması, likidite yönetimi gibi ekonomide birbirini tamamlayıcı olan çeşitli araçları da kullanarak makroekonomik istikrarı sağlamak amacıyla kullanmaya başlamıştır (TCMB, 2013: 12). Yeni yaklaşımlar çerçevesinde ekonomide reel, parasal ve finansal istikrar sağlanmaya çalışılmış ancak 2016 darbe yılı sonrası belirsizlik ortamına bağlı olarak sonraki süreçte 2018 yılında enflasyon ve döviz kurundaki oynaklık faiz oranlarının tekrar artmasına yol açmıştır. Bu artış 2020 yılında enflasyon seviyesini düşürmek, döviz kuru istikrarını sağlamak ve beklentilerin yönlendirilmesi gerekçesiyle düşüş gösterdiği gözlemlenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme sürecinin istikrarlı bir trend izlemesi özellikle yapısal değişimlere bağlı olarak oluşmaktadır (Rodrik, 2009: 11). Türkiye içinde bulunduğu koşullar gereği gelişmekte olan ülkeler gurubunda yer alması sebebiyle ekonomik kalkınma ve büyümesi yapısal değişimlere bağlı olarak şekillenmektedir. Bu açıdan Türkiye'de 1980 24 Ocak kararları sonrası dönemde Neo-Klasik yaklaşımın varsayımları çerçevesinde liberalleşme politikaları izlenmiştir. Bu açıdan 1980'den sonra istikrarın sağlanmasına yönelik olarak alınan 24 Ocak kararları ülkenin ihracata dayalı sanayileşme hareketlerine yönlendirilerek dışa açılma, enflasyonu kontrol altına alınması amacıyla daraltıcı para politikası uygulanması ve ülkede borçlanma ve ödemeler bilançosu açıklarının azaltılmasına yönelik olarak belirlenmiştir (Fırat, 2009: 504). Türkiye'de 1980 sonrası ekonomik büyüme süreci dışa açık büyüme modeli çerçevesinde şekillenmiş ve bu dönemden sonra ithal ikame yaklaşımı terkedilerek yerine uluslararası arenada rekabet edebilmek amacıyla

ihracata dayalı bir dışa açık büyüme modeli benimsenmiştir (Şiriner ve Doğru, 2005: 162). Dışa açık büyüme yaklaşımı çerçevesinde ihracat artışları hedeflenerek ihracat hacminin ülke ekonomisi içerisindeki oranı artırılmaya çalışılmıştır; ancak Türkiye'nin 1980 sonrası dönemde sanayisinin dışa bağımlı olması nedeniyle ithalat hacminin ihracat hacmini aşmasıyla dış açıkları artmıştır. Ayrıca Türkiye sanayisinin dışa bağımlı olmasının yanında daha çok emek yoğun ürünlere dayalı olması ihracatta beklenen artışı yeteri düzeye getirememiş ve ihracatın ithalata bağımlı olarak artığı gözlemlenmiştir.

Genel olarak 1980 sonrası başlayan ve 2001 krizine kadar ekonomik büyüme analizi çerçevesinde serbestleşme sonrasında kamu borç stoklarının artması, kamu borçlanma politikası sonucu yüksek seyreden faiz oranlarına bağlı olarak yatırım hacminin düşmesi, yüksek enflasyon ve serbestleşme sonrası dış ticaret açıklarının artması ve 1980 sonrası ülkede farlı dönemlerde siyasi istikrarın sağlanamaması sonucu Türkiye'nin uluslar arası alanda rekabet gücünde azalma olması nedeniyle büyüme süreci sürekli inişli çıkışlı bir yapıya sahip olmuştur. 2001 kriziyle Türkiye'de mevcut sistemin çökmesi büyüme oranlarının düşmesine yol açmıştır. 2001 krizi sonrası yeni sistem arayışları başlamış ve 2002 döneminde IMF öncülüğünde güçlü ekonomiye geçiş programı sonrası stand-by anlaşmaları çerçevesinde bankacılık sisteminin güçlendirilmesi ve örtük olarak enflasyon hedefleme stratejisinin belirlenmesi amacıyla faiz oranlarının Merkez Bankası tarafından fiyat istikrarı sağlamak amacıyla kullanılması ekonomik büyüme sürecini hızlandırmıştır. Bu kapsamda yeni ekonomik program sonucu fiyat istikrarının sağlanması ve 2002 sonrası siyasi alanda sağlanan istikrar ekonomik büyüme sürecinin 2008 küresel krizine kadar istikrarlı bir trend izlemesine yol açtığı görülmektedir.

Türkiye ekonomisinin 2008 küresel krizinden düşük çapta etkilendiği savunulsa da dünya genelinde olduğu gibi likidite sıkışıklığı ve uluslararası ticaretin kriz nedeniyle sınırlandırılması ekonomik büyüme oranlarında düşmeyi beraberinde getirmiştir. Büyüme oranlarındaki düşüş kriz sonrası dönemde devam etmiş ve 2010 yılı ve sonrası dönemde dünya genelinde artan düşük maliyetli likidite bolluğu nedeniyle borçlanma maliyetlerini düşürmesi ülke için gerekli olabilecek kaynakları artırmasıyla büyüme oranlarında tekrar bir artış meydana gelmiştir. Bu durum 2018

kadar sürdürülmüş ve bu dönemde siyasi istikrarsızlık nedeniyle döviz kurundaki dalgalanmalar döviz cinsinden borçlanmış olan kamu ve özel kesim borçlarını aşırı derecede artırmış ve ödemeler dengesi büyük çapta açık vermiştir. Türkiye'de yaşanan bu durum diğer gelişmekte olan ülkeler gibi dış finansman kaynaklarını büyük çapta bağımlı olması nedeniyle döviz kurundaki dalgalanmalar ülkede kriz riskini artırmaktadır. Zira 2018 yılında kamu ve özel sektörün döviz cinsinden borçlu olması nedeniyle döviz kurundaki artışa bağlı olarak ekonomide istikrarsızlıklara yol açmıştır. Borç stokunun artmasının yanında döviz kurundaki dalgalanmalar maliyet enflasyonlarına yol açmış ve enflasyon oranları tekrar artmaya başlamıştır. Bu dönemden sonra 2019 yılında yaşanan siyasi istikrarsızlık, enflasyon oranlarındaki artışların devam etmesi ve döviz kurundaki dalgalanmalar ekonomide belirsizliklere bağlı olarak ekonomik büyüme oranlarını düşürmüştür. 2020 yılı içerisinde enflasyon oranlarının yüksek olması ve yüksek enflasyon oranlarına karşı düşük faiz politikası izlenmesi ülke içerisinde kredi maliyetlerinin azalmasına yol açmıştır. Bu durum talep cephesinde artışlara yol açmasına bağlı olarak fiyat artışları devam etmiş ve dış ticarette enflasyona bağlı olarak Türkiye'de dış ticaret açıklarını daha da artırmıştır. Ayrıca bu dönemde ortaya çıkan korona virüs salgını dünya genelinde olduğu gibi Türkiye'de de ülke ekonomisini ciddi boyutlarda etkilemiştir. Bu durum özellikle uluslararası ticareti engellemesi ve ülkeler çapında yaşanan kapanmalar turizm sektörünü durma noktasına gelmesi yoluyla daha da belirgin hale getirmiştir.

Genel olarak enflasyon oranlarının yüksek olması ve küresel salgın nedeniyle faiz oranlarının düşürülmesi ekonomik büyüme oranlarında beklenen artışı sağlayamamış ve döviz kurlarında dalgalanmalara yol açmıştır. Buna bağlı olarak Türkiye ekonomisi 2020 yılında 1.8'lik büyüme oranını gerçekleştirmiştir. Bu bağlamda enflasyon oranlarında istikrar sağlanmadan faiz oranlarının düşürülmesi kredi hacminin artışına bağlı olarak kısa dönemde ekonomik büyüme oranlarında artış sağlayabilmekte; ancak bu politikanın izlenmesi hem enflasyon oranlarında artış ve hem de faiz oranlarındaki düşüşle beraber döviz dalgalanmalarına yol açması uzun dönemde ülke ekonomisinin kırılganlaşma riskini artırmaktadır. Bu durumda uzun dönemli büyüme oranları düşüş eğilimi göstermektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE EKONOMİK BÜYÜME VE FAİZ ORANLARI İLİŞKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

3.1. LİTERATÜR

Ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki tüm dünya genelinde tartışma konularının başında gelmektedir. Faiz oranlarının bir ekonomideki aktif rolü ülkenin ekonomik büyüme hedefine ulaşmasında etkili olup olmadığı ve bu ilişkinin iktisadi politikalar nezdinde geçerliliği ekonomide istikrarın sağlanmasında önemli bir konuma sahip olmaktadır. Faiz oranları dünya genelinde ülkenin ekonomik büyüme ve kalkınma hedefleri doğrultusunda belirlenmesi geçmişten günümüze birçok farklı görüş çerçevesinde farklı şekillerde tartışılmış ve birçok çalışmaya konu olmuştur. Söz konusu bu tartışmalarda ve yapılan çalışmalarda faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi farklı ülke guruplarında farklı sonuçlar doğurmuştur. Bu bağlamda bu çalışmada iktisadi büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki yapılan çalışmalar nezdinde sonuçları incelenmiştir. Bu amaca uygun olarak bu konuda uluslararası alanda yapılan çalışmalar şöyle özetlenebilir:

Adda ve Scorcu (1997) ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi 1960-1994 periyodunda OECD üyesi olan yirmi ülke verilerini panel seri metodu aracılığıyla test etmişlerdir. Basit bir indirgenmiş formda reel faiz oranı ve ekonomik büyüme arasında ters orantılı bir ilişkinin yanı sıra reel faiz oranındaki %1'lik bir artışın, ekonomik büyüme oranında ortalama yüzde 1/5 oranında bir düşüşe yol açtığı gözlemlenmiştir. Ayrıca çalışmada ekonomide uzun dönemde büyüme ve sermaye birikimi arasındaki pozitif bir ilişki bulunmasının yanında sermaye birikimi ve sermaye maliyeti arasındaki negatif ilişki ekonomide geleneksel görüşle uyum içerisinde olduğunu göstermiştir. Çalışmanın bir diğer önemli sonucu sanayi ülkelerinde çalışma dönemi içerisinde son on yıllarında uygulanan sıkı para politikası uygulamalarının yüksek faiz oranlarına yol açması aracılığıyla ekonomik büyüme sürecini yavaşlattığı sonucuna varmışlardır.

Obamuyi (2009) Nijerya'da 1970- 2006 periyodunda faiz oranları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi eş bütünleşme ve hata düzeltme modeliyle hem kısa hem de uzun dönemde incelemiştir. Analiz sonuçlarına göre faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemde negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu ve bu açıdan faiz oranlarındaki değişimlerin ekonomik büyüme üzerinde etkili olabileceği sonucuna varmıştır.

Obamuyi ve Olorunfemi (2011) Nijerya'da 1970-2006 periyodunda yıllık veriler kullanılarak mali reform ve faiz oranlarının ekonomik büyüme ilişkisini eş bütünleşme ve hata düzeltme metodu aracılığıyla araştırmışlardır. Araştırma bulguları çerçevesinde mali reform ve faiz oranlarının Nijerya'da ekonomik büyüme sürecinde önemli etkisi olduğu sonucuna varmışlardır. Faiz oranları ve ekonomik büyüme değişkenlerinin uzun dönemde ilişkili olduğunu göstermiştir. Ayrıca faiz oranları ve yatırım arasındaki ilişkiye bağlı olarak yatırım ve ekonomik büyüme ilişkisi nedeniyle faiz oranlarının ekonomik büyüme sürecinde önemli bir rol üstlendiği sonucuna varmışlardır. Bu açıdan ekonomik büyüme sürecinin faiz oranlarına karşı duyarlı olması gerektiği sonucuna varmışlardır.

Anaripour (2011) 2004-2010 yılları arasında 22 ülkenin panel verileri kullanılarak faiz oranı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Analiz sonuçlarına göre ülke gurubunda olan Almanya ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerde faiz oranı ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır; ancak nedensellik yönünün ekonomik büyümeden faiz oranlarına doğru tek yönlü olduğu sonucuna bağlı olarak çalışmada faiz oranlarındaki değişikliklerin ekonomik büyümeyi etkilemeyeceği savını ileri sürmüştür.

Udoka ve Roland (2012) Nijerya ekonomisinde faiz oranlarındaki dalgalanmaların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini çoklu regresyon tekniği olan en küçük kareler yöntemiyle test etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre Nijerya'da faiz oranları ve ekonomik büyüme ilişkisinin negatif yönlü olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Analiz sonuca bağlı olarak faiz oranlarındaki artışın ülke GSYİH'ni azaltması aracılığıyla reel sektör büyümesini engellediği sonucuna varmışlardır.

Saymeh ve Orabi (2013) 2000 – 2010 döneminde Ürdün'de faiz oranı, enflasyon oranı ve GSYİH'nin reel ekonomik büyüme üzerindeki etkisini Johansen eş bütünleşme testi aracılığıyla test etmiştirler. Analiz sonuçlarına göre çalışmanın kapsadığı dönem için faiz oranlarının Ürdün'deki ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğu ve bu ilişkinin çift yönlü olduğu sonucuna varmışlardır.

Bosworth (2014) yaptığı çalışmada faiz oranlarının uzun vadeli belirleyicilerini ve özellikle faiz oranlarındaki değişimler ile ekonomik büyüme oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Standart büyüme teorisinin önerdiği gibi büyüme ve faiz oranları arasında pozitif bir korelasyonun var olup olmadığını analiz etmiştir. Makale, sermaye piyasalarının küresel düzeyde son derece entegre olduğunu ve kapalı bir ekonomi çerçevesinde faiz oranlarını modellemenin, analiz etmenin veya tahmin etmenin çok az mantıklı olduğunu öne sürüyor. Dahası, reel faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında sadece zayıf bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Etale ve Ayunku (2016) 1985-2014 periyodunda Nijerya'da eş bütünleşme ve hata düzeltme modeliyle faiz oranları ve ekonomik büyüme ilişkisini test etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki bulunmuştur.

Çetin ve Aksoy (2016) finansal sistem içerisinde yer alan tasarruflar ve iktisadi büyüme ilişkisiyle beraber faiz oranları ve iktisadi büyüme ilişkisini analiz etmek amacıyla OECD ülkeleri ve gelişmekte olan ülkelerden elde edilen verileri Granger nedensellik analizi ile araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre her iki ülke gurubu içerisinde tasarruf ve ekonomik büyüme arasında ve tasarruf ve faiz oranları arasında bir ilişkiye rastlanmazken faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında her iki ülke gurubu farklı sonuçlar vermiştir. Bu sonuçlara göre gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında negatif yönlü bir ilişki varken OECD ülkelerinde bu ilişkinin pozitif yönlü olduğu sonucuna varmışlardır.

Araujo (2017) yaptığı çalışmada faiz oranları, işsizlik, işgücüne katılım oranları, gölge faiz oranları, hisse senedi piyasası performansı ve tahvil piyasası performansı gibi GSYİH büyümesini etkileyecek değişkenleri kullanarak bu değişkenlerin GSYİH büyümesi ile etkileşimlerini analiz etmiştir. ABD, Avrupa

Birliği ve Japonya'ya ait değişkenler, zaman serisi analizine bağlı regresyon yöntemi aracılığıyla değişkenler arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Tahmin edilen regresyonların üçte ikisi için faiz oranları ile GSYİH büyümesi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve faiz oranı katsayısı için pozitif sayılabilecek bir ilişki bulunamamıştır. Çalışmanın diğer sonuçlarına göre Avrupa ve Japonya'daki işsizlik oranının ve tahvil piyasası performansının GSYİH büyümesiyle olumlu bir ilişkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Low ve Chan (2017) Malezya'da ekonomik performansın değerlendirilmesinde etkili olan gayrisafi yurt içi hasıla (GSYİH), döviz kuru, enflasyon oranı ve faiz oranı gibi makroekonomik değişkenler arasındaki dinamik ilişkiyi 1997-2016 periyodundaki verileri kullanarak eş bütünleşme, vektör hata düzeltme ve nedensellik analizi metoduyla analiz etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre GSYİH ve döviz kuru arasında pozitif bir ilişki, GSYİH- faiz oranları ve GSYİH-enflasyon arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu bağlamda ekonomik büyüme ve faiz oranları arasında negatif ilişkinin varlığı yüksek faiz oranlarının ekonomik büyüme oranlarını düşürücü yönde etkilediği sonucuna varmışlardır.

Ünal ve Uçan (2018) para politikasının alternatif bir aracı olarak literatüre giren negatif faiz oranı politikasının gelişmiş küresel ekonomilerde ve kırılgan ekonomiler kapsamında etkileri analiz edilmiştir. Bu kapsamda 1995-2016 dönemlerine ait veriler panel ARDL sınır testi aracılığıyla analiz edilmiştir. Bu ilişki çerçevesinde gelişmiş küresel ekonomiler ve Türkiye'nin de aralarında bulunduğu finansal olarak istikrarsız bir yapı sergileyen ekonomilerde faiz oranındaki değişimlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz ederek negatif faiz oranı politikasının uygulanabilirliği konusu tartışılmıştır. Analiz sonuçlarına göre negatif faiz uygulayan gelişmiş ülke ekonomilerinde faiz ve büyüme arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı ve negatif; faiz oranlarının ekonomik büyümeyi hızlandırabilirken gelişmekte olan ülkelerde bu etki daha ileri bir zamanda gerçekleşme olasılığına sahip olduğuna karar verilmiştir. Ayrıca gelişmekte olan ülke guruplarında negatif faiz oranı politikasının uygulanması çeşitli riskleri beraberinde getirdiği de vurgulanmıştır.

Lee ve Werner (2018) yaptıkları çalışmada ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya'da Faiz Oranları ile nominal GSYİH büyümesi arasındaki ilişkiyi test

etmişlerdir. Faiz oranları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin hem makro ekonomik politikaların etkin uygulanması için hem de ekonomide mevcut tartışmalara temel sağlaması açısından önemli bir ilişki olması sebebiyle analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında genel kabul görmüş negatif yönlü bir etki olmadığı aksine uzun ve kısa dönem faiz oranları ve ekonomik büyüme paralel doğrultuda hareket etmekte ve pozitif etkileri olabileceği sonucuna varmışlardır.

Obim ve diğ. (2018) Nijerya'da faiz oranları politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini 1990-2016 periyodunu kapsayan verileri kullanarak en küçük kareler metodu (OLS) çerçevesinde analiz etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre Nijerya'da faiz oranlarının ekonomideki diğer değişkenleri uyarması sonucunda ekonomik büyümeyi etkileyen bir araç olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca faiz oranlarındaki artışın ekonomide tasarruf miktarının artışını teşvik edeceğini ve tasarruf miktarındaki artışın bankacılık kesimine daha fazla fon sağlayarak, harcamalar için gerekli olabilecek kaynakları artırması aracılığıyla ekonomik büyümeyi artıracağı sonucuna ulaşmışlardır.

Moyo ve Le Roux (2018) 1990-2015 dönemi için SADC ülkelerindeki faiz reformlarının tasarruf ve yatırımlar aracılığıyla ekonomik büyüme üzerinde nasıl bir etkiye sahip olabileceğini analiz etmişlerdir. Analizde üç spesifik form kullanılmıştır. Birincisi faiz reformlarının tasarruflar üzerindeki etkisini saptamak, İkincisi tasarrufların yatırımlar üzerindeki etkisi incelemek ve üçüncüsü yatırımların ekonomik büyümeyi pozitif yönlü etkileyip etkilemediğini analiz etmek için uygulanmıştır. Analiz birikmiş Ortalama Grup (PMG) tahmin tekniği ve seriler arasındaki ilişkiyi saptayabilmek amacıyla ülkeleri tek tek ARDL sınır testi uygulanmıştır. İncelenen çoğu ülkede her üç formda ilişkiler tespit edilmiştir. Bunun yanında faiz reformlarının yatırım ve tasarruf kanalıyla ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna varılmıştır. Ayrıca reel faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesi gerektiği önerilmekte ve müdahaleler sonucu düşük düzeylerde tutulan reel faiz oranları ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceğini vurgulamışlardır.

Azırı (2019) Makedonya'da 1993-2013 yıları arasında ekonomide faiz oranlarının oluşumu ve etkilerinin ekonomik büyüme ve ekonomik aktiviteler

arasındaki ilişkiyi regresyon analizi ve en küçük kareler tahminini (OLS) kullanarak analiz etmiştir. Bulgular Makedonya Cumhuriyeti'nde faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında yakın ve negatif yönlü bir ilişki olduğunu destekler niteliktedir.

Shaukat ve diğ., (2019) geçiş ekonomilerinde faiz oranları ve ekonomik büyüme arasındaki negatif ilişkiyi tahmin etmeye çalışmışlardır. Buna bağlı olarak farklı geçiş seviyelerine sahip 38 ülkenin 1996-2015 periyodunda panel veri metodunu kullanarak analiz etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre yurtiçi ve yurtdışı yatırımlar, beşerî sermaye, ticarete açıklık, döviz kuru, enflasyon, kurumsal güç, siyasi istikrarsızlık ve yolsuzluk kanalları aracılığıyla reel faiz oranları ve ekonomik büyüme arsında ters bir ilişki bulunmuştur. Faiz oranları çeşitli kanallar aracılığıyla ekonomik büyüme hızını yavaşlatmakta ve bundan dolayı bir ekonomide faiz oranlarının düşük seviyelerde belirlenmesini önermişlerdir.

Fitriani ve Ekuitas (2019) Endonezya'da faiz oranları ve enflasyonun ekonomik büyüme üzerindeki etkileri betimsel analiz ve regresyon analizi metodu kullanılarak analiz edilmiştir. Betimsel analiz sonuçlarına göre enflasyon ve faiz oranlarının ekonomik büyümenin açıklanmasında etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Regresyon sonuçlarına göre Endonezya'da enflasyonun ekonomik büyümeyi pozitif etkilerken faiz oranlarının ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır. Bu bağlamda faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında ters ilişki tespit edilmiştir. Faiz oranlarının yükselmesi ekonomik büyümeyi düşürecek tersi durumda artırma eğilimine yol açacaktır.

Sang (2019) 2009 -2018 yılları arasında Vietnam'da para politikasının ekonomik büyüme ilişkisini VAR metoduyla analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre ekonomik büyüme ve para politikasının değişkenleri arasında ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda para arzı ve ekonomik büyüme pozitif bir ilişki içerisinde olmalarına karşın kısa ve uzun dönem faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında negatif ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Bu bağlamda faiz oranlarının düşmesi ekonomik büyümeyi artırıcı bir etki doğurmaktadır.

Černohorská ve Kubicová (2020) 2009-2018 dönemi için, İsveç, Danimarka ve İsviçre sanayi bölgelerinin gelişme oranlarının seyri alanında gerçekleşen

gelişmeleri analiz etmişlerdir. 2008 küresel krizinden sonra söz konusu ülkelerin merkez bankaları, ekonomik büyümeyi yeniden canlandırmak için negatif faiz oranları politikası uygulayan bu ülkelerde ekonomik aktiviteler ve faiz oranları etkileşimini uzun ve kısa dönem periyodları çerçevesinde Engle- Granger eş bütünleşme testi ve Granger nedensellik testi aracılığıyla araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre 2009-2018 dönem aralığında İsveç, Danimarka ve İsviçre'de uzun dönemde faiz oranları ve ekonomik aktiviteler arasında bir ilişki bulunamamıştır; ancak bu ülkelerde kısa dönem analizi çerçevesinde faiz oranları ve GSYİH arasında bir bağlantının var olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Kısa dönemde merkez bankası tarafından faiz oranlarının düşürülmesi toplam talepte artış meydana getirerek ekonomik aktiviteleri canlandırdığı sonucuna varmışlardır.

Alkhawaldeh ve diğ. (2020) Ürdün'de 1970-2019 dönem aralığına ait verileri kullanarak uzun dönemli ilişkiyi araştırmak için Gregory ve Hansen tarafından geliştirilen eş bütünleşme metoduyla vergi ve faiz oranlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz etmişlerdir. Analiz bulgularına göre Ürdün'de faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında negatif yönlü, vergi ve ekonomik büyüme arasında hem kısa hem de uzun dönemde pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre düşük faiz oranları ekonomik faaliyetleri artırarak ekonomik büyümeyi artırıcı bir etkiye sahip olacağını vurgulamışlardır.

Njie ve Badjie (2021) 1993-2017 döneminde faiz oranlarının Gambiya'daki ekonomik büyüme üzerindeki uzun ve kısa dönem etkilerini Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) aracılığıyla araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına bağlı olarak faiz oranlarının uzun dönemde Gambiya ekonomisinin performansı üzerinde olumsuz bir etkisinin var olduğu tespit edilirken, kısa vadede Gambiya özelinde faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin olmadığı sonucuna varmışlardır.

Türkiye'de ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki makroekonomik istikrar açısından önemli bir konumdadır. Bu önem özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından ülkenin dış sermaye bağımlılığı çerçevesinde daha da önemli bir konuma gelmiştir. Ayrıca Türkiye'de geçmişten günümüze faiz oranlarının genel çerçevede sermaye hareketlerine bağlı olarak belirlenmesi ülke kalkınma ve büyüme hedeflerinin belirleyici aktörü konumuna getirmiştir. Bu ilişki

kapsamında Türkiye'de faiz oranlarının, yatırım, tasarruf, enflasyon, döviz kuru, ödemeler dengesi, sermaye hareketleri ve finansal piyasaları üzerinde etkide bulunması çerçevesinde ekonomik büyüme sürecini etkilemesi sürdürülebilirlik açısından önemli bir sorunu ifade eder duruma gelmiştir. Bu çalışma bu açıdan ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişkinin varlığı noktasında literatüre kaynak oluşturması ve ülkenin makroekonomik değişkenlerinin faiz ve ekonomik büyüme ilişkisi bağlamında nasıl şekillendiği amacıyla yapılmıştır. Bu sürece paralel olarak Türkiye bağlamında, yapılan çalışmalar şu şekilde özetlenebilir:

Yamak ve Tanrıöver (2009) Türkiye'de uzun ve kısa vadeli faiz oranları arasındaki fark olan getiri farkı ve ekonomik büyüme oranları arasında bir ilişki olup olmadığı ve eğer varsa ilişkinin yönü analiz edilmiştir. Bu amaca uygun olarak çalışmada 1990-2006 dönemine ait üçer aylık reel GSYİH ile 3 ve 12 aylık vadeli mevduat faiz oranları ve kontrol değişkeni olarak enflasyon oranları kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre Türkiye'de gelecek dönem büyüme oranlarının hem faiz oranlarından hem de getiri farkından etkilendiği yönünde bulgular elde edilmiştir.

Torun ve Karanfil (2016) 1980-2013 periyodunda Türkiye'de faiz oranı, reel döviz kuru ve GSYİH değişkenlerinin enflasyon üzerindeki etkisini Johansen eş bütünleşme, Granger nedensellik ve varyans ayrıştırma yöntemleriyle analiz etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre uzun dönemde değişkenlerin birbiriyle ilişkili olduğu sonucuna varmışlardır. Analiz bulgularına göre faiz oranları ve GSYİH dan enflasyon oranına doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu tespit edilmiştir. Ek olarak çalışmada faiz oranları ve GSYİH arasında çift yönlü nedensellik ilişkisin var olduğu sonucuna varmışlardır.

Uçak ve Şahan (2019) 2006:01-2017:12 periyodunda aylık veriler aracılığıyla eş bütünleşme testi, vektör hata düzeltme modeli, Granger nedensellik testi ve VAR modeli denklem analizi metodu kullanılarak Türkiye ekonomisindeki faiz oranlarının; ekonomik büyüme oranları, döviz kuru ve enflasyon üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre faiz oranlarındaki %1'lik artış ekonomik büyüme oranında %0.27, enflasyonda %0.49' ve döviz kurlarında %0.32'lik, bir azalışa yol açtığı sonucuna varmışlardır. Analiz sonuçlarına göre Türkiye'de incelenen

dönemde faiz oranlarındaki artışın ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Savrul ve Özenç (2020) Türkiye'de faiz oranları ve GSYİH değişkenleri arasındaki ilişkiyi 2002-2018 periyodu kapsamında, çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi, Granger nedensellik testi ve FMOLS (Full Modified OLS) tekniği aracılığıyla araştırmışlardır. Yapılan testlere bağlı olarak faiz oranı ve GSYİH arasında istatistiksel olarak önemli ve negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Ayrıca Granger nedensellik testi bulgularına göre faiz oranlarından GSYİH'ye doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmezken, GSYİH'den faiz oranlarına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

3.2. EKONOMETRİK ANALİZ

3.2.1. Model ve Veri Seti

Bu çalışma Türkiye'de 1985 ile 2020 dönemleri arası ekonomik büyüme ve faiz oranları ilişkini incelemek amacıyla yapılmıştır. Bu amaca bağlı olarak çalışma, ekonomik büyüme değişkeninin bağımlı ve faiz oranları değişkeninin bağımsız olduğu bir model çerçevesinde zaman serileri analizinden yararlanılarak aşağıdaki denklem bağlamında analiz edilmiştir.

$$BO = \beta_0 + \beta_1(\mathrm{i}) + \varepsilon_t$$

Yukarıdaki modelde (BO) ekonomik büyüme oranlarını, (i) faiz oranlarını ve (ε_t) hata terimini göstermektedir. Bu çalışmada kullanılan 1985-2020 ekonomik büyüme verileri, reel GSYİH'den elde edilen yüzdesel artış oranları Türkiye İstatistik Kurumundan alınmıştır. Faiz verileri, devlet iç borçlanma senetlerine uygulanan ortalama yıllık bileşik faiz oranı (DİBSF) verileri olup, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) derlenmiş yıllık veriler kullanılmıştır.

3.2.2. Yöntem

Analize zaman serilerinin durağanlıklarını test etmek amacıyla ilk olarak birim kök analizi yapılmıştır. Analiz sonucu serilerin durağanlık derecelerinin farklı mertebelerde oluştuğu tespit edilmiştir. Serilerin farklı mertebelerden durağan olması

nedeniyle eş bütünleşme analizi Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılarak analiz edilmiş ve analize bağlı kısa ve uzun dönem katsayıları tahmin edilmiştir. Son olarak iktisadi büyüme ve faiz oranları arasındaki nedensellik ilişkisi Toda&Yamamoto nedensellik testi aracılığıyla test edilmiştir.

3.2.3. Birim Kök Analizi

Modelde kullanılan seriler arasında istatistiksel ilişkilerin doğru tahmin edilebilmesi için serilerin birim kök içermemesi ve durağanlıkları beklenen bir durumdur. Bu açıdan zaman serilerinin durağan olması serilere ait ortalama ve varyansın zamana bağlı olarak değişmediğini yani sabit olduğunu göstermektedir (Gujurati, 2011: 206). Bu durum serilerde zaman içinde dalgalanmalar oluşsa da tekrar dengeye geleceğini ifade eden bir süreçtir. Bu nedenle eş bütünleşme analizlerine başlamadan önce ilk olarak serilerin durağanlık analizlerinin yapılması gerekmektedir; çünkü serilerin durağan sürece girmeden analize dahil olması durumunda yapılan regresyon analizlerinde sahte regresyon sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle sahte regresyon sorununu çözmeden doğru bir analiz yapılmasının söz konusu olmadığı için bu sorunun çözümü için birim kök testlerinden yararlanılmaktadır. Durağanlığın araştırılacağı seri γ_t olduğunda birim kök testi için regresyon denklemi aşağıdaki denklemle ifade edilmektedir.

$$Y_{t=}pY_{t-1} + U_t$$

Bu denklemden yola çıkarak istatistiksel olarak P parametresinin bire (p=1) eşit olması serilerin durağan olmayan bir düzeyde ve birim kök içerdiği sonucuna ulaşılmasını sağlamaktadır. Bu denklemi aşağıdaki formda da göstermek mümkündür

$$\Delta Y_t = (p-1)Y_{t-1} + U_t$$

$$= \delta Y_{t-1} + U_t$$

Bu denklemden anlaşılacağı üzere birim kök testlerinin sınanması için araştırılacak parametresinin δ parametresinin sıfıra eşitliği test edilerek sonuca ulaşılmasını gerekli kılar. Bu çalışmada Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) (1981) ve

Phillips-Perron (1988) tarafından geliştirilen birim kök testleri uygulanarak serilerin durağanlıkları test edilmiştir.

3.2.3.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Dickey-Fuller (1981) tarafından geliştirilen bu test hata terimlerinin istatistiksel olarak birbirinden bağımsız olarak dağıldığını ve sabit varyansa sahip olduklarını varsayan bir alt yapıya dayanır ve temelde aşağıdaki üç model çerçevesinde test edilmektedir.

$$\Delta Y_t = \delta\, Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \delta_i\ \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \qquad (1)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \delta\, Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \delta_i\ \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (2)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \delta\, Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \delta_i\ \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (3)$$

Birinci model sadece gecikmeli değerin olduğu kalıp, ikinci sabit parametrenin olduğu kalıp ve üçüncü model sabit parametre ve deterministik trend içeren kalıp şeklinde formülize edilmiştir. Bu bağlamda Y_t bağımlı değişkeninin gecikmeli değerlerinin t istatistiği ADF test istatistiğini ifade etmekte ve ADF test istatistiği Mac Kinnon (1991) tarafından geliştirilen kritik değerler ile karşılaştırılarak serilerin durağanlık veya serilerin birim kök içerip içermediği analiz edilir. Temel hipotez (H_0) serilerin birim köke sahip olduğunu, alternatif hipotez (H_1) ise serinin birim kök içermediği şeklinde kurulan hipotez, ADF test istatistiği değerinin Mac Kinnon (1991) tarafından geliştirilen kritik değerler ile karşılaştırılarak serilerin durağanlık süreçlerine karar verilir. Bu çalışma kapsamında sabit parametrenin olduğu kalıp ve sabit ve trendin olduğu model kullanılmıştır.

3.2.3.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi

Dickey-Fuller testi hata terimlerinin istatistiksel olarak birbirinden bağımsız olarak dağıldığını ve sabit varyansa sahip olduklarını varsayan bir alt yapıya dayanmaktadır. Dickey-Fuller testinin bağımsızlık ve homojenlik varsayımları Phillips-Perron testinde terk edilerek hata terimlerinin düşük bağımlılığa ve heterojen dağıldığı kabul edilmiştir. PP testi de ADF testi gibi üç model varsayımı çerçevesinde

birim kök sınamasına izin vermektedir. Temel hipotez (H_0) serilerin birim köke sahip olduğunu, alternatif hipotez (H_1) ise serinin birim kök içermediği şeklinde kurulan hipotez PP test istatistiği değerinin Mac Kinnon (1991) tarafından geliştirilen kritik değerler ile karşılaştırılarak serilerin durağanlık süreçlerine karar verilir. Bu çalışmada model olarak sabit ve sabit ve trendin birlikte yer aldığı modellerin kullanılmasına karar verilmiştir

3.2.4. Eş Bütünleşme Analizi

Eş bütünleşme kavramı, analizlerde kullanılan iki veya daha fazla değişken arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığını araştırmak için kullanılan bir yöntemdir. Literatürde genel olarak kullanılan bu testlerden Engle- Granger ve Johansen eş bütünleşme testlerinin uygulanabilmesi için modelde kullanılan zaman serilerinin aynı dereceden entegre sürecinde olmaları durumunda uygulanabilmektedir. Serilerin durağanlık dereceleri farklı mertebeden oluşursa bu eş bütünleşme testlerinin uygulanmasını engellemektedir. Bu amaçla özellikle serilerin birinin düzey ve diğerinin birinci dereceden durağan olması durumunda Peseran ve diğ. (2001) tarafından geliştirilen sınır testi seriler arasında durağanlık derecelerine bakılmaksızın serilerin analize katılmalarına imkân tanımaktadır. Bu çalışmada ekonomik büyüme oranları serisinin I (0) düzeyinde faiz serisinin I (1) düzeyinde entegre sürecinde olması nedeniyle bu çalışmada ARDL sınır testi yaklaşımı aracılığıyla eş bütünleşme ilişkisi test edilmiştir.

3.2.4.1. ARDL Sınır Testi

Peseran vd. (2001) tarafından geliştirilen sınır testi seriler arasında durağanlık derecelerine bakılmaksızın serilerin analize katılmalarına imkân tanımakta ve ARDL sınır testi yaklaşımı gözlem sayısı az olan veri setleri ile analiz yapmanın sakıncalarını ortadan kaldırmaktadır. Bu açıdan bu çalışmada kullanılan serilerin farklı mertebeden durağan olması nedeniyle bu çalışmada ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. ARDL sınır testi analizi aşağıdaki denklem aracılığıyla tahmin edilmektedir.

$$\Delta Y_t = c_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 X_{1;(t-1)} + \beta_3 X_{2;(t-1)} + \sum_{i=1}^{p} \varphi_i \Delta Y_{(t-i)} + \sum_{i=0}^{k} \emptyset_i \Delta X_{1;(t-i)} + \sum_{i=1}^{\Gamma} \partial_i \Delta X_{2;(t-\mathrm{i})} + U_t \quad (1)$$

Bu denklem çerçevesinde kısıtsız hata düzeltme modeli tahmin edilmekte ve elde edilen model içerisindeki β katsayılarının birlikte anlamlı olup olmadıkları test edilmesine dayanmaktadır. ARDL Sınır testi ile hesaplanan F-istatistiği alt ve üst kritik değerler ile karşılaştırılarak değişkenler arasındaki ilişkinin olup olmadığına karar verilir. Bu bağlamda hesaplanan F-istatistiği %5 anlamlılık düzeyinde üst kritik değerin üzerinde ise değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin var olduğuna karar verilir. Eş bütünleşme ilişkisinin tespit edilmesi sonrasında modele ait hata düzeltme katsayısı, kısa ve uzun dönem katsayıları hesaplanarak değişkenler arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Bu kapsamda çalışmada ARDL sınır testinin bu model için yapısı aşağıdaki denkleme bağlı olarak yapılmıştır.

$$\Delta BO_t = c_0 + \beta_1 (BO)_{t-1} + \beta_2 (\dot{I})_{t-1} + \sum_{\mathrm{i}=1}^{p} \varphi_{\mathrm{i}} \Delta (BO)_{t-i} + \sum_{i=0}^{p} \partial_{\mathrm{i}} \Delta (\dot{\mathrm{I}})_{t-i} + U_t$$

3.2.5. Nedensellik Analizi

Modelde kullanılan değişkenler arasındaki ilişkinin varlığının tespit edilmesi sonrasında değişkenler arasındaki ilişkinin nedensellik yönünün tespiti çalışma açısından önemli bir yer kaplamaktadır. Bu çalışmada nedensellik analizi Toda & Yamamoto Nedensellik Testi aracılığıyla araştırılmıştır.

3.2.5.1. Toda & Yamamoto Nedensellik Testi

Seriler arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılırken serilerin durağanlık düzeyleri önemli olmaktadır. Granger (1969) tarafından geliştirilen nedensellik testi değişkenlerin aynı mertebeden durağan olma varsayımına dayanmaktadır. Toda ve Yamamoto (1995) geliştirilen nedensellik testi seriler arasında durağanlık mertebelerini dikkate almamaktadır. Toda&Yamamoto nedensellik analizi, modelde kullanılan değişkenlere ait serilerin durağanlıklarının I (0), I (1) veya I (2) seviyesi fark etmeksizin nedensellik analizi yapılmasına imkân tanımaktadır. (Toda ve Yamamoto, 1995: 230-233). Toda&Yamamoto nedensellik analizi değişkenlerin

düzey değerleri ile oluşturulmuş aşağıda verilen VAR modeli çerçevesinde araştırılmaktadır.

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k} \alpha_{1i}\ X_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{dmax} \alpha_{2j}\, X_{t-i} + \sum_{i=1}^{k} \alpha_{3i}\, Y_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{dmax} \alpha_{4j}\, Y_{t-j} + \ \varepsilon_t$$

Denklemde k uygun gecikme sayısını, d_{max} ise modelde kullanılan değişkenlere ait maksimum bütünleşme derecelerini ifade etmektedir. Bu modele bağlı olarak a_{1t} parametresinin istatistiksel olarak anlamlılığına bağlı olarak sıfıra eşitliği test edilmektedir. Bu model çerçevesinde hesaplanan test istatistiğinin olasılık değeri 0.05'ten küçük ise modelde bağımsız değişkenin bağımlı değişkenin nedeni olduğuna karar verilir. Hesaplanan test istatistiğinin olasılık değeri 0.05'ten büyük ise modelde bağımsız değişkenin bağımlı değişkenin nedeni olmadığına karar verilir.

Bu bağlamda modelde kullanılan değişkenlere ait birim kök analizi sonucu serilere ait durağanlık sınamaları sonrası Toda&Yamamoto nedensellik testi iki aşamada gerçekleşmektedir. Başlangıçta VAR modeli belirlenerek uygun gecikme uzunluğu saptanır. Daha sonrasında VAR modeliyle saptanan uygun gecikme uzunlukları ve maxsimum eş bütünleşme dereceleri (d_{max}) toplanarak analiz gerçekleştirilir.

Çalışmada VAR modeli için optimal gecikme uzunluğu (k=1) olarak belirlenmiştir. Daha sonrasında maksimum bütünleşme derecesi (d_{max}=1) ve uygun gecikme uzunluğuna (k=1) eklenmesiyle (k+d_{max}) VAR (2) modeli tahmin edilmiştir. VAR (2) modeli Görünürde İlişkisiz Regresyon (SUR) yöntemi aracılığıyla tahmin edilmiş ve modelde bir gecikmeli değere Wald test istatistiği uygulanarak faiz oranları ve ekonomik büyüme oranlarına ait seriler arasında nedensellik ilişkisinin varlığı tahmin edilmiştir.

3.3. BULGULAR

Modelde uygulanan birim kök analizine bağlı olarak elde edilen ADF ve PP birim kök testi bulguları Tablo:3 ve Tablo:4'te verilmiştir.

Tablo 3: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Düzey I (0)				
Değişkenler	Model	T- istatistiği	Olasılık değeri	%5 kritik değer
Ekonomik Büyüme Oranları	Sabit	-6.270914(0)	0.0000*	-2.948
	Sabit- Trend	-6.174707(0)	0.0001*	-3.544
Faiz Oranları	Sabit	-0.941480(1)	0.7624	-2.951
	Sabit- Trend	-1.810590(1)	0.6774	-3.548
Birinci Fark I (1)				
Değişkenler	Model	T- istatistiği	Olasılık değeri	%5 kritik değer
Ekonomik Büyüme Oranları	Sabit	-10.12360(0)	0.0000*	-2.951
	Sabit- Trend	-9.966838(0)	0.0000*	-3.548
Faiz Oranları	Sabit	-8.551790(0)	0.0000*	-2.951
	Sabit- Trend	-8.485421(0)	0.0000*	-3.548

Not: Sonuçlar Schwartz Bilgi Kriterine göre alınmıştır. Maksimum gecikme uzunlukları 9 olarak alınmıştır. Parantez () içindeki değerler gecikme uzunluklarını göstermektedir. (*) %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir. Kritik değerler Mac Kinnon (1991) alınmıştır.

ADF test bulguları çerçevesinde büyüme serisi, düzey değerlerinde hem sabit hem de sabit ve trendin olduğu modelde durağan bir seyir içerisindedir. Hesaplanan test istatistiğinin Mackinnon (1996) tarafından belirlenen kritik değerlerden küçük çıkması temel H_0 hipotezinin reddedilmesi alternatif hipotez H_1 hipotezinin kabul edilmesi serilerin durağan bir seyir izledikleri sonucuna varılmasını mümkün hale getirmiştir. Bu sonuca bağlı olarak büyüme serisi düzey değerde I (0) seviyesinde durağan olarak saptanmıştır. Modelde kullanılan faiz serisi düzey değerlerde hem sabit hem de sabit ve trendin olduğu modelde hesaplanan test istatistiği Mackinnon (1996) tarafından belirlenen kritik değerden büyük çıkması temel H_0 hipotezinin kabul edilmesi, alternatif hipotez H_1 hipotezinin reddedilmesi serinin durağan olmadığını yani birim kök içerdiği sonucuna varılmıştır. Burada faiz serisinin düzey değerinde entegre sürecinde olmadığı ve entegre sürecine dahil edilmesi için serinin durağan hale gelmesi amacıyla serinin birinci dereceden farkı alınarak durağanlık sınaması yapılmıştır. Faiz serisinin birinci dereceden farkı alındığında

serinin birim kök içermediği ve durağan hale geldiği görülmektedir. Bu durumda faiz serisinin birinci dereceden entegre sürecinde (I=1) olduğu test edilmiştir.

Tablo 4: PP Birim Kök Testi Sonuçları

Düzey I (0)				
Değişkenler	Model	T- istatistiği	Olasılık değeri	%5 kritik değer
Ekonomik Büyüme Oranları	Sabit	-6.687332(5)	0.0000*	-2.948
	Sabit- Trend	-6.332251(4)	0.0000*	-3.544
Faiz Oranları	Sabit	-1.503706 (4)	0.5200	-2.948
	Sabit- Trend	-2.358087 (3)	0.3937	-3.544
Birinci Fark I (1)				
Değişkenler	Model	T- istatistiği	Olasılık değeri	%5 kritik değer
Ekonomik Büyüme Oranları	Sabit	-19.07390(8)	0.0001*	-2.951
	Sabit- Trend	-18.70478(8)	0.0000*	-3.548
Faiz Oranları	Sabit	-8.277393 (3)	0.0000*	-2.951
	Sabit- Trend	-8.239265 (3)	0.0000*	-3.548

Not: Barlett Kernel metodu kullanılmış olup, Bandwith Genişliği Newey-West yöntemi ile belirlenmiştir. Parantez () içindekiler Bandwith Genişliğini göstermektedir. (*) %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir. Kritik değerler Mac Kinnon (1991) alınmıştır.

Phillips-Perron birim kök testi sonuçlarına göre ekonomik büyüme oranları serisi hem sabit modelde hem de sabit ve trendin olduğu modelde düzey değerinde durağan süreçte olduğu sonucuna varılmıştır. Faiz oranları serisi düzey değerlerde durağan olmadığı ve dolayısı ile birinci dereceden farkı alındığında durağanlaştığı sonucuna varılmıştır. Bu bağlamda PP birim kök test istatistiğine göre ekonomik büyüme oranları serisi I (0) düzeyinde durağan iken faiz oranları serisi I (1) düzeyinde durağan olduğuna karar verilmiştir. Yapılan birim kök testleri birbirini destekler nitelikte olup büyüme serisinin düzey değerde entegre olması I (0) faiz serisinin ise birinci farkı alınarak durağan hele gelmesi ve birinci dereceden entegre I (1) sürecinde olduğu sonucuna varılmıştır.

Modelde serilere ait durağanlık analizi çerçevesinde ekonomik büyüme serisinin düzeyde (I (0)) ve faiz serisinin (I (1)) birinci farkında durağan süreçte olması belirlendikten sonra seriler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı ARDL Sınır Testi aracılığıyla test edilmiş ve tahmin sonuçları Tablo:5 verilmiştir.

Tablo 5: Modele Ait ARDL Sınır Testi Sonuçları

K	F istatistiği	%5 alt sınır değeri	%5 üst sınır değeri
1	9.702499	5.29	6.175

Not: Maksimum gecikme uzunluğu 4 olarak alınmış gecikme uzunluğu Schwartz Bilgi Kriteri'ne göre belirlenmiştir.

ARDL sınır testi aracılığıyla hesaplanan F istatistiği %5 anlamlılık düzeyinde üst kritik değerinin üzerinde olması seriler arasında uzun dönemli eş bütünleşme ilişkisinin var olduğunu belirtmektedir. Seriler arasındaki uzun dönemli bir ilişkinin tespit edilmesinden sonra modelde yer alan bağımsız değişkenlere ait uzun dönem katsayıları tahmin edilmiş ve bu bağlamda EKK yöntemi ile tahmin edilen ve gecikme uzunlukları Schwartz Bilgi Kriteri'ne göre belirlenen ARDL (1,1) modeline ait uzun dönem katsayı tahminleri Tablo: 6'da verilmiştir.

Tablo 6: Modele Ait Uzun Dönem Katsayı Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Standart hata	t-istatistiği	Olasılık değeri
Faiz	-0.011867	0.021021	-0.564565	0.5764

Not: Maksimum gecikme uzunluğu 4 olarak alınmış gecikme uzunluğu Schwartz Bilgi Kriteri'ne göre belirlenmiştir.

Uzun dönem katsayıları çerçevesinde faiz oranlarındaki artışın ekonomik büyüme oranlarında 0.0118 oranında bir düşüşe yol açacağı sonucuna varılmıştır. Ancak uzun dönem katsayısı, olasılık değerinin %5 önem düzeyinin üzerinde olması nedeniyle katsayının istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu ilişki çerçevesinde faiz oranlarının uzun dönemde ekonomik büyüme sürecini negatif yönde etkilediği ancak katsayısın istatistiksel olarak önemsiz olduğu tespit edilmiştir.

Sonraki aşamada ise hata düzeltme modeli çerçevesinde kısa dönem katsayıları tahmin edilerek Tablo :7'de verilmiştir.

Tablo 7 : Modele Ait Kısa Dönem Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

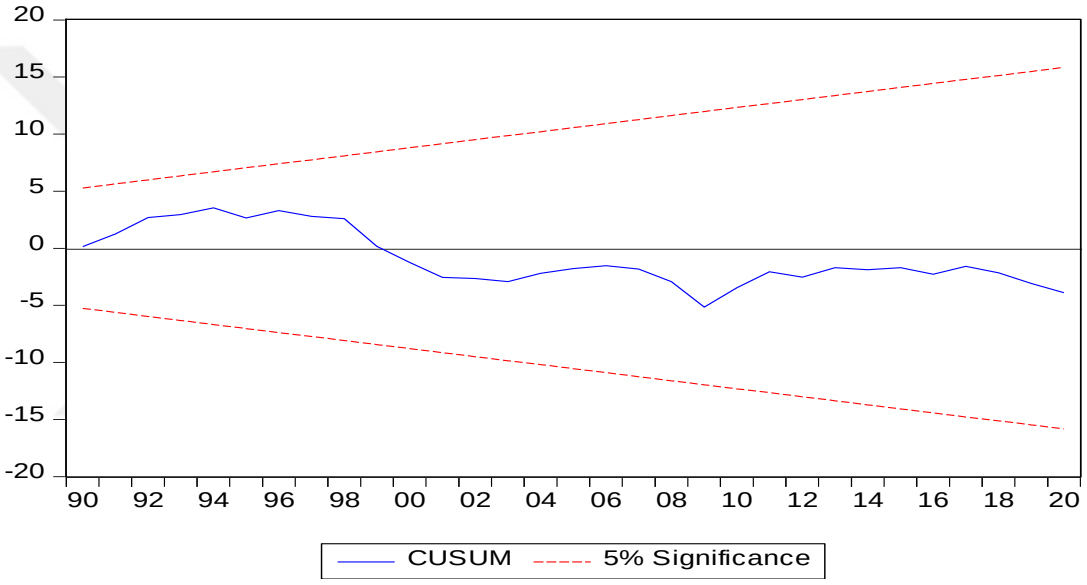
Değişkenler	Katsayılar	Standart hata	t-istatistiği	Olasılık Değeri
C	3.791670	1.113231	3.406004	0.0018**
D(FAİZ)	-0.129947	0.031080	-4.181009	0.0002**
COİNT EQ (-1)	-0.761923	0.170239	-4.475597	0.0001**
R-Kare: 0.700910 Düzeltilmiş R-Kare: 0.682217		F-statistic: 37.49561 Prob(F-statistic): 0.000000		
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: F-statistic: 0.847135 Prob:0.4390				
Breusch-Pagan-Godfrey Heteroskedasticity Test: F-statistic: 0.934373 Prob: 0.4358				
Normal dağılım testi: Jaguaberra testi:1.781675 Prob: 0.410312				
Remsey Reset Testi: Fistatistiği: 0.945412 Prob: 0.3387				

Not: **, %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılık düzeyini göstermektedir.

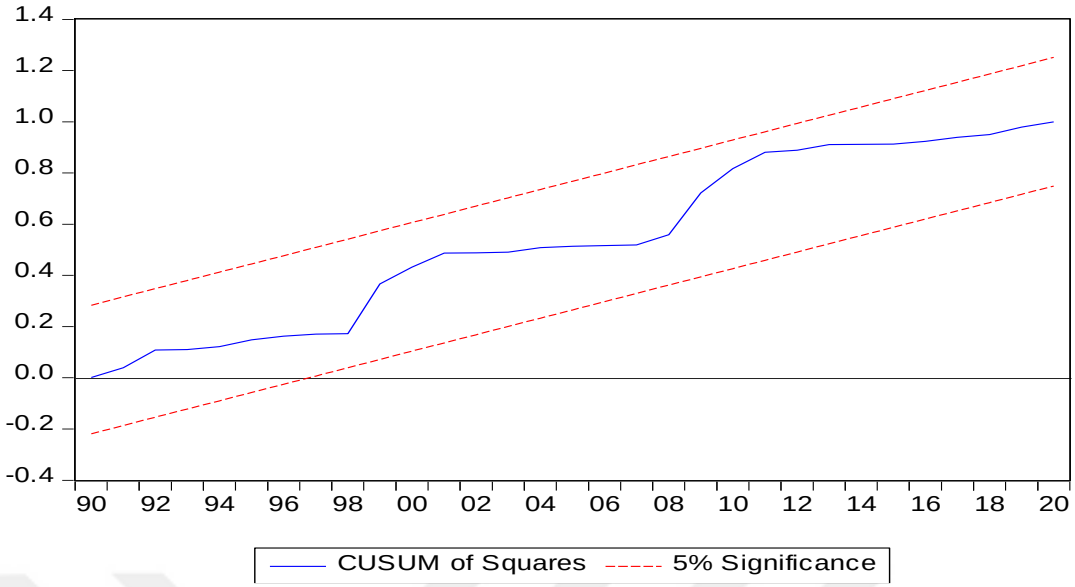
Hata düzeltme katsayısı beklenildiği gibi negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Hata düzeltme katsayısı, değişkenlerin kısa dönemli dalgalanmaların ortalama kaç dönem sonra dengeye geleceğini ifade eden bir katsayıdır. Bu katsayıya bağlı olarak kısa vadeli şoklara bağlı olarak oluşan dalgalanmaların uzun dönemde oluşacak sapmaların bir dönem sonra %76 oranında giderdiğine işaret etmektedir.

Kısa dönem katsayıları beklenildiği gibi %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu bağlamda analiz sonuçları çerçevesinde kısa dönemde faiz oranlarında gerçekleşen bir birimlik artışın ekonomik büyüme oranlarında 0,12

oranında düşüşe yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlara paralel olarak tahmin edilen modelde kullanılan parametrelerin birlikte anlamlılığını ölçen F istatistiği %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Model içerisinde ARDL modeline ait otokorelasyon, değişen varyans, model kurma hatası ve normal dağılım varsayımı yapılan testler aracılığıyla test edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre modelde otokorelasyon, değişen varyans ve model kurma hatasının olmadığı ve serilerin normal dağılım varsayımını taşıdıkları sonucuna varılmıştır. Sonraki aşamada modele ait katsayıların güvenirliliğini test eden CUSUM ve CUSUM kare testleri aşağıda verilmiştir.



Şekil 17: CUSUM %5 Anlamlılık Düzeyi



Şekil 18: CUSUM of Squares %5 Anlamlılık Düzeyi

Modele ait CUSUM ve CUSUM kare testleri incelendiğinde %95 güven aralıkları içerisinde katsayıların istikrarlı olduğu ve yapısal bir değişimin söz konusu olmadığı sonucuna varılmıştır.

Son olarak seriler arasındaki nedensellik ilişkisi analiz edilmiştir. Seriler arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılırken serilerin durağanlık düzeyleri önemli olmaktadır. Toda ve Yamamoto (1995) geliştirilen nedensellik testi seriler arasında durağanlık mertebelerini dikkate almadığı için bu çalışmada kullanılmıştır. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları Tablo:8 verilmiştir.

Tablo 8: Toda - Yamamoto Nedensellik Analizi Sonuçları

Değişkenler	Gecikme Uzunluğu k=1 + $d_{max} = 1$	X^2 İstatistiği	Olasılık Değeri
Faiz →Büyüme	2	1.965108	0.1610
Büyüme →Faiz	2	5.365912	0.0205*

Not: *, %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Toda & Yamamoto (1995) nedensellik testi sonuçlarına göre faiz oranlarından ekonomik büyüme oranlarına doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmezken ekonomik büyüme oranlarından faiz oranlarına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bu ilişki çerçevesinde faiz oranlarından ekonomik büyüme oranlarına doğru bir nedensellik ilişkisinin tespit edilememesi faiz oranlarının çeşitli aktarım kanalları aracılığıyla ekonomik büyüme hızını yavaşlattığını destekler niteliktedir. Bu sonuca bağlı olarak faiz oranlarının ekonomik büyümeyi çeşitli aktarım mekanizması aracılığıyla etkileyeceğine işaret etmekte ve bundan dolayı bir ekonomide faiz oranlarının düşük seviyelerde belirlenmesi ekonomik büyüme süreci açısından önemli olmaktadır.

SONUÇ

Ülkede uygulanan temel iktisadi politikalar çerçevesinde ekonomik büyüme sürecinin analizi ülkede istikrarın sağlanmasında ve gelecek dönem planlamalarında yol gösterici olmaktadır. Bu ilişki çerçevesinde iktisadi politikaların, ekonomide sürdürülebilir bir yapı çerçevesinde istikrarı sağlaması ülkede istikrar araçlarına bağlı olmaktadır. Bu çerçevede bir ülkede birçok makroekonomik araç kullanılmaktadır. Bu çalışma bu alan çerçevesinde ekonomide makroekonomik istikrarın sağlanması için kullanılan ve ekonomiyi bir bütün olarak etkileme gücüne sahip olan faiz olgusu ön plana çıkmıştır. Faiz kavramı genel olarak, tasarruf sahiplerinin ellerindeki tasarrufu ihtiyacı olan kesimlere ödünç vermeleri karşılığında tasarruf sahiplerine ödenen bir bedel olarak tanımlanmaktadır. Ancak faiz yapısı gereği ekonomide birçok formasyonda tanımlanmakta ve bu ilişki çerçevesinde faizin ekonomik istikrar açısından öneminin anlaşılmasını göstermektedir.

Ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişkinin varlığı uygulanacak politikaların ekonomide işlevselliğini belirlemesinde önemli bir konuma sahip olmakta ve ayrıca faiz oranlarının ekonomide temel makro ekonomik reel, parasal ve iktisadi politika değişkenleri ile etkileşimi ülkede ekonomik büyüme ve kalkınma süreci üzerinde belirleyici bir ilişkiye işaret etmektedir. Ayrıca faiz oranları ekonomide başta iktisadi aktörlerin beklentileri çerçevesinde getiri veya kar marjlarına bağlı olarak ekonomide gösterge niteliğindeki değişkenlerle olan etkileşimi çerçevesinde ekonomik büyüme süreci üzerinde çeşitli etkilere sahip olduğu konusu uzun zamandır tartışmalara konu olmuştur. Bu ilişki incelenen ülke gurupları, dönem aralığı ve uygulanan ekonometri teknikleri bağlamında farklı sonuçlar doğurduğu gözlemlenmiştir. Bu amaca uygun olarak bu çalışma Türkiye'de faiz oranlarının ekonomik büyüme oranları üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığı ekonometri teknikleri aracılığıyla araştırılmıştır. Bu çerçevede çalışmanın birinci bölümünde ekonomik büyüme ve faiz kavram olarak değerlendirilmiş ve iktisadi doktrinler çerçevesinde geliştirilen ekonomik büyüme ve faiz kuramları irdelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ekonomik büyüme ve faiz ilişkisi genel olarak incelenmiş ve sonrasında ekonomik büyüme sürecinde ve ülkenin makroekonomik

istikrarının sürdürülmesinde belirleyici bir göreve sahip olan makroekonomik değişkenler ve faiz ilişkisi bağlamında ekonomik büyümeyi nasıl ve hangi şartlara bağlı olarak yönlendirdiği detaylı olarak incelenmiştir. Bu ilişki çerçevesinde faiz oranlarının bir ülke ekonomisinde yatırım, tasarruf, enflasyon, döviz kuru, maliye politikası, para politikası, ödemeler dengesi, sermaye akımları ve finansal piyasalar üzerindeki etkisi irdelenmiştir. Bu açıdan ekonomik koşullara bağlı olarak ekonomik büyüme ve faiz ilişkisinin uygulanacak politikalar açısından belirleyiciliği araştırılmış ve incelenen dönemde Türkiye'de faiz ve makroekonomik değişkenlerin yıllara göre dağılımı analiz edilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde Türkiye'de iktisadi büyüme oranları ve faiz oranları ilişkisi ekonometri teknikleri kapsamında zaman serileri metoduyla araştırılmıştır. Bu amaca uygun olarak çalışmada ilk aşamada Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) (1981) ve Phillips-Perron (PP) (1988) birim kök testleri aracılığıyla modelde kullanılan serilerin durağanlık analizleri gerçekleştirilmiştir. Analiz bulgularına göre hem ADF hem de PP testinde ekonomik büyüme serisi düzey değerde (I 0) durağan iken faiz serisi birinci farkında (I 1) durağan süreçte olduğu tespit edilmiştir.

İkinci aşamada, modelde kullanılan serilerin uzun dönemli ilişkisi eş bütünleşme testleri aracılığıyla araştırılmıştır. Bu kapsamda durağanlık analizi sonrası serilerin biri düzey diğerinin birinci farkında durağan olması nedeniyle modelde ARDL Sınır Testi uygulanmıştır. ARDL Sınır Testi bulguları çerçevesinde ekonomik büyüme ve faiz oranları arasında eş bütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edilmiş ve modele ait uzun ve kısa dönem katsayıları tahmin edilmiştir. Uzun dönem katsayıları çerçevesinde faiz oranları değişkenine ait uzun dönem katsayı tahmini negatif (-0.0118) olarak tahmin edilmiş ancak katsayının istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Kısa dönem analiz sonuçları çerçevesinde %5 önem düzeyinde faiz oranlarında gerçekleşen bir birimlik artışın ekonomik büyüme oranlarında 0,12 oranında düşüşe yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuca bağlı olarak ülkede faiz oranlarındaki artışın ekonomik büyüme üzerinde kısa dönem analizi çerçevesinde negatif etkiler doğurduğu sonucu çerçevesinde kısa dönemde faiz oranlarındaki artışın ekonomik büyüme oranlarını düşürdüğünü kanıtlar niteliktedir.

Kısa dönem katsayıları çerçevesinde hata düzeltme katsayısı (ECM (-1) beklentilere uygun olarak negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Hata düzeltme katsayısı kısa dönemde yaşanan sapmaların ne kadarlık bir zaman çerçevesinde uzun dönem ortalamasına döneceğini ifade etmektedir. Bu çalışmada hata düzeltme katsayısı - 0.76 seviyesinde bulunmuş ve bu değer kısa dönem sapmaları sonrası uzun dönem sapmalarının bir dönem sonra %76 oranında giderildiğini ifade etmektedir.

Üçüncü bölümün son aşamasında nedensellik analizi Toda-Yamamoto Nedensellik Testi aracılığıyla test edilmiştir. Toda-Yamamoto Nedensellik Testi bulguları çerçevesinde faiz oranlarından ekonomik büyüme oranlarına doğru bir nedensellik ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılırken, ekonomik büyüme oranlarından faiz oranlarına doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Bu bağlamda çalışmada tek yönlü bir nedensellik ilişkisi saptanmıştır. Bu ilişki çerçevesinde faiz oranlarından ekonomik büyüme oranlarına doğru bir nedensellik ilişkisinin tespit edilememesi faiz oranlarının çeşitli aktarım kanalları aracılığıyla ekonomik büyüme hızını yavaşlattığını destekler niteliktedir.

Analiz sonuçları çerçevesinde Türkiye'de faiz oranları seviyesinin ekonomik büyüme sürecinde etkili olduğu anlaşılmış ve bu ilişki Neo-Klasik ve Keynesyen düşüncelere paralel olarak kısa dönemde faiz oranlarının ekonomik aktiviteleri etkileyerek ekonomik büyüme sürecini yavaşlattığı savıyla uyum içerisindedir. Faiz seviyesine bağlı olarak ülkede ekonomik büyümenin temel yapı taşı olan yatırım harcama seviyesi hedeflenen boyuta ulaşamadığı ve tasarruf seviyesinin, faiz oranları seviyesinin yüksek olmasına rağmen hedeflenen seviye ulaşamadığı gözlemlenebilmektedir. Türkiye sahip olduğu yapısal koşullara bağlı olarak dışa bağımlılığı yüksek olması çerçevesinde geçmişten günümüze faiz oranları seviyesi genelde sermaye hareketleri çerçevesinde şekillenmekte ve yabancı sermaye girişlerini artıracak düzeye paralel olarak küresel alana oranla daha yüksek bir trend izlediği görülmektedir. Bu ilişki çerçevesinde Türkiye özelinde sermaye hareketleri kapsamında uygulanan düşük faiz oranları sermaye hareketlerini ülkeden çıkış yönünde etkilemesi, ülkenin dış sermayeye bağımlılık derecesine bağlı olarak istikrarlı bir uzun dönem büyüme sürecinin gerçekleşemediği düşüncesiyle uyum içerisinde

olmaktadır. Ayrıca Türkiye yapısı gereği enflasyon, döviz kuru ve faiz ilişkisi bağlamında sürekli bir tartışma ortamına tanık olmuş ve bu sürece paralel olarak dış açık, yüksek enflasyon ve döviz kuru artışları çerçevesinde hem ülkenin ekonomik hassasiyetini hem de ekonomik büyüme hedeflerinden sapmaların yaşandığı gözlemlenebilmektedir.

Genel çerçevede değerlendirildiğinde ülkede uygulanacak faiz oranlarının para politikası etkinliğini artırması aracılığıyla ülkede enflasyon ve ekonomik büyüme etkileşimine ve mali politikaların etkililiğini artırıcı düzeyine bağlı olarak ülkede finansal ve makroekonomik istikrarı artıracak ve ülke risk derecesini düşürücü düzeyde belirlenmesinin önemi ortaya çıkmaktadır. Bu açıdan Türkiye sahip olduğu yapısal koşullara bağlı olarak faiz seviyesinin başta ülkenin temel sorunları olan enflasyon, döviz kuru istikrarının sağlanması, ödemeler dengesi açıkları, sermaye hareketleri, yatırım ve iktisadi ajanların harcama kararlarını pozitif olarak etkileyecek düzeyde belirlenmesi önerilmektedir. Bu bağlamda ülkede uygulanan faiz seviyesine bağlı olarak ülkenin temel göstergeleri olan ekonomik büyüme, enflasyon, döviz kuru istikrarı üzerinde belirleyici olması çerçevesinde ülkede beklentiler üzerinde olumlu etkiler yaratmasına yol açması açısından önemli olmaktadır. Bu açıdan Türkiye'nin sahip olduğu yapısal koşullara bağlı olarak faiz seviyesinin düşürülmesi dışa bağımlılığı çerçevesinde yabancı sermaye çıkışı, döviz kuru istikrarsızlığı ve yüksek enflasyon ortamına bağlı olarak şu an için beklenen pozitif etkiyi göstermesini engelleyebilecek bir etki doğurabilmektedir. Bu açıdan faiz oranları seviyesi öncelikli olarak ülkede sürdürülebilirlik çerçevesinde başta enflasyon olmak üzere, döviz kuru ve ödemeler dengesi istikrarını sağlayacak ve bu duruma bağlı olarak ekonomide genel beklentileri olumlu yönde etkileyecek düzeyde belirlenmesi önerilmektedir. Bu çerçevede ülkede oluşacak makroekonomik istikrara bağlı olarak faiz oranlarındaki düşüş ekonomik büyüme sürecini hızlandıran bir etki doğurabilmektedir.

KAYNAKÇA

Acar, M. S. (2002). Uluslararası Reel Ticaret Teori, Politika. Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir-2002.

Adda, C. D. and Scorcu, A. E. (1997). Real Interest Rate and Growth: An Empirical Note. Dipartimento di Scienze economiche Strada Maggiore 4540125 Bologna, Italy

Adıyaman, A. T. (2006). Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri. Sayıştay Dergisi SAYI: 62 (21-45)

Akıncı, M. ve Yılmaz, Ö. (2016). Enflasyon-Faiz Oranı Takası: Fisher Hipotezi Bağlamında Türkiye Ekonomisi İçin Dinamik En Küçük Kareler Yöntemi. Sosyoekonomi, Vol. 24(27), 33-55.

Aksu, L. (2014). İktisat Ekollerinin İktisadî Büyüme Konusundaki Düşünceleri ve Modellerinin Analizi. Türk Dünyası Araştırmaları Sayı: 208 Şubat 2014

Akinboade, O. A. and Kinfack, E. C. (2013). Interest rate reforms, financial deepening and economic growth in Cameroon: an empirical investigation. Applied Economics, 45:25, 3574-3586, DOI: 10.1080/00036846.2011.566200 https://doi.org/10.1080/00036846.2011.566200

Akat, A. S. (1980). İktisadi Analiz. Eflatun Yayınevi, 2.basım İstanbul, Mayıs 2009

Akyüz, Y. (1977). Sermaye, Bölüşüm, Büyüme. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, No: 400, 1977

Albelo, C. Á. and Manresa, A. (2005). Internal Learnıng By Doıng And Economıc Growth. Journal Of Economıc Development Volume 30, Number 2, December 2005

Ali, Md. A., Saifullah, Md. K. and Kari, F. B. (2015). The Impact of key Macroeconomic factors on Economic Growth of Bangladesh: A VAR Co-integration Analysis International. Journal of Management Excellence Volume 6 No. 1 December 2015 TechMind Research Society ISSN:2292-1648 (667-673)

Alogoskoufis, G. (2012). Savings, Investment and the Real Interest Rate in an Endogenous Growth Model. Athens University of Economics and Business October 2012 (1-25)

Aleksandar, Ž. ve Ristić, K. (2019). Analysıs Of The Functıonal Domaın Of Doctrınal Approaches In Monetary Theory And Polıcy. Scıentıfic Revıew Artıcle Vol. 65, october-december 2019, No:4 (53-62)

Al Ashry, M.H.S. (2015). Down Scaling Interest in Interest Rate. Theoretical Economics Letters, 5, 82- 91. http://dx.doi.org/10.4236/tel.2015.51012

Alkhawaldeh, B. Y., Mahmood, S. and Jakada, A. H. (2020). An Empirical Assessment of the Effect of Taxes and Interest Rate on Economic Growth in Jordan: An Application of Dynamic Autoregressive-Distributed Lag. Research in World Economy Vol. 11, No. 3; 2020 (92-98) http://rwe.sciedupress.com

Altınok, S. (2006). İktisada Giriş. Konya: Atlas Yayınevi, 4. Baskı.

Anaripour, J. T. (2011). Study on Relationship between Interest Rate and Economic Growth by Eviews (2004-2010, Iran). Journal of Basic and Applied Scientific Research 1(11) 2346-2352, 2011 ISSN 2090-4304

Arestis, P. and Sawyer, M. (2004). Re-examining Monetary and Fiscal Policy for the 21st Century. Edward Elgar Publishing, number 3240, June.

Araujo, T. (2017). Does Lowering the Interest Rate Stimulate Economic Growth? An Analysis of Current Macroeconomic Policy" (2017). Honors Undergraduate Theses. 206. https://stars.library.ucf.edu/honorstheses /206

Argitis, G. (2010). A view on post-Keynesian interest rate policy. Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies Intervention 8 (1), 2011, (91-112)

Arrow, K.J. (1962), "The Economic Implications of Learning by Doing," Review of Economic Studies, 29, 3, 155-173.

Asghapur, H., Kohnehshahri, L.A. and Karami, A. (2014). The relationship between interest rates and inflation changes: an analysis of long-term interest rate dynamics in developing countries. University of Tabriz, Iran

Athukorala, P. C. (1998). İnterest Rates, Saving and İnvestment: Evidence From İndia. Oxford Development Studies, 26: 2, 153-169, DOI: 10.1080/ 13600819808424151 https://doi.org/10.1080/13600819808424151

Aydın, Y. (2015). Keynes'in Parasal Faiz Teorisi. Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Haziran 2015 Cilt 17 Sayı 1 (207-224)

Azırı, E. (2019). The Impact Of Interest Rates On Economıc Growth In The Republıc Of North Macedonıa. 12th Economics & Finance Conference, Dubrovnik ISBN 978-80-87927-80-9, IISES DOI: 10.20472/EFC.2019.012.001

Barro, R. J. (1990). Government Spendıng In A Sımple Model Of Endogenous Growt. Nber Workıng Paper Serıes, Working Paper No. 2588

Başaran, İ. (2018). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri. Politik Ekonomik Kuram, Cilt 2(1) 124-141

Baştürk, M. F. (2015). The Role Of Fıscal Domınance On The Effectıveness Of Monetary Polıcy: An Evaluatıon Of 2002-2012 Perıod In Turkey. Yönetim

ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi- Cilt:13 Sayı:3 (Eylül 2015) – (40-55) Doi: http://dx.doi.org/10.11611/JMER587

Bahçekapılı, C. (2015). Türkiye Ekonomisinde 2011 Sonrası Sınırlı Büyümenin Nedenleri Üzerine Bir Analiz. Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi YIL 2015, CİLT XXXVII, SAYI I, S. 111-124 Doi No: 10.14780/iibd.42301

Bal, O. (2020). Ekonomik büyüme, politika faiz oranları ve GSYH ilişkisi: 2006- 2019 Türkiye ekonomisi örneği. Turkish Studies- Economy, 15(4), 1937-1953. https://dx.doi.org/10.47644/TurkishStudies.46679

Ball, L., Gagnon, J., Honohan, P. and Krogstrup, S. (2016). What Else Can Central Banks Do? Centre for Economic Policy Research Internatıonal Center For Monetary And Bankıng Studıes Geneva Reports on the World Economy 18

Bayraktutan, Y. ve Arslan, İ. (2008). Türkiye'de Sabit Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Ko-Entegrasyon Analizi (1980-2006). KMU İİBF Dergisi Yıl:10 Sayı:14 Aralık/2008

Belke, A. (2013). Impact of a Low Interest Rate Environment – Global Liquidity Spillovers and the search-for-yield Dırectorate General For Internal Polıcıes Polıcy Department A: Economıc And Scıentıfıc Polıcy Monetary Dialogue 18 February 2013 (37-56) ISBN 978-92-823-4249-7 doi:10.2861/1502 http://www.europarl.europa.eu/studies

Berber, M. (2011). İktisadi Büyüme ve Kalkınma. Büyüme Teorileri ve Kalkınma Ekonomisi Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Trabzon 2011 Derya Kitapevi 4.baskı

Bhansali, V. (2021). The Incredıble Upsıde-Down Fıxed-Income Market Negative Interest Rates And Their Implications. CFA Instıtute Research Foundatıon / Monograph ISBN 978-1-952927-18-8

Birol, Ö. H. (2013). "Adaptive Expectations" of Milton Friedman and Monetarists and Phillips Curve; And the Comparison of them with Other Macroeconomic Schools. GSTF Journal on Business Review (GBR), Vol. 3 No. 1, Nov 2013 DOI 10.7603/s40706-013-0008-0

Biçen, Ö. F., Görüş, M. Ş. ve Türköz, K. (2015). Olivera-Tanzi ve Patinkin Etkilerinin Türkiye'de Geçerliliğinin İncelenmesi. Maliye Dergisi, Sayı 168, Ocak-Haziran 2015 (170-185)

Bosworth, B. P. (2014). İnterest rates and economıc growth: are they related? Center for Retirement Research at Boston College Hovey House140 Commonwealth Ave Chestnut Hill, MA 02467 Tel: 617-552-1762 Fax: 617-552-019 http://crr.bc.edu.tr

Borensztein, E., Chamon, M., Jeanne, O., Mauro, P. and Zettelmeyer, J. (2004). Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention. Internatıonal Monetary Fund(IMF) 2004 http://www.imf.org

Bulut, C. ve Canbolat, Y. B. (2003). Türkiye Ekonomisi'nde Artan Kamu Açıklarının Enflasyon, Faiz Oranı ve Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri. Journal of Qafqaz University Fall 2003, Number 12 Accelerating the world's research (13-28)

Cantillon, R. (2010). An Essay on Economic Theory (An English translation of Richard Cantillon's Essai sur la Nature du Commerce en GénéralTranslated by Chantal Saucier Edited by Mark Thornton). Ludwig von Mises Institute 518 West Magnolia Avenue Auburn. Alabama

Černohorská, L. and Kubicová, D. (2020). Risks and the influence of negative interest rates on economic activity: a case study of Sweden, Denmark, and Switzerland. Banks and Bank Systems, 15(1), 30 41 doi: 10. 21511/bbs. 15(1). 2020.04 http://dx.doi.org/10.21511/bbs.15(1).2020.04

Cotis, J. P. (2005). Ekonomik Büyümeyi Anlamak. OECD 2004 Yayın No. TÜSİAD-T2005-04-392 Çeviri: TÜSİAD tarafından çevrilmiştir.

Collignon, S. (2013). Implications of the Low Interest Rate Environment for the Real Economy Dırectorate General For Internal Polıcıes. Polıcy Department A: Economıc And Scıentıfic Polıcy Monetary Dialogue 18 February 2013 (19-36) ISBN 978-92-823-4249-7 doi:10.2861/1502 http://www.europarl.europa.eu/studies

Çetin, D. ve Aksoy, E. (2016). OECD Ülkeleri ile Yükselen Piyasalarda Finansal Gelişme ve Faiz Oranlarının, Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi. JEBPIR, 2 (2), 2016, 69-91

Davcev, L., Hourvouliades, N., and Komic, J. (2018). Impact of interest rate and inflation on GDP in Bulgaria, Romania and FYROM. Journal of Balkan and Near Eastern Studies, 20(2), 131–147.

Demirgil, B. ve Türkay, H. (2017). Tarihsel Süreç İçerisinde Faizin Kuramsal Açıdan Gelişimi. C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 18, Sayı 2, 2017 S:131-160

Demirbaş, M. ve Türkay, H. (2012). Türkiye Ekonomisinde Yatırımların Faiz ve Gelir iliskisinin ARDL Yaklaşımı ile Analizi. Akademik Yaklasımlar Dergisi, Journal Of Academıc Approaches, Kıs 2012 Cilt:3 Sayı:2 (1-16)

Demir, M. ve Sever, E. (2008). Kamu İç Borçlanmasının Büyüme, Faiz ve Enflasyon Oranı Üzerindeki Etkileri. Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi (Electronic Journal of Social Sciences) Yaz-2008 C.7 S.25 (170-196) www.esosder.org

Desroches, B. and Francis, M. (2010). World real interest rates: a global savings and investment perspective. Applied Economics, 42:22, 2801-2816, DOI: 10.1080/00036840801964690 https://doi.org/10.1080/00036840801964690

Dickey, D.A. ve Fuller, W.A. (1981). "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root". Econometrica, 49: 1057-1072.

Dineri, E. ve Taş, İ. (2017). Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: OECD Ülkeleri Örneği. Bulletin of Economic Theory and Analysis Volume 2, Issue 1, s:79-97, 2017 http://www.betajournals.org

Dinler, Z. (2016). Mikro Ekonomi. Ekin Yayınevi, 27 baskı, Bursa, 2016

Duran, M., Özlü, P. ve Ünalmıs, D. (2010). TCMB Faiz Kararlarının Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Etkisi. ISSN 1303-0701 print / 1305-8800 online © 2010 Central Bank of the Republic of Turkey Central Bank Review Vol. 10 (July 2010), pp.23-32 http://www.tcmb.gov.tr/research/review/

Effiong, U. E. (2020). Interest Rate and Real Sector Output Growth in Nigeria: Empirical Evidence. East African Scholars Journal of Economics, Business and Management; Vol-3, Iss- 10 (Oct, 2020): 781-788 DOI: 10.36349/easjebm2020.v03i10.003

Ekpo, U. N. (2014) The Nexus of Macroeconomic Policy, Investment and Economic Growth in Nigeria. IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF) e-ISSN: 2321-5933, p-ISSN: 2321-5925.Volume 3, Issue 4. (May-Jun. 2014), PP 12-22 www.iosrjournals.org

Erdem, B. P. (2020). Türkiye'de Hanehalkı Tasarruflarının Belirleyicileri. Ekonomi Notları TCMB Yayınları Sayı: 2020-15

Eroğlu, İ. and Eroğlu, N. (2012). Monetary transmission channels and an assessment within the framework of the 2008 global financial crisis. African Journal of Business Management Vol.6 (29), pp.8554-8563, 25 July, 2012 Available online at http://www.academicjournals.org/AJBM 2012 Academic Journals

Erim, N. ve Türk, A. (2005). Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (10) 2005 / 2: 21-45

Erdem, E. ve Dumrul, C. (2014). Keynesyen ve Neo-Klasik Yaklaşımlarda Finansal Sistem ve İktisadî Büyüme. Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Uludağ Journal of Economy and Society Cilt/Vol. XXXIII, Sayı/No. 2, 2014, pp. 45-86

Ertekin, Ş. (2018). Kamu Borçlarının Gelir Dağılımı Üzerine Olası Etkileri: OECD Ülkeleri Üzerine Panel Nedensellik Analizi. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi / Journal of Management and Economics Research Cilt/Volume: 16 Sayı/Issue: 4 Aralık/December 2018 ss./pp. 334-348

Etale, L. M. and Ayunku, P. E. (2016). The Relationship between Interest Rate and Economic Growth in Nigeria: An Error Correction Model (ECM). Approach International Journal of Economics and Financial Research, Academic Research Publishing Group, vol. 2(6), pages 127-131, 06-2016.

Fırat, E. (2009). Türkiye'de 1980 Sonrası Yaşanan Üç Büyük Kriz ve Sonuçlarının Ekonomi-Politiği. SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi (501-524)

Fitriani, E. and Ekuitas, S. (2019). Analysıs Of Inflatıon And Interest Rates On The Economıc Growth In Indonesıa. Journal of Business & Finance in Emerging Markets, 2 (2), 177-188

Fiedler, S., Gern, K. J., Jannsen, N. and Wolters, M. (2019). Growth prospects, the natural interest rate, and monetary policy. Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal, 13 (2019-35): 1–34. http://dx.doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2019-35

Ford, R. and Douglas L. (1999). World Publıc Debt And Real Interest Rates. Oxford Review of Economic Policy , Summer 1999, Vol. 15, No. 2, Real Interest Rates (Summer 1999), pp. 77-94 https://www.jstor.org/stable/23606913

Garrison, R. W. (2013). Natural and Neutral Rates of Interest in Theory and Policy Formulation. The Quarterly Journal of Austrian Economics, Cilt 9, no 4, Kış 2006, ss. 57–68. Metnin orijinali için bkz. http://mises.org/daily/2513 Çeviren: Ünsal Çetin Teori ve Politika Formülasyonunda Doğal ve Nötr Fâiz Oranları liberal düşünce Yıl 18, Sayı 72, Güz 2013, s. 33-45.

Gilles, P., Gauvin, M. S. and Huchet, N. (2013). Banking Sector and Monetary Policy Transmission: Bank Capital, Credit and Risk-Taking Channels. Modern Economy, 2013, 4, 77-86 http://dx.doi.org/10.4236/me.2013.41010

Gnahe, F. E. and Huang, F. M. (2020). The Effect of Monetary Policy on Economy Growth of WAEMU Countries. Open Journal of Business and Management, 8, 2504-2523. https://doi.org/10.4236/ojbm.2020.86156

Gokal, V., Hanif, S. (2004). Relationship between inflation and economic growth. Working Paper 2004/04 (Economics Department: Reserve Bank of Fiji). Accelerating the world's research

Gögül, P. K. (2021). Döviz Kuru ve Merkez Bankası Kredibilitesi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama (2002-2021). P. K. Gögül/ D. Yaman (Ed.). Döviz Kuru Dinamikleri ve Finansal İstikrar, (1-24) Gazi Kitapevi, Mayıs, Ankara, 2021

Gujurati, D. (2011). Econometrics by Example, London: Palgrave Macmillan.

Han, T. (2017). Faizin Milli Gelire Etkisi: Türkiye Örneği. (Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü), AYDIN- 2017

Hansen, B. E., and Seshadri, A. (2013). Uncovering the Relationship between Real Interest Rates and Economic Growth. Ann Arbor MI: University of Michigan Retirement Research Center (MRRC) Working Paper, WP 2013-303. 1-18 http://www.mrrc.isr.umich.edu/publications/papers/pdf/wp303.pdf

Hauner, D. and Kumar, M. S. (2006). Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is The “New Economy”? International Monetary Fund Working Paper Fiscal Affairs Department WP/06/112

Hatane S. and Nurina, S. (2015). Analysis of the Effect of Inflation, Interest Rates, and Exchange Rates on Gross Domestic Product (GDP) in Indonesia. Proceedings of the International Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences (GB15_Thai Conference) ISBN: 978-1-941505-22-9bBangkok, Thailand, 20-22 February 2015 Paper ID: T507 (1-13)

Heller, W. W. and Friedman, M. (1969). Monetary vs. Fiscal Policy. A Dialogue Copyright © 1969 by The Graduate School of Business Administration, New York University W. W . Norton & Company New York. London

Hemachandra, W. M. (2011). Interest Rate as a Policy Instrument – Recent Experience of Sri Lanka. Staff Studies – Volume 39 Numbers 1 & 2 (15-36) Central Bank of Sri Lanka

Horváth, B. and Maino, R. (2006) Monetary Transmission Mechanisms in Belarus. IMF Working Paper WP/06/246 2006 International Monetary Fund

Humphrey, T. M. (1992), Price-Level Stabilization Rules in a Wicksellian Model of the Cumulative Process. The Scandinavian Journal of Economics, Sep., 1992, Vol. 94, No. 3 (Sep., 1992), pp. 509-518 https://www.jstor.org/stable/3440077

Idris, M. (2019). Macroeconomic Analysis of Interest Rate and Economic Growth in Nigeria: A Time Series Approach. International Journal of Finance and Banking Research. Vol. 5, No. 4, 2019, pp. 91-104. doi: 10.11648/j.ijfbr.20190504.14

İşleyen, Ş., Altun, Y. ve Görür, Ç. (2017). The Causalıty Relatıonshıp Between Interest Rate And Income Wıth Investment In Usa: 1965-2016. The Journal of Academic Social Science Yıl: 5, Sayı: 60, Aralık 2017, s. 146-163

Jacobs, J., Ogawa, K., Sterken, E. & Tokutsu, I. (2020). Public Debt, Economic Growth and the Real Interest Rate: A Panel VAR Approach to EU and OECD Countries, Applied Economics, 52:12, 1377-1394, DOI: 10.1080/00036846.2019.1673301 To link to this article: https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1673301

Kayhan, S., Bayat, T. ve Uğur, A. (2013). Interest Rates and Exchange Rate Relationship in BRIC-T Countries (BRIC-T Ülkelerinde Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkisi). Ege Akademik Bakış / Ege Academıc Revıew Cilt: 13 • Sayı: 2 • Nisan 2013 ss. 227-236

Kara, A. H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2012 Çalışma Tebliği No: 12/17

Karagöl, E. T. ve Ortakaya, Ü. İ. (2014). Faiz Kıskacında Ekonomik Büyüme. SETA Perspektif Sayı.47 Nisan 2014

Karahan, Ö. ve Çolak, O. (2017). Enflasyon Hedeflemeli Rejim Altında Türkiye Ekonomisinde Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkisi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, ICMEB17 Özel Sayısı

Kaseeram, I. (2012). Essays on the impact of inflation targeting in South Africa. Kwa-Zulu Natal: UKZN. (Thesis – Thesis).

Kartal, M. T. (2020). Determınıng Affectıng Macroeconomıc Indıcators On Interest Rates In Emergıng Countrıes: A Comparatıve Examınatıon Upon Chına, Brazıl, And Turkey Wıth Multıvarıate Adaptıve Regressıon Splınes (MARS). Uygulamalı Ekonomi ve Sosyal Bilimler Dergisi / Journal of Empirical Economics and Social Science Cilt/Volume: 2 Sayı/Issue: 1 Mart/March 2020 ss./pp. 23-41

Keynes, J. M. (1936). İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi. U. S. Akalın (Çev). Kalkedon Yayınları 2008

Krippner, L. (2012). A model for interest rates near the zero lower bound: An overview and discussion. Reserve Bank of New Zealand Analytical Note Series ISSN 2230-5505 Reserve Bank of New Zealand September 2012 www.rbnz.govt.nz

Kurz, H. D. and Salvadori, N. (2003). Theories of Economic Growth – Old and New. Accelerating the world's research

Kurul, Z. (2021). Artan Finansal Bütünleşme Altında Finansal Sistemin İstikrarı: Finansal İmkansız Üçleme. P. K. Gögül/ D. Yaman (Ed.). Döviz Kuru Dinamikleri ve Finansal İstikrar. (49-72) Gazi Kitapevi. Mayıs, Ankara, 2021

Langdana, F. K. (2016). Macroeconomic Policy. Demystifying Monetary and Fiscal Policy. 3. Edition Springer Texts in Business and Economics DOI 10.1007/978-3-319-32854-6 http://www.springer.com/series/10099

Lee, K. S. and Werner, R. A. (2018). Reconsidering Monetary Policy: An Empirical Examination of the Relationship Between Interest Rates and Nominal GDP Growth in the U.S., U.K., Germany and Japan. Ecological Economics 146 (2018) 26–34

Le Roux, P. And Moyo, C.Z. (2018). Financial liberalisation and economic growth in the Southern African Development Community. Journal of Applied Economic Sciences, Volume XIII, Summer, 4(58): 1036- 1047.

Low, Y. W. and Chan, T. H. (2017). Foreign Exchange Rate, Interest Rate, Inflation Rate and Economic Growth in Malaysia. Global Business and Management Research: An International Journal Vol. 9, No. 4s (2017, Special Issue)(110-127)

Lucas, R.E. (1988). “On the Mechanics of Economic Developmen”t. Journal of Monetary Economics, 22, 1, 3-42.

Mazhitova, A. ve Gök, B. (2019). Kırgızistan'da Parasal Aktarım Mekanizması: Ekonometrik Analiz. Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi Cilt 10, Sayı 1, 2019 (35-60)

Mckinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development. Washington: Brookings Institution.

Meyer, D. F., Chipeta, C. and Camel, R. T. Mc. (2018). An Analysıs Of The Effectıveness Of Interest Rates To Facılıtate Prıce Stabılıty And Economıc Growth In South Afrıca. Studıa Unıversıtatıs Babeş-Bolyaı Oeconomıca Volume 63, ISSUE 3, 2018, pp. 68-90 DOI: 10.2478/subboec-2018-0015

Mera, V. and Sılaghı, M. P. (2015). An Insıght Regardıng Economıc Growth And Monetary Polıcy In Romanıa. Scientific Annalsof the "Alexandru Ioan Cuza" University of Iaşi Economic Sciences 62 (SI), 2015, s:(85-95) DOI 10.1515/aicue-2015-0039

Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. Journal of Economic Perspectives — Volume 9, Number 4 — Fall 1995 — Pages 3–10

Mishkin, F. S. (1996). The Channels Of Monetary Transmission: Lessons For Monetary Policy. NBER Working Paper Series No: 5464 (1996)

Mishkin, F. S. (2001). The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. NBER Working Paper Series No. 8617 December 2001 JEL No. E52, E40

Mitra, K., George W. Evans and Seppo Honkapohja (2012). Fiscal Policiy and Learning. Centre For Dynamıc Macroeconomıc Analysıs Workıng Paper Serıes

Mokuolu, J. (2018). Effect Of Exchange Rate And Interest Rate On Fdı And Its Relatıonshıp Wıth Economıc Growth In Nıgerıa. European Journal of Economic and Financial Research- Volume 3 Issue 1 2018 Available on-line at: http://www.oapub.org/soc

Molho, L. E. (1986). Interest Rates, Saving, and Investment in Developing Countries A Re-examination of the McKinnon-Shaw Hypotheses. Staff Papers (International Monetary Fund) , Mar., 1986, Vol. 33, No. 1 (Mar.1986), pp. 90-116 https://www.jstor.org/stable/3866923

Moyo, C. and Le Roux, P. (2018). Interest rate reforms and economic growth: the savings and investment channel. MPRA Paper No. 85297, posted 19 Mar 2018 14:34 UTC Nelson Mandela University Online at https://mpra.ub.unimuenchen.de/85297/

Nassif, A., Feijó, C. and Araújo, E. (2020). Macroeconomic policies in Brazil before and after the 2008 global financial crisis: Brazilian policy-makers still trapped

in the New Macroeconomic Consensus guidelines. Cambridge Journal of Economics 2020, 44, 749–779

Naghshpour, S. (2014). Fiscal Policy within the IS-LM Framework. Business Expert Press Economics Collection Printed in the United States of America Copyright © Business Expert Press, LLC, 2014 www.businessexpertpress.com

Neumeyer, P. A. and Perri, F. (2005). Business cycles in emerging economies: the role of interest rates. Journal of Monetary Economics 52 (2005) 345–380 www.elsevier.com/locate/econbase

Njie, M. and Badjie, M. (2021). The effects of interest rate on economic growth: Further insights from the Gambia. Journal of Economics and International Finance Vol. 13(2), pp. (100-105), April-June 2021 DOI: 10.5897/JEIF2021.1127

Obamuyi, T. M. and Olorunfemi, S. (2011). Financial reforms, interest rate behaviour and economic growth in Nigeria. Journal of Applied Finance & Banking, vol.1, no.4, 2011, 39-55 ISSN: 1792-6580 (print version), 1792-6599 (online) International Scientific Press, 2011

Obim, E. N., John, J. I. and Orok, A. B. (2018). Interest Rate Policy and the Growth of the Nigerian Economy (1990-2016). Journal of Banking and Financial Dynamics Vol. 2, No. 1, 16-23, 2018 ISSN(E): 2576-6821 DOI: 10.20448/journal.525.2018.21.16.23

Obamuyi, T. M. (2009). An investigation of the relationship between interest rates and economic growth in Nigeria, 1970 – 2006. Journal of Economics and International Finance Vol. 1(4), pp. 093-098, September, 2009 Available online at http://www.academicjournals.org/JEIF

Oktar, S., Eroğlu, N. ve Eroğlu, İ. (2013). 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (Tcmb) Deneysel Politika Çabaları. Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi YIL 2013, CİLT XXXV, SAYI II, S. 1-28 Doi No: 10.14780/iibdergi.201324457

Omodero, C. O. and Okafor, M. C (2020). Monetary Policy Mechanisms and Economic Growth Stability in Nigeria. Research in World Economy Vol. 11, No. 6; 2020 (225-233) ISSN 1923-3981 E-ISSN 1923-399X

Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2015). Para Politikası. 2. Baskı, Umuttepe Yayınları, Kocaeli 2015

Öruç, E. (2019). Türkiye'de Para Arzı, Enflasyon ve Faiz Oranı İliskisi International Management and Social Sciences Conference November 2-4, 2019 İstanbul / Turkey https://www.researchgate.net/publication/339676493 (566-576)

Özdemir, K. A. (2009). Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler. Central Bank Review ISSN 1303-0701 print / 1305-8800

online s:23-48 © 2009 Central Bank of the Republic of Turkey http://www.tcmb.gov.tr/research/review/

Öztürk, N. ve Durgut, D. (2011). Faiz Oranlarının Belirleyicileri: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz. Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi 3/1 (2011) 117-144

Özçelik, B. (2017). Effects Of Interest Rates On Exchange Rates In Turkey Durıng 2008 Global Crısıs (2008 Global Krizinde Türkiye'de Faiz Oranlarının Döviz Kurlarına Etkileri). Internatıonal Journal Of Dıscıplınes Economıcs & Admınıstratıve Scıences Studıes ISSN:2587-2168 2017 Vol 3, Issue:4 Pp:400-414

Parkin, M. (2012). Economics. 10. Edition ISBN 978-0-13-139465-0 (alk. paper)

Paesani, P., Strauch, R. and Kremer, M. (2006). Publıc Debt And Long Term Interest Rates The Case Of Germany, Italy And The USA. European Central Bank, 2006 http://www.ecb.int.or from the Social Science Research Network electronic library at http://ssrn.com/abstract_id=913327

Palley, T. I. (2016). "Why negative interest rate policy (NIRP) is ineffective and dangerous". *Real-World Economics Review*, İssue No. 76, 30 September 2016, pp. 5-15, http://www.paecon.net/PAEReview/issue76/Palley76.pdf

Pesaran, M. H., Shin, Y. ve Smith, R. J. (2001). "Bound Testing Approaches to the Analysis of Long Run Relationships". Journal of Applied Econometrics, 16: 289-326.

Phillips, P.C.B. ve Perron, P. (1988). "Testing for a Unit Root in Time Series Regression". Biometrica, 75(2): 335-346.

Reitschuler, G. and Sendlhofer, R. (2011). Fiscal policy, trigger points and interest rates: Additional evidence from the U.S. University of Innsbruck Working Papers in Economics and Statistics http://eeecon.uibk.ac.at/wopec/

Rijckeghem, C. V. ve Üçer, M. (2009). The Evolution and Determinants of theTurkish Private Saving Rate: What Lessons for Policy? ERF Research Report Series No. 09-01 2009, TÜSİAD

Romer, P. M. (1986). "Increasing Returns and Long-Run Growth,". Journal of Political Economy, 94, 5, 1002-1037.

Romer, P. M. (1994). The Origins of Endogenous Growth. Journal of Economic Perspectives, Volume 8, Number 1, Winter 1994, Pages 3–22

Rocha, C. Alexandre A. (2013). Economic Growth Theories and the Relationship between Interest and Investment Rates. Journal of Economics and Development Studies, Vol. 1 No. 3, December 2013 American Research Institute for Policy Development (17-30) www.aripd.org/jeds

Rodrik, D. (2009). The Turkish Economy After The Crisis, Discussion. Paper, No. 2009/9, Turkish Economic Association, Ankara

Russ, K. N. (2007). Exchange Rate Volatılıty And Fırst-Tıme Entry By Multınatıonal Fırms. Natıonal Bureau Of Economıc Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 November 2007 Working Paper 13659 http://www.nber.org/papers/w13659

Sang, T. M. (2019). Impact of Monetary Policy on Economic Growth: Empirical Evidence in Vietnam. International Journal of Social Science and Economics Invention ISSN: 2455-6289 Volume 05, Issue 10 October 2019 (162-165) https://doi.org/10.23958/ijssei/vol05-i10/169

Savrul, M., Özenç, M. (2020). Türkiye'de Uygulanan Faiz Oranı Politikalarının Ekonomik Büyüme Sürecine Etkileri. Turkish Studies -Social, 15(1), 611-629. https://dx.doi.org/10.29228/TurkishStudies.40384

Saymeh, A. A. F. and Orabi, M. M. Abu. (2013). The Effect Of Interest Rate, Inflatıon Rate, GDP, On Real Economıc Growth Rate In Jordan. Asian Economic and Financial Review, 2013, 3(3):341-354 journal homepage: http://aessweb.com/journal-detail.php?id=5002

Setterfield, M. (2003). Supply and Demand in the Theory of Long-run Growth: Introduction to a symposium on demand-led growth, 15:1, 23-32, DOI: 10.1080/09538250308440

Semuel, H. and Nurina, S. (2015). Analysis of the Effect of Inflation, Interest Rates, and Exchange Rates on Gross Domestic Product (GDP) in Indonesia. Proceedings of the International Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences (GB15_Thai Conference) ISBN: 978-1-941505-22-9 Bangkok, Thailand, 20-22 February 2015 Paper ID: T507 www.globalbizresearch.org

Shaw, E. S. (1973). Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press

Shaw, G. K. (1972). Fıscal Polıcy. Macmıllan Studıes In Economıcs ISBN 978-1-349-01375-3 (eBook) DOI 10.1007/978-1-349-01375-3

Shaukat, B., Zhu, Q. and Khan, M. I. (2019). Real interest rate and economic growth: A statistical exploration for transitory economies Contents lists available at Science Direct Physica A 534 (2019) 122193 journal homepage: www.elsevier.com/locate/physa

Smith, A. (1776). Ulusların Zenginliği. (1.cilt) A. Yunus/M. Bakırcı (Çev). Alan Yayınevi 4. Baskı

Suyuan, W. L. and Khurshid, A. (2015). "The effect of interest rate on investment; Empirical evidence of Jiangsu Province, China". Journal of International

Studies, Vol. 8, No 1, 2015, pp. 81-90. DOI: 10.14254/2071-8330.2015/8-1/7

Süslü, B. (2001). Türkiye de 1990 Sonrası İzlenen Faiz Politikası. Muğla Üniversitesi SBE Dergisi Bahar 2001 Sayı 3

Şen, H.ve Kaya, A. (2017). Mali Konsolidasyon Büyüme ve İstihdam için Bir Çıpa mı, Mali Tuzak mı? Teorik ve Ampirik Literatür Temelli Bir Analiz. Sosyoekonomi Vol. 25(34), 107-143

Şiriner, İ. ve Doğru, Y. (2005). Türkiye Ekonomisi'nin Büyüme Dinamikleri Üzerine Bir Değerlendirme. Yönetim Bilimleri Dergisi (3: 2) 2005 Journal of Administrative Sciences (162-182)

Taban, S. (2016). İktisadi Büyüme: Kavram ve Modeller. Ekin Yayınları 4. Baskı 2016

Taymaz, E. ve Suiçmez, H. (2005). Türkiye'de Verimlilik Büyüme ve Kriz. Discussion Paper, No. 2005/4, Turkish Economic Association, Ankara

Toker, K. ve Gürel, S. P. (2019). "Enflasyon- Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisinde Mundell-Tobın Etkisinin Analizi ", Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, sayı 36, Denizli, s.335-348. DOİ: 10.30794/pausbed.509359

Torun, M. ve Karanfil, M. (2016). 1980-2013 Dönemi Türkiye Ekonomisinde Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişki. Yönetim Bilimleri Dergisi / Journal of Administrative Sciences Cilt / Volume: 14, Sayı / N: 27, ss. / pp.: 473-490, 2016

Toda, H. Y. ve Yamamoto, T. (1995). "Statistical Inference in Vector Autoregressions With Possibly Integrated Process", Journal of Econometrics, Sayı 66, 225-250.

Tumwine, S., Sejjaaka, S., Bbaale, E. and Kamukama, N. (2018). Determinants of interest rate in emerging markets A study of banking financial institutions in Uganda. World Journal ofEntrepreneurship, Management and Sustainable Development Vol. 14 No. 3, 2018 pp. 267-290 © Emerald Publishing Limited 2042-5961 www.emeraldinsight.com/2042-5961.htm

Türkay, H. ve Demirbaş, M. (2012). Türkiye Ekonomisinde Yatırımların Faiz ve Gelir İlişkisinin ARDL Yaklaşımı ile Analizi. Akademik Yaklaşımlar Dergisi, Kıs 2012, Cilt:3, Sayı:2 (1-16)

TCMB, (2015). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayınları (2015) Tasarruf–Yatırım Dinamikleri ve Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri http://www.tcmb.gov.tr

TCMB, (2021). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayınları Enflasyon Raporu 2021 http://www.tcmb.gov.tr

TCMB, (2013). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayınları (2013) Parasal Aktarım Mekanizması http://www.tcmb.gov.tr

TCMB, (2002). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Para Politikası Raporu 2002 http://www.tcmb.gov.tr

TCMB, (2019). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayınları Enflasyon Raporu 2019, 4. Çeyrek http://www.tcmb.gov.tr

Ucak, A. (2015). World Conference on Technology, Innovation and Entrepreneurship Adam Smith: The Inspirer of Modern Growth Theories Procedia - Social and Behavioral Sciences 195 (2015) 663 – 672 www.sciencedirect.com

Uçak, S. ve Şahan, B. (2019). Faiz; Enflasyon, Döviz Kuru ve Büyüme İlişkisi. Ekev Akademi Dergisi Yıl: 23 Sayı: 79 (2019) (53-68)

Udoka, C. O. and Roland, A. (2012). The Effect of Interest Rate Fluctuation on the Economic Growth of Nigeria, 1970-2010. International Journal of Business and Social Science Vol. 3 No. 20 [Special Issue – October 2012]

Uysal, D., Mucuk, M. ve Alptekin, V. (2008). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Faiz ve Kur İlişkisi. KMU ĠĞBF Dergisi Yıl:10 Sayı:15 Aralık/2008 (48-64)

Ünsal, E. M. (2009) Makro İktisat İmaj Yayıncılık Ankara 2009 (8. Baskı)

Ünal, A. E. ve Uçan, O. (2018). Ekonomik Büyümede Alternatif Bir Araç Negatif Faiz: ARDL Analizi Yaklaşımı. Fiscaoeconomia, Vol.2(3), 151-167

Üstünel, B. (1997). Ekonominin Temelleri. Ankara: Alfa Yayınevi

Van Den Berg, H. (2013). 'Growth theory after Keynes, part I: the unfortunate suppression of the Harrod-Domar model'. The Journal of Philosophical Economics, VII:1

Varlık, C. (2020). Sermaye Girişlerindeki Aşırı Artışların Belirleyicileri: Türkiye Örneği. Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi KAÜİİBFD 11(22), 1048-1074

Vroey, M. D. and Hoover, K. D. (2004). Introduction: Seven Decades of the IS-LM Model. History of Political Economy Duke University Press Volume 36, Annual Supplement, 2004 pp. 1-11

Wyplosz, C. (2013). The Challenges of a Low Interest Rate Dırectorate General For Internal Polıcıes Polıcy Department A: Economıc And Scıentıfıc Polıcy Monetary Dialogue 18 February 2013 ISBN 978-92-823-4249-7 doi:10.2861/1502 http://www.europarl.europa.eu/studies

Yamak, R. ve Tanrıöver, B. (2009). Faiz Oranı, Getiri Farkı ve Ekonomik Büyüme, Türkiye Örneği (1990-2006). Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 24(1), 43-58.

Yağcı, S. (2016). İktisadi Büyüme Teorileri: 1980 Sonrası Türkiye'de Makroekonomik Değişkenlerin İktisadi Büyümeye Etkisi (Y.L tezi T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Politikası Anabilim Dalı), İSTANBUL- 2016

Yentürk, N. (1999). "Short Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Structure: Turkey in the 1990s", The Developing Economies, XXXVII-1, March 1999, http://www.ide.go.jp/English /Publish/Periodicals/De/pdf/99_01_04.pdf, (erişim tarihi:15.04.2009).

Yılmaz, Ö. ve Kaya, V. (2005). Kamu Harcama Çeşitleri ve Ekonomik Büyüme İlişkisi. SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi (257-271)

Yıldırım, D. Ç. ve Kırcı, B. (2018). Türkiye'de Konvansiyonel ve Konvansiyonel Olmayan Para Politikası Yaklaşımları Üzerine Bir İnceleme. Uluslararası Yönetim, Ekonomi ve Politika Kongresi 2018 Güz İstanbul/Türkiye | 1-2 Aralık, 2018 (1204-1210)

Yurdakul, F. (2009). Türkiye'de Yüksek Faiz Politikası ve Yurtiçi-Yurtdışı Faiz Oranları Farkını Etkileyen Faktörler. Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi [Bağlantıda]. 6:1. Erişim: http://www.insanbilimleri.com

Yuliastanti, R., Farhan, A., Rahayu, S., Sumaryono, R. and Kumayati, N. K. (2020). The Effects of Lending Interest Rates, Inflation Rates, and Investment on Economic Growth of South East Asian Countries International Journal of Scientific Research and Management (IJSRM) Volume. 08. Issue. 06 Pages EM-2020-1830-1835

Zanna, L. F. (2005). Fighting Against Currency Depreciation, Macroeconomic Instability and Sudden Stops. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers Number 848 (1-39) www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/.

Zou, J.J. and Liu, J.S. (2017). Analysis of the Effect of the Changes of Interest Rates on the General Profit Rate in China. Modern Economy, 8, 726-744. https://doi.org/10.4236/me.2017.85051