

64600

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA - BANKA ANABİLİM DALI

FAİZ - YATIRIM İLİŞKİSİ
ve
TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE
EKONOMETRİK MODEL ÇALIŞMASI
(Doktora Tezi)

Hazırlayan
Z. Arzu Bayer SEZİK
10203

Tez Danışmanı
Doç Dr. Sadi UZUNOĞLU

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

İstanbul - 1997

BÖLÜM I	6
FAİZ - TASARRUF VE YATIRIM TEORİLERİ	6
1. FAİZ	7
1.1 Faiz Tanımı	7
1.2 Faiz Oranı	9
1.2.1 Nominal ve Reel Faiz Oranı	10
1.3 Faiz Türleri	15
1.3.1 Sabit Faiz - Değişken Faiz	15
1.3.2 Brüt Faiz - Net Faiz	16
1.3.3 Serbest Faiz - Narh Faizi - Kanuni Faiz	16
1.3.4 Öz Sermaye Faizi - Ödünç Sermaye Faizi	17
1.3.5 Temerrüt Faizi (Gecikme Faizi)	18
1.4 Faiz Teorileri	19
1.4.1 İlk Çağ	19
1.4.2 Orta Çağ	21
1.4.3 Yeni Çağ	23
1.4.3.1 Faizin Nedenini Araştıran Teoriler	23
1.4.3.1.1 Verimlilik Teorisi	23
1.4.3.1.2 Nemalandırma Teorisi	24
1.4.3.1.3 Üretim Teorisi	24
1.4.3.1.4 Vazgeçme Teorisi	25
1.4.3.1.5 Emek Teorisi	25
1.4.3.1.6 Zaman Teorileri	26
1.4.3.1.7 Acio Teorisi	26
1.4.3.1.8 Sabırsızlık Teorisi	27
1.4.3.2 Faizi Rededen Teori (İstismar Teorisi)	27
1.4.3.3 Modern Faiz Teorileri	28
1.4.3.3.1 Merkantilist Görüş	28
1.4.3.3.2 Klasik Faiz Teorisi	30
1.4.3.3.3 Neo-Klasik Faiz Teorisi	34
1.4.3.3.3.1 Knut Wicksell'in Faiz Teorisi	36
1.4.3.3.3.1.1 Doğal Faiz - Parasal Faiz	37
1.4.3.3.4 Keynes'in Faiz Teorisi	41
1.4.3.3.4.1 Para Talebi	42
1.4.3.3.4.1.1 İşlem Amaçlı Para Talebi	43
1.4.3.3.4.1.2 İhtiyat Amaçlı Para Talebi	45
1.4.3.3.4.1.3 Spekülasyon Amaçlı Para Talebi	46
1.4.3.3.4.2 Para Arzı	49
1.4.3.3.4.3 Denge Faiz Oranı	50
1.4.3.3.4.4 Likidite Tuzağı	51
1.4.3.3.5 Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi	54
2. YATIRIMLAR	57

2.1 Tanım	57
2.2 Yatırım Türleri	59
2.2.1 Özel Yatırımlar- Kamu Yatırımları	59
2.2.2 Yurıçi -Yurtdışı Yatırımları	60
2.2.3 Safi - Gayrı Safi Yatırımlar	60
2.2.4 Reel - Mali Yatırımlar	61
2.2.5 Otonom - Uyarılmış Yatırımlar	62
2.3 Yatırımın Kaynakları	64
2.4 Yatırım Fonksiyonu	65
2.5 Yatırım Talebi	67
2.5.1 Yatırım Talebinde Kaymalar	70
2.6 Yatırım Kararını Tayin Eden Faktörler	71
2.6.1 Net Şimdiki Değer Kriteri	71
2.6.2 Sermayenin Verimliliği Kriteri	73
2.7 Faiz Oranı ve İşletmenin Yatırım Harcamaları İlişkisi	76
2.7.1 İşletmelerin Kuruluş Yeri ve Donanım Harcamaları ile Faiz İlişkisi	77
2.7.2 İşletmelerin Stok Yatırımları ile Faiz ilişkisi	78
2.7.3 Sabit Yatırımlar	79
2.8 Yatırım Kararını Etkileyen Faktörler	80
2.9 Yatırım Teorileri	81
2.9.1 Klasik Yatırım Teorisi	83
2.9.2 Keynesyen Yatırım Teorisi	85
2.9.3 Hızlandıran Teorisi	92
2.9.4 Neo- Keynesyen Yatırım Teorisi	95
2.9.5 Neo-Klasik Yatırım Teorisi	97
2.9.6 Yatırımın 'Q' Teorisi	101
2.9.7 Finansal Liberalleşme Politikası ve Mc Kinnon Shaw'ın Yatırım Teorisi	104
2.10 Yatırım - Gelir ve Faiz İlişkisi	109
2.11 Çarpan	111
2.11.1 Çarpan ve Tüketim Fonksiyonu	113
2.11.2 Çarpanın Tasarruf- Yatırım Yaklaşımı ile İzahı	114
3. TASARRUFLAR	116
3.1 Tanım	116
3.2 Tasarruf Fonksiyonu	117
3.2.1 Marjinal Tasarruf Meyli	118
3.2.2 Ortalama Tasarruf Meyli	118
3.3 Tasarruf Paradoksu	119

3.4 Keynesyen ve Klasik Sistem’de Tasarrufların Yeri	122
3.5 Tasarruf Faiz İlişkisi	122
3.6 Life-Cycle Hipotezi	125
3.7 Faiz Oranındaki Değişikliğin Gelir ve İkame Etkisi	128
3.8 Tasarruf - Yatırım Dengesine Keynesyen ve Klasik Yaklaşım	131
3.8.1 Klasik İktisat ve Tasarruf-Yatırım Eşitliği	131
3.8.2 Keynesyen İktisat ve Tasarruf - Yatırım Eşitliği	134
4. . MAL VE PARA PIYASASINDA DENGE	139
4.1 Mal Piyasasında Denge ve Faiz Oranı	139
4.2 Para Piyasasında Denge	143
4.2.1 Para Talebi	143
4.3 Mal ve Para Piyasasında Denge	148
5. KEYNESYEN VE KLASİK SİSTEMDE PARA VE MALİYE POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ	150
5.1 Maliye Politikası	150
5.2 Para Politikası	152
5.2.1 Yayılımcı ve Daraltıcı Para Politikalarının Etkileri	153
5.2.1.1 Yayılımcı Para Politikası	153
5.2.1.2 Daraltıcı Para Politikası	154
5.3 Para ve Maliye Politikalarının Faiz oranları ve Milli Gelir Üzerindeki Etkisi	155
5.3.1 Maliye Politikası	155
5.3.2 Para Politikası	157
5.4 Yatırımların Faiz Elastikliği ve Para Politikası	158
5.5 Keynesyen ve Klasik Sistemde Para ve Maliye Politikası Çerçevesinde Yatırım-Faiz İlişkisi	160
5.5.1 Klasik Sistem	162
5.5.2 Keynesyen Sistem	164
5.5.3 Maliye Politikası ve Para Politikasının Birlikte Etkisi	166
5.6 Resesyon ve Enflasyon Dönemlerinde Para Politikası Aracı Olarak Faiz Oranının Rolü	170
5.6.1 Resesyon Dönemi	170
5.6.2 Enflasyon Dönemi	174
5.7 Likidite Tuzağı ve Para Politikası	176
5.8 Aktarım Mekanizması	180

BÖLÜM II

185

1980-1996 YILLARI ARASINDA TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FAİZ VE YATIRIMLARIN YAPISI

185

6. 1980 Öncesi ve Sonrasında Türkiye’de Uygulanan Faiz Politikaları	186
6.1 Türk Finansal Sisteminin Temel Özellikleri ve Yapısı	186
6.1.1 Finansal Piyasaların Temel Özellikleri	186
6.1.2 Finansal Sistemin Yapısı	188
6.1.2.1 Kredi Piyasası	189
6.1.2.2 Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasası (DİBS)	191
6.1.2.3 Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası	195
6.1.2.4 Hisse Senedi Piyasası	197
6.1.2.5 İnterbank (Bankalararası) Para Piyasası	199
6.1.2.6 Organize Olmamış Para Piyasaları	199
6.2 Türkiye’de Faiz Politikaları	200
6.2.1 1980 Öncesi Planlı Dönemde Faiz Politikaları ve Ekonominin Genel yapısı	200
6.2.1.1 Planlı Dönemde Faiz Politikaları	200
6.2.1.2 Planlı Dönem Faiz Politikasına Yönelik Eleştiriler	203
6.2.1.3 1980 Öncesi Dönemde Ekonominin Genel Yapısı	206
6.2.2 24 Ocak 1980 Sonrasında Faizlerin Seyri	214
7. 1980 Öncesi ve Sonrasında Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının Seyri	225
7.1 Planlı Dönemlerde Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları	225
7.1.1 Toplam Yatırımlar İçinde Sabit Sermaye Yatırımlarının Payı	225
7.1.2 Sabit Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımı	228
7.2 1980 Sonrası Dönemde Toplam Sabit Sermaye Yatırımları	233
7.2.1 1980 Sonrası Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının Yapısı ve Sektörel Dağılımı	234
7.2.2 1980 Sonrası Toplam Sabit Sermaye Yatırımlarında Kamu / Özel Sektör Ayırımı	246

BÖLÜM III

249

1980-1996 DÖNEMİNDE ÖZEL SEKTÖR SABİT SERMAYE YATIRIMLARININ FAİZ ORANLARI DUYARLILIĞI ÜZERİNE BİR EKONOMETRİK MODEL ÇALIŞMASI

249

8. Ekonometrik Modelin Amacı ve Kurulması	250
9. Ekonometrik Modelin Yorumu	252
10. Ekonometrik Modelin Test Edilmesi	256
10.1 R ² Testi	256

10.2 t - Testi	258
10.3 F - Testi	265
10.4 Çoklu Doğrusal Bağlantı	268
10.5 Otokorelasyon	269
10.5.1 Durbin - Watson Testi	270
10.5.2 Von - Neuman Testi	273
SONUÇ	275
EKLER	282
KAYNAKLAR	289



GİRİŞ

1970 öncesi dönemde, tüm dünyada uygulanan istikrar politikalarında Neo-klasik ve Keynesyen yaklaşımların hakim olduğu görülmüştür. Bu yaklaşımlara göre, kalkınmanın temel taşı olarak yatırımlar gösterilmiştir. Dolayısı ile, İktisadi kalkınmanın düzeyini yükseltmek için uygulanacak politikalar arasında faiz politikası olarak düşük faiz oranlarına yer verilmiştir. Tasarrufların ise, artan yatırımlar sonucu yükselen gelir düzeyine bağlı olarak dolaylı şekilde artacağı kabul edilmiştir.

Söz konusu yaklaşımlara göre, faiz mekanizması ekonominin arz cephesi üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olup, uygulanacak düşük faiz politikası ile yatırımların teşvik edilerek üretim düzeyinin yükseleceği ve ekonomik büyümenin gerçekleşeceği ileri sürülmüştür.

Özellikle, gelişmiş ülke ekonomilerinde uygulanan bu tür istikrar politikalarının, söz konusu dönemde gelişmekte olan ülke ekonomileri içinde geçerli olduğu kabul edilerek bu ekonomilere yönelik istikrar politikalarında da uygulanmıştır.

1970'lerden sonra ise, McKinnon ve Shaw'ın önderliğini yaptığı ve tasarrufları kalkınmanın temel faktörü olarak gören yaklaşım hakim olmuştur. Özellikle, tasarruf yetersizliği bulunan gelişmekte olan ülkelerde 1970 öncesi istikrar programlarının yerine söz konusu yaklaşım geçerlilik kazanmıştır.

Bu yaklaşıma göre, tasarruflar reel faiz oranlarına karşı duyarlıdır. Dolayısı ile, uygulanan reel pozitif faiz politikası ile artan tasarruflar, bir taraftan üretken yatırımlar için gerekli olan sermaye birikiminin ekonomide oluşmasını sağlarken diğer taraftan, ekonomideki toplam talep baskısını azaltarak kısa dönemde enflasyonun kontrol altına alınmasını sağlayacaktır. Bu nedenle, negatif değil pozitif getirili bir faiz politikası 1970 sonrası uygulanan istikrar politikaları içinde yer almıştır.

Türkiye ekonomisinde ise, ekonomik liberalleşmeye geçiş olarak görülen 24 Ocak 1980 kararları bir dönüm noktası olarak alınacak olursa, 1980 öncesi dönemde her alanda olduğu gibi faiz oranlarında da bir serbestlik söz konusu olmamıştır. Faiz politikası olarak, Neo-klasik / Keynesyen yaklaşım benimsenerek faiz oranlarını enflasyonun gerisinde tutan düşük faiz politikası uygulanmıştır.

1980 yılından sonra ise, McKinnon ve Shaw'ın önderliğini yaptığı yaklaşım kabul edilerek, pozitif reel getiri sağlayan ve serbest piyasa koşullarına göre belirlenen faiz politikaları liberalizasyon programında yer almıştır.

Yüksek faiz mekanizması ile ulaşılmak istenen temel amaç, kısa vade de fiyat istikrarını sağlayarak enflasyonu düşürmek, uzun vade de ise, banka kesiminin reel kredi hacmini arttırarak ekonomik büyüme için gerekli fonların yatırımlara transferini sağlamak olmuştur.

Odak noktasını yatırımlar ve faiz ilişkisinin oluşturduğu çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; faiz, yatırım ve tasarruf konuları ile ilgili teorik bilgilere yer verilirken, ikinci bölümde Türkiye Ekonomisinin Mali Yapısı, Uygulanan Faiz Politikaları ve Yatırımların seyri ele alınmıştır. 1980-1997 dönemi kapsayacak şekilde yatırımlar üzerine yapılan ekonometrik bir model ise, üçüncü bölümü oluşturmuştur.

Çalışmamızın odak noktasını oluşturan üçüncü bölümde ulaşılmak istenilen amaç, 1970'lerden sonra dünyada uygulanan istikrar politikaları içinde kabul gören, özellikle gelişmekte olan ülkelerin iktisadi gelişme ve kalkınmalarını engelleyen temel faktör olarak tasarruf yetersizliğini gösteren, dolayısı ile yüksek faiz politikasının tasarrufları artırarak yatırım ve büyümeyi teşvik edeceğini ileri süren makro modellerin Türk ekonomisine uygunluğunun araştırılmasıdır.

Sonuç olarak, yapılan ekonometrik çalışma ile Türk ekonomisinde yatırımların faiz oranlarına karşı ne derece duyarlı olduğu ve uygulanan faiz politikalarının başarısı analiz edilmeye çalışılmıştır.

Doktora tez çalışmalarımnda yardım ve anlayışlarını benden esirgemeyen başta hocam Prof. Dr. Zafer TUNCA'ya, Doç. Dr. Sadi UZUNOĞLU'na ve eşim Emin SEZİK'e teşekkür ederim.





BÖLÜM I

FAİZ - TASARRUF VE YATIRIM TEORİLERİ

1. FAİZ

1.1 Faiz Tanımı

Milli gelirin üretim faktörleri arasındaki bölüşümünde “faiz”, sermayenin geliri olarak tanımlanmaktadır. Sermayenin nakit olarak tasarruf şeklinde tutulması, sermaye sahibinin faiz geliri elde etmesini sağlamaktadır. Diğer yandan, sermayenin fiziki olarak üretime tahsis edilmesiyle yaratılan mal ve / veya hizmetlerin satılması sonucunda elde edilen “kar” da, sermaye sahibi için bir gelirdir. Dolayısıyla kapitalize olmuş “sermaye”; yukarıda açıklanan her iki yöntem ile belirli bir zaman periyodunda sahibine, faiz veya kar şeklinde belirli bir gelir kazandırmaktadır.¹

Yaygın bir tanıma göre ise faiz; “paranın kiralınması karşılığında talep edilen bedel” iken, diğer bir tanıma göre ise “kullanıma arz edilen sermayenin geliri”dir. Şu halde faiz, bir dar bir de geniş anlamda kullanılmaktadır. Faiz dar anlamda, ödünç verilen fonlara uygulanan ve piyasaların belirlediği kira bedelidir. Bu anlamda kullanılan faiz, ödünç verilen fon piyasalarındaki arz ve talep ilişkilerine göre oluşmaktadır. Buna “borç faizi” de denilmektedir.²

¹ ÜLGENER S. : “Milli Gelir ve İstihdam ve İktisadi Büyüme”,der Yayınları, İstanbul , 1980, sf. 187

²PAYA M. : “Para Teorisi ve Para Politikası”,Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994, sf.75.

Faiz, finansal pazarda fon arzı ile fon talebini eşitleyen bir fiyat olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifade ile, bir ülkede belirli bir zamanda ellerindeki fonları başkalarına ödünç vermeye hazır kişi ve kuruluşlar ve bu fonları ödünç almayı arzulayan kişi ve kurumlar vardır. Ödünç verilebilir fonları alan kişiler ödünç verme karşılığında bir getiri elde etmek isterlerken, ödünç alma gereksinme veya arzusu bulunan kişiler de bu ödünç alma karşılığında bir bedel ödemeye isteklidirler. İşte faiz, ödünç para kullanmak isteyen bireyin ödemek zorunda olduğu bir bedeldir.³

Geniş anlamda ise, faiz üretim sürecini etkinleştirmek için kullanılan sermaye ile ilişkili olarak meydana gelmektedir. Sermaye kullanımı üretimin verimliliğini artırmaktadır. Sermaye kullanımından kaynaklanan verim artışı, geniş anlamda kullanılan faizdir. Bu faize; “doğal faiz”, “gerçek faiz”, “sermayenin getirisi” de denilmektedir. Geniş anlamda kullanıldığında; nakit para, bina, makina sermaye unsuru sayılacağı için bunların tümünün kira bedeli faiz sayılmaktadır.⁴

Sonuçta, geniş anlamda faiz tanımına göre, faiz yalnızca borç alındığı zaman doğmamaktadır. Faiz, üretim sürecini etkin

³ DESAI M. : “Macroeconomics and Monetary”, Oxford Univ. Press., Oxford, 1988, sf. 217

⁴ PAYA Melih: a.g.e., sf.75.

kılmak için kullanılan sermaye ile ilişkili olarak meydana gelmektedir. Dolayısıyla, üretim söz konusu olduğu zaman sermaye borç alınmamış olsa bile, özsermaye için faiz hesaplanması işleminin yapılması gerekmektedir.

Gelişmiş parasal ekonomilerde sermayenin reel halde değil de para halinde kiralanması söz konusu olduğundan, sermayenin geliri denilince sadece "faiz" anlaşılmaktadır. Çünkü, bu ekonomilerde sermayenin kaynağı olan tasarruf para halinde yapılmakta ve para halinde ödünç verme işlemine konu olmaktadır. Tasarrufun yatırıma tahsis edilmesi ancak para ile mümkün olmaktadır. Sonuçta, modern para ekonomisi sisteminde faiz, likit sermayenin belirli bir süre kullanılması için ödenmiş bir fiyattır.⁵

1.2 Faiz Oranı

Faiz geliri ya da gideri, genel anlamda ana paranın bir yüzdesi olarak ifade edilmektedir. Bu tanıma, "faiz haddi" ya da "faiz oranı" denmektedir. Faiz oranı, aynı zamanda ödünç alınan paranın her birimi için ödenen fiyatı ifade etmektedir.⁶

⁵ POLAKOFF M. : "Financial Institutions and Markets", Mifflin Co., Houghton, 1970, sf.357.

⁶ CABBELL T. : "Money and Capital Markets", MIT Press, Cambridge, 1988, s.178.

1.2.1 Nominal ve Reel Faiz Oranı

Nominal faiz oranı, enflasyondan arındırılmamış faiz oranı olarak tanımlanmaktadır. Nominal faiz oranı, yıllık faiz miktarının ana paraya bölünmesi ile bulunmaktadır. Örneğin, % 5 gibi bir faiz oranı 100 TL'nin yılda 5 TL faiz getireceğini göstermektedir. Gerçek faiz oranına ise, bu orandan enflasyon oranının çıkarılması ile ulaşılmaktadır. Bu faiz oranı ise, "reel faiz oranı" olarak tanımlanmaktadır.

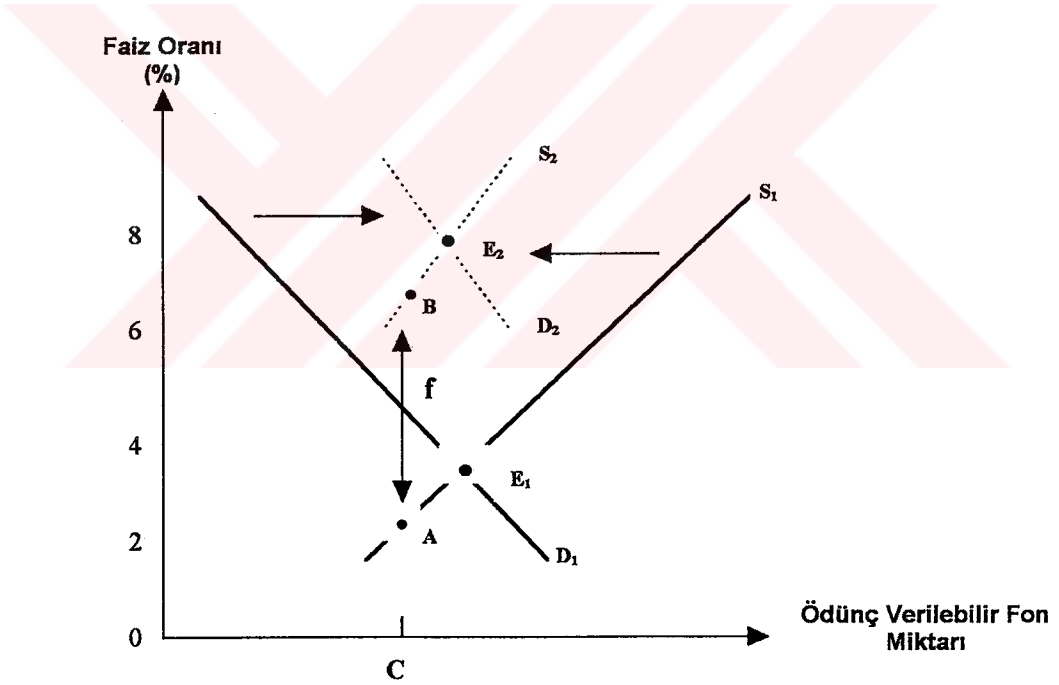
Reel Faiz Oranı = Nominal Faiz Oranı - Enflasyon Oranı

Yatırımların maliyeti belirlenirken dikkate alınacak faiz oranı ise, reel faiz oranıdır. Buna göre, 1970'ler de Amerika Birleşik Devletleri ve Brezilya'da nominal faiz oranlarının çok yüksek seyretmesine rağmen reel yatırımlarında çok yüksek olduğu gözlenmiştir. Bunun sebebi, söz konusu ülkelerde enflasyon oranının çok yüksek oranlarda gerçekleşmesidir. Çünkü, enflasyonist dönemlerde reel faizler düşmekte ve borç alanlar açısından borçlanarak yatırımları finanse etmek karlı olmaktadır. Diğer bir ifade ile, nominal faiz oranı yüksek olmasına rağmen reel faiz oranı düşük ise, ekonomideki yatırımlar artmaktadır.⁷

⁷ SAMUELSON P. : "Macroeconomics", Fourth Edition, Yale University, 1992, sf.115.

Enflasyonun etkileri, gerek borç alanlar gerekse borç verenler üzerinde görülmektedir. Özellikle, borç verenler enflasyonist dönemde ödünç verdikleri paralarını değeri düşmüş olarak geri almaktadırlar. Bu ise, ellerinde ödünç verilebilir fon bulunanları borç verme konusunda isteksizleştirmekte ve sonuçta finansal piyasalara akacak fon miktarı azalmaktadır. Bu durum şekil 1'de S_1 eğrisinin S_2 'ye hareketi ile gösterilmektedir.⁸

Şekil - 1



⁸ WANNACOTT P. : "Macro Economics", University of Maryland Press., 1990, s.264.

Aynı zamanda enflasyon borç alanlar açısından bir kazanç da sağlamaktadır. Bu nedenle, enflasyon dönemlerinde gerek işletmelerin gerekse bireylerin ödünç verilebilir fon talepleri artmakta ve D_1 eğrisi D_2 şeklinde sağa kaymaktadır. Sonuçta denge faiz oranı da E_1 'den E_2 'ye yükselmektedir. Böylece, denge faiz oranı enflasyon miktarında artacaktır. Bu durumda, borç verenler ve borç alanlar enflasyon öncesi reel pozisyonlarına geri döneceklerdir.

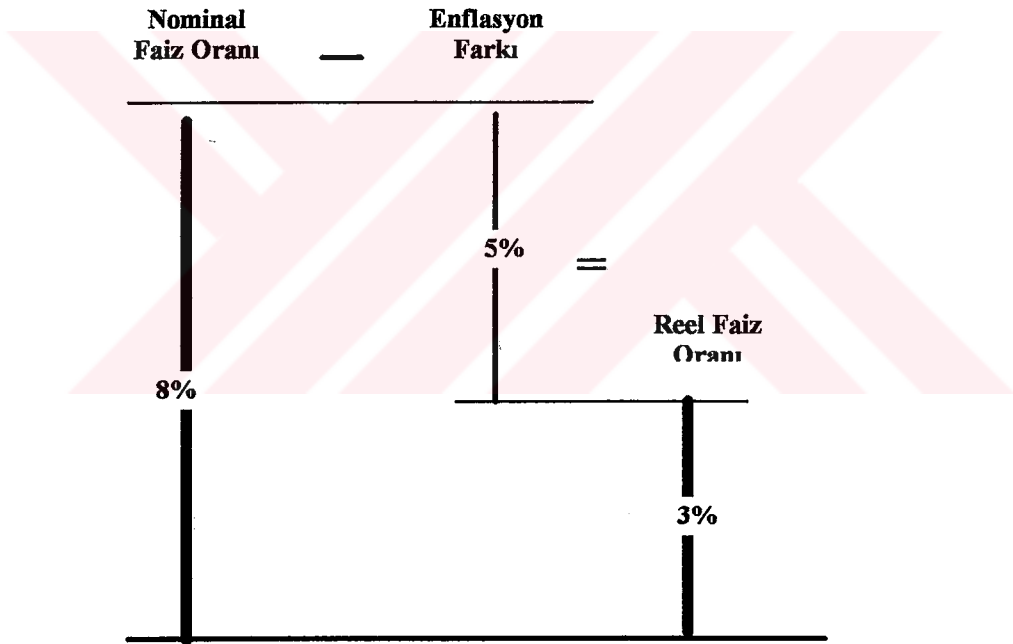
Nominal faiz oranı, enflasyonun yarattığı değer aşınmasının telafisini karşılayan bir orandır ve reel faiz oranını orjinal seviyesine getirecektir. Örneğin, S_1 arz eğrisi üzerinde A noktası, borç verenlerin C miktarındaki fonu % 2 faiz oranından borç verdiği göstermektedir. Eğer enflasyon oranında % 5'lik bir artış olursa, aynı miktar fonun ödünç verilmesi için faiz oranının % 7 olması gerekmektedir. Böylece S_2 arz eğrisi üzerinde B noktasına gelinmektedir. Sonuçta arz eğrisi, şekilde "F" oku ile gösterilen enflasyon miktarında yukarı kaymaktadır.

Diğer taraftan, enflasyon borçlanmayı da cazip hale getirmektedir. Çünkü, ödünç alınan paranın enflasyon döneminde değeri düşmektedir. Enflasyon % 5 seviyesinde gerçekleştiği zaman ödünç fon talebi de % 5 artacak ve D_1 eğrisi D_2 şeklinde sağa kayacaktır. Her iki eğrinin de % 5

oranında yukarı kayması sonucu; yeni denge eski denge noktası olan E_1 noktasının yukarısında E_2 noktasında oluşmaktadır.

Şekil 2'de enflasyonun % 5 olduğu bir ekonomide nominal ve reel faiz oranları arasındaki ilişki şematik olarak gösterilmektedir.

ŞEKİL - 2



Teorik olarak reel faiz oranı, nominal faiz oranından beklenen enflasyon oranının çıkarılması ile bulunmaktadır. Ancak, gerçek dünyada enflasyon oranını mükemmel şekilde tahmin edilememektedir. Bu nedenle, ileriye yönelik olarak borç

alanların ve borç verenlerin bekledikleri reel faiz oranı kesin şekilde hesaplanamamaktadır. Reel faiz oranının belirlenmesinde önemli yeri olan beklenen enflasyon oranının tahmini ile ilgili iki yaklaşım bulunmaktadır.⁹

Birincisi, geleneksel yöntemdir. Bu yöntemde göre, gelecekte beklenen enflasyon oranı son yıllarda özellikle son iki yıldaki enflasyon oranı dikkate alınarak tahmin edilmektedir.

İkinci yöntem birinciye göre daha üstündür. Bireylerin gelecekteki enflasyon oranı ile ilgili beklentilerini saptayabilmek için kullanılan bu yöntem, doğrudan bireylere gelecekteki beklenen enflasyon oranı ile ilgili soruyu yöneltmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde, 1978 yılından günümüze kadar geçen süreç zarfında finansal uzmanlar, bireylerin gelecekteki enflasyon oranı ile ilgili beklentilerini gözlemlemişlerdir. Bu gözlemlerin sonucuna göre tesbit edilen gelecekteki beklenen enflasyon oranı, nominal faiz oranından indirgenerek reel faiz oranı saptanmıştır.¹⁰

⁹ FREDERİC S.: "The Real Interest Rate: An Emprical Investigation", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 15 Autumn, 1981, sf.278.

¹⁰ RITTERBERG L.: "Investment Spending and Interest Rate Policy", Journal of Development Studies, Vol.25,1993, sf. 158.

1.3 Faiz Türleri

1.3.1 Sabit Faiz - Değişken Faiz

Sabit faiz, kredi sözleşmelerinde taraflarca karşılıklı olarak saptanan ve sözleşme dönemi boyunca değiştirilmeyen faiz oranıdır. Değişken faiz ise, belirli bir endekse göre örneğin altın veya buğday fiyatına göre sözleşmede ödenmesi şart koşulan faiz oranıdır. Böylece, sözleşme süresince paranın kıymetindeki oluşabilecek değişikliklere karşı bir önlem alınmış olmaktadır.¹¹

Değişken faiz oranlı kredilerde; ödünç verilen paranın faizi, zaman içinde ilk plasman oranına göre değişkenlik gösterebilmektedir. Özellikle, para otoritelerinin ekonomideki genel faiz düzeyini yükseltmeleri durumunda bankalar ve şirketler, mevduat sahiplerine ve tahvil hamillerine önceden kararlaştırılmış orana otomatik olarak zam yapmayı taahhüt edebilmektedirler.¹²

¹¹ DİRİMTEKİN H. : “Genel İktisat Teorisi II (Makro)”, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1993, sf.203

¹² EREN E. . “ Makro İktisat, Kavramlar, Tarihsel Yaklaşım, İstikrar Politikaları ve Açık Ekonomi”, Ezgi Kitabevi, Uludağ Üniversitesi, 1992, sf. 77.

1.3.2 Brüt Faiz - Net Faiz

Sermayenin kiralanmasını gösteren belgeler üzerinde yazılı olan ve sermayenin ödünç verilme gelirini oluşturan faize “gayri safi” ya da “brüt faiz” denilmektedir. Diğer bir ifade ile, bankaların vermiş oldukları kredilerden aldıkları faiz brüt faizi oluşturmaktadır.

Brüt faizin tamamı bankaların borç olarak verdiği sermayenin bir geliri değildir. Banka bu sermayeyi borç olarak verebilmek ve gelir elde edebilmek için bazı masrafları üstlenmek zorundadır. Bu nedenle, borç verilen sermayelerin gerçek gelirini bulabilmek için, yapılan masrafların gayri safi faiz oranından indirilmesi gerekmektedir. Böylece “safi faiz” diğer bir ifade ile “net faiz” bulunmuş olmaktadır.¹³

1.3.3 Serbest Faiz - Narh Faizi - Kanuni Faiz

Serbest faiz, piyasada para arz ve talebinin karşılaştırılması sonucunda ortaya çıkan faiz oranıdır. Arz ve talebe göre piyasada serbestçe belirlenen bu faiz oranı, aynı zamanda ekonomideki kaynakların en etkin yatırım alanlarına yönlendirilmesini sağlayan bir orandır.¹⁴

¹³ ZEYTİNOĞLU E. : “ Genel Ekonomi -I”, I.I.T.I.A. Nihad Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayınları No. 33, İstanbul, 1980, sf. 267

¹⁴ HEILBRONER R. : “Macroeconomics”, Prentice-hall, Inc. , Englewood Cliffs, New Jersey, U.S.A. , 1973, sf.295.

Kanun koyucu tarafından faiz haddine “narh” konulmuş ise, buna “narh faizi” denilmektedir. Bazı ekonomilerde, kanun koyucu tarafından genel olarak saptanan faiz oranı uygulanmaktadır. Bu oran ise, “kanuni faiz” olarak tanımlanmaktadır. Taraflarca yapılan sözleşmelerde faiz oranı tesbit edilmediği zaman kanunen uygulanan faiz oranları taraflarca geçerli sayılmaktadır.¹⁵

Kanuni faiz oranı ve narh faiz oranı, liberal iktisadi politikaların uygulanmadığı güdümlü ekonomilerde görülmektedir. Serbest piyasa şartlarına göre belirlenmeyen bu faiz oranları ekonomide kaynak dağılımını da olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle, bugün artık birçok ekonomi liberalleşme sürecine girmiş ve serbest faiz politikasını benimsemiştir.¹⁶

1.3.4 Öz Sermaye Faizi - Ödünç Sermaye Faizi

Sermayenin, bizzat sahibi tarafından kendi nam ve hesabına üretime dahil edilmesi halinde uygulamadaki faiz oranı üzerinden hesaplanan faize “asıl faiz” adı verilir.

¹⁵ DİRİMTEKİN H. : a.g.e. , sf. 205.

¹⁶ BALKAN E.ve YELDAN E. : “ Financial Liberalization in Developing Countries . Discussion Papers, June 1996, Bilkent University, sf. 47.

Böyle bir hesaplamadan amaç, hem sermayedar hem de girişimci olarak üretime katılan şahsın sahip bulunduğu iki faktörün gelirlerini ayrı ayrı bilmek ve sermayenin geliri olan kar'dan ayırabilmektir. Çünkü, üretim sonunda elde edilen kar, sermayenin ve teşebbüs faaliyetinin birlikte değerlendirilmesi suretiyle oluşmakta ve iki faktörün ortaklaşa gelirlerini bu isim altında içinde bulundurmaktadır. Sermayenin, kullanılma amacıyla başkasına ödünç verilmesi halinde alınan faize "ödünç faizi" denir.

Günümüzde ödünç faiz, büyük bir önem taşımaktadır. Çünkü, bu faiz girişimci için bir masraf niteliğinde olduğundan üretim maliyetlerinin hesaplanması ile ilgilidir. Faiz oranının yüksekliği veya düşüklüğü kar hacminin büyüklüğünü etkiler. Girişimcinin kendi sermayesi ile üretime katılması halinde söz konusu olan asli faiz ise, dolayısıyla hesaplanan ve izafe edilmiş bir masraf niteliğinde olup, maliyet unsuru ile doğrudan doğruya ilişkisi yoktur.¹⁷

1.3.5 Temerrüt Faizi (Gecikme Faizi)

Borçlunun almış olduğu borcu zamanında ödememesi halinde alacaklıya karşı geciktirmiş olduğu borcundan dolayı bir faiz

¹⁷ ZEYTİNOĞLU E. : a.g.e. sf. 266.

ödemesi gerekmektedir. Buna “temerrüt faizi” veya “gecikme faizi” denmektedir.¹⁸

1.4 Faiz Teorileri

Bir ekonomide faiz haddi yatırımların düzeyini, yatırımların düzeyi de çarpan yoluyla milli geliri etkilediğinden, faiz haddi yatırımlar yoluyla milli gelir üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu nedenle makro ekonomi açısından faiz oldukça önemli bir yere sahiptir. Tasarrufun ödünç alınması veya verilmesi sonucunda oluşan faiz adı altındaki bir artı değer, gelir niteliğinde ödenmesinin uzun bir geçmişi vardır. Zaman içerisinde faiz, geniş görüş ayrılıklarına konu olmuş ve varlığı uzun yıllar kabul edilmemiş bir gelir türü olmuştur. Tarihi süreç içerisinde faiz ile ilgili görüşler; ilk çağ, orta çağ ve yeni çağ faiz teorileri olarak aşağıda açıklanmıştır.

1.4.1 İlk Çağ

Para öncesi dönemde ödünç verme işlemleri tapınakların tekelinde olmuştur. Bu dönemde, ödünç alınan malın karşılığında ilave olarak koyun, sığır, tahıl, alet vb. malların

¹⁸POLAKOFF Murry: a.g.e., s.187.

ödenmesi yükümlülüğüne girilmekteydi. Bundan dolayı, eski dilde faiz anlamında “yavrulama” sözcüğü kullanılmıştır.¹⁹

Devletin ekonomiye ilk müdahale konularından birini faiz oluşturmuştur. Bunun en eski örnekleri “Hamurabi Kanunları”dır. Hamurabi'nin İ.Ö. 18.inci yüzyılda çıkardığı kanunlarla alacaklı ve borçlunun hakları güvenceye bağlanmıştır. Borçlunun kişisel sorumluluğunu esas tutmuştur.²⁰

Paralı mübadele dönemine geçilmesi ile birlikte iktisadi hayat canlılık kazanmıştır. Ticari hayatın gelişmesi “sofisler” olarak adlandırılan bir grup tarafından olumlu karşılanırken, filozoflar bu görüşlere ve özellikle faiz olgusuna karşı çıkmışlardır. Filozoflar ve din adamları faiz konusunda ezilenlerin yanında yer almışlar, faiz sorunlarını dini ve ahlaki yönden tahlil etmişlerdir. Faiz konusunda yazılan ilk eserlerden pek çoğu bu nedenle faizi adil saymamışlardır.²¹

İlk çağ düşünürlerinden Platon, ödünç alınan bir miktar para için faiz verilmesini kınamıştır. Aristo da paranın kısır olduğunu ve bu nedenle kendi kendine çoğalamayacağı

¹⁹ PATINKIN D: “Money, Interest and Prices” 2nd ed., Cambridge University Press,1986, sf.319.

²⁰ ERGİN Feridun: “ Para ve Faiz Teorileri”, İstanbul Üniversitesi Yayını, İstanbul, 1981,s.127.

²¹ GLAHE F. : “Macroeconomics, Theory and Policy”, Harcourt Brace Jovanovich, New York, 1977, sf.121.

düşüncesiyle faizin; bunu ödeyenin emeğinden gasbedildiğini ifade ederek, faizi kabul etmemiştir. Aristo'ya göre hiçbirşey üretmemiş olan bir malın veya varlığın, kendi kıymetinin üstünde bir ödemeyi gerektirmesi haklı görülemez. Buna göre faiz, alacaklının borç verdiği paradan bir çıkar elde etmesi, borçlunun varlığını istismar etmesi demektir.²²

Aristo ayrıca, paranın asıl amacının mübadeleyi kolaylaştırmak olduğunu, bundan dolayı da paranın bizzat hasıla yaratamayacağını vurgulamıştır. Aristo'ya göre, para bir bitkiden ve hayvandan farklı olup yavrulama özelliğine sahip değildir. Bu görüşüyle de faize karşı olduğunu vurgulamıştır.

1.4.2 Orta Çağ

İlk ve orta çağlardaki toplum düzeni göz önüne alındığı zaman, faizi meşru kabul etmeyen düşüncelerin haklı olduğu görülmektedir. Bu dönemde ödünç alma işlemi, fakir halk tarafından tüketim amacı ile yapılmıştır. Bu kişiler ödünç aldıkları para ile yeni bir kıymet yaratamamışlardır. Bu ise, haklı olarak düşünürlerin faizin meşru olmadığı düşüncesini benimsemelerine neden olmuştur.²³

²² SEYMOUR H. : "Alternative Formulations of the Theory of Interest", The New Economics Edition, New York, 1967, s.278.

²³ MODİGLİANI F. : "The Theory of Interest and Money", Third Edition, Foresman and Company, Glenview, Illinois, 1978, sf. 285.

Orta çağda, yüksek faizi borca eklenmesi ile daha da artan borcun altından kalkamayan borçlular, alacaklıların ağır baskısı altında kalmışlardır. İnsanlık için eşitlik ve adalet gözetilen İslam ve Hristiyanlık dinlerinin, o dönem için böyle bir duruma göz yummaları da doğal sayılmaktadır.²⁴

Orta çağda “Kanonistler” olarak adlandırılan bir grup, dinsel yasa anlamını ifade eden “Dinsel Bağlayıcı Kurallar” konusunda en yüksek otoriteyi oluşturmuşlardır. Faiz konusunda Aristo’nun görüşlerini esas alarak, faiz yasağı doktrinini geliştirmeye çalışmışlardır. 12.inci yüzyılın Kanonizm otoritesi olarak bilinen Saint Gratien, “Decretum Gratiani” adlı yapıtında faizden haram olarak bahsetmiştir.²⁵

Orta çağ Avrupasında, genelde Saint Thomas d’Aguin’in fikirleri hakim olmuştur. Saint Thomas’a göre faiz haksızlık nedenidir. Orta çağdaki düşünceye göre, faiz yasağı çok sert olmamalıdır. Güncel hayatta faiz kavramı, çeşitli istisnalarla yumuşatılarak tanımlanmıştır. Yasaklanan daha ziyade net faizdir. Çünkü Saint Thomas d’Aguin’e göre, “faiz zamanın kirasıdır. Zaman ise, insanlara ait olmayıp yalnız Allah’ın malıdır”. Bu nedenden dolayı ilk ve orta çağlarda faiz yasak sayılmıştır.²⁶

²⁴ GLAHE F. : a.g.e. : sf. 139

²⁵ NEWLYN W: “Theory of Money”, Macmilan, London, 1972, sf.315.

²⁶ UNAY C. “ Makro Ekonomi”, İ.İ.T.İ.A. Ticari Bilimler Fakültesi Yayını, No: 19, İstanbul, 1982, s.141.

Faiz konusundaki dini engellerin ortadan kalkması Calvin ile başlamıştır. Dürüst ve aşırı olmayan faizi her zaman normal karşılayan Calvin, ekonomik hayatın gelişmesinde büyük rol oynamıştır.²⁷

1.4.3 Yeni Çağ

18.inci yüzyıldan sonra artık faizin meşru olup olmadığı konusundaki tartışmalar yerini daha ziyade faizin nedenlerini araştıran, faiz oranını tayin eden faktörleri belirleyen ve faizin ekonomik sistem üzerinde yarattığı etkileri saptayan çalışmalara bırakmıştır. Bu dönemdeki faiz teorileri iki ana grup içinde incelenmiştir. Birinci grupta faizin nedenini araştıran teoriler yer alırken, ikinci grupta faiz oranındaki ve faizin ekonomideki etkilerini inceleyen "asıl faiz teorileri" yer almaktadır. İkinci grup aynı zamanda "modern faiz teorileri" olarak da tanımlanmaktadır.

1.4.3.1 Faizin Nedenini Araştıran Teoriler

1.4.3.1.1 Verimlilik Teorisi

Jean Baptiste Say ve Roscher ileri sürülen bu teoriye göre, sermayenin bir verimliliği vardır. Üretimde sermayenin

²⁷ NEWLYN W.T. :a.g.e., sf.319.

kullanılmasından dolayı artan verimden, sermayede bir pay almalıdır. İşte sermayenin sağladığı bu fazla verimden sermayedara verilecek pay, faizdir.²⁸

1.4.3.1.2 Nemalandırma Teorisi

Turgot'un, toprağın verimliliği fikrine dayanan nemalandırma teorisine göre, saf hasılayı yaratan tek kaynak topraktır. Sermaye sahibi kaynaklarını toprak dışındaki alanlara yönlendirdiği zaman, bunun karşılığında bir alternatif kazanç olarak "rant" kadar bir gelir elde etmektedir. İşte bu gelir faizdir.²⁹

1.4.3.1.3 Üretim Teorisi

K. Menger, Hermann tarafından desteklenen bu teoriye göre, tasarruf edilen para ile satın alınan sermaye malları bir meta niteliği kazanmaktadır. Bu meta'nın fiyatı olan faizin, diğer fiyatlar gibi bir bedeli olması gerekir. Sermayeli üretimde elde edilen hasıla, sermayenin bir müddet bağlı kalması nedeniyle fazla bir kıymet kazanmış olacaktır. İşte bu kıymet fazlasına

²⁸ BADGER R.F.- TORGERSON H. W. : "Investment Theory, Principles and Practices", Prentice-Hall, New Jersey, 1970, s.153

²⁹ CROCKETT A: a.g.e. s.78.

faiz denilmektedir. Bu teörinin taraftarları K. Menger başta olmak üzere Hermann ve Knies'tir.³⁰

1.4.3.1.4 Vazgeçme Teorisi

Faizin nedenini açıklayan teorlerden birisi olan vazgeçme teorisine göre ise faiz, tüketimden vazgeçme şeklindeki bir fedakarlığın karşılığıdır. Sermayenin kaynağı tasarruf oluşturmaktır. Bu ise, bugünkü tüketimden vazgeçerek olabilmektedir. Gelecekteki tüketimi bugünkü tüketimden daha cazip gösterecek tek olgu ise, faizdir.³¹

1.4.3.1.5 Emek Teorisi

Emek teorisi de, vazgeçme teorisi gibi tasarrufu sermayenin kaynağı olarak görmüştür. Faiz ise, tasarrufta bulunurken harcanan emeğin karşılığı olan bir bedeldir.

Wazner ve Schaeffle gibi yazarlarda faizi, sermayedarın sermayesini ödünç vermesi karşılığında elde edilen bir ücret gibi düşünmüşlerdir.

³⁰ FERBER R. : "The Theory of Investment", National Bureau of Economic Research, May, New York, 1971, sf.48

³¹ BADGER R. E., TORGENSON H.W: a.g.e. s.154.

1.4.3.1.6 Zaman Teorileri

Faiz ile zaman faktörü arasında bir bağlantı kuran bu teorilere göre, sermayenin bugün kullanılması ile gelecekte kullanılması arasında sağlanan tatmin açısından önemli bir farklılık bulunmaktadır. Zaman unsuruna dikkati çeken faiz teorilerinin başında "Acio Teorisi" ve "Sabırsızlık Teorisi" gelmektedir.³²

1.4.3.1.7 Acio Teorisi

Acio Faiz Teorisine göre faiz, bugün ve gelecekte elde edilecek mallar arasındaki zaman faktöründen dolayı ortaya çıkan kıymet farkına dayandırılmıştır. Sermayede bir mal olarak düşünülecek olursa, sermayedar açısından bugünkü para ile gelecekteki para arasında birinci lehine bir kıymet farkı bulunmaktadır. İşte bu fark faizdir. Acio'ya göre, uzakta bulunan bir cismi yakındaymış gibi görmek için gözümüzün gücünü nasıl dürbünle artırıyorsak, gelecekte elde edilecek bir kıymeti de bugüne eşit kılmak için ona bir kıymet eklememiz gerekmektedir. İşte bu kıymet faizdir. Bu teori, özellikle Böhm-Bawerk tarafından destek görmüştür.

³² FREDERİKSON E.B.: "Frontiers of Investment Analysis", Intext Educational Publishers, London, 1973, sf.278.

1.4.3.1.8 Sabırsızlık Teorisi

Sabırsızlık teorisini savunan Fisher, Acio teorisinde Böhm-Bawerk'in ileri sürdüğü gibi öncelikle zaman faktörü üzerinde durmuştur. Fisher'e göre insanların iki farklı zaman dilimine ait tüketimleri arasındaki tercihte belirleyici unsur sabırsızlık faktörüdür. Sabırsızlık faktörü, kişinin bugünkü tüketimi seçmesine neden olmaktadır. Faiz ise ödünç verenin gösterdiği sabırın, ödünç alanın ise sabırsızlığının karşılığı olan bir bedeldir.³³

Sonuçta faiz; sabırsızlık teorisine göre, belirli bir anda insanların sabırsızlıkları ile toplumda bu sabırsızlıkları tatmin edecek malların miktarı arasındaki farktan doğmaktadır.

1.4.3.2 Faizi Rededen Teori (İstismar Teorisi))

Karl Marks'ın savunuculuğunu yaptığı İstismar Teorisi'ne göre faiz, emeğin geliri olan ücretten çalınan bir kısımdır. Marks, girişimcinin faiz adı altında, emeğin üretime katılması sonucu yaratılan ve emeğe ait olması gereken fazla bir değere el koyduğunu ileri sürmektedir. Bu nedenle, faiz dini faktörler bir yana ekonomik nedenlerden dolayı kabul edilemez.

³³ ALLAIS M. : "Economie et Intéret", Imprimerie Nationale, Paris,1971, sf.324

Dolayısıyla, istismar teorisi faizi rededen teori olarakta bilinmektedir.³⁴

Marks ve diğer sosyalist yazarlar sermaye olarak kullanılan eşyada da üretimi sağlayan unsurun ancak biriktirilmiş emek olduğunu ve bu nedenle buna ödenen bedelinde ancak emek olarak ifade edilen üretim maliyetine göre belirlenmesi gerektiğini iddia etmişlerdir. Onlara göre, sermayedarın faiz adı altında bütünüyle haksız bir bedel almasına olanak veren unsur, sermayedarın karşılıklı pazarlıktaki üstün konumudur.³⁵

1.4.3.3 Modern Faiz Teorileri

Faiz oranını tayin eden faktörleri, faiz oranındaki değişimleri ve faizin ekonomideki etkilerini inceleyen, asıl faiz teorileri olarakta bilinen modern faiz teorileri aşağıda açıklanmıştır.

1.4.3.3.1 Merkantilist Görüş

İktisadi düşünce tarihinin üçyüzyıl ayakta kalmış bir doktrini olan Merkantilizm, para ve faiz ilişkisine bilimsel yaklaşımdan ziyade daha çok ekonomiye hizmet edecek şekilde yaklaşmıştır.

³⁴ ROLL E.: " A History Of Economic Thought", Weidenfeld and Nicolson, London, 1975, sf.211.

³⁵ CHICK V. : "The Theory for Monetary Policy", MacGray-Hill, London, 1973, sf.278

Altın ve gümüş stoklarındaki artışı bir ülkenin iktisadi gücü için her zaman bir gösterge olarak kabul eden merkantilist görüşe göre, söz konusu stoklardaki artışların faizler üzerinde de düşürücü bir etkisi vardır. Zira, altın ve gümüş stoklarının zenginleşmesi kredilerin genişlemesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda da faizler düşmektedir.

Merkantilist görüşe göre, aynı ekonomiden paralı ekonomiye geçişle birlikte birçok ekonomik faktöre bağlı olarak para arzı artırılmalıdır. Eğer para arzı genişlemezse, genel fiyat seviyesi düşecek ve gerçek faiz haddi parasal faiz haddinden daha yüksek olacaktır.³⁶

Merkantilistlere göre, faizlerdeki düşme peşi sıra üretimi ve istihdamı artırırken, maliyetler üzerinde de olumlu bir etki yaparak rekabet gücünü artıracaktır.

Aralarında John Locke, David Hume, Richard Cantillon ve Sir Josiah Child'ın yer aldığı ünlü düşünörlere göre; faiz ile servet arasında karşılıklı bir ilişki bulunmaktadır. Şöyle ki, düşük faiz ölkede ticareti teşvik ederek ölkenin zenginleşmesini sağlayacaktır. Böylece, düşük faiz servetin sebebi olurken servet artışıda faizin düşmesine neden olmaktadır.³⁷

³⁶ KAZGAN G. : “ İktisadi Düşünce Tarihi ve Politik İktisadın Evrimi”, Remzi Kitabevi, 4.Basım, İstanbul, 1993, sf.30.

³⁷ ROLL E. : “A New Discourse of Trade”, The Mac Millan Press Ltd., London, 1989, s.289.

Sonuç olarak Merkantilist görüş, faiz oranlarının fon arz ve talebine göre belirlendiğini ve fon talebinin de verimli alanlara kanalize edilmek için yapılması gerektiğini savunurken, düşük faiz oranlarının üretimi artırıcı bir etkiye sahip olduğunu ileri sürmüştür.

1.4.3.3.2 Klasik Faiz Teorisi

Klasik faiz teorisinde, para ve kredi faktörleri nötr kabul edilmekte ve dikkate alınmamaktadır. Faizin tasarruf ve yatırıma yani reel faktörlere bağlı olarak sermaye piyasasında oluştuğu ileri sürülmüştür. Paranın faiz üzerinde etkisi olabileceğini göz önüne almadıklarından, bu ekonomistlerin görüşlerine "reel faiz teorileri" de denilmektedir.³⁸

Klasik teoride faiz oranı sermaye arz ve talebine bağlanmıştır. Onlara göre faiz, sermayenin fiyatıdır. Sermaye arzı, tüketimden vazgeçme yani tasarruf tarafından belirlenmektedir. Sermayenin tek kaynağı toplumdaki kişilerin tasarruflarıdır. Bir fedakarlığın sonucu doğan tasarrufun bedeli olan faiz, katlanılan zahmet ve sağlanacak faydayı eşitlemektedir.³⁹

³⁸ FELLNE W. : "Modern Economic Analysis", Mc Graw Hill, New York, 1980, s.275.

³⁹ WILLIS J.- PRIMACK M. : "Explorations in Macroeconomics, Third Edition, Reading, California, CAT, 1990, sf.156.

Klasik iktisatçılardan Senior, faizin nedenini tasarruf yapan şahıs tarafından katlanılan fedakarlık üzerinde durarak açıklamıştır. Faiz, bu fedakarlığın bir bedelidir. Sermaye arzını tayin eden bu fedakarlık karşılığında girişimcilerin bir fazlalık vermesi de, ancak sermayenin verimliliği ile açıklanabilir. Senior'a göre faizin nedeni sermaye talebinin verimliliğidir.⁴⁰

Klasik iktisatçılara göre, faiz ile tasarruf arasında pozitif bir ilişki vardır. Kişiler yüksek faiz oranlarında daha fazla tasarrufa yönelmektedirler. Tasarruf ile faiz arasındaki ilişki en iyi şekilde Avusturyalı ekonomist Böhm-Bawerk tarafından "Acyo Teorisi" adı altında açıklanmıştır.⁴¹

Böhm-Bawerk'in acyo teorisine göre, faiz insanların bugünkü gereksinmelerinin giderilmesini yarınki gereksinmelerinin giderilmesine tercih etmeleri sonucu almaları gereken bir fark (acyo) dır. Başka bir ifade ile faiz, gelecekte sağlanacak tatmin derecesinin bugünkü tatmin derecesine eşitlenmesi için alınan bir fazlalıktır.

Böhm-Bawerk göre insanlar için bugün; psikolojik, ekonomik ve teknik nedenlerden dolayı geleceğe göre daha değerlidir. Bugünkü tüketime gelecekteki tüketimden daha fazla değer

⁴⁰ DIRIMTEKİN H. : a.g.e. sf. 210

⁴¹ DERNBURG T. : "Macroeconomics", 5 Edition, New York, 1983,sf. 47

veren bireylerin, bugünkü tüketimlerini geleceğe ertelemeleri sonucunda faiz adı altında bir karşılık almaları, zaman tercihinden kaynaklanan değer farkının ortadan kaldırılmasını sağlamaktadır. Bu nedenle, Böhm-Bawerk faize “zamanın fiyatı” demektedir.⁴²

Faizin zaman tercihine bağlı açıklaması daha sonra Fisher'in çalışmalarında da görülmüştür. Fisher, zaman tercihini “geliri tasarruf etme arzusu” olarak tanımlamıştır. Sonuçta, klasik iktisatçıların hemen hepsi faizin nedenini bir fedakarlık fikrinden hareket ederek açıklamışlardır.

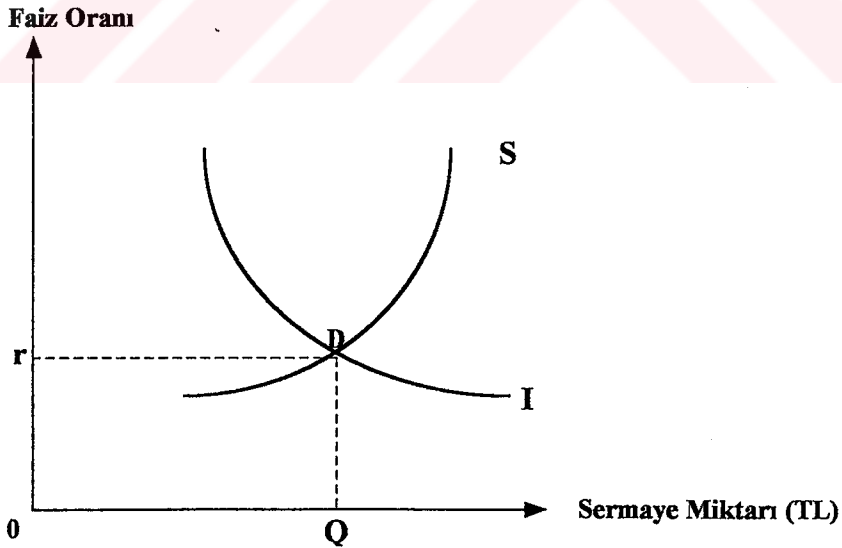
Klasik teoride faizi belirleyen diğer unsur olan sermaye talebi, yatırımcıların üretim amacı ile gerçekleştirdikleri yatırım taleplerine eşittir. Girişimci, sermayenin kendisine maliyetini ve sermayenin verimliliğini kıyaslayarak ne kadar sermaye talep edeceğini belirlemektedir. Sermaye maliyetinin belirlenmesinde faiz oranı dikkate alınırken; sermayenin verimliliğini, sermayenin marjinal verimliliği belirlemektedir. Yatırım kararının verilebilmesi için, üretime katılan ilave sermaye malının belirli bir zaman diliminde sağlayacağı geliri ifade eden sermayenin marjinal verimliliğinin faiz haddinden

⁴² CHICK V. : a.g.e. , sf.295.

büyük olması gerekmektedir. Bu takdirde, yatırımcı borçlanmayı karlı göreyerek sermaye talep edecektir.⁴³

Klasik ve Neo-Klasik iktisatçılara göre, sermaye arz ve talebi tarafından piyasada belirlenen denge faiz oranının grafiksel ifadesi şekil 3' deki gibidir. Şekilde görüldüğü gibi, faiz haddi ile sermaye talebi arasında negatif, sermaye arzı arasında ise pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Denge faizi, sermaye arz ve talep eğrilerinin kesiştikleri noktada oluşmaktadır. Dengeden uzaklaşma olduğu zaman ise, piyasada alıcı ve satıcı arasındaki rekabet sonucu eski denge noktasına dönecektir.⁴⁴

ŞEKİL - 3



⁴³ SIMPSON T.: "Money Banking and Economic Analysis", Third Edition, Prentice- Hall- Ing, Englewood-Cliff, New Jersey, 1987, sf.365.

⁴⁴ ÜSTÜNEL B.: "Makro Ekonomi", Mısırlı Matbaacılık, 5. Baskı, 1990, sf.124.

1.4.3.3.3 Neo-Klasik Faiz Teorisi

Neo- klasik iktisatçılar reel faktörlere önem vermekle beraber, faiz teorilerinde “talep yönüne” ağırlık vermişlerdir. Özellikle, başta J.B.Clark olmak üzere bir çok neo-klasik iktisatçı faktör piyasasında talep yönünün incelenmesine önem ve ağırlık vermişlerdir.

Neo-klasik iktisatçılar, paranın değerindeki değişimleri açıklayan miktar teorisini ve gelir teorisini geliştirirken, paranın önemini klasik iktisatçılar kadar küçümsememiş, para teorisi ile genel iktisat teorisini birbirinden ayrı iki bölüm olarak görmemişlerdir.⁴⁵

Neo-klasik görüş , denge faiz oranının klasik iktisatçıların ileri sürdüğü gibi, sermaye arz ve talebi tarafından belirleneceğini savunmuştur. Ekonomideki yatırım talebini belirleyen faktörler, faiz oranı ile sermayenin marjinal verimliliğidir. Sermayeye ödenen reel faiz oranı sermayenin fiziki marjinal eşit olana kadar işletmeler sermayelerini artıracaklardır. Reel faiz marjinal verimlilik haddine eşit olduğunda kararlı denge kurulmakta ve bu iki oran toplumdaki kullanılabilir sermaye toplamının tamamından faydalanılacak bir düzeyde bulunmaktadır.⁴⁶

⁴⁵ KAZGAN G.: a.g.e., sf.185

⁴⁶ ÖCAL T.: “Makro İktisat”, Savaş Yayınları, İstanbul, 1986, sf.237.

Neo-klasik iktisatçılara göre, tüketim ve yatırım arasındaki dağılım reel faiz hadlerine göre gerçekleşmektedir. Reel faiz haddinin yükselmesi yatırımlardan daha fazla gelir sağlayan ekonomik birimleri gelirlerden büyük bir bölümünü donanım malı satın almaya özendirir ve tüketime gelirin az bir bölümü gitmektedir. Reel faiz haddinin düşük olması ise, tersine bir durum yaratmaktadır. Tüketim malı alışı artmakta, yatırımlar ise azalmaktadır.⁴⁷

Neo-klasik düşünce basit eşitlikler yardımı ile aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir. Toplam üretim hacmi (Y), Mevcut sermayenin önemine (K) ve kullanılabilir iş saatleri sayısına (N) bağlanmaktadır. Y , K ve N 'nin fonksiyonudur.⁴⁸

$$Y = y(K, N)$$

Rekabet ve denge halinde reel faiz oranı (r) sermayenin fiziki marjinal verimliliğine eşittir. Faydalanılan emek miktarını (N), sabit tutarak sermayeyi 1 birim artırdığımızda üretim (Y) artacaktır. Reel faiz oranı (r) ise,

$$r = \Delta K / \Delta Y(K, N)$$

⁴⁷ UYGUR E.: "Neo-Klasik Makro İktisat ve Fiyat Bekleyişleri, Kuram ve Türkiye Üzerine Uygulama", SBF Yayını, Ankara, 1973, sf.178.

⁴⁸ WIREIGHTSMAD D.: "Monetary Theory and Policy", Free Press, 1988, sf.. 215.

şeklinde ifade edilmiştir. Neo-klasikler göre, yatırım reel faiz oranına bağlanmış fakat bu ilişki çok açık şekilde belirtilmemiştir.

Faizi, sadece arz ve sadece talep yönü ile açıklayan klasik görüşün aksine arz ve talep yönünü birlikte ele alarak tamamlayıcı duruma getiren neo-klasik faiz teorileri, “pozitif faiz teorileri” olarak ifade edilmektedir.⁴⁹

1.4.3.3.3.1 Knut Wicksell'in Faiz Teorisi

Zaman, değer ve bölüşüm teorilerinin yanında parasal faiz haddi ve genel fiyat düzeyi arasında ilişki kuran teorisi ile de Knut Wicksell ekonomi teorisine büyük katkıda bulunmuştur.

Wicksell parasal yaklaşım için dikotomik analizi red ederek mukayeseli statik analizi kabul etmiştir. Bu görüş açısı ile Wicksell iki aşamalı bir süreç ortaya koymuştur. Bunlar, para miktarı ya da tedavül süratinin değişmesinin fiyatlara etkisi ve banka sisteminin faiz haddini yükselterek ya da düşürerek paranın miktarı ve tedavül süratini değiştirmesi ve kanaldan fiyatlara etkisidir.⁵⁰

⁴⁹ WINOKUR A.: “La Theoric Monétaire Classique, La Résultat de la Discussion”, Paris, 1974, sf.128

⁵⁰ ÖCAL T.: a.g.e. , sf. 279

Wicksell, Thomas Tooke'un para, faiz ve fiyatlarlr ilgili görüşlerini ise red etmiştir. Thomas Tooke, Wicksell'in analizine tam ters bir yorum getirerek faiz hadlerindeki bir inişin üretim maliyetlerinde bir azalmaya neden olacağını bunun ise, fiyatlar genel seviyesinde bir düşüş yaratacağını belirtmiştir. Wicksell ise, Tooke'un faiz haddi düşüşünü reel sermaye artışına değil yapay sermaye artışına bağlamasını hatalı olarak yorumlamıştır.⁵¹

Wicksell, düşüncelerini tamamen parasal bir ekonomi sistemi içinde geliştirerek , analizlerini reel ekonomide yapan miktar teoremcilerinden ayrılırken faiz oranı konusunda da tek bir faiz oranını kabul eden klasik iktisatçılardan ayrılmıştır. Wicksell'in parasal denge kuramı "doğal" ve "parasal" faiz oranları ayrımı üzerine kurulmuştur.

1.4.3.3.3.1.1 Doğal Faiz - Parasal Faiz

Knut Wicksell, para arzındaki değişikliklerin ilk etkisinin harcanan para ankesleri yerine faiz oranları üzerinde olacağını kabul etmiştir. Wicksell, MV'yi değiştiren ilk etkenin faiz oranı olacağını belirtmektedir. Ancak bu faiz oranı doğal faiz oranı değildir. Çünkü, doğal faiz oranı reel tasarruf ile reel yatırımı dengeye getirmektedir. Söz konusu faiz oranı, para piyasası

⁵¹ PATINKIN D.: "La Monnaie l'Intéré et les Prix", P.U.F., Paris, 1973, sf.345.

faiz oranıdır. Doğal faiz oranı ile para piyasası faiz oranı, fiyat düzeyindeki oynamaların anahtarı olmaktadır.⁵²

Doğal faiz, sermaye piyasasında kredi talebi ile tasarruf arzının eşit oldukları zaman teşekkül eden faizdir. Doğal faiz sabit değildir. Tasarruf eğilimi doğal faize göre yön almaktadır. Doğal faizin yükselmesi tasarrufun artmasını sağlamaktadır.⁵³

Piyasa faizi ise, ödünç piyasasında geçerli olan bir orandır. Bu oran, bankalar veya ödünç verenler tarafından belirlenmektedir. Diğer bir ifade ile, kredi alanların ödediği faizdir.

Kaydi para rejimlerinde para arzı faize karşı duyarsız olduğundan , doğal faiz-piyasa faizi birbirinden farklı oranlar olabilmektedir. Fakat, tam karşılıklı temsili para dolaşımının söz konusu olduğu piyasalarda piyasa faizi doğal faiz değişikliklerine karşı duyarlılık göstererek doğal faiz-piyasa faizi eşitliği sağlanmaktadır.

Wicksell, söz konusu eşitliğin uzun dönemde gerçekleşirken kısa dönemde de doğal faiz oranı ile piyasa faiz oranı

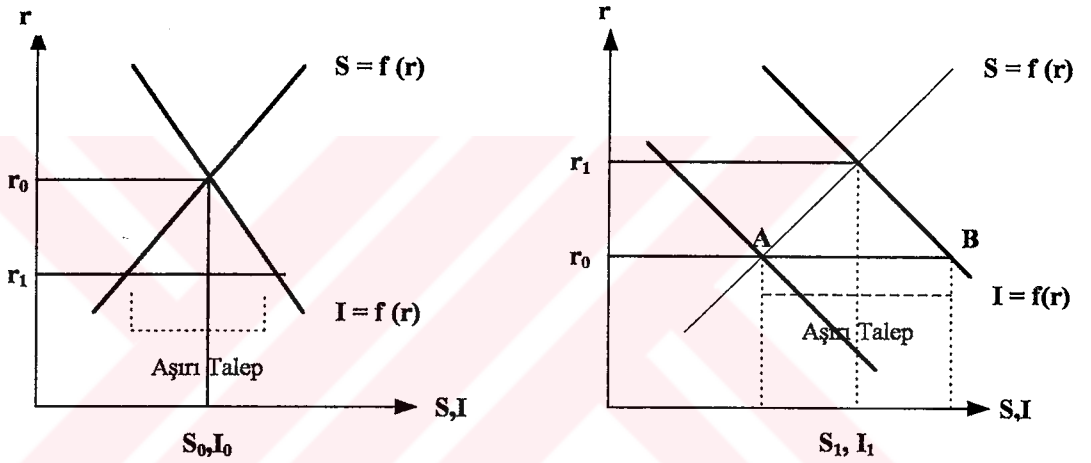
⁵² PARASIZ I.: "Finansal Piyasalar", Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1995, sf. 344.

⁵³ ERGİN F.: a.g.e., sf.137.

arasında bir farklılığın olacağını belirtmiştir. Söz konusu farklılığın ise, otomatikman dengeleyici güçler tarafından giderilerek dengenin sağlanacağını ileri sürmüştür.⁵⁴

Dengenin sağlanmasının grafiksel ifadesi ve açıklaması aşağıda yer almaktadır.

ŞEKİL - 4



(r₁) para piyasası faiz oranını, (r₀) ise doğal faiz oranını ifade etmektedir. Grafikte de görüldüğü gibi r₁, r₀ faiz oranının altındadır. Bankaların ise, hükümet tarafından yaratılan atıl rezervler ile tahvil satın aldıkları varsayılmaktadır. Bu durumda, yatırım talepleri tasarruf miktarından fazla olacaktır. Kişi ve firmaların fonlarını yatırım malları taleplerini artırmak için kullanmaları sonucu toplam para talebi toplam para arzını aşacaktır.

⁵⁴ KAZGAN G.: a.g.e., sf.186.

Ekonomi tam istihdam düzeyinde olduğundan dolayı mal ve hizmet piyasaları enflasyonist bir süreç içine girecektir. Bu ise, fiyatların yukarı doğru hareket etmesine neden olacaktır. Bu sürecin faiz oranları üzerindeki etkisi ise, faiz oranlarının artması şeklinde gerçekleşecektir.

Parasal gelirin genişlemesi işlemler için elde bulundurulan nakit ihtiyacını yükseltecektir. Bunun sonucunda da, ödünç vermek amacı ile kullanılabilir para arzı daralacaktır. Para arzında daha fazla bir artışın söz konusu olmadığı farz edilirse parasal faiz oranı doğal faiz oranı ile eşitlenmeye zorlanacaktır.

Wicksell, malların fiyat düzeylerinin değişmesinde temel sebep olarak, parasal faiz oranının normal faiz oranının altında tutulmasını göstermiştir. Fiyat değişimleri, bankaların parasal faiz oranını normal faiz oranına eşitleyene kadar sürecektir.

Sonuç olarak, Wicksell'in analizinde bankalar uyguladıkları piyasa faiz oranı ile ekonomide özellikle fiyat istikrarının sağlanmasında önemli bir yere sahiptirler. Wicksell, ekonomide bankaların ortaklaşa hareket etmelerinden yana olduğunu ileri sürmüştür. Ayrıca, Wicksell faizin bir ülkenin dış ticaret dengeleri üzerinde de önemli bir yere sahip olduğunu

kabul ederek, uluslararası alandaki büyük ticaret bankalarının da müşterek hareket etmeleri gerektiğini belirtmiştir.

1.4.3.3.4 Keynes'in Faiz Teorisi

Klasik teori de faiz oranı reel faktörler bağlanırken Keynesyen teori de faiz parasal bir olay olarak kabul edilmiştir. Moneter faiz teorileri içinde yer alan Keynes'in faiz teorisi, bir taraftan klasik faiz teorisinin yanlış olduğunu ispata çalışırken diğer taraftan, yeni bir teori ileri sürmüştür.

20.yy' da ekonomi ilminde devrim yapan J.M. Keynes'in 1936 yılında yayınladığı "Para, Faiz ve İstihdamın Genel Teorisi" adlı eserinde faiz oranının, para arz ve talebine bağlı olduğu belirtilmiştir. Keynes'den önce 1898'lerde İsveçli ekonomist Knut Wicksell faizi parasal faktörlere bağlamıştır.⁵⁵

Keynes, klasiklerin aksine faizin tasarruf etmenin bedeli olamayacağını söylemiştir. Tasarrufun faize hak kazanması için kasada saklanmayıp ödünç verilmesi gerekmektedir. Dolayısı ile Keynes, tasarruf sahibine yalnızca biriktirdiği parayı başkasına borç olarak verdiği zaman faiz verilmesi gerektiğinin belirtmiştir.⁵⁶

⁵⁵ DUDLEY L.: "Money and Banking", Mc Graw-Hill Book Company, Low State University, New York, 1978, sf.430.

⁵⁶ LECAILLON J.: "Analyse Macroeconomique", Paris, 1977, sf. 85

Keynesyen teori de faiz, tasarruf karşılığında değil, elde para tutmaktan vazgeçme karşılığında ödenen bir bedeldir. Diğer bir ifade ile faiz, likit paradan ayrılmak için verilen bir ödüdür. Faiz, Keynes'de de bir fedakarlığın bedelini oluşturmaktadır. Fakat, fedakarlık tasarrufta bulunma karşılığı değil, likiditeden vazgeçme karşılığında ortaya çıkmaktadır.⁵⁷

Keynes faiz teorisini bir "makro ekonomi" sorunu olarak ele almıştır. Ülkenin iktisadi seviyesini etkileyen toplam talep ve toplam arz arasındaki ilişkilere, yatırım hacmini etkileyerek yön verebilen önemli bir değişken olarak faiz üzerinde durmuştur.⁵⁸

Parasal faktörlere yer veren Keynesyen faiz teorisinde denge faiz oranı, para arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. Bu nedenle öncelikle para talebi ve para arzını belirleyen unsurlar aşağıda sırası ile açıklanmıştır.

1.4.3.3.4.1 Para Talebi

İktisadi düşünce tarihinde para talebinin önemini ilk olarak belirten iktisatçılar Thomas Tooke ve L. Walras olmuştur. Bu iktisatçılara göre, para talebi ekonomik bireylerin

⁵⁷ KEYNES J. M. : "The General Theory of Employment, Interest Rate and Money", Mac Millian, Cambridge University Press For The Royal Economic Society, 1973, sf.314.

⁵⁸ ÜSTÜNEL B.: a.g.e., sf.272.

gereksinmelerini duydukları birinci derecede likiditelerin toplamıdır. Likidite ise, birey ve işletmelerin kullanabilecekleri durumda oldukları satın alma gücüdür.⁵⁹

Keynes para talebini fertlerin ellerinde para tutma arzusu olarak tanımlamıştır. Bu arzu aynı zamanda "likidite tercihi" olarak ifade edilmektedir. Keynes'e göre, bireyler üç nedenden dolayı para talebinde bulunmaktadır. Bunlar sırası ile; işlem amaçlı, ihtiyat amaçlı ve spekülasyon amaçlı para talebidir.

Keynesyen sistemde, para talebi iki bölüme ayrılmıştır. İşlem ve ihtiyaç amaçlı para talebi "aktif ankes" spekülasyon amaçlı para talebi ise, "atıl ankes" olarak kabul edilmiştir. Aktif ankes, para miktarı ve fiyat hareketleri karşısında neo-klasiklerin öngördüğü şekilde hareket etmektedir. Spekülasyon motifinin oluşturduğu atıl ankes ise, piyasa faizine göre daralıp genişlemektedir.⁶⁰

1.4.3.3.4.1.1 İşlem Amaçlı Para Talebi

Kişiler ihtiyaçlarını karşılamak için ellerinde belirli miktarda para tutmak istemektedirler. Bu amaçla yapılan para talebine,

⁵⁹ UNAY C.: a.g.e., sf.146.

⁶⁰ PAYAM. : a.g.e., sf.136.

işlem amaçlı para talebi denilmektedir. Bu amaçla talep edilen para, kişilerin gelir ve ödemeleri arasında bir köprü vazifesi görmektedir.⁶¹

İşlem amaçlı para talebi, gelirin bir fonksiyonudur. Bireylerin gelirleri ile ihtiyaçlarını karşılamak için yaptıkları para talepleri arasında doğrusal bir ilişki vardır. Gelir artıkça işlem amaçlı para talebide artmaktadır.

$$M = f(Y)$$

İşlem amaçlı para talebinin belirlenmesinde gelirdışında etkili olan diğer faktörler ise; gelir ile harcama arasındaki zaman süresi, fiyatlar genel düzeyi ve faiz oranı olarak belirtilmiştir. Gelir ile harcama arasındaki zaman süresi ve fiyatlar genel düzeyi ile işlem amaçlı para talebi arasında pozitif bir ilişki kurulurken, faiz oranı ile işlemsel para talebi arasında ter yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Fakat, sonuç olarak bu üç faktörün etkisinin önemsenmeyecek kadar az olduğu ve işlem amaçlı para talebinin gelirin fonksiyonu olduğu kabul edilmiştir.⁶²

⁶¹ LEIJONHUFVUD A. "On Keynesian Economics and The Economics of Keynesian", Oxford University Press, 8.th Printing, New York, 1979, sf.357

⁶² DUDLEY L.: a.g.e., sf. 435.

1.4.3.3.4.1.2 İhtiyat Amaçlı Para Talebi

Keynes bir toplumdaki fertlerin günlük ihtiyaçları dışında gelecekteki belirsizliğe karşı kendilerini güvence altına almak için para talebinde bulunacaklarını belirtmiştir. Bu amaçla para talebine, ihtiyaç amaçlı para talebi denmektedir.⁶³

İhtiyaç amaçlı para talebinin belirlenmesinde bireyin psikolojik özellikleri yanında içinde yaşadığı toplumun yapısı ve sosyal imkanlarda etkili olmaktadır. Örneğin, sosyal güvenliğin yüksek olduğu toplumlarda ihtiyaç amaçlı para talebi azalmaktadır.

Keynes, işlem amaçlı para talebi gibi ihtiyaç amaçlı para talebini de gelirin bir fonksiyonu olarak belirtmiştir. Bu amaçla para talebinin de faize karşı duyarlılığı ihmal edilmiştir.

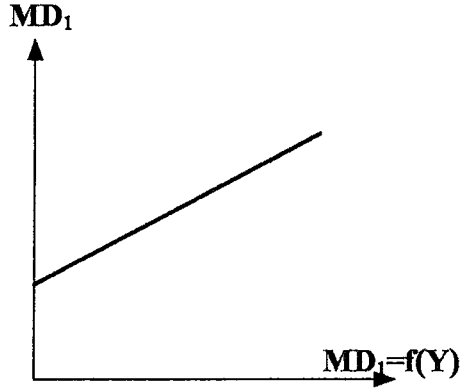
$$MD_1 = f(Y)$$

İşlem ve ihtiyat amaçlı para talepleri (MD_1) ile gelir arasındaki ilişkinin grafiksel ifadesi ise, aşağıda şekil 5'de gösterilmiştir.⁶⁴

⁶³ ACKLEY G.: " Macroeconomics Theory and Policy", Collier Mac Millan, International Edition, 1978, sf. 433

⁶⁴ LAIDER D.W.: "The Demand For Money, Theory and Evidence", 2.edition, Dun-Donnelley Publishing Corp., 1977, sf. 89

ŞEKİL - 5



1.4.3.3.4.1.3 Spekülasyon Amaçlı Para Talebi

Y

Spekülasyon, piyasadaki fiyat hareketlerinden yararlanarak, bir malı ucuz iken alıp, pahalılaştınca satmayı ifade etmektedir. Bu şekilde fiyat hareketlerinden yararlanarak para kazanan kişiye de spekülatör denilmektedir. En yaygın spekülasyon hisse senedi ve tahvil piyasasında görülmektedir.

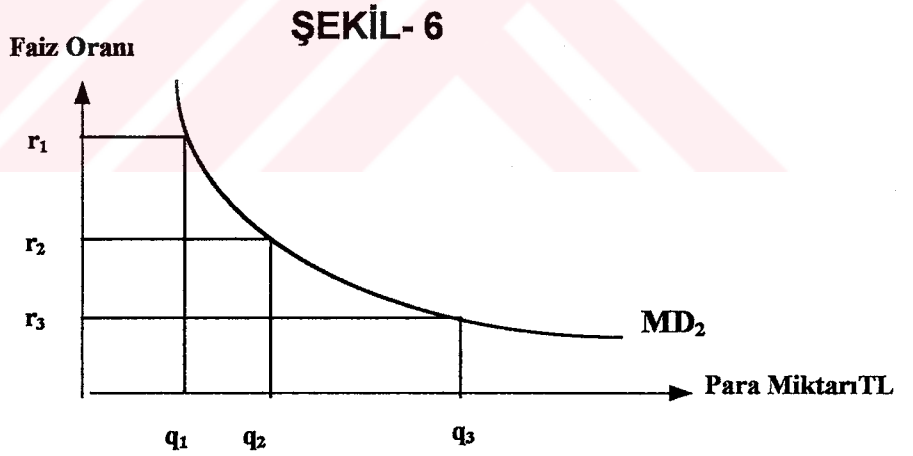
Keynesyen teori de fertlerin spekülasyon yaparak para kazanmak için, daima ellerinde bir miktar para tutacakları belirtilmiştir. Bu amaçla elde para tutma arzusuna, spekülasyon saiki ile para talebi denilmiştir.⁶⁵

⁶⁵ DİNLER Z.: "Mikro Ekonomi", Uludağ Üniversitesi Güçlendirme Vakfı Yayın No: 29, Uludağ, 1988, sf. 441.

Spekülasyon amaçlı para talebi faiz oranına karşı duyarlıdır. Paranın elde likit olarak tutulmasının karşılığında kişiler faizden fedakarlık etmektedirler. Dolayısı ile, faiz oranları düştüğü zaman spekülasyon amaçlı para talebinin karşılığı olan faiz kaybı az olacağından bu amaçlı para talebi artmaktadır. Faiz oranları yükseldiği zaman ise, spekülasyon amaçlı para talebi azalmaktadır.⁶⁶

$$MD_2 = f(r)$$

Spekülasyon amaçlı para talebi aynı zamanda "likidite tercihi" olarak tanımlanmaktadır. Faize karşı duyarlı olan likidite tercihi eğrisinin grafiksel ifadesi ise, şekil 6'da belirtilmiştir.⁶⁷



Faiz oranı r₁ den r₂ ve r₃'e düştüğü zaman tahvil fiyatları yükselmekte ve tahvil talebi azalmaktadır. Bireyler ileride faiz oranının yükselip tahvil fiyatlarının düşeceği beklentisine

⁶⁶ MELTZER, A. "The Demand for Money", Journal of Political Economy., 1970, s.38

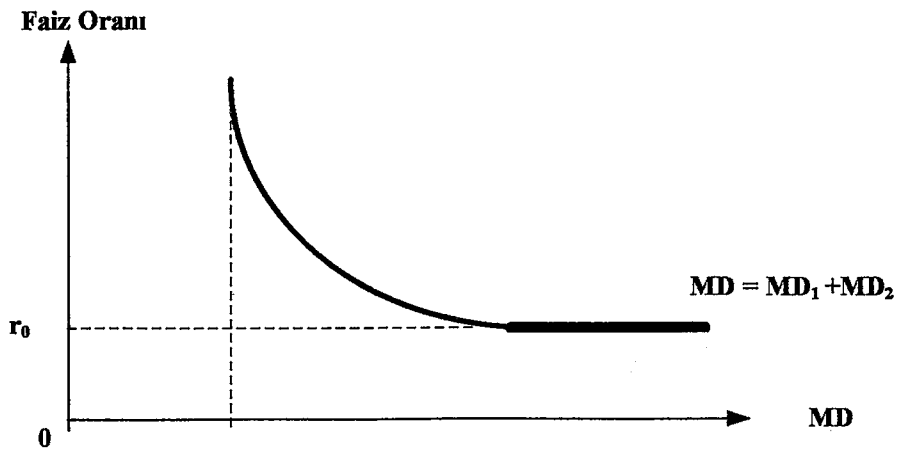
⁶⁷ TOBİN. J. "Liquidity Preference and Money Theory", American Economic Association", 1985, sf.238

girdikleri için parayı ellerinde likit olarak tutmayı tercih edeceklerdir. Böylece spekülasyon amaçlı para talebide q_1 den q_2 ve q_3 'e artacaktır.

Keynes'in spekülasyon motifi ile para tutumunu analize katması ve bu sebeple tutulan parayı, piyasa faizine bağımlı görmesi ile birlikte, para talebi ile gelir ve dolayısı ile para miktarı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki istikrarlı ilişki kopmaktadır.⁶⁸

Toplam para talebi, işlem ve ihtiyat amaçlı para talebi (MD_1) ve spekülasyon amaçlı para talebinin (MD_2) toplamından oluşmaktadır. Toplam para talebinin grafiksel ifadesi ise, şekil 7'de görülmektedir.⁶⁹

ŞEKİL- 7



⁶⁸ PAYA M.: a.g.e. , sf.134

⁶⁹ LAIDLER D.W.: a.g.e. , sf. 95.

MD eğrisi milli gelir ve fiyatlar genel düzeyi sabit iken ekonominin para talebini ifade etmektedir.

1.4.3.3.4.2 Para Arzı

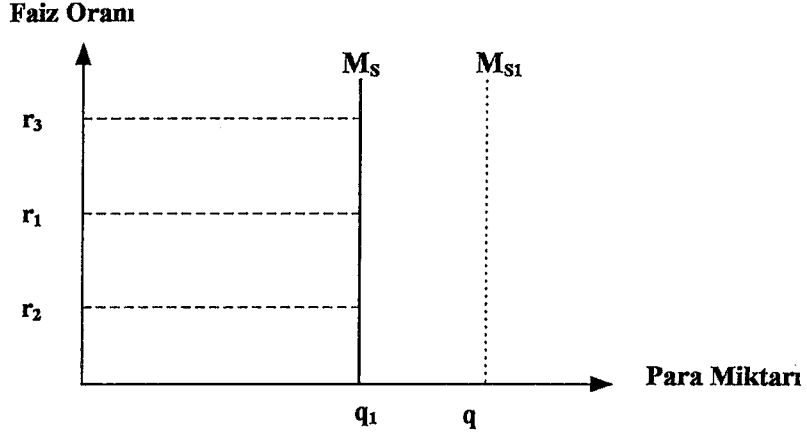
Keynesyen teoride, denge faiz oranı para arz ve talebine göre belirlenmektedir. Para talebi, bireylerin değişik faiz oranlarında çeşitli amaçlarla ellerinde tutmak istedikleri para miktarından oluşmaktadır. Para arzı ise, para otoriteleri tarafından tedavüle sürülmüş olan para hacmi (kağıt para + madeni para) ile kredi kuruluşları tarafından yaratılmış olan kaydi para hacminin toplamından oluşmaktadır. Kısacası, para hacmi ülkedeki tedavül hacmine eşittir.⁷⁰

Efektif para arzı ile mevduat parasının bütününden oluşan para arzı, belirli bir zamanda sabit olup faiz oranına karşı esnek değildir. Şekil 8'de görüldüğü gibi, para arzı eğrisi, dikey eksene paralel dik bir doğrudur (Ms).⁷¹

⁷⁰ LEVHARI D. and PATINKIN D.: "The Role of Money in a Simple Growth model", American Economic Review, June, 1987, sf. 135

⁷¹ EICHNER A.S. and KREGEL J.A.: "An Essay on Post-Keynesyen Theory", Journoul of Economic Literature , December, 1975, sf.945.

ŞEKİL- 8



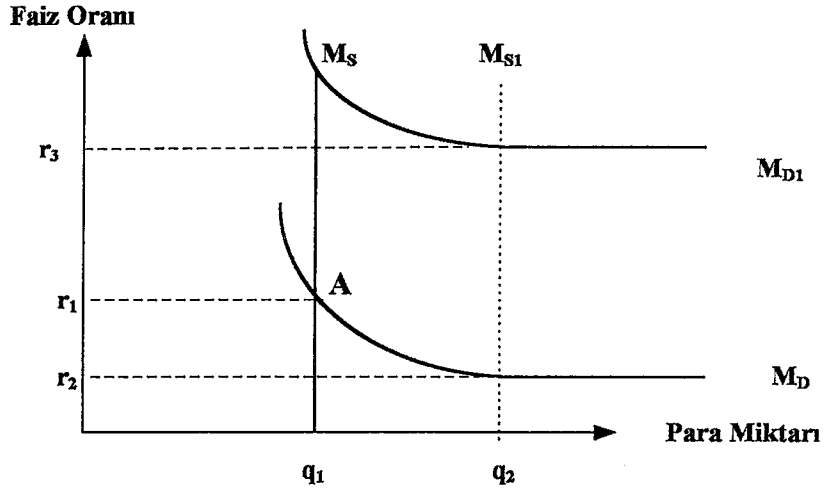
Para arzını oluşturan faktörlerin değişmesi ile para arzı doğrusuda kaymaktadır.

1.4.3.3.4.3 Denge Faiz Oranı

Klasik teori de denge faiz oranı, sermaye arz ve talebine göre belirlenmektedir. Keynes sadece reel faktöre dayanan klasik teoriyi red ederek faiz oranının para arz ve talebine göre belirleneceğini ileri sürmüştür. Şekil 9'da görüldüğü gibi piyasa denge faiz oranı, arz edilen para miktarının talep edilen para miktarına eşitlendiği A noktasında oluşmaktadır.⁷²

⁷² ROBERTSON, D. S. "Mr. Keynes and the Rate of Interest, Essays in Monetary Theory", George Allen Unwin Ltd., London, 1972, sf.348.

ŞEKİL- 9



r_1 faiz oranı denge faiz oranı olup, bu oranın üstüne ya da altına kaymalar halinde kısa sürede tekrar dengeye dönülmektedir. Yeni bir denge noktasına geçip, para arzı ya da para talebi eğrilerini belirleyen faktörlerdeki bir değişme sonucu oluşmaktadır.

1.4.3.3.4.4 Likidite Tuzağı

J.M.Keynes, likidite tercihi eğrisini sisteme ithal ederken esas itibariyle spekülasyon faktörüne dayanmıştır. Bu durumda likidite tercihi eğrisi “psikolojik” etkenlerin rol oynadığı ve her zaman değişebilen bir eğri niteliğini göstermektedir. Keynes’e göre, halkın “normal” kabul ettiği bir faiz oranı vardır. Piyasa faiz oranı bu normal faiz oranının üstüne çıktığı zaman halkın büyük çoğunluğu faiz oranının tekrar normal faiz oranına

düŖeceęi fikri ile hareket ederek tahvil talebini artırır ve atıl para talebini azaltır. Tersine, piyasa faiz oranı nominalin altına düŖtüęü zaman ise, bireyler tahvil yerine ellerinde atıl para ankesi bulundurmak isterler. Bu durumda, likidite tercihi eğrisinin faiz elastikiyeti nominal faiz oranında (r_0) sonsuz olmaktadır.⁷³

Keynes'e göre, para miktarını artırmak yolu ile faiz oranını düŖürmek ve "ucuz para politikası" izlemek mümkün olmakla beraber, bununda bir sınırı vardır. Bu sınıra varıldıktan sonra para miktarı ne kadar artırılırsa artırılсын faiz oranı belli bir noktadan aŖaęı düŖürülemeyecektir. Yani, parasal iliŖkilerle faiz oranını belli bir seviyenin altına düŖürmek mümkün olmayacaktır.⁷⁴

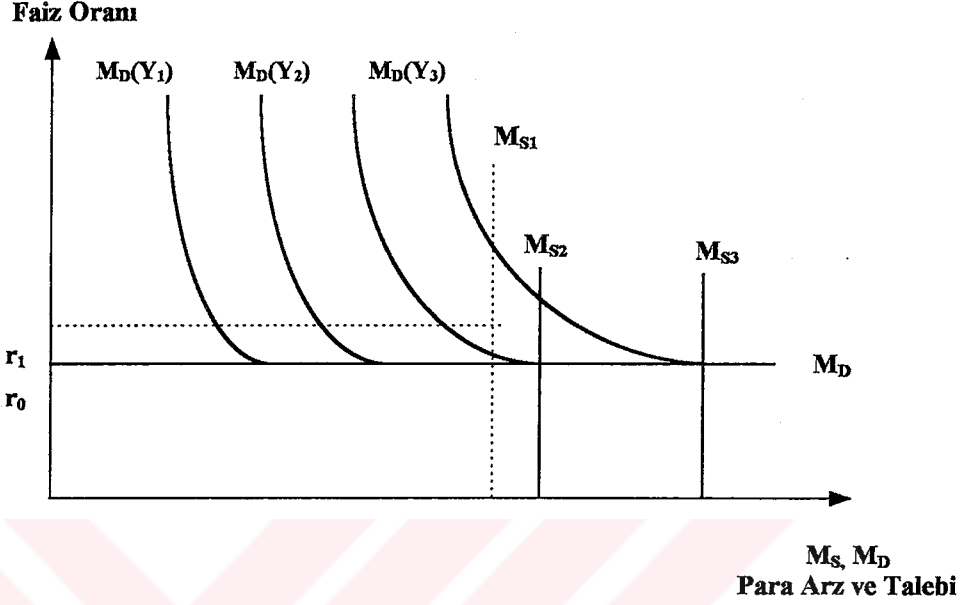
Ŗekil 10'da görüldüğü gibi, r_0 faiz oranına kadar para arzını artırarak faiz oranını düŖürmek mümkün olmaktadır. Fakat, r_0 faiz oranında likidite eğrisinin faiz elastikliği sonsuz olmaktadır. Bu noktadan sonra para arzı artırılarak faiz oranı düŖürülememektedir.⁷⁵

⁷³ HİÇ.M.: " Para Teorisi ve Politikası",MenteŖ Kitabevi, İstanbul,1992, sf.243.

⁷⁴ MODIGLIANI, F.: "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money",
"Econometrica, September, 1977,sf.138

⁷⁵ KEYNES, J.M.: a.g.e., sf.217.

ŞEKİL - 10



Şekilde M_D eğrileri toplam para talebini, M_s eğrileri ise, toplam para arzını ifade etmektedir. Para arzı M_{s1} 'den M_{s2} 'ye kayduğunda faiz oranı r_1 'den r_0 'a düşmektedir. Fakat para arzı M_{s3} 'e yükseltildiğinde faiz oranı aynı kalmaktadır.

Faizin düşebileceği bu en alt noktaya inmesi ile birlikte Keynes'e göre ekonomi likidite tuzağına girmektedir. Böyle ortamlarda girişimcilerin kar beklentileri çok düşüktür. Dolayısı ile, en düşük faizle borçlanma eğilimi içindedirler.⁷⁶

⁷⁶ PAYAM.: a.g.e., sf.136.

1.4.3.3.5 Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

Klasik faiz teorisinin reel faktörlere dayanması ve parasal unsurları dikkate almamaları Keynes tarafından eleştirilirken, Keynes'in faiz teorisi de sadece parasal unsurlara dayanmasından dolayı eleştirilere uğramıştır. Parasal faktörlerin yanında reel faktörleri de göz önüne alan yeni faiz teorisi, "Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi" dir.

Sir Dennis Robertson tarafından savunulan bu teoriye göre, faiz oranına moneter etkenlerle birlikte etki eden diğer unsur, ekonomideki borç verilebilir fonların yani ödünç verilen sermayenin hacmidir. Faiz ise, bu fonların belli bir süre kullanılması karşılığında alınan ve talepte bulunanların ödedikleri bir fiyattır.⁷⁷

Sir Dennis Robertson gibi Ohlin ve Habler de , ödünç verilebilir fonlar teorisini kabul etmişlerdir. Bu ekonomistlere göre, hem parasal hem de reel etkenlerin etkisi altında bulunan faiz oranının belirlenmesinde kısa dönemde daha çok parasal faktörler rol oynarken , uzun dönemde ise, reel faktörler etkili olmaktadır.⁷⁸

⁷⁷ ROBERTSON D.S. , a.g.e ., sf.375.

⁷⁸ OHLİN B. " Some Notes on The Theory of Saving and Investment" Economic Journal October, 1978, sf.53.

Ohlin, ödünç verilebilir fonlar yerine kredi arz ve talebinden bahsetmekte ise de kredi arz ve talebi ile , Robertson'un ödünç verilebilir fonlardan anladığı anlamı kast etmektedir. Ohlin'e göre, faiz kredinin fiyatı olup faiz haddini kredi arz ve talebi belirlemektedir.

Robertson ödünç verilebilir fon arzını oluşturan faktörleri dört başlık altında toplamıştır. Bunlar sırası ile;

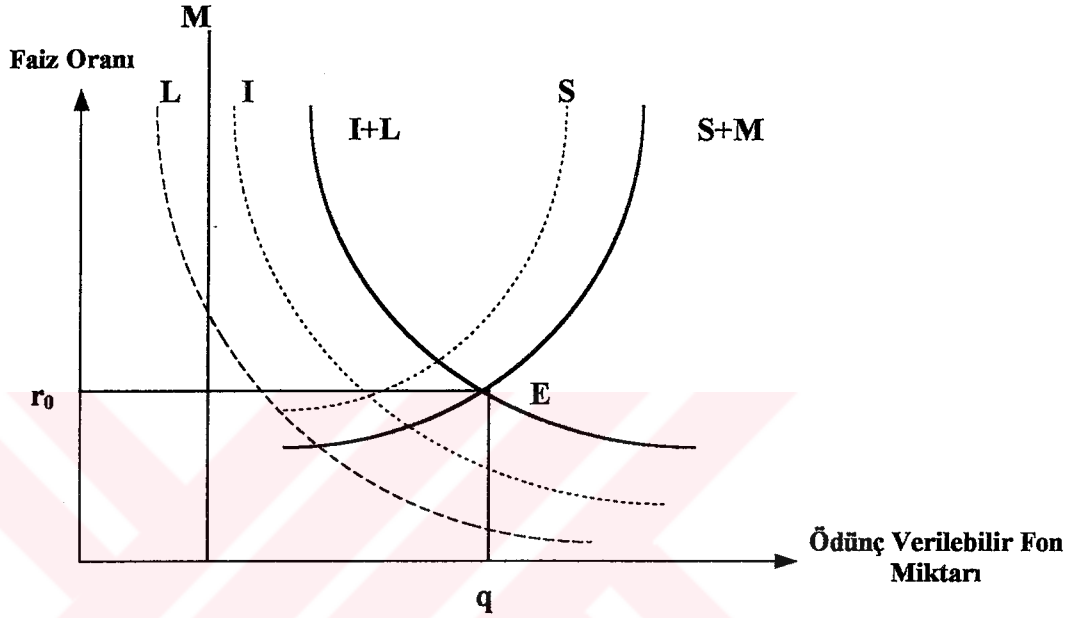
1. Söz konusu dönemde bireylerin yapmış oldukları reel tasarruflar,
2. Firmaların tasarrufları,
3. Eskiden tasarruf edilmiş fakat söz konusu dönemde ödünç verilebilir hale gelen fonlar. Buna iddiharın çözülmesi de denilmektedir,
4. Bankaların verdiği krediler.

Robertson ödünç verilebilir fon talebinin nedenlerini de iki grup altında toplamıştır.

1. Firmaların üretken alanlara kullanmak amacı ile fon talepleri,
2. Bireylerin ihtiyaçlarını karşılamak amacı ile fon talepleri.

Ödünç Verilebilir Fon Arz ve Talebine göre faiz oranının belirlenmesinin grafiksel ifadesi ise, aşağıda açıklanmıştır.⁷⁹

ŞEKİL- 11



Diyagramdaki I eğrisi, yatırım amacı ile yapılan ödünç verilebilir fon talebini ifade ederken, L eğrisi, yatırımdan başka amaçla yapılan fon talebini göstermektedir. Toplam ödünç verilebilir eğrisi ise, I+L olup, faiz oranının azalan bir fonksiyonudur.

Denge faiz oranı, ödünç verilebilir fon arz (S+M) ve talebi (I + L) eğrilerinin kesiştiği yerde oluşmaktadır. Şekilde de görüldüğü gibi bu nokta E noktası olup, denge faiz oranı da r_0 da oluşmaktadır.

⁷⁹ ROBERTSON D.S. : a.g.e., sf. 381.

2. YATIRIMLAR

2.1 Tanım

“Toplumsal üretimin yeniden üretimde kullanılan kısmı”⁸⁰ olarak tanımlanan yatırım kavramı , üretim araçlarına yapılan harcamaları ve ekonomideki kapital stokuna belirli bir dönem içinde yapılmış ilaveleri içermektedir.⁸¹

Yatırım kavramı dar ve geniş anlamda olmak üzere iki açıdan incelenmektedir.⁸²

Dar anlamda yatırım, mevcut sermaye stoklarının aynı düzeyde muhafaza edilmesi ve bunlara yeni sermaye malları eklenmesi için yapılan “parasal” veya “reel” faaliyetlerdir. Söz konusu olan sermaye stoku ve sermaye malları kavramları ise, “teknik sermaye” yi nitelemektedir. Yatırımlar bu tür sermaye mallarına yöneliktir.

Geniş anlamda yatırım, üretim kapasitesinin artırılmasını sağlamak için gösterilen faaliyetlerdir. Üretim kapasitesinin büyümesini sağlamak için; hem mevcut sermaye mallarının artırılması, hem de araştırmanın, eğitim ve öğretimin,

⁸⁰ KEPENEK Y.:“Türkiye Ekonomisi “, Savaş Yayınları, Ankara, 1983, s. 221

⁸¹ ALKİN E.: “İktisat”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayını, İstanbul, 1974, sf.115.

⁸² KÖKLÜ A.: “Makro İktisat”, İktisat Yayınları, Ankara, 1984, sf.81

örgütlenmenin geliştirilmesi için çeşitli harcamalar yapılır. Sadece sermaye stokunu artırarak değil, bu yeni unsurların etkinliklerinin artırılması ile de üretim kapasitesi artırılabilir.

Yatırım harcamaları ekonomide istihdam ve gelir yaratan faktörlerden biridir. Ekonomideki kısa dönemli istihdam ve milli gelir düzeyleri tüketim harcamalarının yatırım harcamaları ile birleşmesi ile belirlenmektedir. Makro ekonomik açıdan bu eşitlik $Y = NC + I$ şeklinde ifade edilmektedir. Söz konusu eşitlikte tüketim fonksiyonu kararlı bir değişken olarak yer alırken yatırım harcamaları milli gelir üzerinde ani ve süratli değişmeler yaratan dinamik bir faktörü oluşturmaktadır.⁸³

İstihdam teorisi açısından ise, yatırım ekonominin üretim araçları mevcuduna yapılmış ilaveler ve bunu mümkün kılan harcamalar olarak tarif edilmektedir. Ekonominin üretim araçları mevcuduna yapılabilecek ilaveleri ise, üç grupta toplamak mümkündür.⁸⁴

1. Mevcut teçhisata yapılan ilaveler
2. Konut inşaatı
3. Yeni üretim mallarının alımı

⁸³ LEIBENSIEIN H., *Study in the Theory of Economic Development*, Oxford Economic Papers, No:23, 1984 sf. 277.

⁸⁴ DİRİMTEKİN H.: a.g.e., sf.119

Söz konusu mallar üretim gücünü genişletecekleri varsayımından hareketle sermaye malları olarak düşünölmekte ve bunları meydana getirmek için girişilen harcamaya da yatırım adı verilmektedir.

Yatırım harcamaları makro ekonomide önemli bir yere sahiptir. Yatırım harcamaları ile ekonominin fiziksel sermaye stokuna yapılan ilave sonucu ekonominin uzun dönem büyümesi ve performansı belirlenmektedir. Japonya, Almanya gibi hızlı büyüyen ölkelerde genellikle yatırım GSMH'nın büyük bir payını oluşturmaktadır.⁸⁵

2.2 Yatırım Türleri

2.2.1 Özel Yatırımlar- Kamu Yatırımları

Ölkedeki sermaye stoğuna yapılan ilave olarak tanımlanan yatırımları öncelikle özel ve kamu yatırımları olarak ayırmak mümkündür. Özel yatırımlar , özel sektör tarafından inşa edilen fabrikalar, mağazalar, bürolar, makina techizatı alımı gibi harcamalardan oluşmaktadır. Bu harcamalar gelecek dönemde geliri, yani üretimi artırıcı nitelikte fiziksel mallara

⁸⁵ DORNBUSH J. R. - FISHER S. ,Macroeconomics , Third Edition, McGrawHill, New York, 1988 sf. 332.

yapılan harcamalardır. Ayrıca, bireylerin konut alımları için yapılan harcamalar da bir yatırımdır.⁸⁶

Devlet tarafından yapılan yatırımlarda, kamu yatırımlarını oluşturmaktadır. Özellikle, 1930'lar da yaşanan ekonomik bunalım dönemlerinden sonra ekonomilerde kamunun müdahalesini gerekli gören Keynesyen görüş hakim olmuştur. Bu nedenle, 1930'lardan sonra toplam yatırımların büyük bir çoğunluğu devlet tarafından gerçekleştirilmiştir.

2.2.2 Yurıçi -Yurtdışı Yatırımları

Yatırımlar ayrıca yurt içi ve yurt dışı yatırımlar olarak da ayrılmaktadır. Herhangi bir Türk şirketinin yabancı ülke bir ülke de yaptığı yatırım, yatırımın yapıldığı ülkenin milli gelir hesabında yer alırken, buna karşılık herhangi bir yabancı şirketin Türkiye'de yaptığı yatırım ise Türkiye'nin milli gelir hesaplarında yer almaktadır.⁸⁷

2.2.3 Safi - Gayrı Safi Yatırımlar

Gayrı safi yatırımlar, bir ekonomide belli bir dönemde yapılan yatırımların değerini ifade ederken , safi yatırımlar, gayrı safi

⁸⁶ TUNCA Z.: "Makro İktisat", Filiz Kitabevi, İstanbul, 1997, s.60.

⁸⁷ TUNCA Z.: a.g.e., sf.60.

yatırım tutarından aşınma ve eksilmelere karşılık gelecek bir miktarın düşülmesi sonucu elde edilmektedir.

Keynes tarafından yapılan tanıma göre de, safi yatırım net gelirin hesaplandığı gibi, mevcut kapital techizatının değerindeki değişimleri karşılayacak kadar bir indirimden sonra kapital techizatına herhangi bir şekilde yapılmış safi ilavelerdir.⁸⁸

2.2.4 Reel - Mali Yatırımlar

Yatırımların diğer bir sınıflandırması da reel ve mali yatırımlar yatırımlardır. Reel yatırım, bir ekonomideki techizat ve stoklardan meydana gelen üretim araçlarının tümünü kapsamaktadır. Mali yatırım ise, fert veya toplumun servetini oluşturan kıymetlere bir ilave olacak şekilde hisse senedi ve tahvillere yapılan yatırımlardır.

Mali yatırım, kıymetli evrakın ve genellikle bir alacağın mülkiyetini nakle yarayan bir hukuki tasarruf olup, alım satımda müsbet ve menfi fiiller birbirlerini götürüleceği için milli kapitalde herhangi bir ilave yapılmış olmamaktadır.⁸⁹

⁸⁸ KEYNES, J.M.: a.g.e., sf.187.

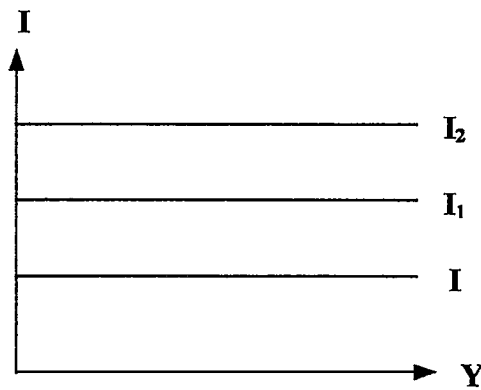
⁸⁹ ÜLGEN S.: a.g.e., sf. 275.

2.2.5 Otonom - Uyarılmış Yatırımlar

Yatırımlarla ilgili son sınıflandırma ise, otonom ve uyarılmış yatırımlar ayırımıdır. Otonom veya bağımsız yatırımlar; tüketim ve satış miktarına, kısaca gelir seviyesine bağlı olmayan yatırımlardır. Uyarılmış yatırımlar ise, maliyet ve fiyat unsurlarındaki değişmelerin alacağı değerlere ve onlarla ilgili teknolojik gelişmelere bağlı olan yatırımlardır. Diğer bir ifade ile, gelirdeki değişmelere karşı duyarlı olan yatırımlardır.⁹⁰

R. Harrod'a göre ise, bağımsız yatırımlar, daha ziyade uzun dönemli düşüncelere dayalı olduğundan şekil 12'de de görüldüğü gibi yatırımlar, gelir eksenine paralel olarak çizilmiştir. Bağımsız yatırımlar ile gelirler arasında hiçbir ilişki bulunmamaktadır.⁹¹

ŞEKİL -12

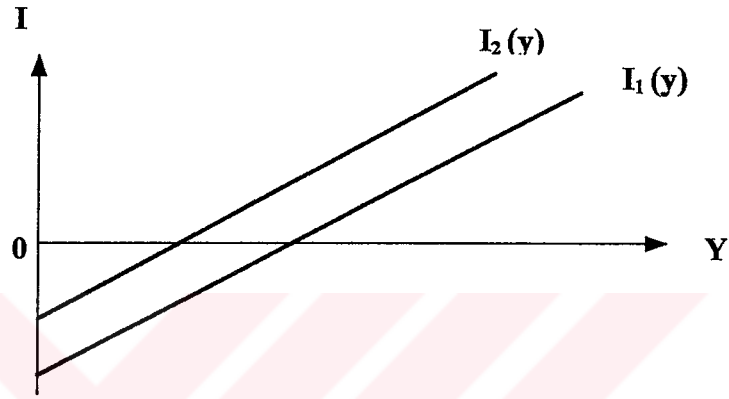


⁹⁰ DİRİMTEKİN H. . a.g.e., sf. 123.

⁹¹ HARROD, R. F. , "Economic Theory", McGraw Hill Book Company, New York, 1973, sf. 280.

Milli gelirdeki değişmelere karşı duyarlı olan ve milli gelirin bir fonksiyonu olan uyarılmış yatırımların grafiksel ifadesi ise, şekil 13'de ki gibidir.⁹²

ŞEKİL -13



Gelir düzeyi yükseldikçe uyarılmış yatırımlarda artmaktadır. Otonom ve uyarılmış yatırımların cebirsel ifadesi ise:

$$I = I_0 + I_i \quad I = I_0 + eY \quad \text{şeklindedir.}^{93}$$

- I_0 = Otonom yatırımlar
- I_i = Uyarılmış yatırımlar
- $I_i = f(Y)$

e, marjinal yatırım meyli olup gelirdeki artışın ne oranda yatırım harcamalarına yönettireceğini göstermektedir.

⁹² SARGENT T.G.: "Macroeconomic Theory", Academic Press., New York, 1979, sf.325.

⁹³ PATINKIN D.: "Money, Interest and Princes", Cambridge University Press,1986, sf. 487.

2.3 Yatırımın Kaynakları

Modern ekonomilerde yatırım kaynakları, iç finansman ve dış finansman kaynakları şeklinde ikiye ayrılmaktadır.

Dış finansman kaynaklarını; uluslararası yatırımlar, uluslararası yardım ve borçlanmalar oluşturmaktadır. Bu şekilde sağlanan fonlar üretken alanlara kanalize ediliyorsa yatırımlar için önemli bir fon kaynağını oluşturmaktadırlar.

İç finansman kaynakları ise, bireyler, özel sektör ve devlet tarafından gerçekleştirilen tasarruflardır. Bunlardan birey ve özel sektörün tasarrufları keyfi tasarrufları oluştururken, devletin kararları ile gerçekleştirilen tasarruflar zorunlu tasarruflar olarak tanımlanmaktadır.⁹⁴

Bireylerin sosyal sigorta primleri, Emekli sandığı aidatları ve Bağkur primleri şeklindeki ödemeleri onların iradeleri dışında gerçekleşmektedir. Bireysel tasarrufların yatırımlar için önemli bir kaynak oluşturması, mali piyasalara yönelmesi ile gerçekleşmektedir.

Özel sektörün ise, dağıtılmayan karları ve her yıl ayrılan amortisman payları da yatırımlar için önemli bir kaynak

⁹⁴ UNAY C.: a.g.e., sf. 71.

oluşturmaktadır. Özellikle, yenileme yatırımlarının en önemli kaynağı amortismanlardır.⁹⁵

2.4 Yatırım Fonksiyonu

Tüketim harcamaları gibi efektif talebi belirleyen unsurlardan biri olan yatırım harcamalarının fonksiyonel ifadesi aşağıda ki gibidir.

$$I = I_0 \quad (1)$$

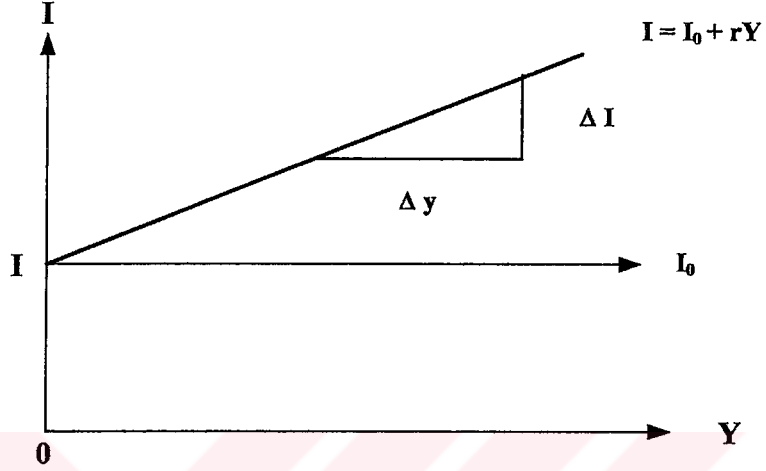
$$I = I_0 + eY \quad (2)$$

Birinci eşitlikte, yatırımlar sadece otonom yatırımlardan oluşmaktadır. İkinci eşitlikte ise, uyarılmış yatırımlarda fonksiyona katılmıştır. Daha önce ayrı ayrı ele alınan otonom ve uyarılmış yatırımların tek bir grafikte ifadesi ise, aşağıda görülmektedir.⁹⁶

⁹⁵ TUNCA Z.: a.g.e.,sf.66.

⁹⁶ CALECKI M.: "Theory of Economic Dynamics", Allen Unwin Coop., 1974, sf.398.

ŞEKİL -14



$e = \Delta I / \Delta Y$ olup, marjinal yatırım meyline eşittir. Bu değer aynı zamanda yatırım fonksiyonunun eğimine de eşittir.

Uyarılmış yatırımları belirleyen tek faktör gelir (Y) değildir. Ayrıca, faiz oranları (r) da yatırım kararını etkileyen bir faktördür. Yatırımlar ile faiz oranı arasındaki ilişkinin yönü teoride ters yönlü olup uygulamada ekonominin yapısına , yatırımların çeşidine ve ülkenin gelişmişlik düzeyine göre farklı sonuçlar ortaya koymaktadır.

Sermaye miktarı ve stok düzeyi (K) de yatırımlar belirlenirken dikkate alınması gereken değişkenleri oluşturmaktadır.

Yatırımları belirleyen diğer faktörler de U ile ifade edilirse, yatırım fonksiyonu:

$$Y = f (Y, r, K, U) \text{ şeklini almaktadır.}$$

2.5 Yatırım Talebi

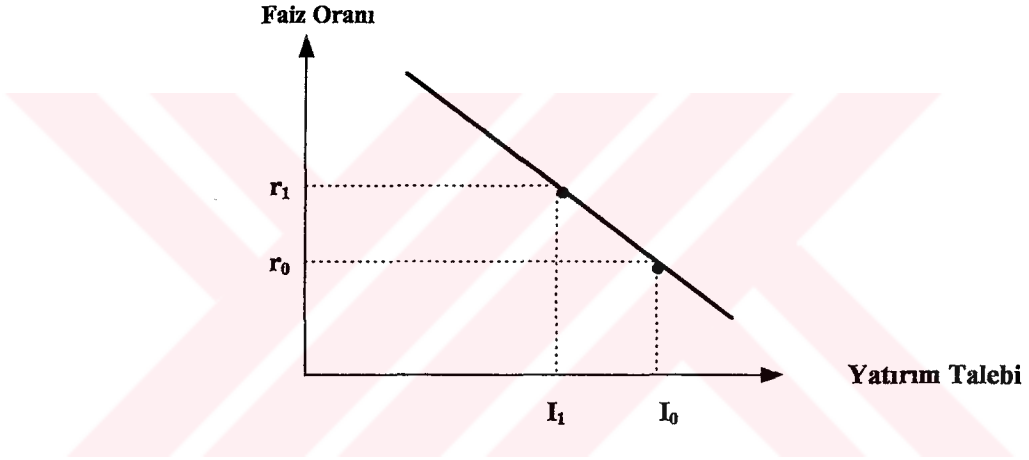
Firmalar, kuruluş yeri ve teçhisat yatırımlarını gelecek dönemi karlı olarak gördükleri zaman yapmaktadırlar. Bu dönemde, firmalar yeni bina ve teçhisat yatırımlarının kendilerine gelecekte sağlayacağı karı, yatırımların bu günkü maliyetleri ile karşılaştırmaktadırlar. Özellikle, borçlanma ile yatırımların finansmanı söz konusu olduğunda, yatırımcılar yatırımlardan sağlayacakları ekstra karların borçlanma faizini ödeyip ödemeyeceğine dikkat etmek zorundadırlar.⁹⁷

Diğer taraftan, yatırım kararının alınmasında rol oynayan diğer bir faktör ise, yatırımların finansmanında kullanılan fonların fırsat maliyetidir. Eğer firmalar yatırımları kendi fonları ile gerçekleştireceklerse, ellerindeki fonların cari faiz haddinden kendilerine sağlayacağı getiri ile yatırımların verimini karşılaştıracaklardır.

⁹⁷ JORGENSON-W.: "Capital Theory and Investment Behavior", American Economic Review, 53(May), 1975, sf.48.

Yüksek faiz oranlarında sadece birkaç projenin verimi kullanılacak fonların fırsat maliyetini aşacaktır. Düşük faiz oranlarında ise, daha fazla proje yatırımcıya yüksek verim sağlayacak ve yatırımlara yöneltilen fonların miktarı artacaktır. Şekil 15'de yatırım-talep grafiği, faiz oranları ile yatırım talebi arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

ŞEKİL -15



Yatırım talep eğrisi,yatırımcıların her faiz oranında ne kadar yatırım talebinde bulduklarını göstermektedir. Faiz oranı, r_0 dan r_1 e yükseldiği zaman daha az sayıda yatırım projesinin verimi bu yatırımların finansmanında kullanılan fonların fırsat maliyetini aşmaktadır. Bu ise, yatırımların I_0 'dan I_1 'e düşmesine neden olmaktadır.

Yatırım talebi eğrisinin yüksekliğini belirleyen iki faktör bulunmaktadır. Bunlar sırası ile, yeni yatırımların maliyeti ve bu yatırımlardan sağlanacak karların yüksekliğidir. Gelecekte belirli bir kar beklentisi söz konusu iken, sermaye mallarının fiyatlarındaki bir artış yatırımlara kanalize edilen fonların veriminde bir düşüş yaratmaktadır.⁹⁸

Her faiz oranında arzulanan yatırım oranı daha düşük olduğu sürece, yeni sermaye mallarının maliyetindeki artış yatırım talebi eğrisini aşağı doğru kaydırmaktadır. Eğer firmaların gelecek ile ilgili beklentileri çok iyimser değilse, yatırım projelerinin her birinden sağlanacak kar akımlarının tahmini de düşük olacaktır. Bu ise, yeni sermaye mallarının maliyeti belirli iken, her projenin veriminin düşmesine neden olacaktır.

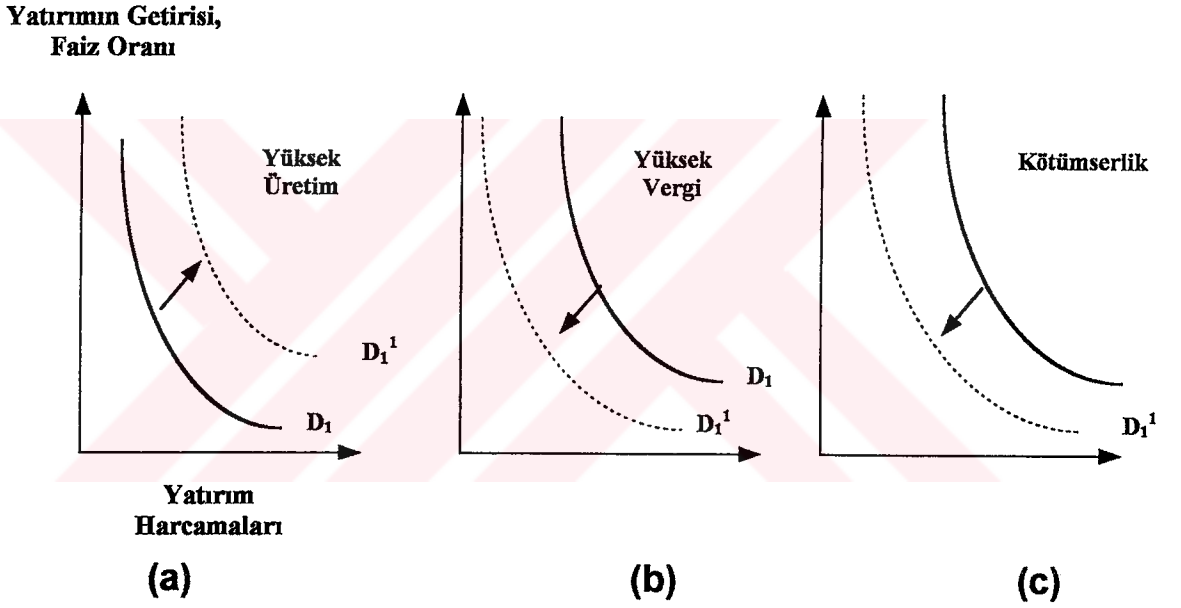
Yatırım talebi eğrisi , kısa ömürlü yatırımlara göre ev, fabrika gibi uzun ömürlü yatırımlar söz konusu olduğunda daha yassı bir şekil almaktadır. Faiz oranlarındaki bir yükselme ise, kısa dönemli projeler göre uzun dönemli yatırım projeleri üzerinde daha fazla kısıtlayıcı etki yapmaktadır.

⁹⁸ JORGENSON-W.: a.g.e., sf.71.

2.5.1 Yatırım Talebinde Kaymalar

Faiz oranı ile yatırım talebi arasındaki ilişkiyi gösteren yatırım talebi eğrisi ekonomideki başka faktörlerden de etkilenmektedir. Bu etkiler grafiksel olarak şekil 16'da görülmektedir.⁹⁹

ŞEKİL - 16



Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)' daki bir artış şekil16 (a)'da ifade edildiği gibi yatırım talebi eğrisini yukarı doğru kaydırırken, vergilerdeki artış tersine, yatırım gelirlerini azaltarak eğrinin şekil 16(b)' de ki gibi aşağı kaymasına neden olmaktadır. Son olarak, şekil16 (c)'de ekonominin resesyon ,

⁹⁹ SAMUELSON P.A. : a.g.e., sf. 543

savaş gibi olumsuz bir döneme girmesinin yatırım talebi eğrisini önemli derecede aşağıya kaydıracağı görülmektedir.

2.6 Yatırım Kararını Tayin Eden Faktörler

Girişimcinin Yatırım kararını verirken dikkate aldığı kriterler; şimdiki değer kriteri, sermayenin marjinal verimliliği kriteridir.

2.6.1 Net Şimdiki Değer Kriteri

Bir yatırımcının yatırım kararını vermesinde en önemli faktör, gelecekte yatırımdan sağlayacağı gelirin bu günkü değerinin ne olduğudur. Bu amaçla bir proje ile ilgili yatırım kararı verilirken yatırımların gelecekte yaratacakları nakit akımlarının bu güne indirgenmiş değerlerini ifade eden **Net Şimdiki Değer Kriteri** kullanılmaktadır.¹⁰⁰

Firma yatırım projesinin net şimdiki değerini hesaplariken, bu yatırımın gelecekte kendisine sağlayacağı net gelir akımlarını (R), faiz oranı (r) ile bugünkü değere iskonto etmektedir. Net Şimdiki Değer hesaplama yönteminin formül olarak ifadesi ise,

¹⁰⁰ SUNDARARAJAN W.: "Dept-Equity Ratios of Firms and Interest Rate Policy", IMF Staff Papers, 32(3), September, 1985, sf.41.

$$NŞD = R_1/(1 + r) + R_2/(1 + r)^2 + \dots + R_n / (1 + r)^n$$
şeklindedir.¹⁰¹

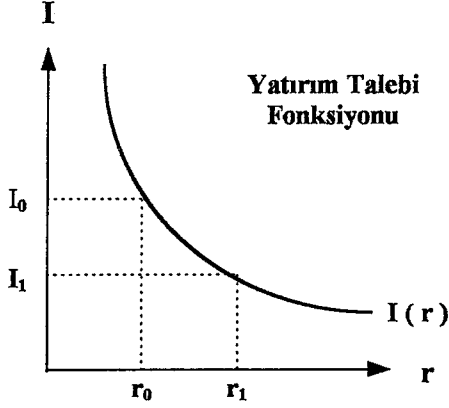
Bu yaklaşıma göre, yatırımcı yatırım kararı verirken yukarıdaki formül ile hesaplanan Net Şimdiki Değeri yatırımın maliyeti (C) ile karşılaştıracaktır. Eğer $NŞD > C$ ise, yatırım kararı verilirken, $NŞD < C$ ise, yatırım yapılmayacaktır.

Firmalar çeşitli yatırım projeleri arasında, şekil 17'de görüldüğü gibi yatırımların şimdiki değerlerine göre bir sıralama yapmaktadırlar. Firmaların yatırımlara yönlendirecekleri finansal fonlar üst seviyede ise, bu taktirde pozitif net şimdiki değer içeren bütün yatırım projeleri firmalar tarafından finase edilecektir. Bu ise, yatırımların seviyesini şekil 18'de görüldüğü gibi I_0 seviyesine çıkarmaktadır. Eğer firmalar sınırlı fonlara sahipse, bu fonlar en yüksek net şimdiki değeri içeren yatırım projelerine yönlendirilmekte ve dolayısı ile yatırım seviyesi I_0 ' ın. solundaki herhangi bir noktaya kaymaktadır.¹⁰²

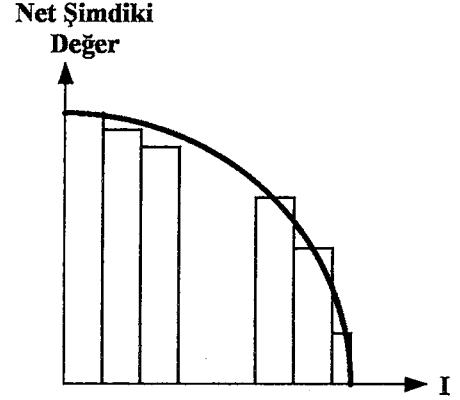
¹⁰¹ DERNBURG, T.F. : "Macro Economic Analysis" , Addison-Weshey-Mass, 1972, sf.145.

¹⁰² BRANSON W. - LITVACK J.: "Macroeconomics", Haper International Edition, New York, 1976, sf. 225.

ŞEKİL -18



ŞEKİL -17



Piyasalarda oluşabilecek bir faiz oranı yükselişi, yatırım projelerinin net şimdiki değerlerini düşürmektedir. Bu durum ise, planlanmış sabit yatırımlarda azalmaya yol açmaktadır. Sonuç olarak, şekil 18'de görüldüğü gibi, faiz oranının r_0 'dan r_1 'e yükselmesi planlanan yatırım seviyesini I_0 'dan I_1 'e indirmektedir.

2.6.2 Sermayenin Verimliliği Kriteri

Fiziksel sermaye yatırımları ile ilgili karar verirken dikkate alınan diğer bir kriter de sermayenin marjinal verimliliği kriteridir. Sermaye malı tarafından sağlanan gelir akımının şimdiki değerini sermaye malının maliyetine eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlanan "sermayenin marjinal verimliliği" oranı

aynı zamanda “içsel getiri oranı” olarak tanımlanmakta ve (i) sembolü ile gösterilmektedir.¹⁰³

Keynes’in tarifi ile ise, “kapital malının hayatı boyunca beklenen yıllık gelir akımlarının şimdiki kıymetini arz fiyatına eşit kılan iskonto oranı”dır.¹⁰⁴

Formül olarak ise, aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$C = R_1 / (1 + i) + R_2 / (1 + i)^2 + \dots + R_n / (1 + i)^n$$

i, sermayenin marjinal verimliliği oranını göstermektedir.

Bir yatırımcı elindeki fonları yatırımlara yöneltmediği zaman piyasadaki cari faiz oranı üzerinden bir gelir sağlayacaktır. Dolayısı ile, yatırımcı yatırım kararı verirken, cari faiz oranı ile sermayenin marjinal verimliliği oranını karşılaştıracaktır.¹⁰⁵

$i > r$ ise, yatırımcı için söz konusu yatırım karlıdır ve yatırım kararı alınır.

¹⁰³ DERNBURG T.: a.g.e., sf. 178.

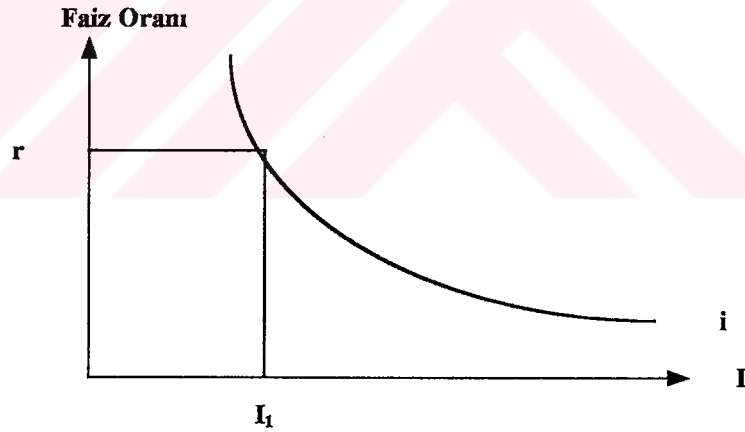
¹⁰⁴ KEYNES J.M.:a.g.e., sf.375.

¹⁰⁵ RITTERBERG L.: “Investment Spending and Interest Rate Policy”, Journal of Development Studies, Vol 27, No: 2, sf.147

$i < r$ ise, yatırımcı için faiz geliri yatırımlardan sağlayacağı gelirden daha yüksek olacaktır. Dolayısı ile, yatırım kararı alınmayacaktır.

Sonuç olarak, yatırım miktarı ile içsel verim oranı arasında fonksiyonel bir ilişki görülmektedir. Şekil 19'da, dik ekseninde içsel verim oranı ve faiz oranı, yatay ekseninde ise, yatırım miktarı görülmektedir. Yatırım miktarını bir taraftan faiz oranı (r) , diğer taraftan ise, içsel getiri oranı yani sermayenin marjinal verimliliği (i) tayin etmektedir.

ŞEKİL -19



r_1 faiz oranında , verimlilikleri (r_1)den büyük olan yatırımlar yapılmaktadır. Dolayısı ile, sermayenin marjinal verimliliği

sabit iken faiz oranının düşürülmesi yatırım miktarını artırmaktadır.¹⁰⁶

2.7 Faiz Oranı ve İşletmenin Yatırım Harcamaları İlişkisi

Keynes'in Genel Teorisi'nin 1936 da yayınlanmasını takip eden yıllarda yatırımların faiz elastikiyetini tahmine yönelik çok sayıda araştırma yapılmıştır .Bu çalışmalarda yatırım harcamaları üzerinde faiz etkisinin çok küçük yada ihmal edilebilir olduğu ortaya koyulmuştur. Keynesyen iktisatçılara göre, para herşey demek değildir ve para politikası ekonomik istikrarı sağlamada yetersiz kalmaktadır.

Keynes sonrası dönemde de yatırım kararlarının verilmesinde faizin rolünü araştıran ve istatistik temellere dayanan araştırmalar yapılmıştır.Bu çalışmalar sonucunda ise, yatırımların faiz değişimlerine cevap verdiği, diğer bir ifade ile yatırımların faiz elastikiyetinin yüksek olduğu sonucuna varılmıştır.

Yapılan çalışmalar sonucu, faiz ile işletmelerin yatırım harcamaları arasındaki ilişkilere ait sonuçlar dört başlık altında

¹⁰⁶ MODIGLIANI F.and MILLER M. "Cost of Capital , Corporate Finance and the Theory of Investment", American Economic Review , Haziran, 1973, sf. 280

ele alınmıştır. Bunlar sırasıyla; işletmelerin kuruluş yeri ve donanım harcamaları , işletmelerin stok yatırımlar, sabit yatırımlar, hükümet harcamalarıdır.¹⁰⁷

2.7.1 İşletmelerin Kuruluş Yeri ve Donanım Harcamaları ile Faiz İlişkisi

Yapılan teorik çalışmalar, işletmelerin kuruluş ve donanım yatırımları ile faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Buna göre, gevşek para politikası faiz oranlarını düşürerek üretim maliyetini azaltırken , sıkı para politikası tersine üretim maliyetlerini yükseltmektedir. Sonuçta, yüksek faiz dönemlerinde yatırımlar azalırken, düşük faiz dönemlerinde artmaktadır.

Faiz oranları ile sabit işletme yatırımları arasındaki ilişki üzerine yapılan ekonometrik çalışmaların sonucunda yatırımların faiz elastikiyeti -0.2 ile -0.6 arasında değişen değerlerde çıkmıştır. Bu değerler ise, işletmelerin yatırım kararlarını verilmesinde faiz oranlarının önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Örneğin, elastikiyetin -0.4 olduğu

¹⁰⁷ LAWRENCE C.-SIOW A.:"Interest Rates and Investment Spending, Some Empirical Evidences", Columbia, First Boston Series in Money, Economics and Finance, September, 1985, sf.87

bir durumda faiz oranlarının 4'den 5' e yükselmesi yatırım harcamalarında yüzde 10' luk bir artış anlamına gelmektedir.

2.7.2 İşletmelerin Stok Yatırımları ile Faiz ilişkisi

Yapılan ampirik çalışmalar sonucunda, işletmelerin stok yatırımları ile faiz oranları arasındaki ilişkinin, kuruluş ve donanım harcamalarına göre düşük olduğu ortaya çıkmıştır. Bir işletmenin gereğinden az stok tutması taleplere cevap verememesi nedeniyle karlarının düşmesine neden olurken, gereğinden fazla stok da depolama ve diğer taşıma maliyetleri nedeniyle karları olumsuz etkilemektedir. Sonuçta rasyonel bir firma, ne çok az ne de çok fazla olmayacak şekilde optimal bir büyüklükte stok tutmalıdır.

Teorik olarak, bir maliyet faktörü olarak düşünüldüğünde yüksek faiz oranlarının işletmelerin daha az stok tutmalarına neden olurken, düşük faiz oranlarının stok düzeyini yükseltmesi beklenmektedir. Fakat yapılan çalışmalar sonucunda, faiz oranının optimal stok büyüklüğünün belirlenmesinde rol oynayan faktörlerden sadece biri olduğu görülmüştür.

Rasyonel bir işletmenin stok düzeyinin belirlenmesinde gelecekteki fiyatlar ve talep değışikliği ile ilgili beklentiler faiz oranlarına göre çok daha önemli bir rol oynamaktadır. Sonuçta, faizler ve stoklar arasında çok küçük veya hiçbir ilişkinin olmadığı neticesine varılmıştır.

2.7.3 Sabit Yatırımlar

Uygulanan para politikalarının sabit yatırımlar üzerinde ikame etkisine sahip olduğu yapılan çeşitli çalışmalar sonucunda ortaya çıkmıştır. Buna göre, sıkı para politikasının uygulandığı dönemlerde yüksek faiz oranları yeni ev alımlarını düşürürken, düşük faiz oranlarının uygulandığı gevşek para politikası dönemlerinde ev alımlarının hızlandığı görülmüştür.

Bir görüşe göre, ev satın alımı bir çok aile için aile bütçesinde önemli bir harcama kalemini oluşturmaktadır ve ev satın alımları kredi yolu ile finanse edilmektedir. Dolayısıyla, faiz oranlarının yükselmesi aynı zamanda kredi faizlerini de yükseltmekte ve borç alanlar açısından maliyetleri artırmaktadır. Böyle dönemlerde, kişiler ev alımlarını düşük faiz oranlarının uygulandığı dönemlere ertelemektedirler.

Diğer bir görüşe göre ise, kredi faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından değil, yönetim tarafından belirlendiği ekonomilerde kredi faizleri ekonomideki diğer faiz oranlarının gerisinde kalmaktadır. Bu durumda borç vermek karlı olmaktan çıkmaktadır. Borç verenler paralarını tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlere yöneltmektedirler. "Ekonomideki bireylerin ev alımında kullanacakları fonların azalması sonucu, ev şeklindeki yatırımlarda azalacaktır.

2.8 Yatırım Kararını Etkileyen Faktörler

Bir ekonomide ki rasyonel yatırımcının yatırım yapma sebebi kar beklentisidir. Dolayısı ile, yatırım kararını belirleyen en önemli ekonomik faktörler; yatırımlardan sağlanacak gelirler, yatırımların maliyeti ve gelecek ile ilgili beklentilerdir.¹⁰⁸

Yapılan yatırımlar verimli alanlarda kullanıldığı zaman yatırımcılara ilave bir gelir sağlamaktadır. Yatırımcı açısından ise, gelir özellikle maliyet değerlendirmesi yapılırken önemli rol oynamaktadır. 1979-1982 yıllarını kapsayan bir araştırmada Amerika Birleşik Devletlerinde yatırımların verimdeki sert bir azalmanının yatırımları yüzde 22 azalttığı görülmüştür. Dolayısı ile, yatırımlardan sağlanacak verim yatırımların en önemli belirleyicisini oluşturmaktadır.

¹⁰⁸ JORGENSON W.: a.g.e., sf. 69

Yatırımları belirleyen ikinci faktör ise, yatırımların maliyetidir. Yatırımcılar genellikle sermaye mallarını piyasadan ödünç fon satın alarak finanse etmektedirler. Ödünç fonların yatırımcıya getirdiği ilave yük, diğer bir ifade ile ödünç alınan para için ödenecek fiyat, cari faiz haddi üzerinden hesaplanmaktadır. Dolayısı ile, faiz oranı sermaye maliyetinin belirlenmesinde ve yatırım kararının verilmesinde önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle, çeşitli dönemlerde, para politikası aracı olarak faiz oranlarındaki değişikliklerle yatırımlar teşvik edilmeye çalışılmaktadır.

Yatırımların belirlenmesindeki üçüncü faktörü ise, geleceğe yönelik beklentiler oluşturmaktadır. Yatırımcıların gelecekteki ekonomik durum ile ilgili olumlu beklentileri yoksa yatırım yapma konusunda isteksiz olacaklardır. Aksine, eğer ekonomide geleceğe yönelik bir iyileşme görülüyorsa üretken yatırımların seviyesi artacaktır.

2.9 Yatırım Teorileri

Bir ekonomide yatırımlar uzun dönemde ekonominin aktivitesini belirlemesi nedeni ile stratejik bir öneme sahiptir. Bir ekonominin kapasitesini verimli bir şekilde büyütebilmesi, sermaye birikimine, emek gücünün kantitatif ve kalitatif olarak artmasına ve üretim tekniklerindeki gelişmelere bağlı

bulunmaktadır. Sermaye birikimi, emek gücünün istihdamı yeni teknolojilerin ekonomiye kazandırılması yatırımlar vasıtası ile gerçekleştiğinden, yatırımlar uzun dönem büyümenin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır.¹⁰⁹

Özel yatırımların ekonomideki öneminin diğer bir göstergesi ise, sermaye malları stoğundaki değişme ile yakından ilişkili olarak finansal varlıkların stoğundaki büyümede görülmektedir. Büyük bir firmanın net yatırımları tahvil satışı ile ya da yeni hisselerin basımı ile finanse edilmektedir. Finansal varlık ticareti ise, bankacılık ve finans kesiminin en önemli fonksiyonunu oluşturmaktadır. Dolayısı ile, finansal piyasaların aktivitesi , ekonomideki yatırım harcamalarının seviyesi ile yakından ilişkili bulunmaktadır.

İktisat literatüründe , özellikle son yirmi yıldır önemli bir yere sahip olan yatırım teorileri ile ilgili iktisatçılar arasında tam bir fikir birliği bulunmamaktadır. Yatırımlarla ilgili farklı görüşleri savunan yatırım teorileri aşağıda temel özellikleri ile ele alınmıştır.

¹⁰⁹ ACKLEY G.: a .g.e., sf.275.

2.9.1 Klasik Yatırım Teorisi

Klasik iktisatçılar yatırımların kaynağı olarak tasarrufları kabul etmişlerdir. Ekonomideki tasarruf miktarı ne kadar yüksek olursa yatırımların düzeyi de o oranda artacaktır . Klasik görüşe göre, tasarrufları belirleyen faktör ise, faiz oranıdır. Faiz oranı ne kadar yüksek olursa tasarruflar o oranda artacaktır. Böylece ekonomide üretken alanlara yönelecek kaynaklar artarak yatırımların düzeyi yükselecektir.¹¹⁰

Klasik iktisatçılara göre, faiz oranındaki bir düşüş sermaye, emek ve toprak şeklindeki üretim faktörlerinin göreceli fiyatlarında da değişiklik yaparak faktör talebini artırmaktadır. Bu nedenle, klasik faiz oranlarının düştüğü dönemlerde kapitalist üretim metodu olarak tanımladıkları sermaye yoğun tekniklere göre, daha ucuz olduğunu savunmuşlardır.¹¹¹

Klasik İktisatda sermaye birikiminin kaynağının kar olduğu üzerinde tam bir görüş birliği bulunmaktadır. Sermaye birikimini sağlayan sermaye yatırımları ise, iktisadi dinamizmin temelini teşkil etmektedir. Klasik iktisat anlayışında, tasarruf yapan sınıf yalnızca sermaye sahipleri olduğundan, 'Klasik Tasarruf Fonksiyonu' varsayımı ile anlamını bulan bir kar -

¹¹⁰ GORDON M. J.: " The Neoclassical and Post Keynesian Theory of Investment", Vol.14 No.4,1987, sf.347.

¹¹¹ ACKLEY G.: a.g.e., sf 316.

yatırım ilişkisi kurulmuş, sermaye birikimi ve dolayısı ile yatırımın karlılık tarafından motive edildiği tezi ile bu ilişki pekiştirilerek tamamlanmıştır. Böylece sermaye sahiplerinin kar beklentileri yatırım kararları açısından en önemli unsur olarak ortaya çıkmaktadır.¹¹²

İktisadi ilerleme, ancak sermaye sahiplerinin tasarruf ederek bunları yatırıma aktarmaları yolu ile sağlanabilmektedir. Fakat, sermayedar geniş bir teknoloji yelpazesi ile karşı karşıya değildir. Farklı üretim teknikleri ancak niceliksel değişiklikler ve teknolojik gelişme içermek gibi özellikleri olan yatırımlarla ortaya çıkabilecektir. Diğer bir ifade ile, teknolojik gelişme yatırımlarca belirlenmektedir. Sonuçta, klasikler 'laissez-faire' ideolojisinin ekonomik yansıması olarak sermaye sahiplerine toplumun öncüsü olarak bakmışlardır.¹¹³

Klasikler uzun dönemde kar oranlarının ve işgücü verimliliğinin azalacağını ve buna bağlı olarak sermaye birikiminin de yavaşlayacağını ileri sürmüşlerdir. Azalan sermaye birikimi yatırımları azaltırken , azalan yatırımlar karların daha da düşmesine neden olacaktır. Sonuçta, uzun dönemde, sermaye birikimi, karlar ve nüfus artışının sıfır olduğu "Ricardian Durağan Durum" a ulaşılacaktır.

¹¹² RICARDO D: "The Principles of Political Economy", Everyman Classics, London, 1987,sf.234.

¹¹³ AKYÜZ Y: "Sermaye Bölüşümü ve Büyüme", Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara,1980,sf.60.

2.9.2 Keynesyen Yatırım Teorisi

Klasik ve Neo-klasik iktisatçılar, planlanan anlamda yatırım tasarruf eşitliğinin faiz oranlarına göre sağlanacağını kabul etmişlerdir. Buna göre, tasarruflar faiz oranlarının bir fonksiyonudur. Yatırımcının reel sermaye talebi ise, yatırımların marjinal verimliliğine göre belirlenmektedir. Bu durumda; faiz oranları, sermaye arz ve talebini eşitleyen bir piyasa fiyatı görevi görmektedir. Keynes'e göre ise, söz konusu denge faiz oranlarındaki değişme ile değil gelir değişimleri ile sağlanmaktadır. Çünkü, tasarruflar faiz oranlarına değil ,gelir düzeyi ve tasarruf eğilimine bağlıdır.¹¹⁴

Klasik görüş, yatırımların kaynağı olarak tasarrufları gösterirken Keynes, yatırımları besleyen temel faktörün gelirler olduğunu ileri sürmüştür. Gelir düzeyinde bir artış olmadan faiz oranlarının yükseltilmesi ile tasarruflar hiç bir şekilde artamayacak aksine, ekonomideki üretken yatırımlar gerileyerek ekonomik büyüme düşecektir. Sonuçta, faiz oranlarındaki artış klasik görüşün ifade ettiği gibi tasarruflar üzerinde de istenilen etkiyi gerçekleştiremeyecektir.¹¹⁵

¹¹⁴ KEYNES J.M.: "The General Theory of Employment", Quarterly Journal of Economics, 1951, sf. 213.

¹¹⁵ GORDON M.J. : a.g.e., sf 268

Keynes'e göre, kalkınmanın temel taşı yatırım olmaktadır. Ekonomideki durgunluk sorununun nedeni , yatırımların yetersizliğidir. Yatırımların yetersizliğinin nedeni ise, satın alma gücünün mal ve hizmet alımına yönelmemiş olmasıdır.¹¹⁶

Ekonomide yatırımların yetersizliğinin sonucu, yeni iş imkanlarının açılmaması işsizliği artıracak ve bir kısır döngü olarak satın alma gücü daha da azalacaktır. Dolayısı ile, ekonomide satın alma gücünü artıracak para ve maliye politikaları uygulanmalıdır.

Keynes, para politikası araçlarından biri olan faiz oranlarındaki değişimin gerek bireylerin tüketim gerekse, işletmelerin yatırım kararlarını etkilediğini ileri sürmüştür. Faiz oranındaki bir düşüş tüketim (C), yatırım (I) ve devlet harcamalarını (G) artırarak ekonomik büyümeyi hızlandırırken, yüksek faiz oranları tüm harcamaları düşürerek ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etki yapmaktadır.¹¹⁷

Keynesyen Yatırım Teorisi'ne göre yatırımlar, geleneksel yaklaşımda belirtildiği gibi sadece ekonomik prensipler çerçevesinde modelin içinde yer alan büyüklükler tarafından

¹¹⁶ SARGENT T.G.: a.g.e., sf 293

¹¹⁷ LOYD L - REYNOLD G., "Macroeconomics", Fourt Edition, Englewood Cliffs,Prentice Hall,England, 1995,sf. 157.

belirlenen endojen bir yapıya sahip değildir. Yatırımların hem endojen hem de egzogen kompartmanları vardır.¹¹⁸

Keynesyen Teori'de; tasarruflar faizin fonksiyonu değil, gelirin fonksiyonudur. Dolayısı ile, faiz oranındaki yükselmeler tasarrufları uyarmadığı gibi yatırımları azaltarak gelir seviyesinin düşmesine neden olacaktır. Sonuçta, yüksek faiz politikası dolaylı yoldan tasarruf oranını da düşürecektir.¹¹⁹

Keynesyen Teori'de yatırım talebi eğrisinin şeklinin belirlenmesinde girişimcilerin geleceğe yönelik beklentilerinin de önemli bir yere sahip olduğu görülmektedir. Zira, beklentilerin kötümser olması durumunda piyasa faiz oranı karşısında gerçekleşecek yatırım miktarı azalacak ve buna bağlı olarak da yatırım talebi eğrisi sola kayacaktır. Dolayısı ile, sadece faiz oranlarının düşmesi girişimcilerin yatırım kararı vermeleri için yeterli faktör olmamaktadır. Hatta, bazı dönemlerde beklentilerin olumlu olmasına bağlı olarak, yüksek faiz oranlarına karşı yatırımlar artabilmektedir.¹²⁰

¹¹⁸ PAYA M.: a.g.e.,sf.66.

¹¹⁹ GREGOR M.- PETER G.: "Keynes on Ex-ante Saving and the Rate of Interest", History of Political Economy, 20(1), 1988, sf.110.

¹²⁰ CHAMBERLAIN T. And GORDON M.J.: "Liquidity, Profitability and Long-Run Survival: Theory and Evidence on Business Investment", Journal of Post Keynesian Economics, Summer 1989, sf.597.

Keynesyen yaklaşım'da yatırım kararları üç unsur çerçevesinde belirlenmektedir. Bunlar sırası ile;

1. Sermayenin Marjinal Etkinliği
2. Sermaye ve yatırım mallarının maliyeti. Diğer bir ifade ile, yatırımın arz fiyatı
3. Yatırımdan beklenen gelir akımları.¹²¹

Keynes, özel yatırımların gelecekte üretilen mala olan talep ve fiyat bekleyişlerine bağlı olması nedeni ile, bunların getirisi üzerinde rasyonel bir değerlendirmenin son derece zor ve hatta çoğu kez imkansız olduğunu vurgulamıştır.

Keynes'in beklentiler ile ilgili görüşü, yatırımların karlılığına bir kriter getirme çabasını ortadan kaldırmamıştır. Buna göre, fiyat ve maliyet unsurları ile ilgili bekleyişlerde, ücret ve ürün fiyatı beklentilerine dayanmak yatırımcılar açısından tek yol olmaktadır. (t) döneminde yapılan bir yatırımın her dönem için Q kadar ürün yarattığı, bunun için de L kadar işgücü kullanıldığı varsayılırsa, yatırımın gelecekte dönem başına sağlaması beklenen net gelir:

$$R^* = P^* \times Q - W^* \times L;$$

$$P^* = \text{Ürünün beklenen fiyatı}$$

$$W^* = \text{Beklenen ücret}$$

¹²¹ KEYNES J.M.:a.g.e., sf.150.

Bu gelir akımının uzun dönem cari faiz oranı üzerinden bugünkü değeri ise,

$$PV = R^* \left[\frac{1}{(1+r)^t} + \frac{1}{(1+r)^{t+1}} + \dots + \frac{1}{(1+r)^{t+n}} \right] = \frac{R^*}{r^*}; n = 1, \dots, \infty$$

Bugünkü değer (PV); faiz oranı (r^*), beklenen ücret (W^*) ve beklenen fiyata (P^*) bağlı olarak değişmektedir.

Buna göre, faiz oranı sabit iken fiyat beklentileri ne kadar yüksek ve ücret beklentileri ne kadar düşük ise, yatırımın net getirisi o kadar yüksek olacaktır. Yatırım kararı ise, yatırım arz fiyatı (I_s) ile talep fiyatı (I_d)'nin karşılaştırılması sonucu verilmektedir.

$I_s > PV$ ise, yatırılabılır fonların alternatif getirisi daha yüksek olduğundan yatırım yapmak rasyonel değildir.

$I_s < PV$ ise, yatırımda kullanılacak fonların alternatif getirisi yatırımın getirisinden düşük olduğu için yatırım yapmak karlı olacaktır.

Keynesyen yatırım teorisinde, yatırımlar endojen yani bağımlı değişken olarak kabul edildiğinde modelin bağımsız yani egzogen değişkenini faiz oranı oluşturmaktadır. Çeşitli faiz oranlarına göre, ne miktarda yatırım yapılacağını belirleyen ise kriter ise **“sermayenin marjinal etkinliği”**(MEC)'dir.

Sermayenin marjinal etkinliği ile Keynes; belirli bir amortisman süresince yatırımdan sağlanacak olan gelir akımını, bugünkü değeri itibarı ile yatırımın maliyetine eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlamıştır. Dolayısı ile, Keynes'in yatırım teorisinde kullanılan **“sermayenin marjinal etkinliği”** kavramı geleneksel iktisatçılardan Fisher'in kullandığı **“iç getiri oranı”** kavramından farklılık göstermemektedir. ¹²²

Keynesyen yaklaşımda, yatırım hacminin neye göre belirleneceğinin temelinde **“Sermayenin Marjinal Etkinliği”** (MEC) kavramı yatmaktadır. Yatırımcılar, sermayenin marjinal etkinliği ile faiz oranını karşılaştırarak yatırım kararını vermektedirler. Yatırımlar, sermayenin marjinal etkinliği piyasa faiz oranına eşitleninceye kadar devam edecektir.

¹²² SAWYERD J. A.: “Macroeconomics Theory”, Harvester Wheatsheaf, New York,1989,sf.66.

MEC $>r$ olduğu sürece yatırımcı açısından yatırıma devam etmek karlı, MEC $<r$ durumunda ise fonların cari faiz oranı üzerinden değerlendirilmesi karlı olmayacaktır.

Dolayısı ile, yatırım talebi faiz oranının azalan bir fonksiyonu olmaktadır.

$$I_d = f(i) \quad \partial I_d / \partial i < 0$$

Keynes de, yatırımlar ile faiz oranları arasında klasik iktisatçıların ileri sürdüğü gibi ters yönlü bir ilişkinin varlığını kabul etmiştir. Fakat, sebep olarak klasik iktisatçılar gibi azalan verimler kanunu göstermemiştir. Keynes'e göre, yatırım talebi eğrisinin şeklini belirleyen, yatırım malları sektörünün kapasitesinin sınırlılığıdır. Sınırlı kapasite karşısında yatırım mallarının talebinin artması, yatırım mallarının fiyatlarını yükselterek yatırımların karlılığını düşürecektir. Bu ise, yatırım talebi eğrisinin sol yukarıdan sağ aşağı doğru bir şekil almasına neden olmaktadır.¹²³

Keynes, yatırım mallarının fiyatlarının yükselmesi sonucunda sermayenin marjinal etkinliğinin düşeceğini ve bu durum

¹²³ BRONFENBRENNER M.: "Macroeconomic Alternatives", Basil Black Well Inc., New York, 1988, sf.305.

karşısında yatırım miktarının artması için faiz oranlarının düşmesi gerektiğini belirtmiştir.

Keynes diğer taraftan ,eğer ekonomide yatırım malları sektöründe kullanılmayan atıl bir kapasite söz konusu ise, normal kapasite seviyesine ulaşana kadar sermayenin arz fiyatında aşırı bir artış olmayacağını ve bunun da sermayenin marjinal etkinliğinde büyük bir düşüş yaratmayacağını ileri sürmüştür. Bu durum karşısında yatırım kararının verilmesi için faiz oranlarındaki değişimlerden ziyade yatırımların fiziki verimliliği, fiyat ve ücret beklentileri önem kazanacaktır.¹²⁴

2.9.3 Hızlandırıcı Teorisi

Keynes sonrası dönemde, yatırım teorisi basit büyüme modeli ile bağlantılı olarak ele alınmıştır. Özellikle Harrod, 1930'larda geliştirdiği dinamik büyüme modelinde yatırımları daha kapsamlı olarak incelenmiş ve değişik açılardan değerlendirmiştir. Yatırımların ürün artışı ve kapasite yaratma şeklindeki özellikleri dikkate alınırken, yatırımlarla ilgili bekleyişler faiz oranlarından bağımsız olarak incelenmiştir.¹²⁵

¹²⁴ AKYÜZ Y: "Sermaye Bölüşüm Büyüme", Siyasal Bölüşüm Büyüme, Ankara, 1980,sf. 76.

¹²⁵ SEN A.: "Growth Economics",Penguin Books,London, 1970,sf. 11

Harrod, doğal büyüme oranına sahip bir ekonomide, yatırımların, bu büyüme oranını gerçekleştirecek düzeyde gerçekleşeceğini ifade ederken, sistemin nasıl dengeye ulaşacağını *hızlandırıcı* türünde bir yatırım fonksiyonu ile açıklamıştır. Bu fonksiyona göre; sermaye hasıla katsayısı veri iken, ekonomide gerçekleşecek yatırım düzeyini belirleyen, üretilecek ürüne karşı talepte de aynı oranda bir artışın olacağı beklentisidir.

Hızlandırıcı türündeki yatırım fonksiyonunu formüsel ifadesi ise aşağıdaki şekildedir.¹²⁶

$$I_t = v \times \Delta Y_{(t^* - (t-1))}$$

Y_{t^*} = t dönemi sonunda yatırımcıların beklediği talep

Y_{t-1} = t dönemi başında gerçekleşen talep

$$\Delta Y_{(t^* - (t-1))} = Y_{t^*} - Y_{t-1} = \text{Beklenen talep artışı}$$

v = hızlandırıcı katsayısı olup, üretim için gerekli olan yatırım stoku ile üretim düzeyi arasındaki sabit oransal bir ilişkiyi ifade etmektedir.

Yatırım ile üretim düzeyi arasındaki ilişkiye dayanan hızlandırıcı teorisi daha sonra A. Aftalion, M. Bickerdike, T.N: Carver, Pigou, R.Harrod, A.Hansen, P.Samuelson ve

¹²⁶ SERVEN L. and SOLİMANO A.: " Private Investment and Macroeconomic Adjustment: A Survey" Research Observer. World Bank. September, Sf.113.

J.Hicks'in geliştirdiği konjonktür teorilerine de önemli bir temel teşkil etmiştir. P. Samuelson hızlandırıcı modelinde yatırımları sadece tüketim mallarının bir fonksiyonu olarak ele alırken ,daha sonra kurulan modellerde yatırım malları da yer almıştır.¹²⁷

Ekonomide büyük bunalımın yaşandığı 1929 döneminde , faiz oranlarının yatırımlar üzerinde istenilen etkiyi yapmaması ve faiz oranlarındaki düşmeye rağmen yatırım oranlarının artmaması nedeni ile, bu dönemde geliştirilen Hızlandırıcı Teorisi'nde de faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisi göz ardı edilmiştir.

Hızlandırıcı Teorisi'nin sonuçları ise, aşağıdaki şekilde özetlenmiştir¹²⁸.

1. Yatırımların artması için talebin genişlemesi gerekmektedir. Talebin duraklaması , yatırımların durması sonucunu doğurur.
2. Talep mekanikli olan bu yatırım teorisinin en önemli sonucu, yüksek tasarruf oranlarının her zaman olumlu sonuçlar doğurmayacağı yönündedir. Tasarrufların yatırıma dönüşmeyen kısmı ekonominin küçülmesine yol açacaktır.

¹²⁷ SHERMAN H. J.: "Growth and Crisis under Capitalism", McGraw Hill, New York,1991,sf.237.

¹²⁸ PAYA M.: a.g.e. sf.72.

Hızlandıran Teorisi, beklentileri içermemesi, sadece talep yönünü önemsemesi ve kapasite kullanımındaki esneklikleri dikkate almaması yönünden ise, çeşitli eleştiriler almıştır.

2.9.4 Neo- Keynesyen Yatırım Teorisi

Neo-Keynesyen iktisatta, yatırımlarla ilgili iki yaklaşım yer almaktadır. Birinci yaklaşıma göre; yatırımlar yatırımcıların yatırım arzuları, kar beklentileri ve ekonomi ile ilgili geleceğe yönelik düşüncelerine göre belirlenmektedir.

İkinci yaklaşım ise, daha önce hızlandıran yatırım teorisinde yer alan Harrod'un hızlandıran türü yatırım fonksiyonuna dayandırılmış ve yatırımların ekonominin doğal büyüme oranını gerçekleştirecek şekilde yapılacağı ileri sürülmüştür.

İkinci yaklaşım içinde yer alan Kaldor'un yatırım analizinin Neo-Keynesyen Teori'de önemli bir yere sahip olduğu görülmektedir. Kaldor'un yaklaşımı, Chenery, Goodwin ve Hicks tarafında geliştirilen yatırım fonksiyonlarına da temel teşkil etmiştir.¹²⁹

¹²⁹ CROTT J.: "Financial Theories of Investment Instability: A Critical Assessment of Keynes and Post Keynesian", Journal of Post Keynesian Economics, Summer 1990, sf.541.

Kaldor'un yatırım modelinde yatırım kararları, *karlılık* ve *risk* kriterlerine göre belirlenmektedir. Risk kriterine göre, yatırımların başlangıçtaki sabit maliyetleri belli bir sürede karşılanması gerekmektedir. Karlılık kriterine göre ise, yatırımlara kanalize edilecek fonlardan sağlanacak net kar oranlarının alternatif yatırımlardan sağlanacak kar oranlarına eşit veya fazla olması gerekmektedir. Bu kriterlerin gerçekleşmesi ise, teknolojideki gelişme ve sabit yatırım maliyetlerinin düzeyine göre belirlenmektedir.

Daha sonra geliştirilen bu modellerde, Kaldor'un yatırım fonksiyonundan farklı olarak ilişkiye beklenen karlar da dahil edilmiştir. Toplam uyarılmış yatırımlar; kar bekleyişleri ve talep tarafından uyarılmış yatırımlardan oluşmaktadır. Bu doğrultuda kurulan yatırım fonksiyonu, tasarruflardan tamamen bağımsız olup, beklenen kar oranı ile beklenen talep artışı tarafından belirlenmektedir. Kişi başına sermaye stoku ve gelirin büyüme oranlarının birbirine eşit olduğu "durağan durum" dengesini kuran mekanizma, müteşebbislerin yatırım davranışlarına bağlanmıştır.¹³⁰

Büyüme üzerinde yaptığı çalışmalarla Neo-Keynesyen Teori de önemli bir yeri olan Robinson ise, Keynes'in yatırım fonksiyonuna karşı çıkmış ve yatırım teorisi geliştirme fikrini

¹³⁰ AKYÜZ A.: a.g.e.,sf. 600.

red etmiştir. Ona göre, yatırım yapma arzusunun karmaşıklıklarını basit bir formüle indirgemenin hiç bir anlamı yoktur. Uzun dönemde olası bir birikim haddi ne ise, onun gerçekleşeceği şeklinde bir olasılık ile yetinmek zorundayızdır.¹³¹

Sonuç olarak, 1950'li ve 1960'lı yılları kapsayan Keynes sonrası dönemde yatırımları büyüme ekseninde inceleyen geniş bir literatür oluşmuştur. Bu alanda Harrod, Robinson ve Kaldor'un yanında Lerner, Goodwin, Haavelmo, Hicks, Koyck ve Samuelson tarafından yatırımlar üzerinde eleştirmeye ya da geliştirmeye yönelik çalışmalar yapılmıştır.¹³²

2.9.5 Neo-Klasik Yatırım Teorisi

Böhm-Bawerk, Wicksell ve Fisher tarafından geliştirilen *sermaye teorileri*, Neo-Klasik yatırım teorilerinin geliştirilmesine temel teşkil etmişlerdir. Neo-Klasik yatırım teorilerinin, Keynes sonrası dönemde önem kazanan Hızlandırıcı Teorisi'nin varsayımlarına tamamen ters varsayımlara dayandığı görülmektedir. Bu varsayımlar ise, sırası ile aşağıda belirtilmiştir.¹³³

¹³¹ EWJIK C.V.: "On The Dynamics of Growth and Debt", Clarendon Press, Oxford, 1991, sf. 48.

¹³² KUH E.: "Theory and Institutions in the Study of Investment Behaviour", American Economic Review, 1973, Jun, sf. 267.

¹³³ EISNER R. and NADIRI M.: "Neo-classical Theory of Investment Behaviour: A Comment", Review of Economics and Statistics, 1970, sf. 221.

1. Neo-Klasik yaklaşımda yatırım fonksiyonu Neo-Klasik büyüme eksenli modellerin yer aldığı analizlere katılmamıştır.
2. Yatırımcıların geleceğe yönelik beklentileri de dikkate alınmamıştır.
3. Hızlandırıcı Teorisi'nde sermaye ve emek arasında bir ikame ilişkisinin olmadığı tezine dayanarak sermaye-hasıla oranının sabit olduğu varsayımı kabul edilmemektedir.
4. Piyasalar kusursuz bir yapıya sahiptir. Dolayısı ile, beklentilerin ve planların gerçekleşmemesi söz konusu değildir.

Jorgenson 1963 yılında *yatırımın hızlandırıcı teorisi'* ne karşı olarak *Neo-Klasik optimal sermaye birikimi teorisi'*ni temel alarak alternatif bir yaklaşım geliştirmiştir. Jorgenson'un yatırım teorisinin temelini **firma optimizasyonu** oluşturmaktadır. Firmanın amacı, nakit akımlarının bugüne indirgenmiş net değerlerinin maksimize edilmesidir.¹³⁴

Jorgenson tarafından geliştirilen Neo-Klasik yatırım teorisi özellikle yatırım oranının belirlenmesinde yetersiz kalmıştır. Modelin bu eksikliği stok ayarlama mekanizması yardımı ile giderilmeye çalışılmış ve stok ayarlamadan kaynaklanacak

¹³⁴ JORGENSON D.W.: "Capital Theory and Investment Behaviour", American Economic Review ,February, 1963,sf.245.

maliyetler modele dağıtılmış gecikme fonksiyonu ile yerleştirilmiştir.

Daha sonra Lucas, Uzawa ve Treadway çalışmalarında, sermaye stokunun firma için her zaman veri olduğunu ve ayarlama maliyetlerinin de sermaye stokundaki değişmelere bağlı olarak belirlendiğini ileri sürmüşlerdir. Dolayısı ile, Jorgenson'un yatırım modelindeki eksikliğin giderilmesi ve firma optimizasyonunun sağlanması için yeni yatırım mallarından kaynaklanan maliyetlerin modele katılması gerektiğini ileri sürmüşlerdir.¹³⁵

Neo-klasik yatırım teorisinde de Keynesyen teori de olduğu gibi, düşük faiz oranlarının yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik edeceği öngörülmüş ve yatırımların marjinal verimliliği faiz oranına eşitlenmiştir. Neo-klasik yatırım teorisi, geleceğin belirliliği ve faiz oranının riskten bağımsızlığı temeline dayanmaktadır. Keynes'in yatırım teorisi bir çok yönden neo-klasik yatırım teorisine benzemekle beraber, riskten kaçınmanın teorisinin ampirik yapısını sınırladığını ileri sürmektedir.¹³⁶

¹³⁵ LUCAS R.E. and PRESCOTT E.C.: "Investment Under Uncertainty", *Econometrica*, 1971, sf. 675.

¹³⁶ EISNER R. and NADIRI I.: "Neo-classical Theory of Investment Behavior", *American Review of Economics and Statistics*, May, 1970, sf. 212.

Neo-klasik teori Keynesyen görüşe tepki olarak aşağıdaki iki soruya cevap aramıştır:

1. Belirlilik altında alınan ideal yatırım kararı Keynes'in belirttiği gibi belirsizlik ve risk ortamında ne zaman alınacaktır?
2. Gerçek dünyayı ideal dünyadan ayıran piyasa eksiklikleri nelerdir?

Neo-Klasik Yatırım Teorisi'nin de azalan verim kanunundan hareket edildiği için yatırımın marjinal verimliliği, azalan bir seyir izlemektedir. Firma için sermaye stokunda (Ko), sermayenin marjinal verimliliği, marjinal maliyete eşit olmaktadır. (Ko)'nın solundaki noktalarda, sermaye stokunun marjinal verimliliği marjinal maliyetlerin üzerindedir. Bu bakımdan sermaye stokunu (Ko)'a kadar genişletmek firma için rasyonel bir davranış olacaktır. Yatırımların artması, ancak piyasa faizinin düşmesi halinde mümkün olacaktır.¹³⁷

Sermayenin marjinal verimliliği , yatırımın iç getiri oranı yöntemi ile aşağıdaki formülden hareket ile hesaplanmaktadır.

$$C = R_1 / (1+d) + R_2 / (1+d)^2 + \dots + R_n / (1+d)^n$$

C = Yatırılan Sermaye

R = Yıllık Gelir

¹³⁷ PAYAM. : a.g.e., sf.64.

d = Sermayenin iç getiri oranı
 n = Yatırımın ekonomik ömrünü
ifade etmektedir.

Keynes'in istihdam ve tasarruf teorisi neo-klasik yatırım teorisi ile ilgilidir. Fakat, ücretlerdeki değişikliğin istihdam üzerinde, faiz oranındaki değişikliğin ise, tasarruflar üzerinde çok az bir etkisi olduğunu belirtmiştir. Neo-klasikler piyasa aksaklıklarının faiz oranlarındaki hareketi engelleyerek kısa dönemde yatırımların tam istihdam noktasında gerçekleşmeyeceğini ileri süren Keynesyen görüşün aksine bunun uzun dönem için geçerli olacağını varsaymışlardır.¹³⁸

2.9.6 Yatırımın 'Q' Teorisi

Tobin 1968 yılında, Jorgenson tarafından geliştirilen Neo-Klasik yatırım teorisine karşılık alternatif bir teori geliştirmiştir. Q Teorisi olarak tanımlanan bu teorinin diğer yatırım teorilerinden en önemli farkı, yatırımların finansmanında esas kaynağı Menkul Kıymetler Borsası'nın oluşturmasıdır. Diğer bir ifade ile, firmalar yatırımlarını hisse senedi ve tahvil ihrac ederek finanse edeceklerdir.

¹³⁸ ABEL A.-BERNANKE S.: "Macroeconomics", Reading, Mass, U.K. and Sydney, Addison-Waley, 1992, sf.371

Tobin'in yaklaşımında 'Q', yatırımların getiri oranının sermayenin maliyetine oranını ifade etmektedir. Yatırımların getiri oranı (r); beklenen nakit akımlarını bugüne indirgenmiş değerini sermaye mallarına yapılan ödemelere eşitleyen bir iskonto oranıdır. Sermayenin maliyeti ise; gelecekteki net nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında kullanılan uygun bir iskonto oranıdır. Yatırımlar ise, 'Q' oranının artan bir fonksiyonu olarak modelde yer almaktadır.

'Q' oranının formül olarak ifadesi ise;

$$Q = \frac{i}{(eS + rB) / a}$$

şeklindedir.

a = Sermayenin maliyeti olup

$$a = \frac{(eS + rB)}{V} \quad \text{şeklinde hesaplanmaktadır.}$$

S= Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri

B= Borçların Piyasa Değeri

i = Yatırımın getiri oranı

e = Hisse senetlerinin getiri oranı

V = S + B = Firmanın toplam değeri

r = Faiz oranını ifade etmektedir.

'Q' teorisi özellikle, menkul kıymet borsalarının etkinlik kazandığı ekonomilerde yatırım analizlerinde önemli bir yere sahip olmuştur. Firmaya ait hisse senedi fiyatının yükselmesi , firmanın yeni yatırımlarını finanse etmesini sağlayacak şekilde daha fazla sermaye yaratması anlamına gelmektedir. Ters bir durumda ise, firma yeni yatırımlar gerçekleştiremeyecektir. Dolayısı ile, 'Q' değerini; bir firmanın borsaya arz ettiği varlıkların borsadaki değerinin bu varlıkların arz etme maliyetine oranından elde edilen değer olarak tanımlamak mümkündür.¹³⁹

Tobin tarafından geliştirilen yatırım teorisine göre; 'Q' değeri ne kadar yüksek ise, firmanın piyasaya sunmak isteyeceği menkul kıymet miktarı da o oranda fazla olacak ve buna bağlı olarak yatırımlar artacaktır.

Tobin'in Teorisi'ne de kendisinden sonraki iktisatçılar tarafından bir takım eleştiriler yöneltilmiştir. Özellikle, Tobin tarafından formüle edilen üretim fonksiyonunun yapısının belirgin olmadığına dikkat çekilerek, 'Q' oranının Neo-Klasik yatırım teorisinde ki gibi firma optimizasyon probleminden türetilmiş olduğu hususu üzerinde durulmuştur.

¹³⁹ DORNBUSCH R. and FISCHER S.: "Macroeconomics", 5. Edition, McGraw Hill New York, 1990, sf.334.

Abel, Cobb-Douglas alışmalarında Cobb-Douglas retim fonksiyonunu kullanırken, Yoshikawa statik beklentiler üzerinde durmuştur. Her iki teoriye de çalışmalarında yer vererek bir sentez kuran Hayashi, firmanın üretimi ve ürününe olan talep eğrisinden bağımsız bir yatırım fonksiyonu oluşturmuştur. Ayrıca, vergileri ve amortismanları da analizine dahil ederek 'Q' Teorisini geliştirmiştir.

Hayashi zellikle, 'Q'nun gözlenememesi ve bu nedenle ortalama Q'nun, ampirik çalışmalarda kullanılan 'marjinal Q' için bir temel teşkil etmesi nedeni ile, marjinal ve ortalama Q arasında bir ilişki yaratmıştır. Buna göre, eğer firma tekelci ise ortalama Q marjinal Q'dan monopolcü rantı kadar fazla olurken, ölçeğe göre sabit verimin geçerli olduğu durumda ise marjinal ve ortalama 'Q' birbirine eşit olacaktır.

2.9.7 Finansal Liberalleşme Politikası ve Mc Kinnon Shaw'ın Yatırım Teorisi

Finansal liberalleşme teorisine göre, faiz oranı sermayenin gerçek maliyetini yansıtacak şekilde piyasa tarafından belirlenmelidir. Yatırımlarla faiz oranı arasında negatif bir ilişkinin varlığını kabul eden ve tasarrufları dikkate almayan neo-klasik ve keynesyen yatırım teorilerinin aksine finansal liberalleşme teorisi faiz oranlarındaki yükselmelerin tasarruf ve

yatırımları teşvik ederek ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkileyeceğini savunmuştur. McKinnon ve Shaw'ın çalışmaları finansal piyasaların liberalizasyonu ile ilgili tartışmaların ilk teorik temelini oluşturmuştur.¹⁴⁰

McKinnon ve Shaw, faiz oranlarının ve kredi tavanlarının belirlenmesini, ticari bankaların tutmak zorunda oldukları rezerv miktarının tesbit edilmesini finansal piyasaların işleyişine hükümet ve Merkez Bankası tarafından müdahale olarak kabul ederek, bu şekildeki finansal sınırlamalara karşı çıkmışlardır. Özellikle finansal baskının ekonomik dengeler için çok tehlikeli olduğunu belirterek, finansal liberalleşmenin gerekliliği üzerinde durmuşlardır.¹⁴¹

McKinnon fiziksel yatırım için finansal refahın gerekli olduğunu ileri sürmüştür. Bu nedenle mali piyasalarda finansal baskıyı savunan yaklaşımlara karşı başta faiz oranları olmak üzere finansal sistemdeki tüm resmi sınırlamaların kaldırılmasını önermiştir. Çünkü, finans reformu için gerekli temel faktör, finansal piyasaların tamamen liberalleştirilmesidir. Ancak bu

¹⁴⁰ CHO Y.- KHATKHATE D.: "Financial Liberalisation: Issues and Evidence", *Economic and Political Weekly*, May, 1990, sf. 687.

¹⁴¹ WARMAN F. and THIRLWALL A.P.: "Interest Rates, Saving, Investment and Growth in Mexico 1960-90: Tests of The Financial Liberalisation Hypothesis", *Journal of Development Studies*, Vol.30,1994, No.3 sf.631.

taktirde, denge faiz oranı sermayenin gerçek maliyetini yansıtacaktır.¹⁴²

1970'li yıllara kadar, az gelişmiş ülkelerde özel yatırımlar ile faiz oranları arasındaki ilişki üzerine yapılan analizlerde gelişen ülkeler de geçerli olan Keynesyen ve klasik yatırım teorileri temel alınmıştır. Dolayısı ile, düşük faiz oranlarının yatırımları teşvik ederek ekonomik büyümeyi olumlu olarak etkileyeceği ileri sürülmüştür. Bu geleneksel görüşe ilk ciddi eleştiri, 1970'li yıllarda, liberalleşme politikaları çerçevesinde McKinnon ve Shaw tarafından yapılmıştır.¹⁴³

McKinnon, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapılarının gelişmiş ülkerin ekonomik yapılarından çok farklı olduğunu belirterek, özellikle mali piyasaların bu ülkelerde çok zayıf olduğuna dikkati çekmiştir. McKinnon'un çalışmalarının teorik temelinde, gelişen ülkelerin sermaye piyasaları parçalanmış ve hastadır. McKinnon gelişen ülkelerdeki sermaye piyasaları hakkında bir dizi tahminde bulunmuştur. Buna göre, bu ülkelerde resmi finans sektörü kredileri çoğunlukla ihracat endüstrilerine yönelmiş olup, ekonominin diğer kısımlarında yer alan firmalar aşırı faiz oranlarının geçerli olduğu resmi

¹⁴² GIBSON H.D.-TSAKALOTOS E.: "The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A Critical Survey", Journal of Development Studies 1985, Vol.30, No.3, sf. 595.

¹⁴³ MORISSET J.: "L'affectation du Financement Externe Dans un Pays en Voie de Development: Un Modele de Portefeuille", Revue d'Economie Politique, Jul, 1989, sf.148.

olmayan piyasalara yönelmek zorunda kalmaktadırlar. Bu ise, gelişmekte olan ülkelerde sermayenin yetersiz olduğunu göstermektedir.¹⁴⁴

McKinnon, sermaye yapısı yeterli düzeye ulaşmamış olan gelişmekte olan ülkelerde bankaların önemli bir yere sahip olduğunu dolayısı ile, banka mevduatlarının yatırımlar için gerekli fonların oluşmasında etkin bir rol oynadığını ileri sürmüştür. Bu nedenle, düşük faiz oranları değil yüksek faiz oranları tasarrufları uyararak ekonomideki yatırım seviyesini yükseltecektir.¹⁴⁵

Shaw da McKinnon gibi, özellikle sermaye piyasasının yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelerde mevduat şeklindeki tasarrufların yatırımların kaynağı olduğunu ileri sürmüştür. Dolayısı ile, Shaw'ın hipotezine göre, yüksek faiz oranları üretken alanlara kanalize olacak tasarrufları teşvik ederek dolaylı olarak yatırımları artıracaktır.¹⁴⁶

Farklı varsayımlardan hareket etmekle beraber McKinnon ve Shaw'a göre, yüksek faiz oranı ekonomideki tasarrufları

¹⁴⁴ CLARKE R.: "Equilibrium Interest Rates and Financial Liberalisation in Developing Countries", The Journal of Development Studies, Volume 32 No.3, February, 1996, .sf. 405.

¹⁴⁵ MCKINNON R.I.: "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs' in The State of Development Economics.Progress and Perspectives", Basil Blackwell, New York, 1988,sf.579.

¹⁴⁶ SHAW E.S: "Financial Deepening in Economic Development", Oxford University Press, New York, 1973, sf. 583

artıracak böylece, finans sektörü tarafından özel sektöre yönelik iç kredilerin miktarı artarak denge yatırım seviyesi düşecektir. Diğer bir ifade ile, faiz oranındaki değişmelerin özel sektör yatırımları üzerindeki etkisi direk olmayıp tasarruflar yolu ile gerçekleşmektedir.¹⁴⁷

Finansal liberalleşme politikaları içinde yer alan yüksek faiz oranlarının yatırımların verimliliğini artırarak ekonomik büyüme üzerinde de olumlu bir etki yapacağı ileri sürülmüştür. Özellikle Mckinnon ve Shaw, reel faiz oranlarının yüksek enflasyon nedeni ile negatif bir değer taşıyan ekonomilerde finansal liberalleşme politikalarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu ileri sürmüşlerdir.¹⁴⁸

Mckinnon ve Shaw'ın hipotezlerine göre, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan yüksek faiz politikası, tasarrufları destekleyerek yatırımların artmasını ve sonuç olarak ekonomik büyümenin hızlanmasını sağlayacaktır. Diğer bir ifade ile, yatırımların tasarrufları belirlediği ve yüksek faiz oranının yatırımları sınırlayarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceği görüşünü savunan Keynesyen Teori'nin aksine, Mckinnon ve Shaw yatırımların kaynağının tasarruflar olduğunu ve uygulanan yüksek faiz politikası ile artan

¹⁴⁷ BLEJER M. and KHAN M.: "Government Policy and Private Investment in Developing Countries, IMF Staff Papers 31, No.3.1979, sf. 769.

¹⁴⁸ DE MELO J. and TYBOUT J.: "The Effects of Financial Liberalisation on Savings and Investment in Uruguay", Economic Development and Cultural Change, April, 1985, sf. 321.

tasarrufların yatırımlar için gerekli kaynağı oluşturarak ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki yapacağını savunmuşlardır.¹⁴⁹

Sonuçta, finansal liberalleşme politikası finansal tasarrufları, toplam tasarrufları, yatırımları ve ekonomik büyüme oranını yükselterek ekonominin performansı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmaktadır. Finansal Liberalleşme teorileri içerisinde McKinnon ve Shaw'ın faiz oranı ve yatırımlar ile ilgili hipotezi son yıllarda oldukça yoğun bir kabul görmüştür. Özellikle, 1980'li yıllardan itibaren gerek IMF gerekse Dünya Bankası tarafından az gelişmiş ülkelere önerilen reform politikaları içinde yüksek faiz oranlarına yer verilmiştir.¹⁵⁰

2.10 Yatırım - Gelir ve Faiz İlişkisi

Toplam yatırımlar, temel değişkenler olarak; gelir (Y) ve faiz (r)'in fonksiyonu olarak ;

$I = f(Y,r)$ $f_y > 0$, $f_r < 0$ şeklinde tanımlanmaktadır. $f_r < 0$, faiz oranlarındaki bir düşüşün yatırımlarda artış yaratacağını ifade ederken, $f_y > 0$ gelirler ile yatırımlar arasında bir doğru orantı olduğunu göstermektedir.

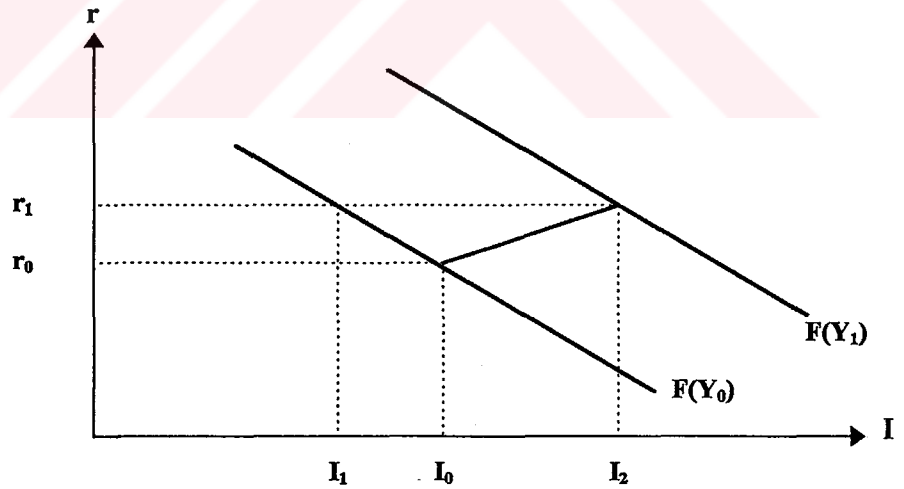
¹⁴⁹ GONZALEZ A.: "Interest Rates, savings and Growth in LDCs: an Assessment of Recent Empirical Research", World Development, May,1988,sf 357.

¹⁵⁰ WIJENBERGEN V.: Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy", Journal of Development Economics,13, nos.1/2,1991, sf.131.

Şekil 20'de yatırım, faiz ve gelir ilişkisi grafiksel olarak gösterilmiştir. Gelir seviyesi Y_0 olduğunda faiz oranı I_0 , yatırım fonksiyonu ise, $f(Y_0)$ dır. Gelir sabit iken yatırımlar tamamen faizin fonksiyonu ise, faiz oranlarının r_1 'e yükselmesi yatırımları I_1 düzeyine indirecektir.

Eğer, gelir seviyesi Y_1 'e yükselirse yatırım fonksiyonu $f(Y_1)$ şeklinde sağa kayacaktır. Sonuçta, faizler artarken gelirinde yükselmesi, yatırımları I_2 seviyesine çıkarmaktadır. Eğer yatırım gelirin fonksiyonu değilse, faiz oranındaki her yükselme yatırımları düşürecektir.¹⁵¹

ŞEKİL - 20



¹⁵¹ DERNBURG T.: a.g.e., sf.278.

2.11 Çarpan

Keynesyen teori de, ekonominin eksik istihdamda nasıl dengeye geleceği grafiksel olarak açıklanarak, ekonominin boom dan resesyona ve tekrar geriye doğru hareketleri ile ekonomik faaliyetlerin nasıl deđiŖeceđi ifade edilmiŖtir.

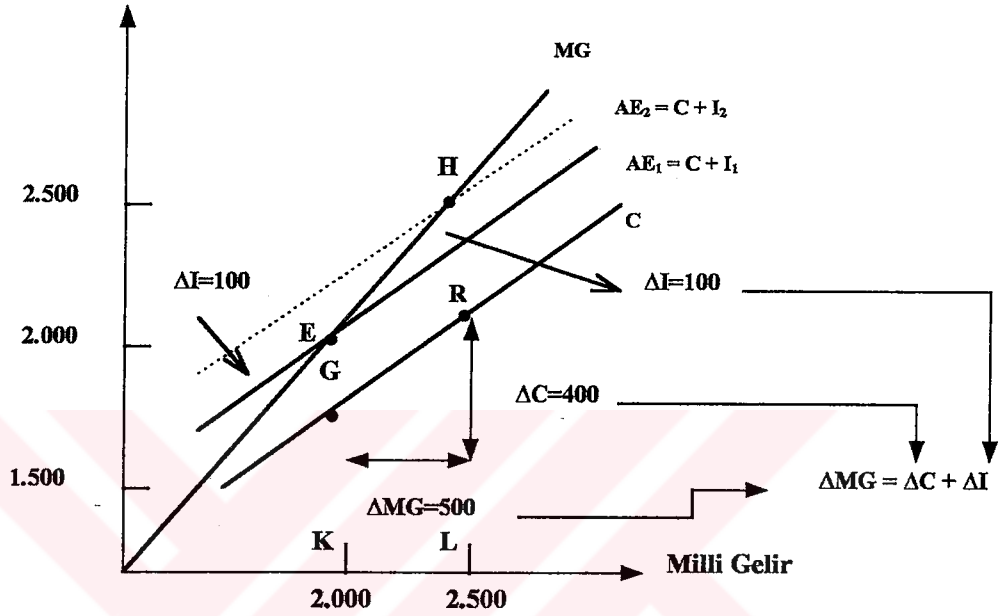
İŖletmelerin yaŖam dönemleri süresince yatırımlar sabit değildir. Özellikle, iŖletme yöneticilerinin geleceğe olumlu baktıkları dönemlerde yatırım planları artmaktadır. Yatırımlardaki artış ise milli hasıla üzerinde artırıcı bir etki yapmaktadır. Ŗekil 21'de yatırım harcamalarının 100 milyon TL. artmasının milli hasıla üzerinde yaratacağı etki grafiksel olarak gösterilmiŖtir.¹⁵²

Arzulanan yatırımlardaki 100 milyonTL. artış , toplam harcama fonksiyonunu da AE_1 den AE_2 ye kaydırmaktadır.Yeni denge noktası ise, AE_2 toplam harcama fonksiyonu ile milli hasılanın keŖiŖtiđi H noktasında oluŖmaktadır. Böylece arzulanan yatırımlar, denge noktasını E'den H'a kaydırarak milli hasılayı 500 milyonTL. artırmaktadır.

¹⁵² ABEL A.- BERNANKE S.: a.g.e., sf.573.

ŞEKİL - 21

Toplam Harcamalar



Sonuçta, arzulanan yatırımlardaki 100 milyonTL.lik bir artış çarpan etkisi yaparak yatırımları daha fazla miktarda artırmaktadır. Milli hasıladaki artış ile arzulanan yatırımlardaki artış arasındaki ilişki **yatırım çarpanı** kısaca **çarpan** olarak tanımlanmaktadır. Formülü ise;

$$\frac{\text{Denge Milli Hasıladaki Değişim}}{\text{Arzulanan Yatırımlardaki Değişim}} = \frac{\Delta NP}{\Delta I *}$$

şeklinde olup, yukarıda ki örnek için çarpan 5 değerini almaktadır. Diğer bir ifade ile, yatırımlardaki 1 birimlik bir artış milli gelirden 5 birimlik bir artışa yol açmaktadır.

2.11.1 Çarpan ve Tüketim Fonksiyonu

Yatırım harcamalarının artması aynı zamanda yatırım mallarının üretiminde kullanılan kaynakları sağlayan kişilerin ücret, rant, kar şeklindeki gelirlerinin de artmasını sağlamaktadır. Ekonomide aynı zamanda tüketici konumunda da olan bu kişilerin kullanılabilir gelirlerinde ki bu artışın ne kadarını harcamaya yöneltecekleri ise, marjinal tüketim meyline (MPC) bağlıdır.

Marjinal tüketim meylili (MPC) ,tüketim fonksiyonunun eğimine eşittir. Tüketim fonksiyonu ne kadar dik ise, marjinal tüketim meylili (MPC) de o kadar yüksek ve çarpan katsayısı da o kadar büyük olacaktır. Sonuç olarak, yatırım harcamalarının milli hasıla üzerinde yapacağı çarpan etkisi, ekonomideki bireylerin kullanılabilir gelirlerinin ne kadarını harcama akımına katacakları ile yakından ilgili bulunmaktadır.¹⁵³

Çarpan katsayısının marjinal tüketim meyliline bağlı olarak ifadesi ise;

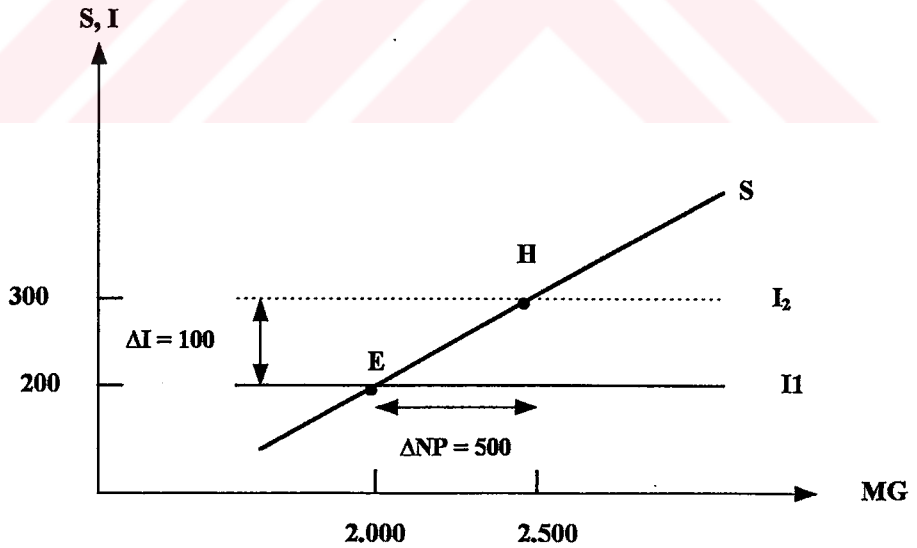
¹⁵³ HALL R.: "Real Interest and Consumption", National Bureau of Economic Research Working Paper, August, 1985, sf.38.

$$\text{Çarpan} = \frac{1}{1 - M P C} \text{şeklinde dir}$$

2.11.2 Çarpanın Tasarruf- Yatırım Yaklaşımı ile İzahı

Eksik istihdamda dengeyi gösteren tasarruf-yatırım diyagramını aynı zamanda çarpanı tanımlamak içinde kullanılmaktadır. Bu durum şekil 22'de gösterilmektedir. Daha önce şekil 21'de ifade edildiği gibi , arzulanan yatırımlarda ki 100 milyonTL.lik bir artış denge noktasını da E'den H'a kaydırmış ve milli hasıla yatırımlardaki artıştan daha fazla miktarda artmıştır.

ŞEKİL- 22



Yeni yatırımların harcama akımına ilavesi ile birlikte, kişilerin tasarruflarında da artış olmaktadır. Bu miktar marjinal tasarruf meyli (MPS) ile belirlenmektedir. Tasarruf fonksiyonunun eğimine eşit olan marjinal tasarruf meyli (MPS) ile marjinal tüketim meyli (MPC) arasında ,

$$\text{MPC} + \text{MPS} = 1,$$

şeklinde bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre, çarpan katsayısı marjinal tasarruf meyline bağlı olarak aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır.¹⁵⁴

$$\text{Çarpan} = \frac{1}{\text{MPS}}$$

Şekil 22'de de görüldüğü gibi, çarpan kat sayısı 5'e eşit olup $\text{MPS} = 1/5$ yani 0.2 değerindedir. Bu ise, 5 birimlik gelirin 1 biriminin tasarruf edildiğini göstermektedir. Marjinal tüketim meylinin (MPC) tersine, marjinal tasarruf meyli (MPS) ne kadar küçük olursa çarpanın etkisi de o kadar büyük olmaktadır.

Diğer taraftan pratikte, reel milli hasıladaki artış marjinal tüketim ve marjinal tasarruf katsayılarına göre belirlenen çarpan katsayısının belirttiğinden daha küçük

¹⁵⁴ SIMPSON T.: a.g.e., sf. 479

gerçekleşebilmektedir. Çünkü, harcamalardaki artış milli hasıladaki büyüme yerine yüksek fiyatlardan kaynaklanabilmektedir. Ayrıca, vergiler ve ithalat, harcama akımından bir sızıntı olup çarpanın büyüklüğünü azaltabilmektedir.

3. TASARRUFLAR

3.1 Tanım

Milli gelir, kullanılış yönünden tüketim harcamaları ile tasarrufların toplamı olarak tanımlanabilmektedir. Dolayısı ile tasarruflar da gelirin artan bir fonksiyonu olarak ele alınmaktadır. Buna bağlı olarak, gelir artıkça tasarruflarda düzgün bir hızla yükselmektedir.¹⁵⁵

Ekonomide tasarruflar yatırımları besleyen en önemli kaynak olduğundan , milli gelirin ne kadarının tasarrufa ayrıldığıının bilinmesi büyük önem taşımaktadır.

¹⁵⁵ ALKİN E.: a.g.e., sf.142.

3.2 Tasarruf Fonksiyonu

Tasarruf fonksiyonu da tüketim fonksiyonu gibi, bir doğru şeklinde olduğu varsayılmaktadır. Dolayısı ile, tasarruf fonksiyonu,

$$S = S_0 + sY \text{ şeklinde tanımlanmaktadır.}$$

S ; toplam tasarruflar,

S_0 ; gelirden bağımsız tasarruflar,

s ; marjinal tasarruf meyli ,

Y ; milli geliri oluşturmaktadır.

Gelir sıfır iken tüketimde bulunan birey ve toplum negatif tasarrufta bulunduğundan gelir sıfır iken oluşan olumsuz tasarruf (S_0), gelir sıfırken olan otonom tüketime mutlak değer itibarı ile eşittir.¹⁵⁶

$$C_0 = - S_0$$

Gelir yükselirken olumsuz tasarruf azalacak ve bir noktada sıfır olacaktır, bu noktadan sonra olumlu tasarruflar başlamaktadır.

¹⁵⁶ UNAY C: a.g.e., sf.48.

3.2.1 Marjinal Tasarruf Meyli

Herhangi bir gelir düzeyinde tasarruftaki değişmenin gelirdeki değişme oranına marjinal tasarruf meyli denilmektedir. Diğer bir ifade ile, belli bir gelir (Y) düzeyinde $\Delta S / \Delta Y$ marjinal tasarruf meylini vermektedir.¹⁵⁷

$$MTM = \Delta S / \Delta Y$$

Makro incelemelerde marjinal tasarruf meyli, artan milli gelirin ne kadarının tasarrufa ayrıldığını gösteren bir oran olup, tasarruf doğrusunun eğimine eşittir. Ayrıca, her gelir seviyesinde, marjinal tasarruf meyli ve marjinal tüketim meyli toplamı 1'e eşit olmaktadır.

$$\Delta C / \Delta Y + \Delta S / \Delta Y = 1$$

3.2.2 Ortalama Tasarruf Meyli

Belli bir gelir seviyesinde(Y), gerçekleşen tasarrufların (S) adı geçen gelir seviyesine oranı **Ortalama Tasarruf Meyli** olarak tanımlanmaktadır.¹⁵⁸

¹⁵⁷ PARASIZ I.: a.g.e.,sf.50.

¹⁵⁸ ALKİN E.: a.g.e.,sf.128.

$$OTM = Y / S$$

Ortalama tasarruf meyli, milli gelirin ne kadarının tasarrufa ayrıldığını gösteren bir orandır. Gelir artıkça tasarruf nisbi olarak yükseleceğinden, marjinal tasarruf meyli ortalama tasarruf meylinden daha büyüktür. Buna göre,

$$C / Y > \Delta C / \Delta Y$$

$$\Delta S / \Delta Y > S / Y$$

Ortalama tüketim meyli marjinal tüketim meylinden büyük olmasına karşılık, ortalama tasarruf meyli marjinal tasarruf meylinden küçüktür.

Ortalama Tüketim Meyli ile Ortalama Tasarruf Meylinin toplamı da 1 e eşittir.

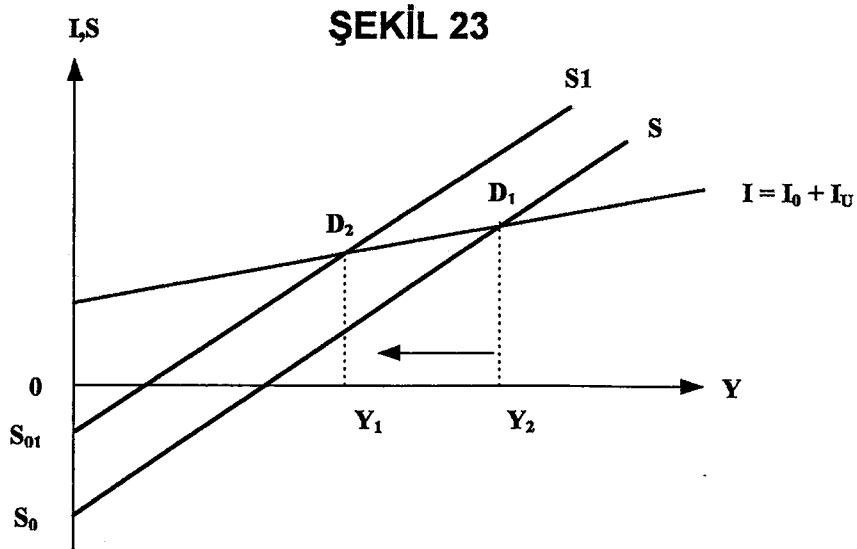
$$C / Y + S / Y = 1$$

3.3 Tasarruf Paradoksu

Bir ekonomide tasarruf artışı gelirin daha az bir kısmının tüketime harcanacağını, yani tüketim harcamalarının azalacağını ortaya koymaktadır. Tüketim harcamalarının azalması ise, toplam harcama fonksiyonunun aşağıya

kayması ve gelir düzeyinin azalması ile sonuçlanacaktır. Tasarruflar da gelirin bir fonksiyonu olduğuna göre, bu gelir azalışı sonucu tasarruflar azalacaktır. Özetle, toplumun her gelir düzeyinde tasarruflarını artırmaya karar vermesi ve bunu uygulaması, sonuçta tasarrufların azalmasına neden olmaktadır. Bu durum, iktisat literatüründe **tasarruf paradoksu** olarak tanımlanmaktadır.¹⁵⁹

Tasarruf paradoksunun grafiksel açıklaması ise, şekil 23' de ifade edilmektedir. Şekil de görüldüğü gibi, hem tasarruf hem de yatırımlar milli gelir düzeyine bağlıdır. (D_1) noktasında $I = S$ dir.ve milli gelir Y_1 seviyesinde dengededir. Bir ekonomide milli gelir dengede iken tasarrufların artması durumunda , tasarruf fonksiyonu (S_1) olmakta, denge noktası ise, D_2 'ye kaymaktadır.Milli gelir ise, tasarruf eğiminin artması nedeni ile Y_1 'den Y_2 'ye düşmüştür.



¹⁵⁹ TUNCA Z.: a.g.e., sf. 90.

Geleneksel yaklaşımda tasarrufların artması (fon arz eğrisinin bütünü ile sola kayması) halinde, faiz oranı düşmekte ve ekonomide yatırımlar artmaktadır. Keynes'in yaklaşımında , tasarruflar gelir; yatırımlar ise beklentiler tarafından belirlenmektedir. Bu çerçevede ortaya çıkan tasarrufların tümü ile yatırımlara dönüşmesi gerekmemektedir. Ekonomide harcamalara (yatırımlara) dönüşmeyen tasarruflar, gömüleme (iddihar) ortaya çıkarmaktadır. Neticede, fiili talep, gömülenen miktar kadar düşmektedir. Görüldü üzere tasarruf olgusu tek başına bir anlam ifade etmemektedir. Tasarruf, yatırımlara dönüşüp sermaye stokunun genişlemesine katkıda bulunduğu oranda anlam ifade etmekte, toplumsal refahı artırmaktadır.

Tasarruf paradoksu analizi Keynesci yaklaşımda bazı çelişkiler içermektedir. Şöyle ki, Keynes'de tasarruf ve tüketim fonksiyonları istikrarlıdır. Bu nedenle, bu eğrilerin sağa ve sola hareketleri, ancak savaş, kriz gibi olağanüstü hallerde geçerlidir. Normal ortamlarda gömüleme olgusunun izahı bu çerçevede pek açık değildir. Pratikte pek önem taşımasa da, tasarruf paradoksu, iki yaklaşım arasındaki teorik farklılaşmayı sergilemesi açısından önem taşımaktadır.¹⁶⁰

¹⁶⁰ PAYAM.: a.g.e.,sf.194.

3.4 Keynesyen ve Klasik Sistem'de Tasarrufların Yeri

Keynes'e göre tasarruf büyük oranda faiz oranı tarafından değil, reel gelirin fonksiyonu olarak belirlenmektedir. Gelir artışı, tasarruf artışının temel nedenidir. Aynı durum yatırımlar içinde geçerlidir. Keynes'de yatırımların temel belirleyicisi faiz oranı değil, kar beklentileridir. Beklentiler ise, değişmektedir ve istikrarlı değildir.

Keynes'de yatırımlarda istikrarsızlık sorunu, tasarruf yapanlar ve yatırım yapanların ayrı kimseler olması nedeni ile planlan yatırımların gerçekleşen yatırım kararına eşit olmamasına nede olduğu gibi planlanan ve gerçekleşen tasarruf ve yatırımların kendi içlerinde de eşitlik yoktur. Bu durum yine kar beklentilerinde olduğu gibi, istikrarsızlığın nedenidir.¹⁶¹

3.5 Tasarruf Faiz İlişkisi

Ekonomi literatüründe ekonomistler arasında tasarrufların verimindeki artışın ekonomideki toplam tasarrufları artırıp artırmayacağı ile ilgili çeşitli tartışmalar bulunmaktadır. Bir grup ekonomist tasarrufların faiz elastikliğinin sifıra eşit olduğunu ileri sürerken diğer bir grup, bu elastiklik kat sayısının çok büyük hatta sınırsız olduğunu iddia etmektedir.

¹⁶¹ ERCAN E.: a.g.e.,sf.43.

Mali serbestleşmenin lehinde kullanılan en önemli argümanlardan biri McKinnon-Shaw hipotezi uyarınca serbestleşmenin tasarrufları artıracığı beklentisidir. Shaw'a göre, serbestleşmenin olumlu etkisini sadece tasarrufların faiz haddine duyarlılığı ile sınırlamamak gerekmektedir; "rejim değişiklikleri" ile "rejim içi değişiklik" ayırdedilmelidir. Mali serbestleşme sadece reel faiz hadlerinin negatiften pozitifte geçişi, ya da yükselişi dolayısı ile değil, faiz hadlerinin belirlenmesindeki yeni yaklaşım dolayısıyla da güçlü bir tasarruf tepkisi uyacaktır.¹⁶²

Mali serbestleşme toplumun çeşitli kesimleri arasındaki gelir bölüşümünü etkileyerek ve yüksek faiz hadleri aracılığı ile bor alanlardan borç verenlere gelir aktardığından, kesimlerin farklı tasarruf eğilimleri dolayısıyla ortalama tasarruf oranını etkileyecektir. Bu etkinin yönü konusunda tam bir şey söylemek mümkün değildir, ancak şirketler kesiminin tasarrufları toplam içinde büyük bir oran oluşturuyorsa, dağıtılmayan kar oranları yüksekse, ve/veya şirketler bu gelir sıkışmasının yükünü ücretli kesime aktaramıyorsa ortalama tasarruf oranları düşecektir.¹⁶³

¹⁶² ÖNDER İ. - OKTAR T.: "Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar", Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1993.sf.132.

¹⁶³ AKYÜZ Y.: "Financial System and Policies in Turkey in the 1980s", MacMillan, London, 1994,sf. 167.

Faiz oranındaki değişikliğin tasarruflar üzerinde olduğu kadar ekonomik refah ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisi de önem taşımaktadır. Son yirmi yılda Japonya'da net tasarruf oranı milli gelirin %20'sinden fazla, Almanya'da ise %15'e yakın çıkarken, bu oran Amerika Birleşik Devletleri'nde %8 den az gerçekleşmiştir. ¹⁶⁴

Tasarruflar ile faiz oranları arasındaki ilişki üzerine yapılan çalışmalar sonucunda toplam tasarrufların reel faiz oranlarındaki değişikliklere cevap vermedikleri ya da bu ilişkinin çok zayıf olduğu görülmüştür. ¹⁶⁵

1988 yılında 14 Asya ülkesi için yapılan araştırma sonucunda faiz oranı ile tasarruflar arasında bir ilişki bulunmaktadır. Fakat, milli tasarrufun %1 oranında artması için reel faiz oranının %10 oranında artması gerekmektedir. İlişki istatistiksel olarak anlamlı olmakla beraber, politika olarak güvenilir büyüklükte bulunmamıştır. ¹⁶⁶

Diğer taraftan, bankalara kanalize olan finansal tasarrufların reel faiz oranlarına karşı duyarlı olduğu ve finansal tasarruflar

¹⁶⁴ KOSKELA E.- PAUNIO J.: "Saving Behavior Theory ,International Evidence and Policy Implications", Scandinavian Journal of Economics Series, Cambridge and Oxford, 1992 sf.175.

¹⁶⁵ KHATKHATE D. R.: "Analytic Basis of the Working of Monetary Policy in Less Developed Countries", IMF Staff Papers (July), Vol XIX, No:2,1972, sf. 38.

¹⁶⁶ GIOVANNINI A.: "The Interest Elasticity of Savings in Developing Countries", World Development Series, Vol. 3., 1983, sf. 605.

ile banka kredileri , banka kredileri ile de yatırımlar arasında anlamlı bir bağlantı olduğu ortaya konulmuştur.

Yapılan ekonometrik çalışmalar sonucunda da finansal tasarrufların faiz elastikiyeti yüksek çıkmıştır. Buna göre, mevduat oranlarındaki yüzde 10'luk artış finansal varlıkların GSMH' ya oranını yüzde 4.0 ile yüzde 6.6 oranında artırmıştır. Bu ise, finansal tasarruflardaki yüzde 75 ile yüzde 85 oranındaki artışın milli tasarruflardaki artıştan değil diğer tasarruf araçlarının ikamesinden kaynaklandığını göstermektedir.¹⁶⁷

Tasarruf, yatırım ve faiz oranı arasındaki ilişkiler üzerine de çok sayıda amprik çalışma yapılmıştır. Alınan bütün sonuçlarda, tasarruf ile faiz oranı arasındaki ilişki amprik olarak kanıtlanmamış fakat, istatistiksel olarak küçük bir ilişki bulunmuştur.¹⁶⁸

3.6 Life-Cycle Hipotezi

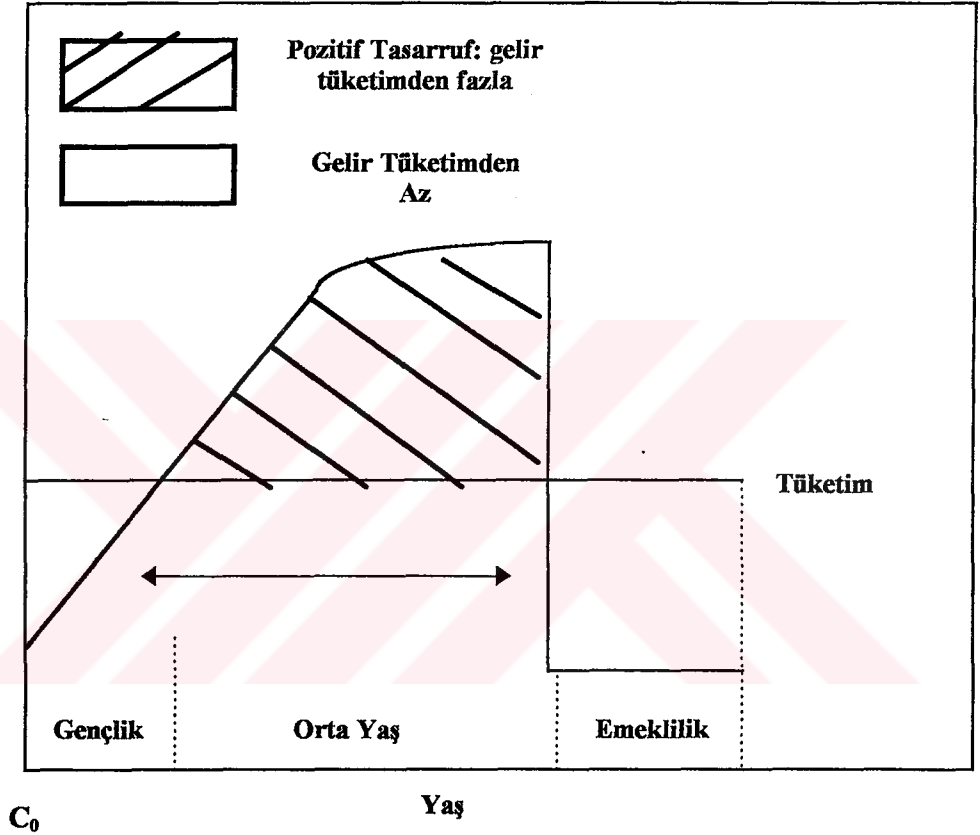
Ekonomideki tasarruf düzeyinin toplumun nüfus profili ile yakından ilişkili olduğunu ileri süren görüş, **Life-cycle** hipotezi olarak tanımlanmaktadır. Modigliani, zaman serilerini

¹⁶⁷ BAXTER M. and CRICINI J.M.: "Explaining Saving - Investment Correlations", The American Economic Review, June, 1993, sf.421.

¹⁶⁸ GYLFASON T.: "Optimal Saving, Interest Rates and Investment", Scandinavian Journal of Economics, 95(4), December 1993, sf.527.

gözlemleyerek tasarruf oranı ile gelir arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Şekil 24'de Modigliani'nin geliştirdiği life-cycle hipotezinin grafiksel ifadesi yer almaktadır.¹⁶⁹

ŞEKİL - 24



Modigliani insanların yaşam dönemlerini, gençlik, olgunluk (orta yaş) emeklilik şeklinde üç bölüme ayırmıştır. Tüketim seviyesi ise, her yaş da C_0 düzeyinde sabitleşmektedir. Buna göre, insanlar gençlik dönemlerinde düşük ücret, orta yaş

¹⁶⁹ ANDO A. - MODIGLIANI F.: "The Life Cycle Hypothesis of Saving, Aggregate Implication and Tests", The American Economic Review, 1970, sf. 758.

grubunda yüksek ücret ve yaşlılık döneminde tekrar düşük ücret kazanmaktadırlar.

Genç insanlarda gelir, tüketimden az olduğu için tasarruf yoktur ve ihtiyaçlarının finansmanı için borçlanma yolunu seçmektedirler. Orta yaş grubunda ise, gelir tüketimi aşmaktadır. Bu dönemde yaşlılık için tasarruf yapılmakta ve gençlik döneminde alınan borçlar ödenmektedir. Emeklilik döneminde ise, tasarruflar tekrar azalmaktadır.

Bir kişinin yaşam boyu tasarruflarının seyrini gösteren grafikte, tasarruf alanları ile tasarrufların olmadığı alanların toplamı sifira eşittir. Dolayısı ile, bir kişinin yaşam boyunca tasarruf ortalamasıda sıfır olmaktadır.

Yapılan araştırmalarda, yüksek gelir gruplarının orta yaşlı kişilerden oluştuklarını ve grupların tasarruf oranlarının da yüksek olduğunu göstermiştir. Diğer taraftan , düşük tasarruf oranına sahip düşük gelir gruplarının ise, genç ve yaşlı kişilerden oluştuğu görülmüştür.

3.7 Faiz Oranındaki Değişikliğin Gelir ve İkame Etkisi

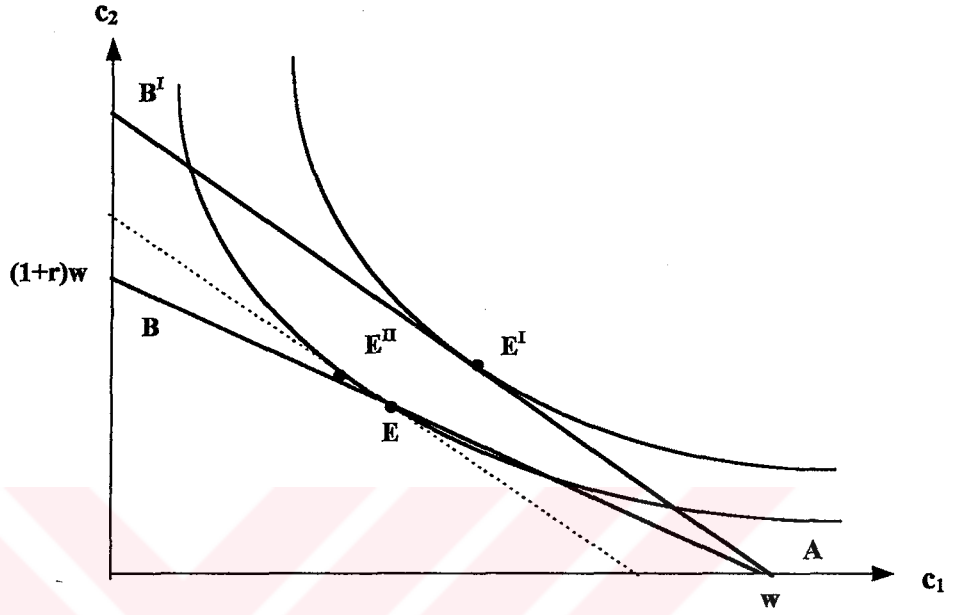
Net tasarruflar, ikame ve gelir etkilerinin göreceli önemine bağlıdır. Fonksiyonel olarak bu ilişki;

$$S = (w + r + 1)$$
 şeklinde ifade edilmektedir.

Bu etkiler, şekil 25'de grafiksel olarak tanımlanmaktadır. Faiz oranındaki bir artış, bütçe kısıtı doğrusunu AB den (AB')' ne kaydırırken denge noktasında (E)'den, E' noktasına kaymaktadır. Denge noktasındaki bu değişim, ilk olarak aynı kayıtsızlık eğrisi üzerinde E noktasından E'' noktasına ikinci olarak ise, E'' noktasından E' noktasına hareketle iki aşamalı olarak gerçekleşmektedir. İlk değişim **ikame** etkisini, ikinci değişim ise, **gelir** etkisini ifade etmektedir. İkame etkisi gelir etkisine ağır bastığı zaman tasarruflar artmaktadır.¹⁷⁰

¹⁷⁰ LAWRENCE C.- SIOW A.: "Saving Behavior, Interest Rates and Investment Spending, Some Empirical Evidence", Economics and Finance Series, Columbia NY, September, 1984, sf.245.

ŞEKİL- 25



Faiz oranının tasarruf üzerindeki etkisinin nasıl artırılacağı iki aşamalı bir model yardımıyla açıklanmıştır. Modelde tüketim davranışını türetmek için logaritmik bir fayda fonksiyonundan yararlanılmıştır.

Modelde faiz oranı (r) ve emeğin karşılığı olan gelir (w), egzogen değişkenler olarak kabul edilerek, faiz oranındaki bir değişikliğin etkisi araştırılmıştır. Analiz kısmi denge analizi olarak yada doğal faiz oranının uygulandığı küçük açık bir ekonomi çerçevesinde tanımlanmıştır.

Şeki 25'de görüldüğü gibi, yüksek faiz oranları karşısında kişiler bu günkü tüketimlerini geleceğe ertelemektedirler. Grafik üzerindeki AB dikey mesafesi ise tasarrufu göstermektedir. İkame elastikiyeti ne kadar düşükse, tasarrufların faiz elastikliğide o kadar düşük olacak ve buna bağlı olarak bu mesafe kısalacaktır.

Tasarruflar üzerinde faiz oranının etkisi yavaş olabileceği ileri sürülmüştür. Şöyleki, başlangıçta faiz oranındaki artışa karşılık tüketimler artabilir ve tasarruflar başlangıçta düşebilir. Fakat, ikame elastikliğinin düşük olmasına rağmen toplam servetin faiz elastikliğinin pozitif olması nedeniyle uzun dönemde tasarruflar pozitif olacaktır.

McKinnon ve Shaw'ın faiz oranındaki serbestleşmenin tasarrufları artıracığı, sermaye kaçışını engelleyeceği ve büyüme için gerekli kaynakları artıracığı şeklindeki görüşlerini eleştirenlere göre, bu yaklaşımın geçerli olması için öncelikle ikame etkisinin gelir etkisini bastırması gerekmektedir.¹⁷¹ Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranının yükselmesi özel kesimin tasarruflarını yükseltirken , kamu tasarruflarının azalmasına neden olacağı için bu ülkelerde ortalama tasarruflar artmış olmayacaktır.¹⁷²

¹⁷¹ BLANCHARD O. and FISHER S. : "Lectures on Macroeconomics", MIT Press, Cambridge, Mass.,1989, sf. 345.

¹⁷² WILLIAMSON J. : "Latin American Adjustment: How much has Happened? ", Institute of Intenational Economics, Washington.,1990, sf. 214.

3.8 Tasarruf - Yatırım Dengesine Keynesyen ve Klasik Yaklaşım

Keynesyen iktisatçılar ile Klasik iktisatçılar arasında tasarruf-yatırım eşitliğinin sağlanması ile ilgili farklı görüşler bulunmaktadır. Bu görüşler aşağıda ayrı başlıklar altında sırası ile açıklanmıştır.

3.8.1 Klasik İktisat ve Tasarruf-Yatırım Eşitliği

Klasik iktisatçılar dengenin tam istihdam seviyesinde oluştuğunu kabul etmişlerdir. Onlara göre, ekonomide işsizlik olsa bile, bu bir karışıklık sonucu oluşmuştur ve piyasa güçleri tarafından ekonomi denge düzeyine gelecektir.

Klasikler denge düzeyinde arzulanan tasarrufların arzulanan yatırımlara eşit olduğunu kabul etmişlerdir. Fakat Keynes'in aksine klasiklere göre, arzulanan yatırımlar tasarruflardan düşük olduğu zaman milli gelir seviyesi düşecektir. Dolayısı ile, ekonomide sürekli bir tasarruf - yatırım dengesizliği söz konusu olamaz. Klasikler böyle bir dengesizliğin faiz oranındaki değişimler sonucu giderileceğini tasarruf ve yatırımların tam istihdam düzeyinde dengeye geleceğini ileri sürmüşlerdir.¹⁷³

¹⁷³ WANNACOTT P.: "Macroeconomics", Cambridge University Press., 1993, sf. 279.

Klasik iktisat kuramında faiz, tasarrufun yani tüketimden vaz geçmenin karşılığıdır. Dolayısı ile, faiz oranı ile tasarruf arasında fonksiyonel bir ilişki bulunmaktadır. Faiz tasarrufun arz fiyatıdır. Nasıl ki, herhangi bir malın fiyatı artınca arzı da artarsa aynı şekilde faiz oranı yükselince tasarruf miktarı da artmaktadır.¹⁷⁴

Klasik sisteme göre, tasarruf faiz oranının artan yatırımlar ise, azalan bir fonksiyonudur. Diğer bir ifade ile, tasarruf ile faiz oranı arasında doğru, yatırımlar ile faiz oranı arasında ters bir orantı bulunmaktadır.¹⁷⁵

$$\begin{array}{ll} S = s(r) & dS / dr > 0 \\ I = i(r) & dI / dr < 0 \end{array}$$

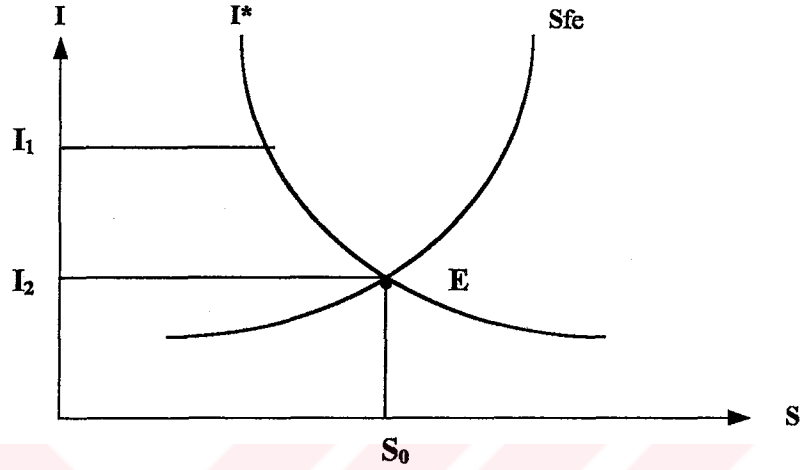
Şekil 26, Klasik Teori'de tasarruf-yatırım eşitliğini göstermektedir. S_{fe} eğrisi, ekonomi tam istihdamda iken, çeşitli faiz oranlarında ne kadar tasarruf yapılacağını ifade ederken, I^* eğrisi çeşitli faiz oranlarında yatırımların finansmanı için ne kadar borç alınacağını göstermektedir. Aynı zamanda bu eğri, yatırımların marjinal verimliliği sabit iken, yatırım miktarının faiz oranı ile ters orantılı olarak değiştiğini

¹⁷⁴ PARASIZ I.: ag.e., sf. 124.

¹⁷⁵ WANNACOTT P.: a.g.e., sf. 285.

göstermektedir. Bu iki eğrinin kesim noktasında denge faiz oranı belirlenmektedir.¹⁷⁶

ŞEKİL- 26



Klasiklere göre, tasarruf Keynes'in ifade ettiği gibi ekonomideki basit bir sızıntı değildir. Tasarruflardaki bir artış faiz oranlarını düşürmekte ve yatırımları yükseltmektedir. Tasarruflar yatırım talebini aştığı zaman klasik teoriye göre, faiz oranı tasarruf-yatırım eşitliğini sağlayana kadar düşecektir. Düşük faiz oranı, yatırım projelerinin daha ucuza finanse edilmesi anlamına gelmektedir. Böylece, işletmeler daha fazla yatırım yapma kararı alacaklardır. Faiz oranındaki düşüş ve yatırımlardaki artış tasarruf ve yatırımlar tam istihdamda dengeye gelene kadar devam edecektir.¹⁷⁷

¹⁷⁶ SARGANT T.: a.g.e., sf. 334.

¹⁷⁷ ALFONSO N.: "Equilibrium Interest Rate Determination", Journal of Dynamics and Control, North Holland, 1992, sf.18.

Sonuçta, klasik teoriye göre, tasarruflar ve yatırımlar arasındaki bağlantı ve denge tasarruf sahiplerinin fonlarını yatırımcılara arz ettikleri finansal piyasalarda otomatik olarak ve faiz mekanizması tarafından sağlanmaktadır.

3.8.2 Keynesyen İktisat ve Tasarruf - Yatırım Eşitliği

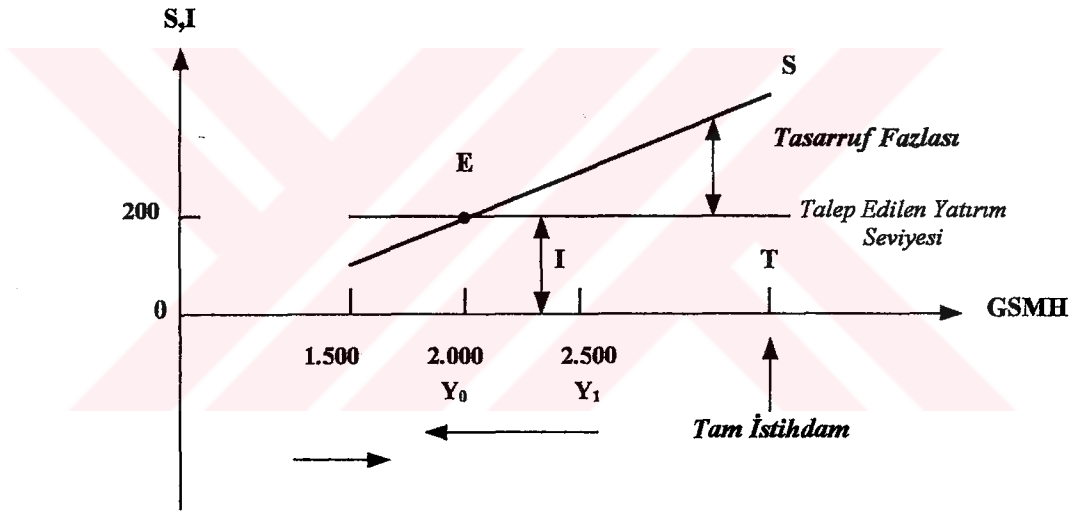
Keynesyen teoride de, tasarruflar yatırımlara eşittir. Fakat, bu eşitlik klasik görüşten farklı olarak faiz oranındaki değişiklik ile değil gelir değişimleri ile sağlanmaktadır. Keynesyen iktisatçılara göre, tam istihdam seviyesinde arzulanın yatırımların tasarruflara eşit olacağını bir garantisi yoktur. Tam istihdam seviyesinde tasarruflar yatırımlardan fazla olup, bu durum milli gelirin azalarak işsizliğin oluşmasına neden olacaktır. Diğer bir ifade ile, tasarruflar arzulanın yatırımlara eşitlenene kadar milli gelir düşecektir¹⁷⁸.

Basit bir ekonomide denge, tasarruflar arzulanın yatırımlara eşitlendiği zaman ortaya çıkmaktadır. Tasarruf, harcama akımından bir sızıntı iken yatırımlar harcama akımına yapılan bir ilavedir. Arzulanın tasarruflardaki bir artış milli geliri düşürürken, arzulanın yatırımlardaki bir artış milli geliri artırmaktadır.

¹⁷⁸ WILLIS J.- PRIMACK M. : a.g.e., sf.264.

Şekil 27, tasarruflar ve arzulanan yatırımların dengeye gelişini göstermektedir. Denge, Y_0 seviyesinde oluşmaktadır. Daha büyük, örneğin Y_1 gibi bir milli gelir seviyesinde denge bozulmaktadır. Çünkü, tasarruflar arzulanan yatırımları aşmakta ve dengesizlik oluşmaktadır. Sonuçta, milli gelir, denge seviyesi olan Y_0 düzeyine düşerek ekonomik denge sağlanmaktadır.¹⁷⁹

ŞEKİL- 27

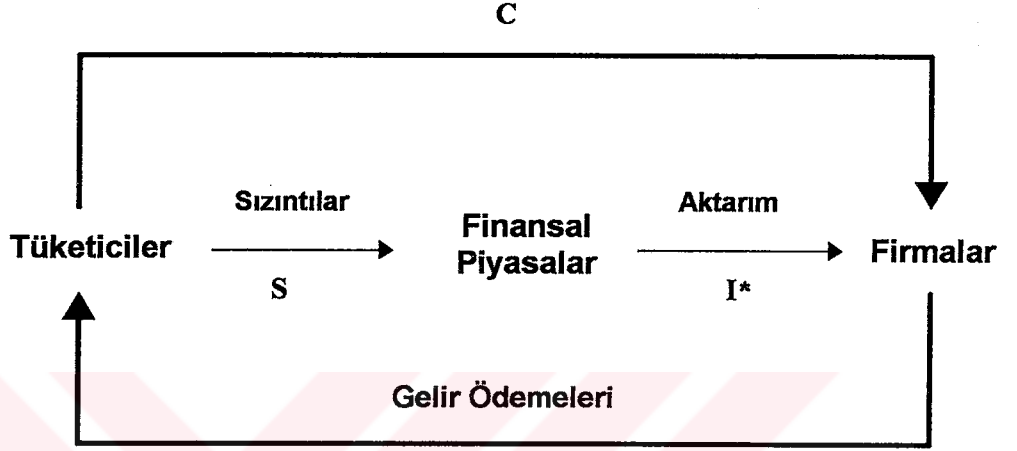


Tasarruf ve yatırımların dairesel akımı ise, şekil 28'de şematik olarak gösterilmektedir. Yatırım harcamaları harcama akımını genişletirken, tasarruflardan yapılan sızıntı harcama akımını

¹⁷⁹ SARGANT T.: a.g.e., sf. 338.

daraltmaktadır. Denge, tasarruflardan yapılan sızıntılarla yatırımlara yapılan ilavelerin eşitlenmesi ile sağlanmaktadır.¹⁸⁰

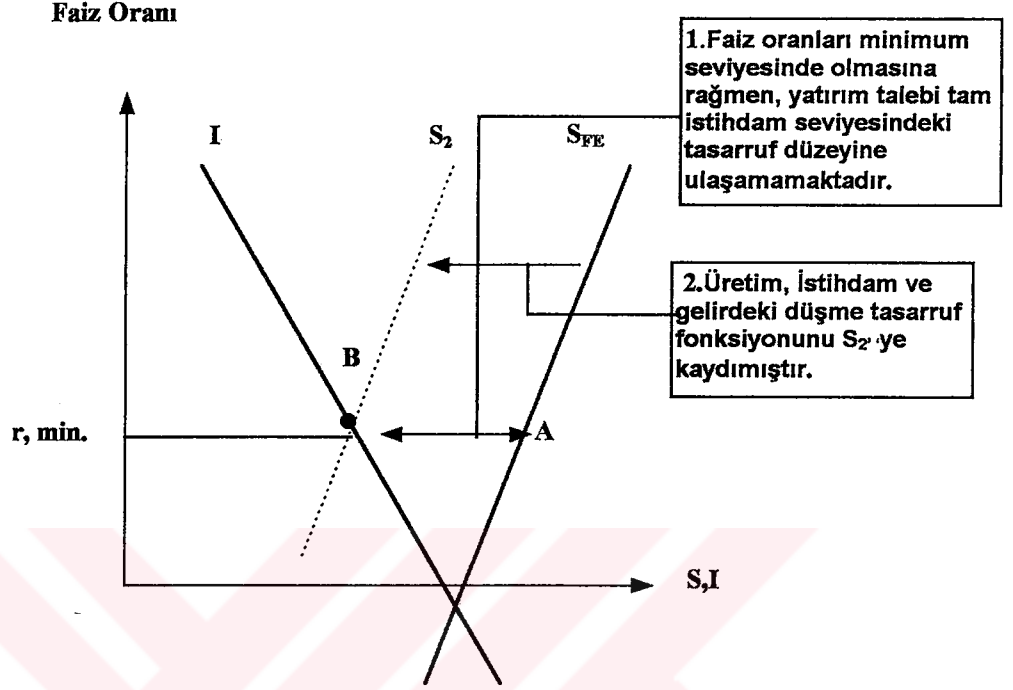
ŞEKİL-28



Keynes, klasik iktisatçıları faiz oranının tam istihdam seviyesinde tasarruf yatırım eşitliği sağlanana kadar düşeceği şeklindeki görüşleri nedeni ile eleştirmiştir. Keynes'in "Genel Teorsî" n de faiz oranlarının pozitif olduğu herhangi bir yerde tasarruf eğrisinin yatırım eğrisini keseceğinin garanti olmadığı ileri sürülmüştür. Bu durum şekil 29' da açıklanmıştır.

¹⁸⁰ RITTER L.: "The Principles of Money, Banking and Financial Markets", Basic Books Inc., New York, 1977, sf.98.

ŞEKİL- 29



Yatırım talebi eğrisi (I^*) ve tam istihdam tasarruf eğrisi (S_{FE}) negatif faiz oranında kesişmektedir. Fakat, faiz oranları hiçbir zaman sıfırın altına düşemez. Çünkü, böyle bir durumda tasarruf sahipleri fonlarını bankalara yatırmayacaklardır. Keynes minimum faiz oranının sıfır olmayacağını fakat şekilde görüldüğü gibi, (r, \min) seviyesinde olacağını ileri sürmüştür. Keynes'e göre, tam istihdam tasarruf eğrisi yatırım talebi eğrisini finansal piyasalarda oluşan (r, \min) faiz oranının altında kesecektir.¹⁸¹

¹⁸¹ GREGOR P.: "Keynes on Ex-ante Saving and The Rate of Interest", History of Political Economy, 20(1), Spring, 1988, sf.115.

Eğer ekonomi tam istihdam denge seviyesinde ise, Keynes tasarrufların arzulanan yatırımları BA kadar aşacağını fakat faiz oranının ise, tasarruf ve yatırım talebini dengeye getirecek şekilde düşmeyeceğini ileri sürmüştür. Bu ise, milli gelir ve istihdam seviyesinin düşmesine neden olacaktır. Kişiler daha az gelir ile daha az tasarruf yapacaklar ve tasarruf fonksiyonu şekil 29'da görüldüğü gibi S_2 şeklinde sola kayacaktır. B noktasında tasarruflar ile yatırım talebi eşitlendiği için bir denge söz konusu olmaktadır. Fakat bu denge noktası tam istihdam denge noktası olmayıp, ekonomide büyük oranda işsizlik görülmektedir.

Sonuç olarak , yatırım-tasarruf ilişkisi üzerine Keynesyen teori ile Klasik teori arasındaki görüş farklılıkları aşağıda özetlenmiştir.¹⁸²

- Klasik iktisatçılar tasarrufa büyük önem vermişler ve geleceğin güvencesi olarak görmüşlerdir. Tasarruflardaki bir artış yatırımları artırarak büyümeyi teşvik edecektir.
- Keynes ise, aksine tasarrufu toplumsal yararlar karşılığında gördükçe milli geliri düşürerek istihdam oranını azaltacağını ileri sürmüştür.

¹⁸² WANNACOTT P.: a.g.e., sf.457.

- Keynes, klasiklerin arzulan tasarruflardaki bir değişikliğin yatırım değişikliğine sebep olacağı şeklindeki görüşlerinin tam tersini savunarak yatırım talebindeki bir değişikliğin tasarrufları değiştireceğini kabul etmiştir.
- Klasikler tam istihdam seviyesinde tasarruf-yatırım eşitliğinin faiz oranındaki değişikliklerle gerçekleşeceğini ileri sürerlerken, Keynes “Genel Teori”sin de Klasiklerinin aksine tam istihdam da tasarruf - yatırım eşitliğini sağlayacak şekilde faiz oranlarının değişmeyeceğini ifade etmiştir.

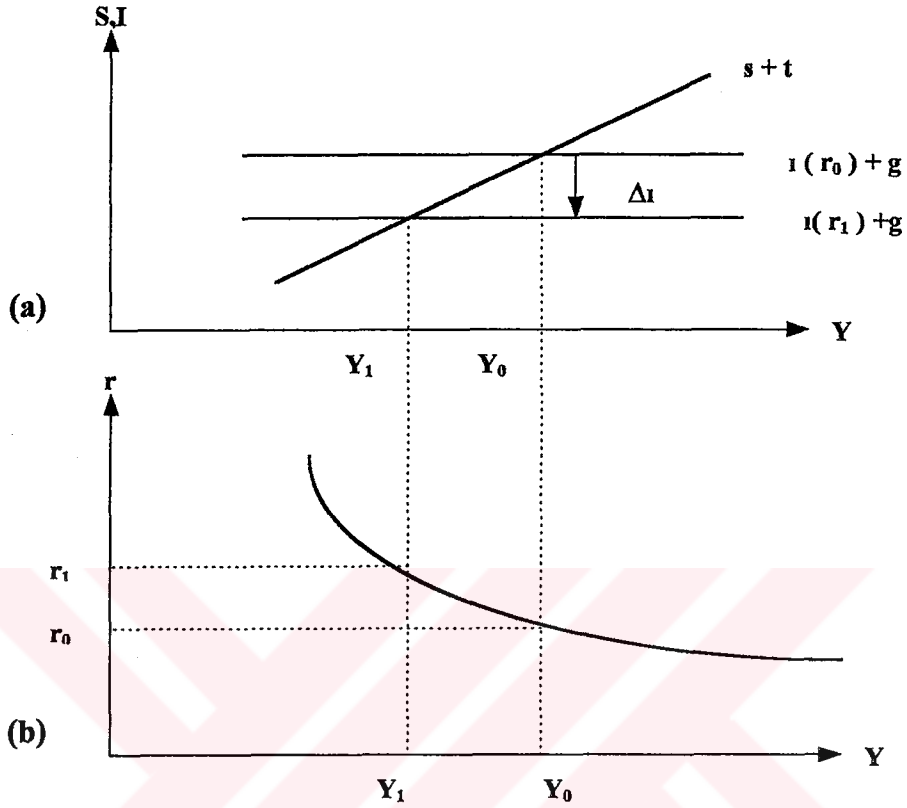
4. . MAL VE PARA PIYASASINDA DENGE

4.1 *Mal Piyasasında Denge ve Faiz Oranı*

$I = i(r)$ şeklindeki basit yatırım fonksiyonunun genel denge eşitliği ile birleşmesi sonucunda aşağıda formül olarak gösterilen mal piyasasında denge durumuna ulaşılmaktadır.

$$Y = c(y-t(y)) + g + i(r)$$

ŞEKİL-30



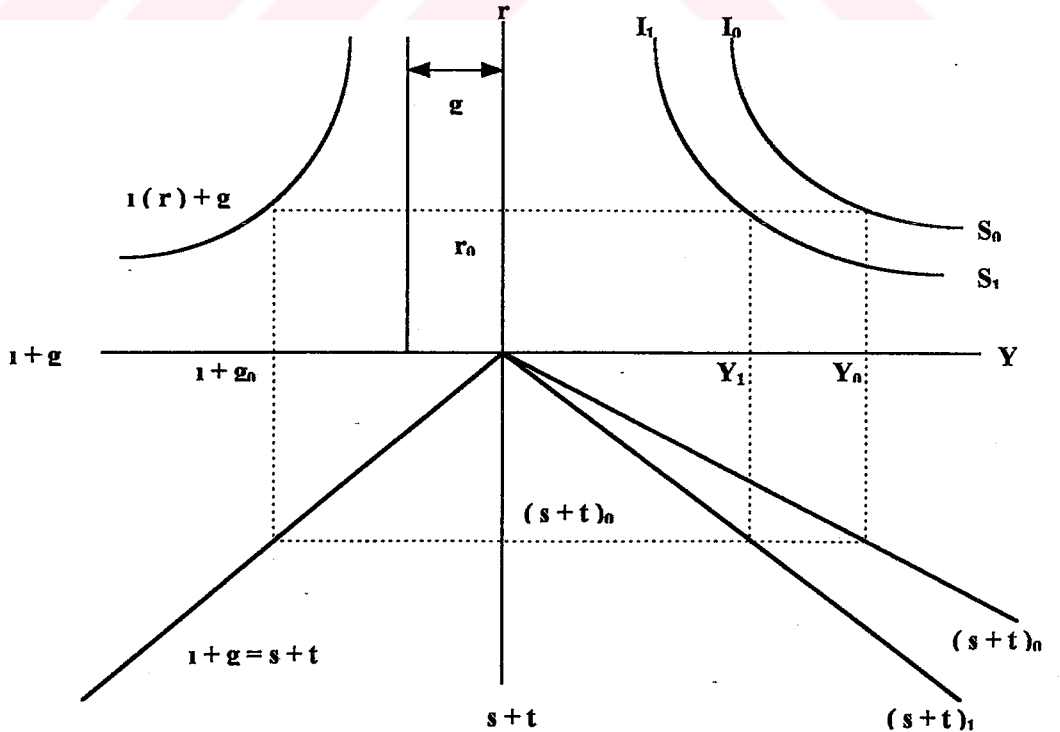
Faiz oranlarındaki bir artışın yatırımlar üzerindeki azaltıcı etkisi, şekil 30-(a)' da ifade edildiği gibi $i(r)+g$ eğrisinin $\Delta i = i_1 - i_0$ kadar aşağı kaymasına neden olmaktadır. Faiz oranının yükselmesine bağlı olarak yatırım seviyesinde görülen düşme, çarpan etkisi ile denge gelir seviyesini de Y_1 düzeyine düşürmektedir.¹⁸³

¹⁸³ BRANSON W.- LITVACK J. : " Macroeconomics", Haper International Edition, New York, 1976, sf. 227.

Şekil 30-(b)'de , mal piyasasında denge gelir ve faiz noktalarını gösteren negatif eğimli eğri, IS eğrisi olarak tanımlanmaktadır. Bu eğri, planlanan yatırımlar($i+g$) ile planlanan tasarruflar ($s+t$) arasındaki eşitliği sağlayan faiz(r)-gelir(Y) kombinasyonlarını göstermektedir.

Mal piyasasında denge durumu ise, şekil 31'de dördü bir diyagramla ifade edilmiştir. Diyagramın sağ alt köşesindeki grafikte, tasarruflar ve vergi gelirleri gelirin bir fonksiyonu olarak yer alırken, sol üst grafikte yatırımlar $I(r)$ ve devlet harcamalarından (g) oluşan toplam harcama fonksiyonu tanımlanmıştır. Devlet harcamaları bütçe tarafından sabit olarak belirlendiği için grafikte dikey olarak gösterilmiştir. Yatırımlar ise, faizin azalan bir fonksiyonudur.

ŞEKİL-31



Şekil 31'de sol alt grafik ise, mal piyasasında denge durumunu göstermektedir. Sonuçta, üç grafiğin birlikte ilişkisinden sağ üst köşede yer alan ve denge faiz-gelir kombinasyonlarını gösteren IS eğrisine ulaşılmaktadır. Örneğin, Y_0 gelir seviyesinde planlanan tasarruflar $(s+t)_0$, planlanan yatırımlar $(I+g)_0$ ve denge faiz oranı r_0 olmaktadır.

Sonuç olarak, IS eğrisi planlanan yatırımlar ve hükümet harcamalarının planlanan tasarruflar ve vergi gelirlerine eşitlendiği mal piyasasında denge faiz-gelir bileşimlerini vermektedir.

Dörtlü diyagram, aynı zamanda hükümet harcamaları gibi egzogen değişkenlerdeki değişmelerin yada yatırım, tasarruf ve vergi fonksiyonlarındaki kaymaların mal piyasasındaki etkilerininide göstermektedir. Örneğin, belirli bir gelir seviyesinde tüketim talebindeki bir artış planlanan tasarruf fonksiyonunu $(s+t)_1$ 'e kaydırmaktadır. Tüketim talebindeki bu azalma, denge gelir seviyesini çarpan etkisi ile Y_1 düzeyine düşürmektedir. Böylece, arzulanan tasarruflardaki artış, IS eğrisini sola kaydırmaktadır.

4.2 Para Piyasasında Denge

Gelir seviyesi ve faiz oranı değişkenlerinin kombinasyonu ile IS eğrisi olarak belirtilen mal piyasasında denge durumuna ulaşılmaktadır. Aynı değişkenler arasındaki diğer bir ilişki ile ise, aşıağıda belirtildiği gibi para piyasasında denge durumu oluşmaktadır.

4.2.1 Para Talebi

Bir ekonomide ki bireyler servetlerini para ve tahviller arasında dağıtırlar. Faiz oranı yükseldiği yada tahvillerin verimi artığı zaman bireyler ellerindeki para miktarını azaltıp tahvile yönelmektedirler. Tersini durumda ise, tahvilden paraya kaymaktadırlar. Tahvil ve bono faizine bağlı olarak, elde daha fazla yada daha az para tutulması **spekülatif para talebi** olarak tanımlanmaktadır.¹⁸⁴

$$\text{Spekülatif Talep} = I(r).$$

Spekülatif para talebi ile faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Faiz oranları yükseldiği zaman spekülatif para talebi düşmektedir. Bu nedenle, I' negatiftir.

¹⁸⁴ LAIDER D.: a.g.e., sf.128.

Para tutmanın diğer sebebi ise, kişilerin gelir ve ödemeleri arasında bir köprü vazifesi görmesidir. Diğer bir ifade ile, para ikinci olarak **işlem amaçlı** olarak talep edilmektedir.

işlem amaçlı para talebi= k (Y),

olup, k' pozitifdir.

işlem ve ihtiyat amaçlı para talebi, reel para talebi dengesi olarak ifade edilmektedir, $M/P=m$. Belirli bir gelir seviyesinde fiyatlar iki katına ıkdığında, parasal harcamalarda iki misli olmaktadır. Bu durumda, işlem amaçlı para talebi dengeleri de iki kat artmaktadır. Böylece, para talebi dengesi; $P.k (Y)$ olacaktır.

Fiyatlar genel düzeyindeki bir artış aynı zamanda kişilerin refah seviyesini de azaltmaktadır. Spekülatif para talebi $I (r)$, dikkate alındığında ise, para denge talebi $P.I (r)$ olacaktır. Para talebinin iki kısmı birleştirildiğinde, reel denge durumunda talep fonksiyonuna ulaşılmaktadır.

$$M/P = I(r) + k(Y)$$

Para talebi fonksiyonu:

$$M/P = m(r, Y)$$

şeklinde de ifade edilebilmektedir. Bu durumda, Y'ye göre eğim pozitif iken , r'ye göre negatif olmaktadır.

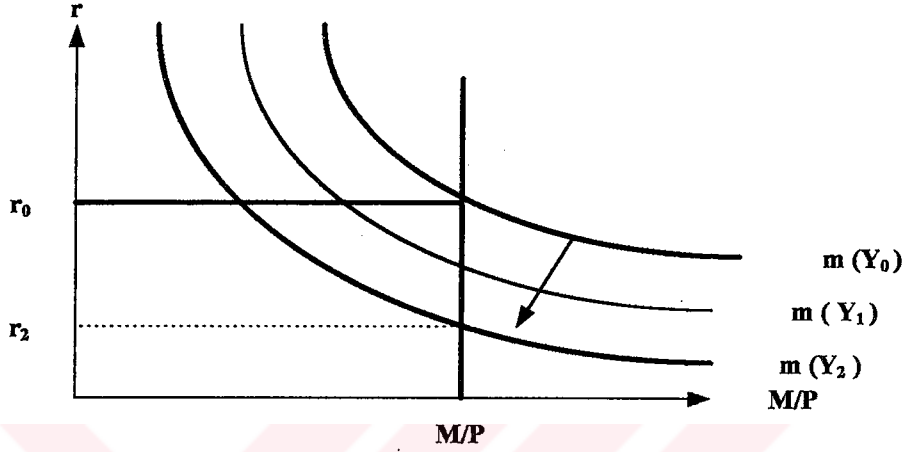
Para talebi fonksiyonunun eğimi ve şekli, para ve maliye politikalarının etkinliğinin belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Bu aynı zamanda likidite tuzağı tartışması ile de ilgilidir. Çok yüksek faiz oranı seviyelerinde, para dengeleri küçültülebilen minimum bir seviyeye kadar zorlanmaktadır. Diğer taraftan faiz oranları yavaş yavaş düşerken, insanlar para ve tahvil tutma arasında kayıtsız kalabilmektedirler. Böylece, para talebi eğrisi, çok düşük faiz oranları için yatay şekil almaktadır . Şekilde de görüldüğü gibi, çok yüksek ve çok düşük faiz oranlarında talep eğrileri birbirlerine yaklaşmaktadırlar. ¹⁸⁵

Şekil 32'de para piyasasında talep ve arz birlikte yer almaktadır. Reel para arzı, M/P seviyesinde sabitlenmiştir. $m(Y_0)$, $m(Y_1)$, $m(Y_2)$ fonksiyonları para talebini temsil etmekte olup, aralarında $Y_0 > Y_1 > Y_2$ ilişkisi bulunmaktadır. Şekilde görüldüğü gibi, para piyasasında gelir Y_0 'dan Y_1 ' ve Y_2 'ye

¹⁸⁵ MELTZER A.: a.g.e.,sf.267.

düşerken denge faiz oranında reel faiz oranı tarafından belirlenen seviyeye düşmektedir.

ŞEKİL-32



Gelir düşerken işlem amaçlı para talebinde bir düşüş olmaktadır. Ellerinde para bulunan bireyler, faiz kazandırıcı tahvillere yönelmektedirler. Tahvil piyasasında talebin artışı tahvil fiyatlarını artırırken, faiz oranlarını düşürmektedir.

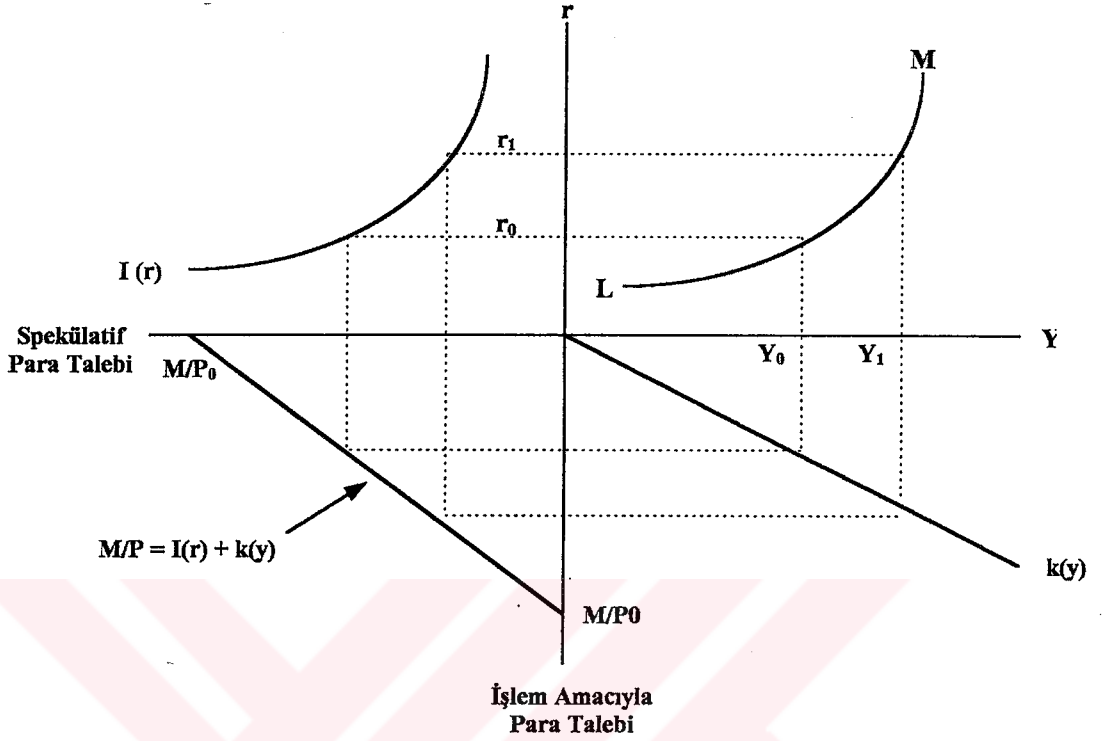
Para arzı sabit iken, para piyasasında denge:

$$M/P = m(r, Y) = l(r) + k(Y)$$

şeklinde ifade edilmektedir.

Spekülatif ve işlemsel para talebi dengelerinden hareketle para piyasasında denge durumu dörtlü bir diyagramla şekil 33'deki gibi açıklanmıştır.

ŞEKİL- 33



Sağ alt daki grafik, gelirin fonksiyonu olan işlem amaçlı talebi gösterirken, sol üst köşedeki negatif eğimli eğri, faizin fonksiyonu olarak spekülasyon amaçlı para talebini ifade etmektedir. Toplam para arzının toplam para talebine eşitlendiği denge durumu ise, sol alt grafikte görülmektedir. Spekülasyon talebi ile işlem talebi eksenleri arasında çizilen 45 derecelik doğru üzerindeki her nokta toplam para arzını göstermektedir.

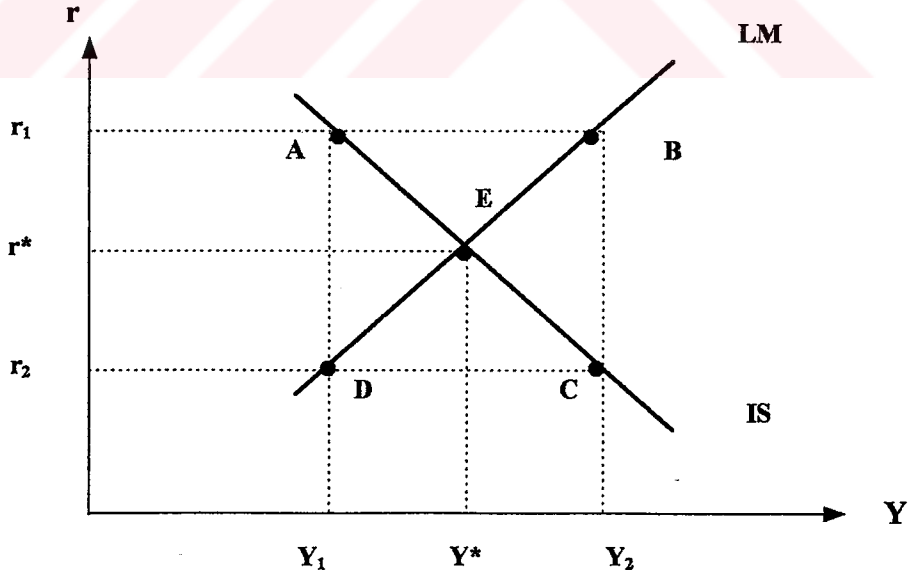
Grafik sağ üst köşesinde diğer üç grafikten hareketle para piyasasında denge durumuna ulaşılmaktadır. Para piyasasında denge durumunu gösteren ve LM eğrisi olarak

tanımlanan eğri üzerindeki her nokta denge faiz ve gelir kombinasyonlarını göstermektedir. Diğer bir ifade ile, LM eğrisi para arzı (M) ve fiyatlar genel seviyesi (P) belirli iken para piyasasında dengeyi sağlayan faiz (r) ve gelir (Y) kombinasyonlarının geometrik yerini temsil etmektedir.

4.3 Mal ve Para Piyasasında Denge

Mal ve para piyasalarının birlikte dengeye gelişi IS-LM modeli ile açıklanmaktadır. Bu model de her iki piyasa aynı diyagram üzerinde gösterilmektedir. Şekil 34' de görüldüğü gibi, IS eğrisi mal piyasasında dengeyi gösterirken LM eğrisi para piyasasında dengeyi ifade etmektedir.¹⁸⁶

ŞEKİL-34



¹⁸⁶ ACLEY G.: a.g.e., sf. 621.

Sadece E noktasında her iki piyasa da dengededir. Mal ve para piyasalarının birbirlerini etkilemesi sonucu denge faiz oranı r^* ve denge gelir seviyesi Y^* ne ulaşılmaktadır. Bu durum şekil 34'de açıklanmıştır. Örneğin, r_1 faiz oranında gelir seviyesi Y_1 dir. Bu durum durumunda, IS eğrisi üzerindeki A noktasına ulaşılmaktadır ve (r_1, Y_1) kombinasyonu mal piyasasında dengeyi göstermektedir.

Para piyasasında, r_1 faiz oranına karşılık Y_1 gelir seviyesi dengenin sağlanması için yetersiz kalmaktadır. Çünkü, Y_1 gelir seviyesinde para talebi para arzına eşitlenecek düzeyde değildir. Sonuçta, aşırı para arzı faiz oranlarını düşürecektir. Bu tekrar, faiz oranları denge seviyesi olan r^* düzeyine inene kadar sürecektir.

Faiz oranı r_2 iken, mal piyasasında denge için gerekli gelir seviyesi Y_2 olmakta ve denge C noktasında oluşmaktadır. Fakat bu gelir seviyesi, para piyasasında dengenin olduğu D noktasındaki Y_1 gelir seviyesinden büyüktür. Aşırı para talebi faiz oranlarını artırmakta ve bu proses her iki piyasada da dengeyi sağlayan denge faiz oranı (r^*) ve denge gelir seviyesi (Y^*)' ne ulaşana kadar sürecektir.

5. KEYNESYEN VE KLASİK SİSTEMDE PARA VE MALİYE POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ

Keynesyen ve klasik iktisatçılar ekonomik değişkenler üzerinde farklı politikaların etkinliğini savunmuşlardır. Bunlar sırası ile, maliye ve para politikalarıdır. Keynesyen ve klasik iktisatçılar arasında bu iki araçtan hangisinin güvenilir olduğu ile ilgili önemli görüş ayrılıkları bulunmaktadır.

5.1 Maliye Politikası

Keynes, çalışmalarının ilk yıllarında paranın önemini vurgulamış ve para politikasına daha az şüpheli bakmıştır. Fakat, Genel Teori'de sadece toplam talebin hükümetin sorumluluğunu vurgulamamış aynı zamanda, temel araç olarak maliye politikasını göstermiştir. Özellikle, 1930'larda Keynesyen dönemde para politikası daha az önemli olup, yayılmacı para politikası toplam talebi kontrolde tamamen yetersiz kabul edilmiştir.¹⁸⁷

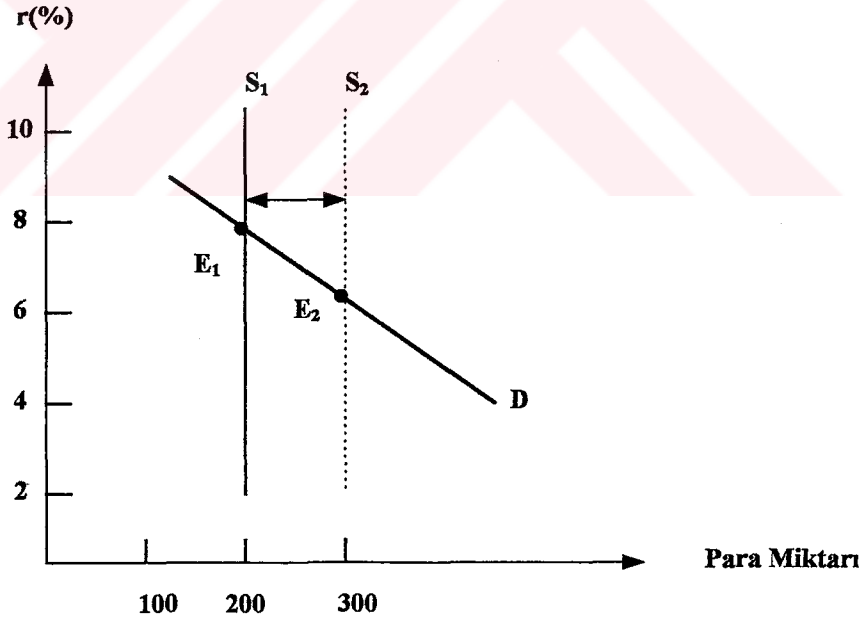
Keynesyen Teori'de faiz oranı, para talebi para arzına eşitlendiği zaman dengeye gelmektedir. Bireyler mal ve hizmet alımı için para talep etmektedirler. Para talebi gelire bağlıdır. Daha yüksek gelir, kişilerin daha fazla harcama planı

¹⁸⁷ FISHER S.: "Rules Versus Discretion in Monetary Policy", National Bureau of Economic Research Working Paper, February, 1988, sf.258.

yapmalarına yada daha fazla parayı ellerinde tutmalarına neden olmaktadır.

Para talebi aynı zamanda faiz oranına da bağlıdır. Faiz oranları yükseldiği zaman para elde tutulmak yerine bono, tahvil gibi, faiz geliri sağlayan alanlara yönlendirilmektedir. Eğer faiz oranları düşerse, kişiler bu tür yatırımlara karşı isteksiz olup parayı elde tutmak isteyeceklerdir. İnsanların düşük faiz oranlarında parayı elde tutmak istekleri şekil 35'de aşağı eğimli talep eğrisi ile gösterilmektedir.¹⁸⁸

ŞEKİL35



¹⁸⁸ .GLAHE F.: a.g.e., sf. 379.

1945 -1965 döneminde Keynesyen teori hala makro ekonomik analize hakim olmuş ve maliye politikaları çalışmalarının odak noktasını oluşturmuştur. Keynes, Genel Teori'sin de özellikle depresyon dönemlerinde yayılcı para politikasının etkili olmayacağını ileri sürmüştür.

Keynes ve görüşlerini savunan iktisatçılara göre, ekonomi klasiklerin savunduğu gibi tam istihdam düzeyinde değildir ve işsizlik önemli bir problemdir. Dolayısı ile, devletin ekonomiye müdahalesini gerekli kılan maliye politikalarının uygulanması gereklidir. Bu nedenle, hükümet harcamaları ekonomik politikalar içinde önemli bir yere sahiptir.¹⁸⁹

5.2 Para Politikası

1960'lı yıllarda klasik teori, toplam talebin belirleyicisi olarak para politikasını savunmuştur. Özellikle, klasik görüşün yeniden canlanmasında Milthon Friedman, özellikle gelir seviyesinin belirlenmesinde paranın önemini vurgulayarak, toplam talebin belirlenmesinde maliye politikasının rolüne şüphe ile bakmıştır.

Friedman kaynakların dağılımında hükümet bütçesinin önemli bir etkiye sahip olduğunu, bütçenin ne kadarının kamu, ne

¹⁸⁹ SIMPSON T.: a.g.e., sf. 684.

kadarının özel sektör tarafından gerçekleştirileceğini belirlemedeki rolünü kabul etmiştir. Fakat, maliye politikasının toplam talep üzerinde önemli bir rolü olduğu görüşüne karşı çıkmıştır. Ona göre, bütçenin, milli gelir, enflasyon, deflasyon ve diğer ekonomik dalgalanmalar üzerinde etkisi yoktur.¹⁹⁰

Klasik sistemde enflasyon, deflasyon gibi makro ekonomik problemler para arzındaki artış ve azalışlardan kaynaklanmaktadır. Para arzındaki dalgalanmaları önlemek için Merkez Bankası'na ihtiyaç vardır.

Klasik iktisatçılar işsizlik sorunu ile ilgilenmemişler, piyasa ekonomisi içinde kendi kendine bir denge mekanizmasının olduğunu ve dengenin tam istihdam düzeyinde kurulacağını savunmuşlardır. Maliye politikasının toplam talep, üretim ve verimlilik gibi ekonomik değişkenler üzerinde etkisi olmadığı için hükümet harcamalarının veya politikalarının ekonomik aktivite ile ilgisi yoktur.¹⁹¹

5.2.1 Yayılımcı ve Daraltıcı Para Politikalarının Etkileri

5.2.1.1 Yayılımcı Para Politikası

¹⁹⁰ FAIR R.: "Optimal Choices of Monetary Policy Instruments in a Macroeconomics Model", Cowles Foundation, Yale University, Working Paper, February, 1987, sf. 424.

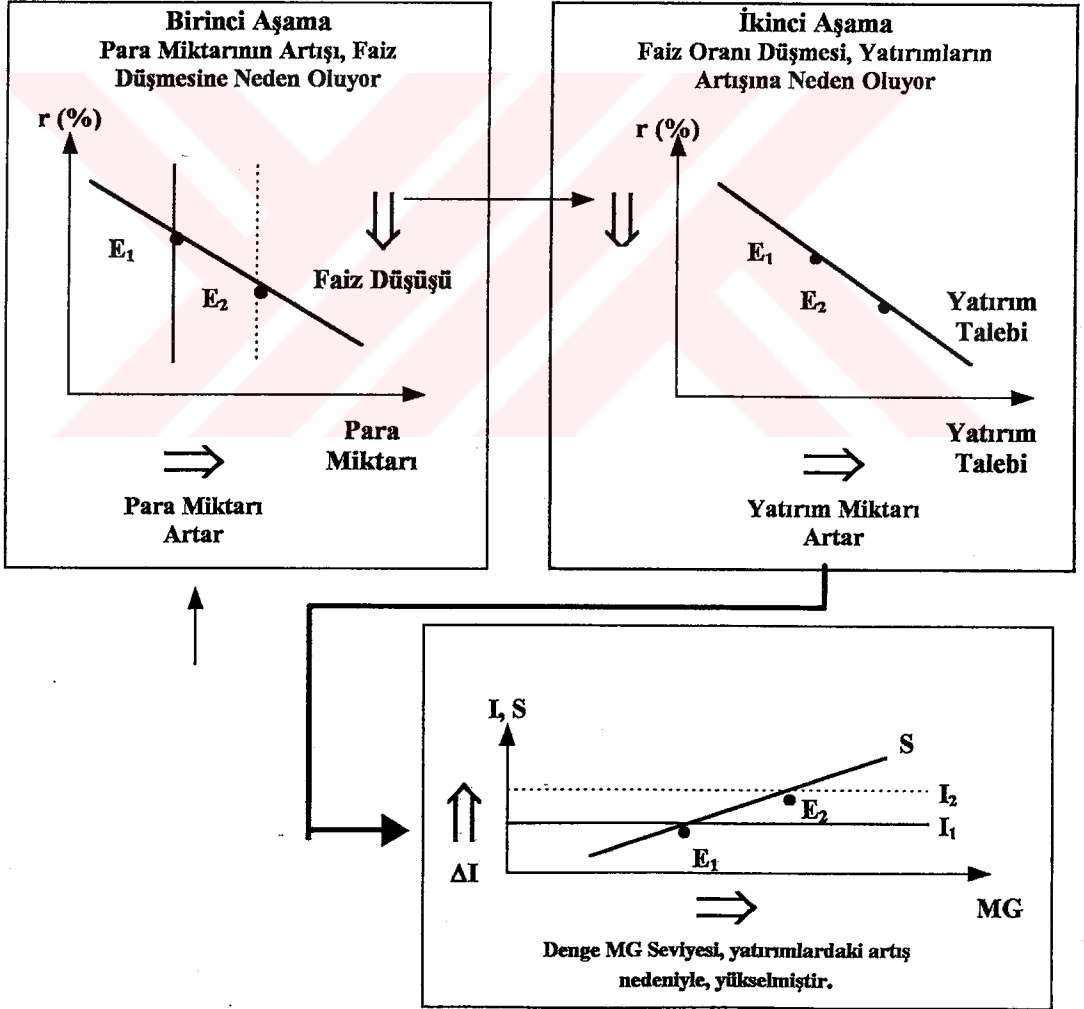
¹⁹¹ NEWLYN W.: a.g.e., sf. 478.

Para Stokunda Düşüş → Faiz Oranında Yükseliş → Yatırımlarda Artış → Çarpan Etkisi ile Milli Gelirde Düşüş

5.2.1.2 Daraltıcı Para Politikası

Para politikasının etkisinin şematik ifadesi ise şekil 36'da detaylı olarak görülmektedir.¹⁹²

ŞEKİL- 36



¹⁹² FAIR R.: a.g.e.,sf. 730.

Keynes ise, klasiklerin ileri sürdüğü gibi, faiz oranındaki değişikliklerin muhakkak yatırım talebini etkileyeceği görüşüne katılmamıştır. Keynes'e göre, yatırım talep eğrisinin şekli önemlidir. Yatırım talep eğrisi dik ise, faiz oranındaki düşme istenilen etkiyi yapmayacaktır. Bu nedenle de, para politikasının toplam talep üzerindeki etkisi zayıftır.¹⁹³

Keynes'e göre, faiz oranları 1930'lar da görüldüğü gibi depresyon dönemlerinde zaten çok düşük seviyelerdedir. Faiz oranının sıfırın altına düşmeyeceği düşünülürse, Merkez Bankası'nın uygulayacağı yayılmacı para politikası faiz oranları üzerinde önemli bir etki yapmayacaktır.

5.3 Para ve Maliye Politikalarının Faiz oranları ve Milli Gelir Üzerindeki Etkisi

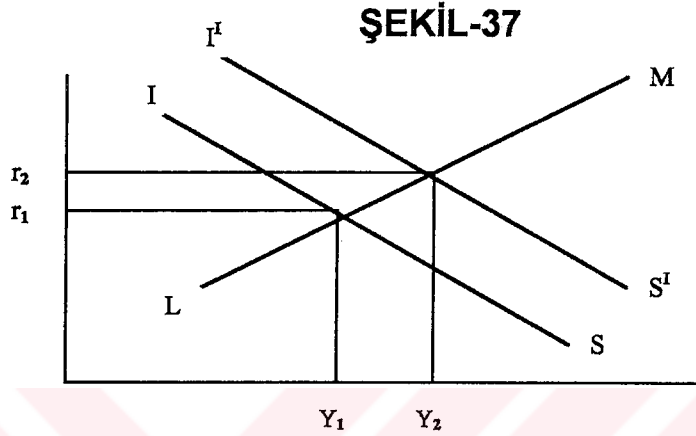
5.3.1 Maliye Politikası

İnsanların geleceğe yönelik olarak enflasyon ve deflasyon beklentilerinin olmadığı varsayımı altında, şekil 37 yayılmacı maliye politikasının faiz oranı ve gayri safi milli hasıla üzerindeki etkilerini göstermektedir.¹⁹⁴

¹⁹³ DYMSKI G.- POLLIN R.: "New Perspectives in Monetary Macroeconomics", University of Michigan Press, 1994, sf.315.

¹⁹⁴ WJIGENBERG V.: "Fiscal Policy and Sustainable Growth", Baltimore and London, John Hopkins University Press, 1992, sf.119.

Yayılmacı maliye politikası IS eğrisini IS den IS' ne kaydırırken Gayrı Safi Milli Hasıla grafikte görüldüğü gibi Y_1 den Y_2 ye artmıştır. Para arzı faiz oranındaki değişikliklere cevap vermediği için, faiz oranı r_1 ' den r_2 ye yükselmiştir



GSMH daki artış karşısında, para talebi artarken para arzının değişmemesi sonucu, para talebi para arzını aşmakta ve böylece para piyasasında dengesizlik oluşmaktadır. Dengesizliğin ortadan kalkması ise, ilave para talebinin yarattığı şoku ortadan kaldıracak şekilde faiz oranlarının yükselmesi ile sağlanacaktır.

Faiz oranlarındaki artışın yatırımlar üzerindeki azaltıcı etkisi çarpan mekanizması yoluyla GSMH üzerinde de olumsuz etki yapmaktadır. Şekil 37'de görüldüğü gibi, amaç GSMH'yı $Y_3 - Y_1$ kadar artırmak iken uygulanan maliye politikalarının faiz oranları üzerinde yukarıya doğru baskısından dolayı GSMH

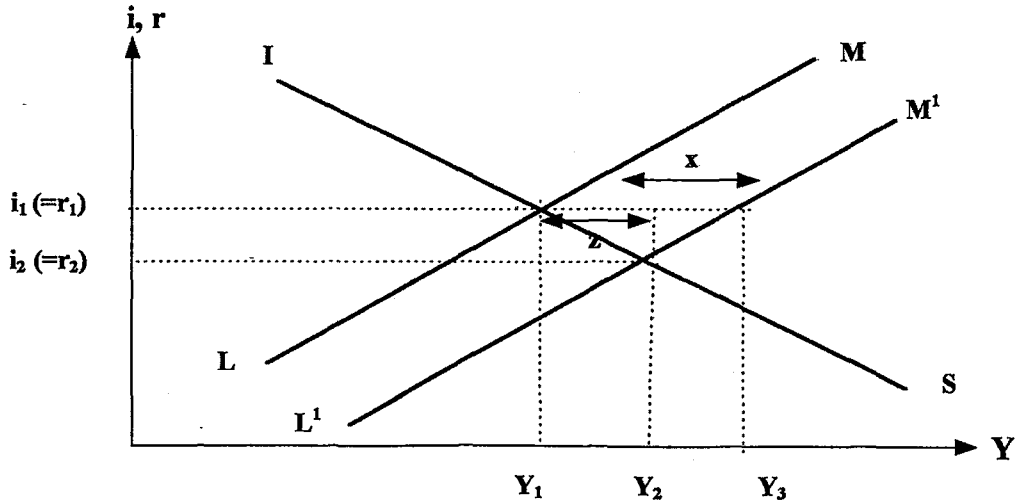
daki artış sadece z kadar ,diğer bir ifade ile $Y_2 - Y_1$ kadar olmaktadır.

5.3.2 Para Politikası

Yayılmacı maliye politikası gibi yayılmacı para politikası da GSMH'yi artırmaktadır. Fakat, yayılmacı maliye politikalarının aksine para politikası faiz oranları üzerinde düşürücü bir etki yapmaktadır.

Şekil 38'de görüldüğü gibi, $L'M'$ eğrisi LM eğrisine göre daha geniş bir para arzını ifade etmektedir. Para arzındaki bir artış faiz oranları üzerinde aşağı doğru bir baskı yaparak para talebinin yükselmesine neden olmaktadır. Böylece faiz oranlarındaki düşüş sonucu, para arzı ve para arasındaki ayrılık giderilmektedir.

ŞEKİL-38



Fakat maliye politikasında olduğu gibi GSMH da istenilen artış gerçekleşmemektedir. Grafikte görüldüğü gibi , para arzındaki artış sonucu GSMH miktarındaki artış Y_3-Y_1 yerine $z=Y_3-Y_2$ olarak gerçekleşmiştir.

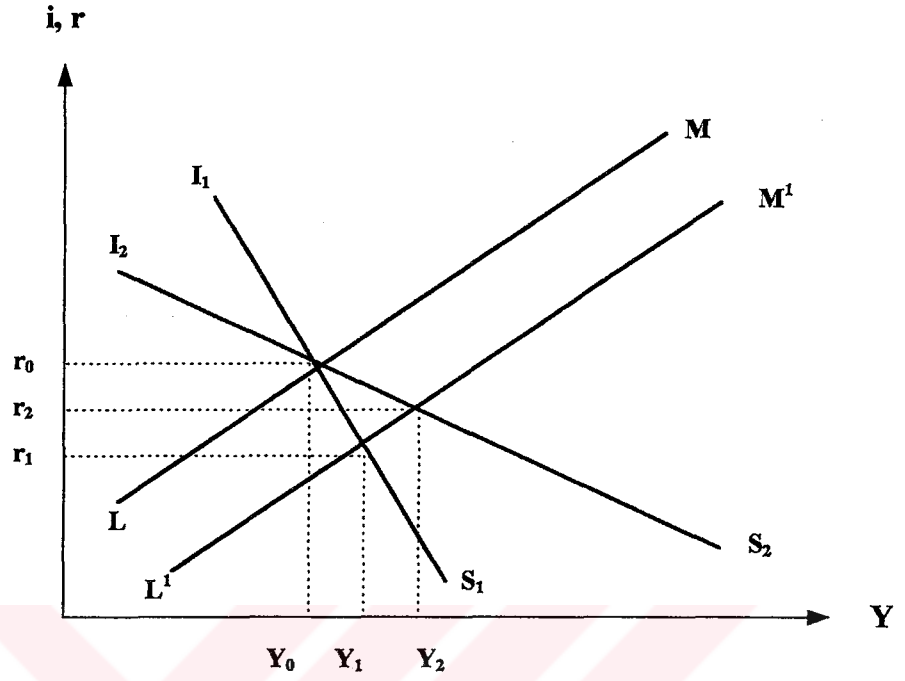
5.4 Yatırımların Faiz Elastikliği ve Para Politikası

Yatırımların faiz elastikiyeti ve IS eğrisinin şekli para politikasının milli gelir üzerindeki etkisine bağılıdır. Yatırımların faiz duyarlılığı ne kadar fazla ise, IS eğrisi de o kadar yatık ve milli gelir üzerinde para politikasının etkisi de o kadar kuvvetli olmaktadır.

Şekil 39'da I_2S_2 eğrisi faize karşı daha duyarlı yatırımları gösterirken, I_1S_1 eğrisi faize karşı duyarsız yatırımlara karşılık gelmektedir. L'M' eğrisi ise, para stoğundaki bir artışı ifade etmektedir. Para arzındaki artış sonucu denge noktasından sapılmaktadır. Dengenin sağlanması ise, para talebinde yeni para arzına eşit miktarda bir artışla gerçekleşecektir.¹⁹⁵

¹⁹⁵ DESAI M.: a.g.e., sf 270.

ŞEKİL- 39



Para talebinde ki istenilen artış, faiz oranında ufak bir düşüş sonucu milli gelirdeki bir genişleme sonucunda gerçekleşmektedir. Yatırımların faiz elastikliği ne kadar yüksek ise, faiz oranındaki ufak bir düşüş karşısında yatırımlardaki artış da o kadar fazla olmaktadır. Bu ise, çarpan mekanizması yolu ile milli gelirin daha yüksek bir noktada dengeye ulaşmasını sağlamaktadır.

Yatırımların faiz duyarlılığı ne kadar zayıfsa, faiz oranlarındaki büyük bir düşüş yatırımları artırmayacak ve milli gelirden de istenilen artış gerçekleşmeyecektir.

Şekilde de görüldüğü gibi, yatırımların faiz oranındaki değişikliklere karşı daha duyarlı olduğu I_2S_2 eğrisi söz konusu olduğunda milli gelir seviyesi Y_2 ' ye yükselirken, inelastik I_1S_1 eğrisi için milli gelir seviyesi Y_1 de kalmaktadır.

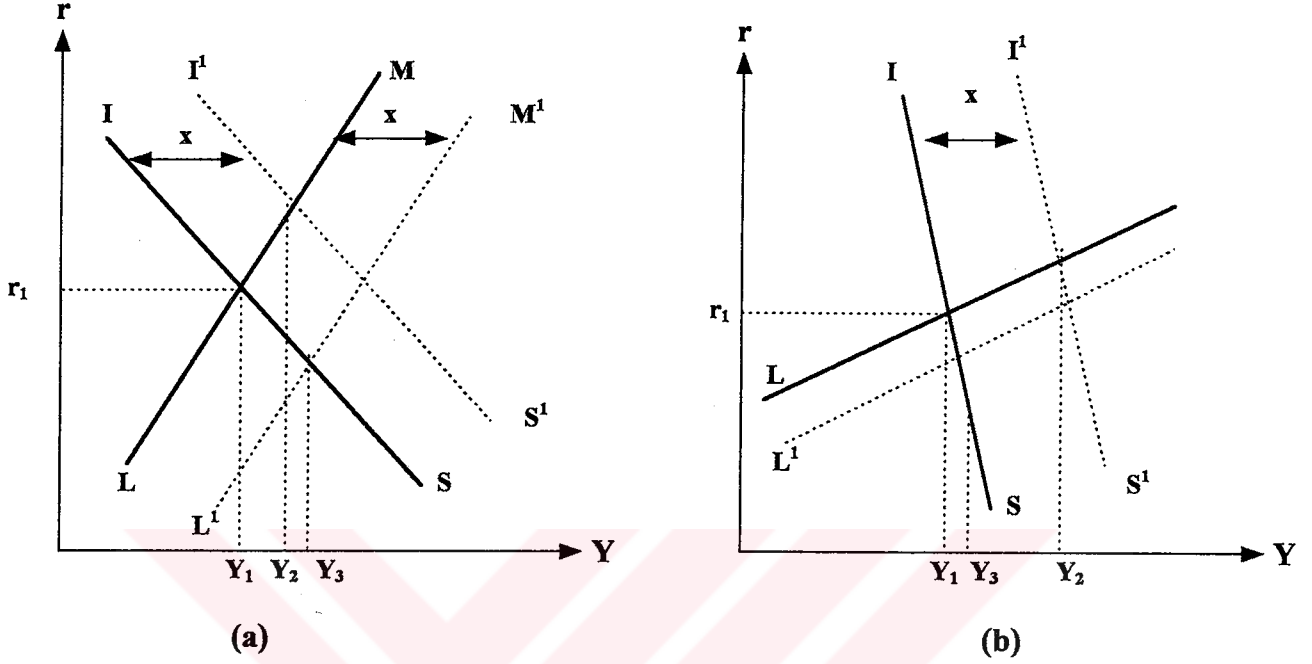
5.5 Keynesyen ve Klasik Sistemde Para ve Maliye Politikası Çerçevesinde Yatırım- Faiz İlişkisi

Klasik ve Keynesyen ekonomistler IS ve LM eğrilerinin şekli hakkında farklı temel varsayımlara sahiplerdir. Klasik iktisatçılara göre, para talebi faiz oranlarına karşı duyarsız iken, yatırımların faiz duyarlılığı yüksektir. Diğer bir ifade ile, klasik sisteme göre, IS eğrisi yatay LM eğrisi ise, dikey bir şekil de olacaktır.

Klasik yaklaşım şekil 40 (a)' da , Keynesyen yaklaşım ise, 40- (b) grafiksel olarak belirtilmiştir. 'S' ve 'M' eğrileri yayılmacı maliye ve para politikalarını ifade etmektedir.¹⁹⁶

¹⁹⁶ SARGENT T.: a.g.e., sf 350.

ŞEKİL- 40



Klasik sisteme göre para politikası çok etkin iken, maliye politikasının etkinliği çok zayıftır. Yayılımacı maliye politikasının uygulanması sonucu grafikte de görüldüğü gibi faiz oranları yükselecektir. Yatırımların faiz elastikliğinin yüksek olduğunu kabul eden klasik iktisada göre, yatırımlar düşecek ve milli gelirdeki artış sadece $Y_2 - Y_1$ kadar olacaktır.

Klasik yaklaşım genişleyici para politikasının ise, faiz oranlarını düşürerek yatırımları artıracığını ve çarpan mekanizması sonucu milli gelirin daha yüksek bir seviyede dengeye geleceğini ileri sürmüştür.

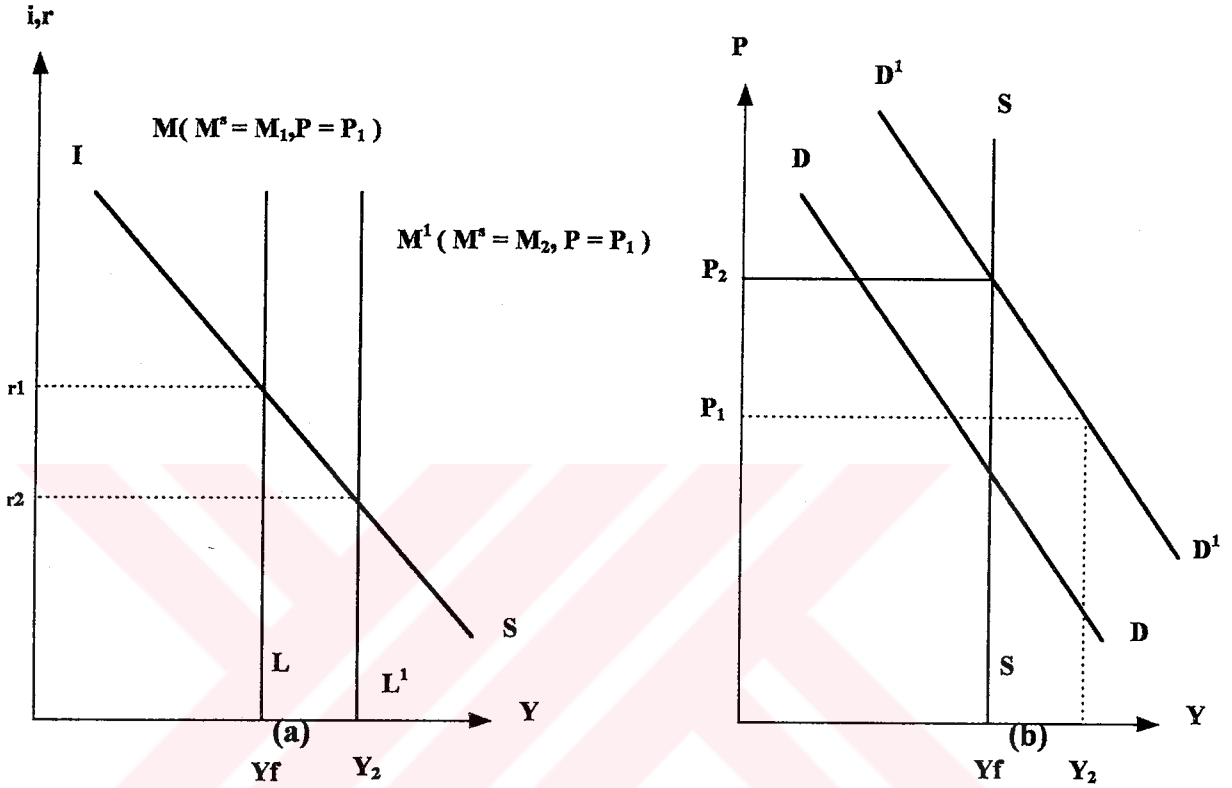
Keynesyen yaklaşım ise, maliye politikasının çok güçlü buna karşı para politikasının aciz olduğunu ileri sürmektedir. Şekil 40-(b) de görüldüğü gibi klasik yaklaşım tersine geçişleyici para politikası milli geliri Y_2-Y_1 kadar artırırken , maliye politikası ile bu artış Y_3-Y_1 kadar olmaktadır.

Sonuç olarak, klasik okul ekonomideki para stoğundaki değişikliklerin rolünün önemini vurgularken, Keynesyen iktisatçılar maliye politikalarının önemi üzerinde durmuşlardır.

5.5.1 Klasik Sistem

Klasik sistem tüm kaynakların tam istihdam seviyesinde kullanıldığı temeline dayanmaktadır. Arz eğrisi her fiyat seviyesinde üretilen ve satılan miktarı göstermektedir. Klasik arz eğrisinin şekli ise, şekil 41(b)'de görüldüğü gibi dikeydir. Diğer bir ifade ile, fiyatlar ne olursa olsun toplam üretilen çıktı değişmemektedir. Y_f sembolü, tam istihdam çıktı seviyesini göstermektedir.

ŞEKİL-41



Klasik sistemin diğ er önemli temel varsayımı ise, para talebi ile ilgilidir. Keynes öncesi miktar kuramcılarında göre, para talebi üzerinde faiz oranlarının önemli bir etkisi yoktur. Para talebi faize karşı tamamen duyarsız olup LM eğrisinin şekli, şekil 41(a)' da görüldüğü gibi toplam arzı eğrisi gibi dikeydir.

Klasik yaklaşıma göre, maliye politikası toplam talep üzerinde bir etkiye sahip olmayıp, sadece faiz oranlarını etkilemektedir. LM eğrisinde para stoğundaki bir değişiklikten kaynaklanan değişim ise, para talebini etkileyebilmektedir.

Şekil 41, toplam talep üzerinde para arzındaki bir değişikliğin etkisini göstermektedir. Para arzındaki bir artış LM eğrisini L'M' ne kaydırmaktadır. Her faiz oranı için LM eğrisindeki bu değişiklik para stoğundaki değişiklikle orantılıdır. IS eğrisi değişmeden LM eğrisindeki bu kayma faiz oranlarını da I_2 'ye indirmektedir. Böylece yeni denge milli gelir seviyesinde Y_2 olmaktadır.¹⁹⁷

Şekil 41 (b)' de P_1 fiyat seviyesinde toplam talep eğrisi para miktarındaki artışla orantılı olarak sağa doğru kaymaktadır. Bu ise, fiyatlardaki değişikliğin para miktarındaki değişiklikle nispeten aynı olduğu anlamına gelmektedir.

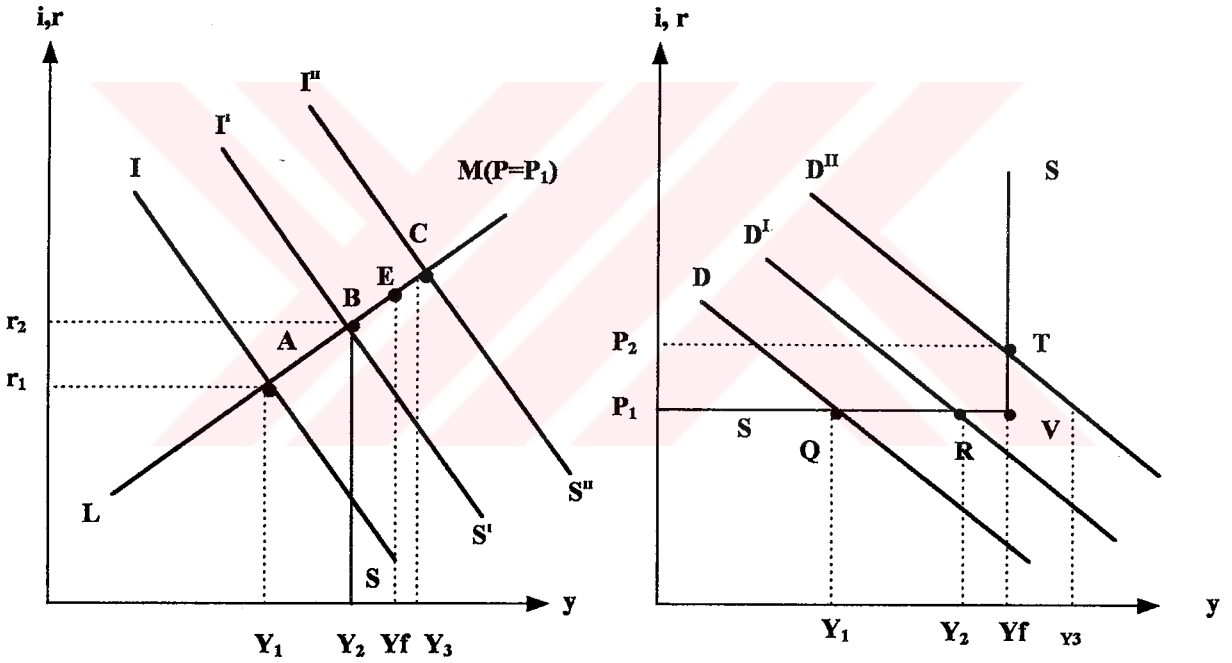
5.5.2 Keynesyen Sistem

Keynes'e göre , toplam arz grafiğinin tam istihdam seviyesinde dikey olması çok mantıksızdır. Klasik sistemin aksine, fiyatlar sabit üretim değişkendir. Üretim düzeyi girdi miktarındaki değişime bağlı olarak değişecektir.

¹⁹⁷ LITTER R.: a.g.e., sf 564.

Keynesyen sistem de klasik sistem gibi şekil 42'de grafiksel olarak tanımlanmıştır. SS eğrisi, toplam arz eğrisini göstermektedir. Y_f tam istihdam çıktı düzeyine karşılık gelmektedir. Toplam arz Y_f düzeyine kadar klasik sistem de olduğu gibi elastik olup Y_f noktasında fiyat düzeyinin P_1 'den yüksek olduğu durumlar için inelastiktir.¹⁹⁸

ŞEKİL-42



Keynesyen görüşe göre, para talebinin faiz elastikliğinin yüksek buna karşılık yatırımların faiz elastikliğinin düşük olması nedeni ile, LM eğrisi nispeten yatık iken, IS eğrisi

¹⁹⁸ MELTZER A.: "Keynes's Monetary Theory, A Different Interpretation", Cambridge University Press, 1988, sf.217.

nispeten diktir. Diğer bir ifade ile, Keynesyen iktisatçılar para politikasının etkisinin zayıf buna karşılık maliye politikasının etkisinin kuvvetli olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Genişleyici maliye politikası sonucu, IS eğrisi $I'S'$ ne kaymaktadır. Böylece, yeni reel gelir düzeyi Y_2 ve reel faiz düzeyi r_2 noktalarında oluşmaktadır. Diğer taraftan toplam arz eğrisi değişmemekte fakat toplam talep eğrisi $D'D'$ şeklinde sağa kaymaktadır. Denge çıktı miktarı ise, genişleyerek Y_2 düzeyine çıkmaktadır.

Keynesyen teoriye göre, genişleyici maliye politikalarına devam edildiği takdirde ekonomideki tam istihdam gelir düzeyine ulaşılacaktır. Buna göre, $I'S'$ eğrisi $I''S''$ eğrisi şeklinde sağa kayacak ve LM eğrisi ile C noktasında kesişeceklerdir. Toplam talep eğrisi ise, $D''D''$ şeklinde sağa kayacaktır. Yeni denge noktasının oluşması için fiyatlar da P_2 'ye yükselecektir. Denge gelir düzeyi ise, tam istihdam gelir seviyesine karşılık gelen Y_f noktasında gerçekleşecektir.

5.5.3 Maliye Politikası ve Para Politikasının Birlikte Etkisi

Faiz oranlarını yatırım harcamalarının belirlenmesinde önemli bir değişken olarak gösteren birçok çalışmaya rağmen,

Keynesyen ekonomistler para politikasının tek başına güçlü bir istikrar aracı olduğu hususunda daima şüpheli olmuşlardır.

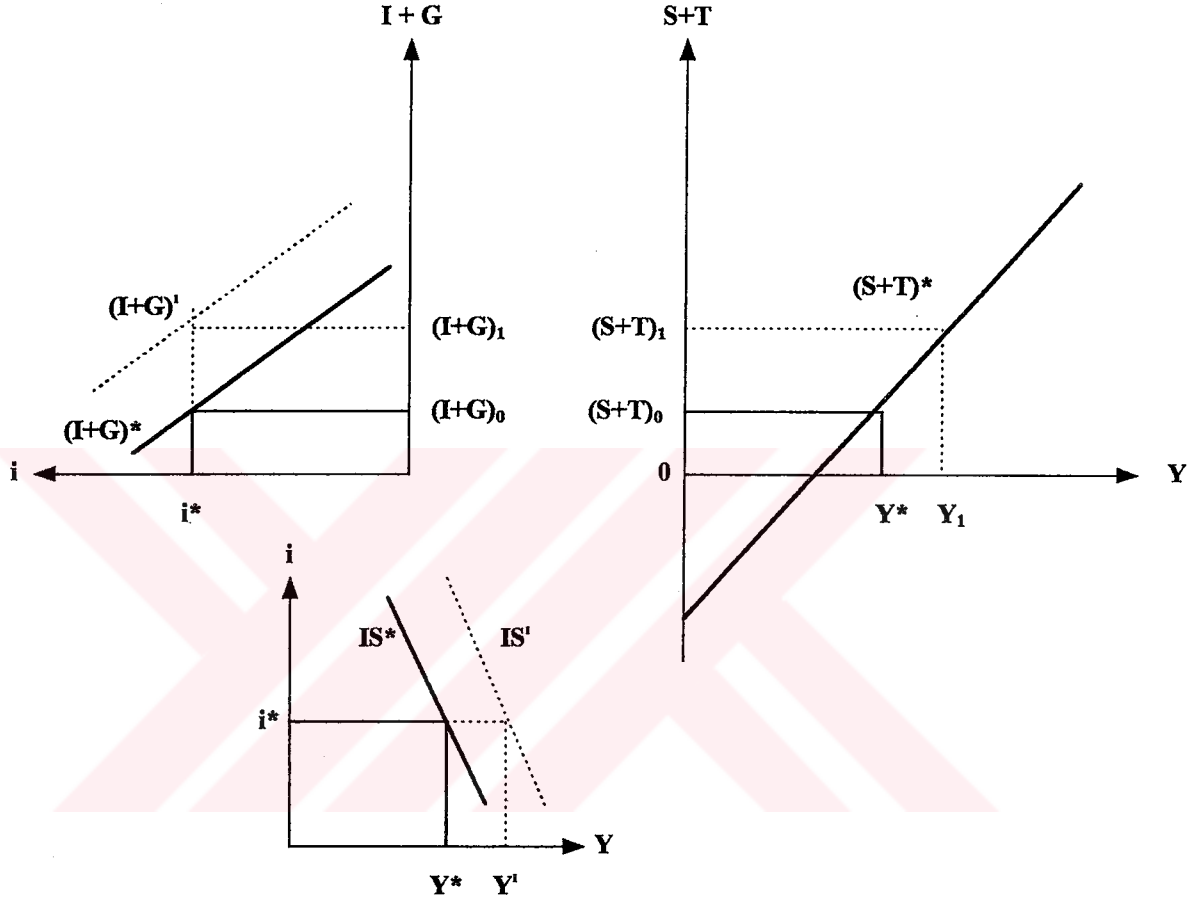
Modern Keynesyenler, ilk Keynesyenlerin “para hiç birşey değildir” görüşünü “para önemlidir fakat diğer şeyler de önemlidir” şekline dönüştürmüşlerdir. Fakat onlara göre de enflasyonu yaşamadan ekonominin tam istihdama ulaşmasını sağlayacak en önemli araç olarak maliye politikası kabul edilmiştir.¹⁹⁹

Hükümetin vergileri sabit tutup harcamaları artırması durumunda $(I+G)^*$ eğrisi $(I+G)'$ şeklinde artmaktadır. Bu ise, IS^* eğrisini IS' şeklinde sola kaydırmaktadır. Eğer vergiler azaltılırsa grafikte görülmemekle beraber IS eğrisi sağa kayacaktır. Diğer taraftan hükümet harcamalarının artırılması ve vergilerin düşürülmesi durumunda IS grafiği sağa kayarken tersi durumda IS eğrisi sola kayacaktır. Böylece, hükümet harcamaları ve vergi politikalarındaki değişiklikleri kapsayan maliye politikasının Keynesyen ekonomideki teorik ifadesi şekil 43'de görülmektedir.

¹⁹⁹ GORDON M.: “ Investment and Interest ,A Reformation and Extension of Keynesian Theory, Economics Journal,December, 1970,sf.983.

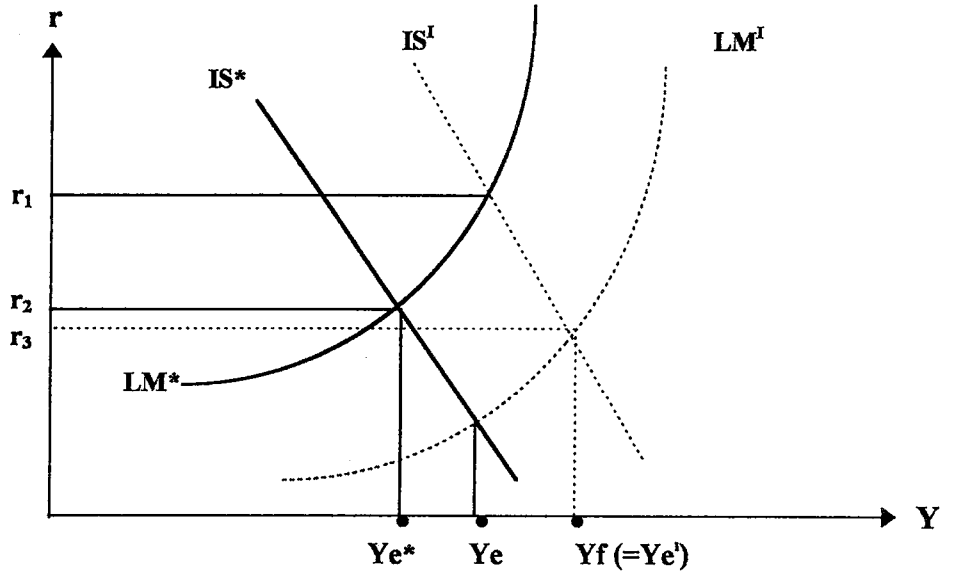
ŞEKİL- 43

Devlet Harcamalarındaki Artışın IS Eğrisi Üzerindeki Etkisi



Maliye politikası şekil 43'de para politikasının bir tamamlayıcısı olarak ifade edilmektedir. IS^* eğrisi yatırım harcamalarının faiz elastikliğinin düşük kabul edilmesi nedeni ile diktir. Denge IS^* ve LM^* eğrilerinin kesişmesi sonucu Y_e^* gelir seviyesinde oluşmaktadır. Tam istihdam gelir seviyesi (Y_f) ise, denge gelir seviyesinin sağındadır. Dolayısıyla ekonomi teorik olarak resesyondadır.

ŞEKİL-44



Uygun para politikasının uygulanması ile LM^* eğrisi LM' şeklinde sağa kayarak denge gelir seviyesi Y_e olmuştur. Fakat bu denge gelir seviyesi tam istihdam gelir seviyesine eşit değildir. Dolayısıyla, Keynesyen iktisatçılar LM eğrisindeki gerçek bir değişimin denge gelirini tam istihdam seviyesine ulaştırmada yetersiz kaldığını ve bu nedenlerden dolayı maliye politikasının gerekliliğini ileri sürmüşlerdir.²⁰⁰

Hükümet harcamalarının artması yada vergilerin azalması şeklindeki maliye politikalarının uygulanması sonucu IS^* eğrisi IS' şeklinde sağa kaymaktadır. Denge gelir seviyesi Y_e' sağa kayarak Y_f tam istihdam denge seviyesine eşitlenirken, faiz oranları da çok az bir düşüşle r_3 seviyesine inmektedir.

²⁰⁰ MELTZER A.: a.g.e., sf.231.

Sonuçta, ekonomik amaçlara ulaşılmasında, para politikası tek başına yeterli olamamaktadır. Bu konuda Keynesyen ve monetarist iktisatçılar farklı görüşler ileri sürmektedirler. Bununla beraber, her iki akım da, para politikası maliye politikasının birbirlerine uyum sağlamalarının, her iki politikanın etkinliği açısından zorunlu olduğu görüşü üzerinde birleşmektedirler.²⁰¹

5.6 Resesyon ve Enflasyon Dönemlerinde Para Politikası Aracı Olarak Faiz Oranının Rolü

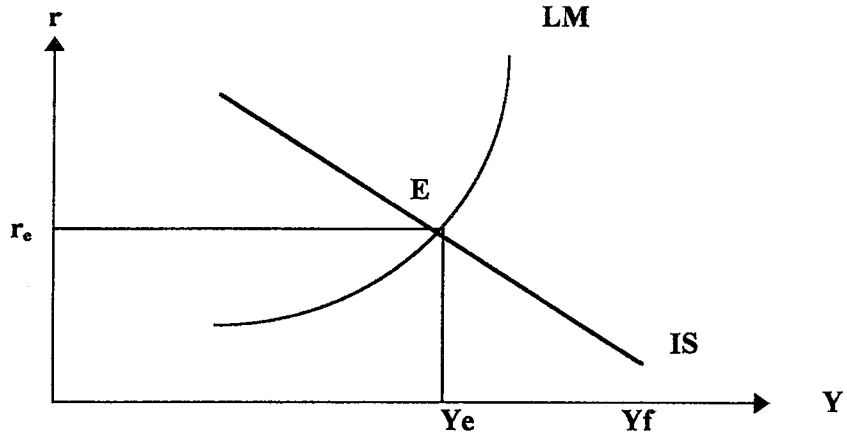
5.6.1 Resesyon Dönemi

Resesyon dönemlerinde ekonominin denge gelir seviyesi (Ye), şekil (45)'de görüldüğü gibi tam istihdam gelir seviyesinin (Yf) altında belirlenmektedir. Diğer bir ifade ile , ekonomi tam kapasitenin altında çalışmaktadır. Ekonomiyi resesyondan çıkarmak için uygulanacak anti-resesyon politikaları sonucu denge gelir seviyesi (Ye), tam istihdam seviyesine(Yf) yaklaşmaktadır.²⁰²

²⁰¹ ABAÇ S.: "Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye'deki Uygulama", İ.T.Ü. İşletme Mühendisliği Fakültesi, İstanbul, 1980, sf. 68.

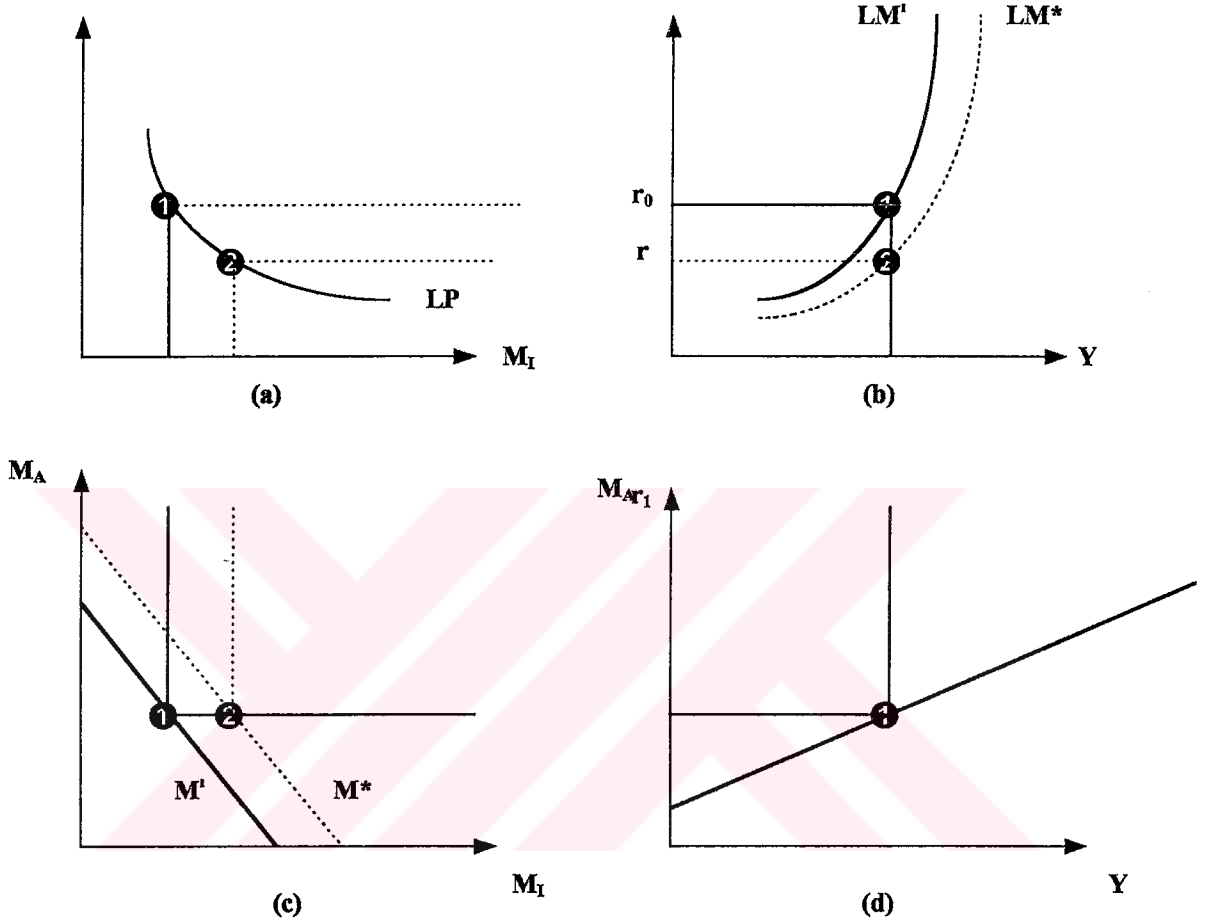
²⁰² SIMPSON T.: a.g.e., sf. 547.

ŞEKİL- 45



Merkez Bankası devlet tahvilleri satın alarak, iskonto oranlarını düşürerek, bankaların rezerv miktarını indirerek ekonomideki para arzını artırır. Şekil 46, para arzının artırılmasının sonuçları grafiksel olarak görülmektedir. Şekil 46-c'de M' para arzını gösterirken, 46-b'de Y_0 , gelir seviyesine karşılık gelmektedir. Dört grafiğin bütün olarak analizi sonucu ekonomiyi denge seviyesine getirecek faiz oranına ulaşılmaktadır.

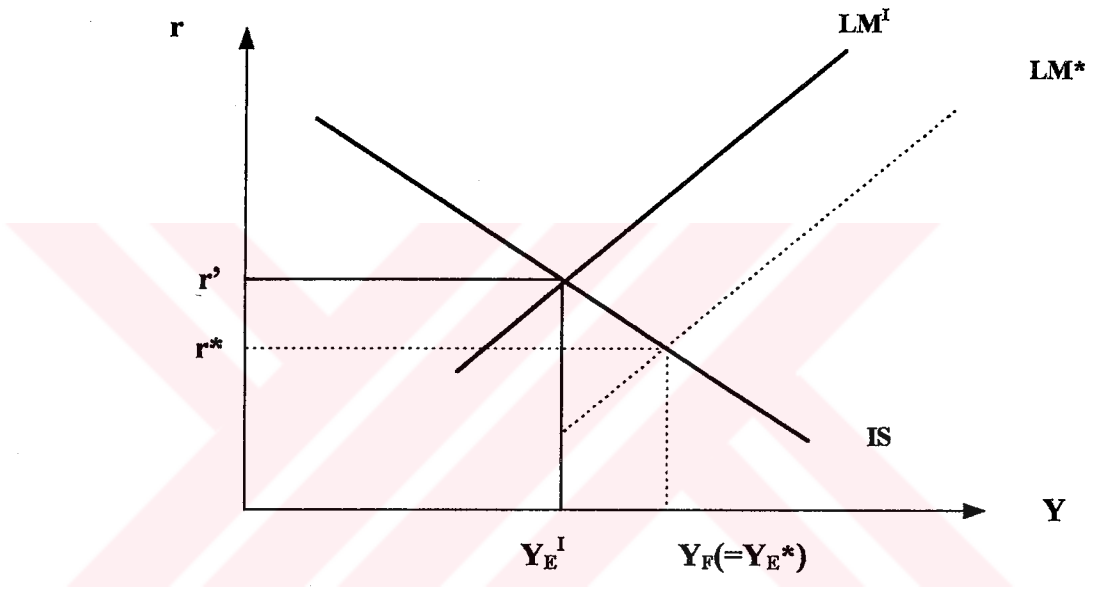
ŞEKİL - 46



İlk olarak, para arzının artırılması sonucu şekil 46-c'de para arzı M^* şeklinde yukarı kaymaktadır. Para arzındaki artış aynı zamanda LM eğrisinin de LM^* şeklinde sağa doğru kaydırılmaktadır. Böylece, denge faiz oranı gelir seviyesi aynı iken şekil 46-b'de görüldüğü gibi, eski faiz oranının altında, r_1 olarak belirlenmektedir.

Anti-resesyon para politikalarının ekonominin resesyon durumu üzerindeki etkileri IS-LM eğrilerinin birlikte analizi ile şekil 47'de görülmektedir.²⁰³

ŞEKİL- 47
Anti - Resesyonist Para Politikası



Merkez Bankasının para arzını artırması sonucu, LM' eğrisi LM* şeklinde sağa kaymaktadır. LM* eğrisi ile IS eğrilerinin kesişimleri sonucu, yeni denge faiz oranı r^* olarak resesyon dönemindeki r' faiz düzeyinin altında belirlenmektedir.

Faiz oranlarındaki bu düşüş ekonomideki yatırım harcamalarını uyarmaktadır. Daha önce karsız gözüken

²⁰³ DUDLEY G. L.: a.g.e., sf.418.

yatırımlar bu dönemde karlı gözükmemektedir. Böylece yatırımlar artmakta ve milli gelir seviyesi yükselmektedir. Yeni denge gelir seviyesi Y_e^* noktasında oluşmaktadır.

Y_e^* gelir seviyesinin ,tam istihdam gelir seviyesi (Y_f)'ne eşit ve resesyon dönemindeki Y_e' seviyesinden yüksek olması ($Y_e' < Y_f$ ve $Y_e^* = Y_f$) uygulanan anti-enflasyonist para politikasının başarılı olduğunu göstermektedir.

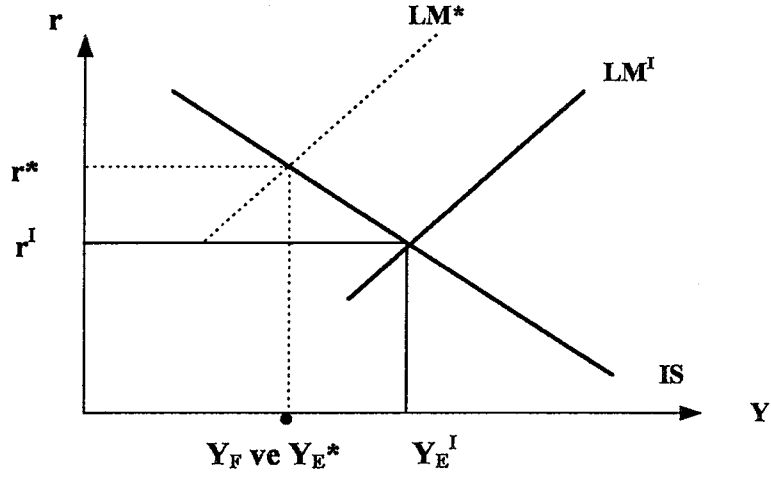
5.6.2 Enflasyon Dönemi

Enflasyon dönemlerinde milli gelir seviyesi, tam istihdam gelir seviyesinin üstünde belirlenmektedir. Diğer bir ifade ile, ekonomide bireylerin ve işletmelerin talep ettikleri tüketim ve yatırım mallarının miktarı, ekonominin üretim kapasitesinin üzerindedir.

Anti enflasyonist para politikasının grafiksel ifadesi ise, şekil 48'de belirtilmektedir. Şekilde de görüldüğü gibi, Y_e' gelir seviyesi, Y_f tam istihdam gelir seviyesinin üzerindedir. Denge gelir seviyesini tam istihdam seviyesine eşitlemenin bir yolu, $Y_f = Y_e$ eşitliğini sağlayacak şekilde tam istihdam gelir düzeyinin sağa kaymasıdır. Böylece, ekonomi tam istihdam denge seviyesine ulaşacaktır. Fakat, aynı zamanda ekonomi enflasyonist bir sürece girecektir.

ŞEKİL-48

Anti - Enflasyonist Para Politikası



Ekonomide enflasyonun olumsuz etkilerini yaşamadan dengeyi sağlamanın diğer yolu ise, anti-enflasyonist para politikası araçları ile ekonomideki para arzının azaltılmasıdır. Böylece, LM^I eğrisi LM^* şeklinde sola kayacak ve yeni denge noktası Y_E^* de oluşacaktır. Bu denge noktası aynı zamanda tam istihdam denge gelir seviyesi olan Y_F ye de eşittir.

Anti-enflasyonist para politikası sonucu denge faiz oranı ise, r^I den r^* düzeyine yükselmektedir. Yüksek faiz oranı işletmelerin yatırım kararlarını olumsuz etkilemektedir. Sonuçta, yatırım harcamaları azalmakta ve çarpan etkisi ile gelir seviyesi düşmektedir. Böylece, tüketim mallarına olan talep de

azalarak ekonomide enflasyonun olumsuz etkileri elimine edilmektedir.

Para miktarındaki değişiklikler sonuç olarak faiz oranlarını değiştirmektedir. Faiz oranındaki değişikliklerin para piyasasında yarattığı etkiler reel sektöre de yansiyarak yatırım harcamalarını değiştirmektedir. Faiz oranlarındaki değişikliğin yatırım kararları üzerindeki etkileri arzu edilen şekilde veya arzu edilmeyen şekilde olabilmektedir

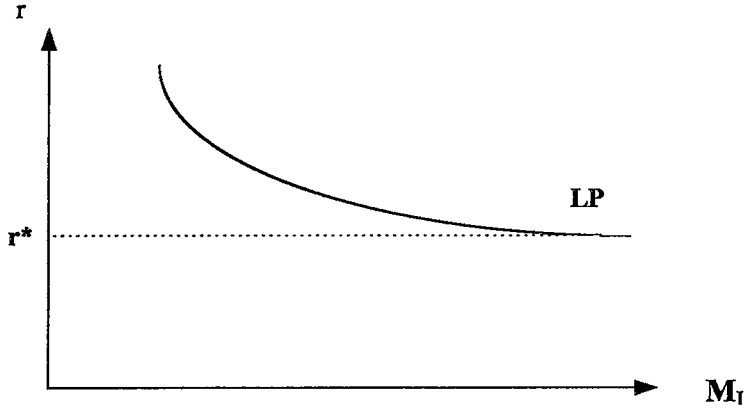
Keynesyen ekonomide faiz oranı-yatırım ilişkisinin kuvvetli yada zayıf olup olmadığı önemli bir konuyu oluşturmaktadır. Keynesyen iktisatçılar, para politikasının enflasyonun ve işsizliğin sosyal yaralarını tamir etmek için uygun bir araç olmadığını ileri sürmüşlerdir.

5.7 Likidite Tuzağı ve Para Politikası

Para politikası aracı olarak, para miktarındaki değişikliğin bir noktadan sonra faiz oranları üzerinde arzu edilen değişikliği gerçekleştirmediği şekil 49'da likidite tecihi grafiği ile açıklanmakta ve bu durum **likidite tuzağı** olarak tanımlanmaktadır.

ŞEKİL-49

Likidite Tuzağı



Şekilde görüldüğü gibi, çok düşük faiz oranında likidite tercihi eğrisi yatay bir şekil almaktadır. Diğer bir ifade ile, para talebinin faiz elastikiyeti bir noktadan sonra sonsuz olmaktadır. Para arzı ne kadar büyük miktarda artarsa artsın, faiz oranı belli bir minimum seviyenin altına düşmemektedir.²⁰⁴

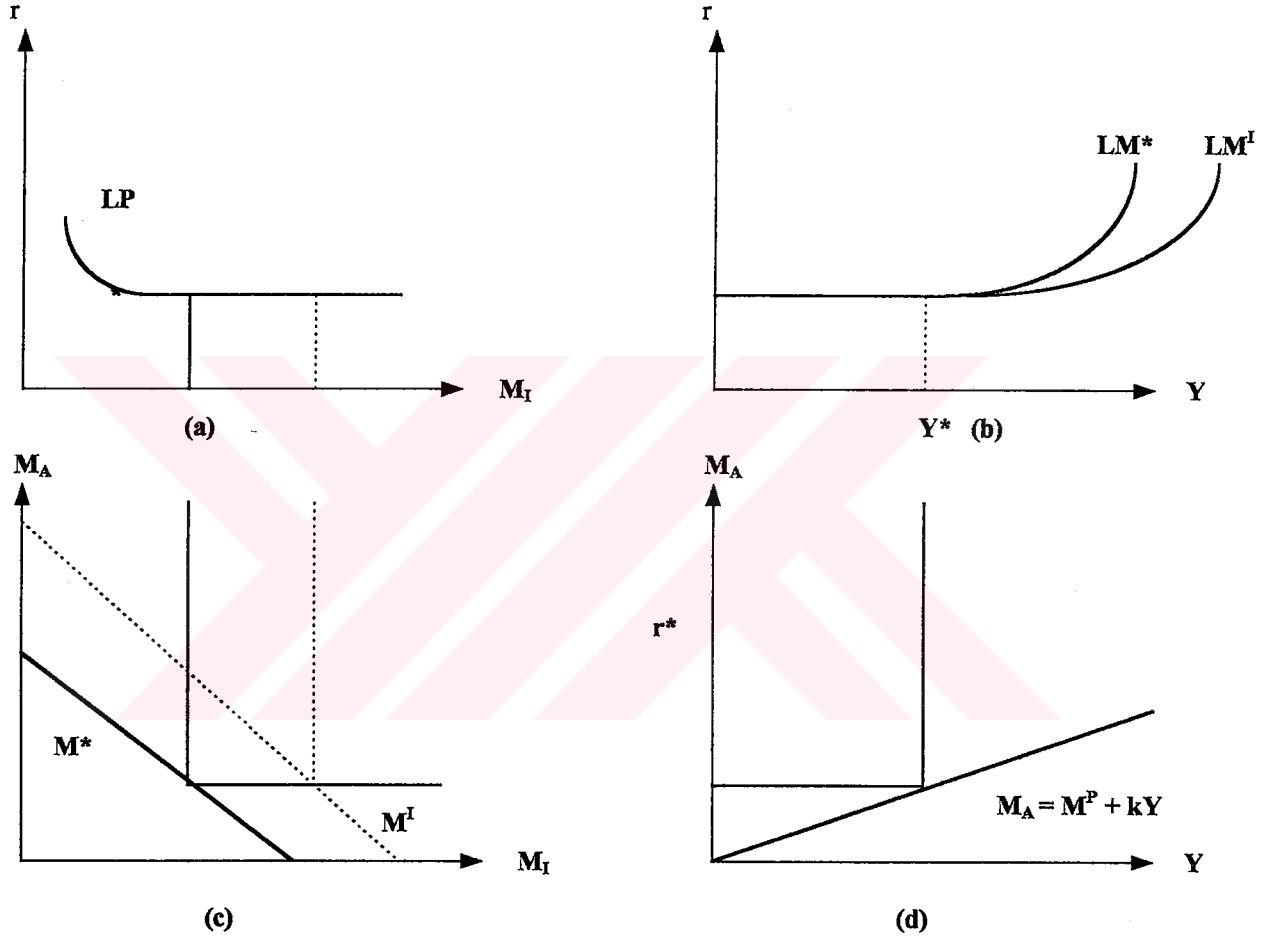
Şekil 50'de likidite tercihi eğrisi, LM eğrisi, para arzı ve denge gelir seviyesi ile birlikte dördü bir diyagram çerçevesinde ele alınmıştır. Başlangıç gelir seviyesi Y^* ve para arzı M^* iken denge faiz- gelir kombinasyonu (r^*, Y^*) olmaktadır. Para arzı M' düzeyine çıkarıldığında LM^* eğrisi şekil 50'de görüldüğü gibi LM' şeklinde sağa kaymakta fakat, denge faiz ve gelir

²⁰⁴ ABEL A.- BERNANCE B.: "Macroeconomics", Reading, Mass., U.K. and Sydney, 1992, sf.523.

noktalarında bir değişiklik olmamaktadır. Para piyasasında bu durum **likidite tuzağı** olarak tanımlanmaktadır.²⁰⁵

ŞEKİL- 50

Likidite Tuzağı ve Para Arzı (LM) Eğrisi



Ekonomi likidite tuzağına girdiği zaman para politikası milli gelir seviyesini değiştirmede güçsüz kalmakta ve faiz oranları değişmemektedir. Faiz oranlarında istenilen düşüş

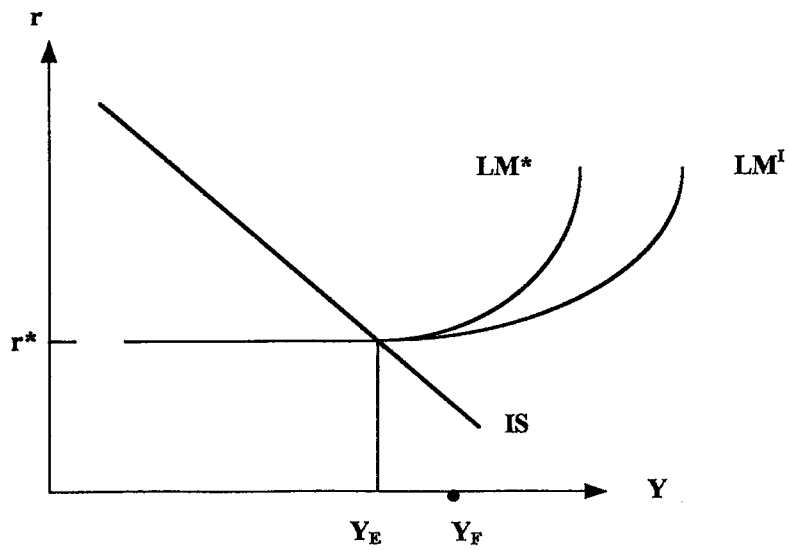
²⁰⁵ DESAI M.: a.g.e., sf. 249.

gerçekleşmeyince yatırımlar teşvik edilememekte ve sonuçta , milli gelir yükselmemektedir.

Şekil 51'de likidite tuzağında para politikasının etkisizliği grafiksel olarak gösterilmektedir. IS eğrisi LM^* eğrisini onun yatay olduğu bir pozisyonda kesmekte ve denge gelir seviyesi Y_E olarak belirlenmektedir. Para arzındaki bir artış sonucu LM eğrisi (LM^*) den (LM')' ne kaymakta fakat , IS eğrisi ile LM' eğrilerinin kesişim noktası değişmemektedir. Sonuçta denge gelir seviyesi de Y_E düzeyinde kalmaktadır. Diğer bir ifade ile, ekonomi likidite tuzağına girdikten sonra para politikası denge gelir seviyesini tam istihdam gelir seviyesi olan Y_F düzeyine çıkarmada yetersiz kalmaktadır.

ŞEKİL- 51

Likidite Tuzağında Etkinsizleşmiş Para Politikası



Likidite tuzağı üzerine yapılan ampirik çalışmalar 1930'ların sonlarında yoğunluk kazanmışlardır. Faiz oranlarının aşırı düşük ve ticari bankacılık sisteminde rezervlerin aşırı yüksek olduğu bu dönemde, Keynesyen ekonomistler ekonominin likidite tuzağına girdiğini ve para politikasının, dönemin en önemli sorunu olan işsizlik problemini çözmede başarısız olacağını ileri sürmüşlerdir.

1930'ların sonlarında para talebi üzerine yapılan ampirik çalışmalar da, likidite tuzağı görüşünü desteklemiştir. Bu çalışmalara göre, çok düşük faiz oranlarında para talebinin faiz elastikliği göreceli olarak düşük fakat kesinlikle sonsuz değildir. Sonuç olarak, likidite tuzağı para politikasının etkisizliğinin sebebini oluşturmaktadır.

5.8 Aktarım Mekanizması

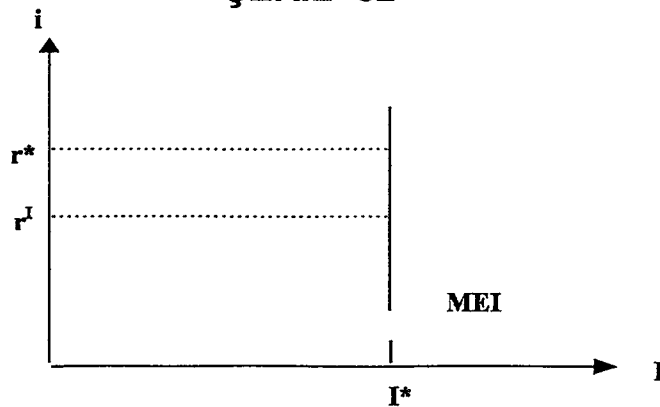
Para arz ve talebindeki değişmelerin, toplam talep üzerindeki etkisine "aktarım mekanizması" denilmektedir". Zira böylelikle, para arz ve talebindeki, yani parasal değişkenlerdeki değişmeler, faiz haadleri yolu ile reel kesime aktarılmaktadır.²⁰⁶

²⁰⁶ TUNCA Z.: a.g.e., sf.192.

Keynesgil ve neo-klasik iktisatçılar, ikame olayının hiç değilse birinci aşamada para ile finansal aktifler arasında gerçekleştiğini ve bu nedenle para politikası aktarma kanalının faiz oranından geçtiğini belirterek sürecin dolaylı olduğunu savunmaktadırlar. Monetaristlerin görüşü ise, paranın yalnız finansal aktiflere değil, reel aktiflerle de ikame edileceği şeklindedir. Bu nedenle monetarist süreç doğrudan ve daha kısadır.²⁰⁷

Şekil 52 yatırımların faiz değişikliklerine karşı duyarsız olduğu durumdaki inelastik marjinal yatırım eğrisini (MEI) göstermektedir. MEI eğrisi teknik olarak yatırımların sıfır faiz elastikiyetini ifade etmektedir. Yatırımcılar, faiz oranları ne olursa olsun aynı yatırım miktarını yapmaktadırlar. Diğer bir ifade ile, faiz oranı r^* ve r' iken, yatırım miktarı hep I^* düzeyinde kalmaktadır.²⁰⁸

ŞEKİL- 52

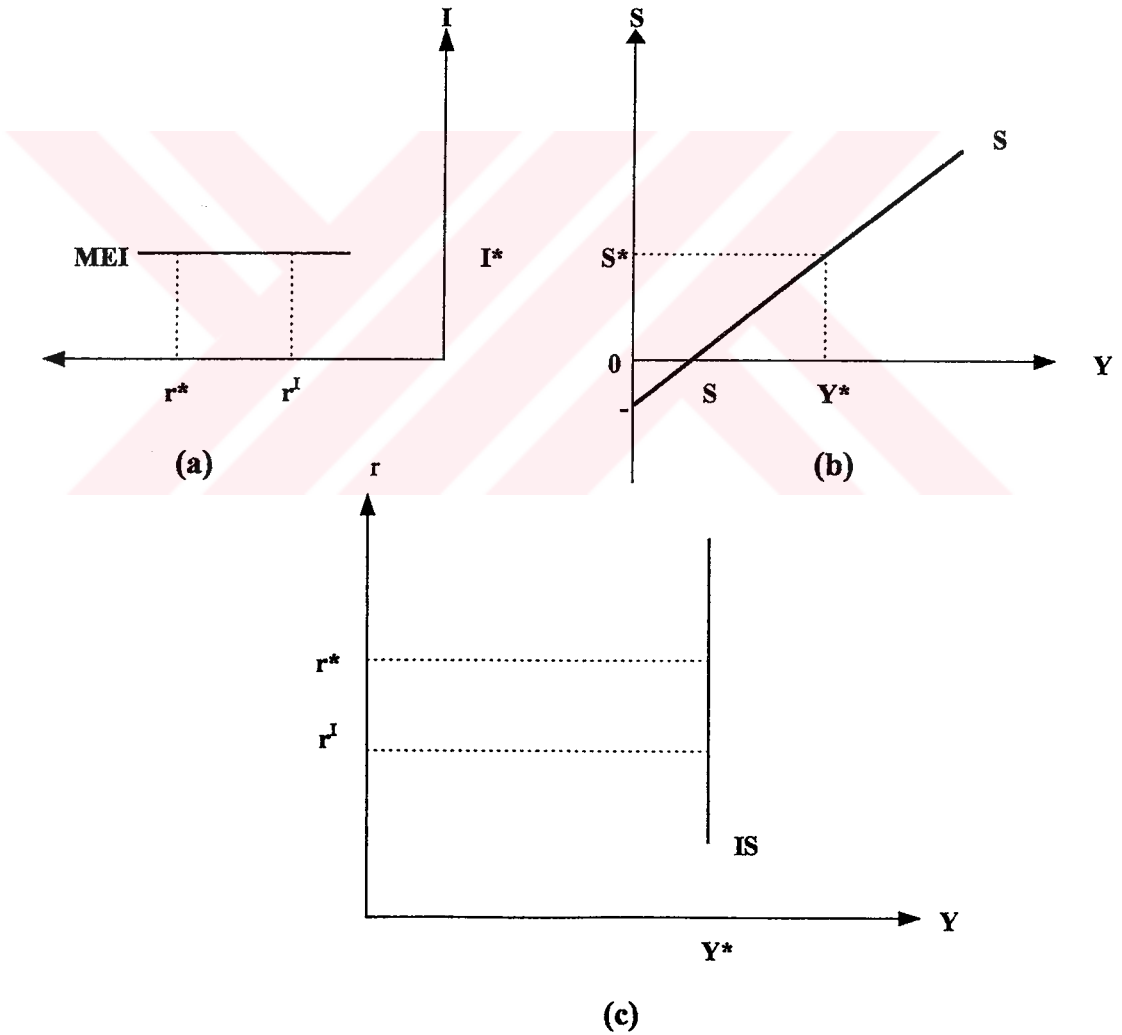


²⁰⁷ ABAÇ S.: a.g.e., sf.62.

²⁰⁸ SHACKE, G.L.S.: "Théorie Monétaire", R.S.Thorn, Dunod, Paris, 1971, sf.385.

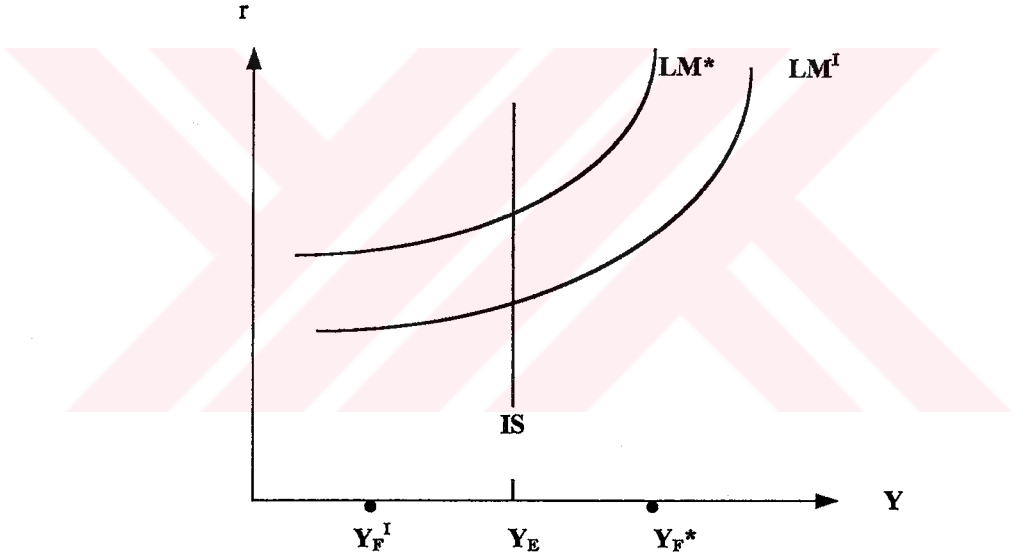
Yatırımların faiz oranlarına karşı duyarsız olması ve inelastik MEI eğrisi IS eğrisinin şeklini de etkilemektedir. Bu etki ise, şekil 53'de yer almaktadır. Yatırım eğrisi şekil 53-a'daki gibi yatay olup, denge gelir seviyesi, her faiz oranı için Y^* düzeyindedir. Dikey MEI eğrisi sonucu IS eğrisi, şekil 53-c'de görüldüğü gibi dikey bir şekil almaktadır.

ŞEKİL - 53



IS eğrisinin dikey olması, para politikasının ekonomik stabilizasyon için etkin bir araç olmadığı anlamına gelmektedir. Şekil 54' de dikey IS eğrisi ile LM eğrisi Y_E denge gelir seviyesinde kesişmektedir. Tam istihdam gelir seviyesi (Y_f) ise, denge gelir seviyesinin (Y_E) sağında yer almaktadır. Diğer bir ifade ile, ekonomi resesyondadır.

ŞEKİL-54



Resesyonda uygulanacak para politikası, ekonomide para arzının artırılmasıdır. Para arzının artması ile LM^* eğrisi LM^I şeklinde sağa kaymaktadır. Fakat, LM eğrisindeki bu kayış denge gelir seviyesinde hiç bir değişiklik yapmamaktadır.

Tam istihdam gelir seviyesi olarak Y^f noktası kabul edildiğinde IS- LM eğrilerinin kesim noktasına karşılık gelen denge gelir seviyesi (Y_e) bu noktanın sağında kalmaktadır. Bu ise, ekonominin enflasyonda olduğunu ifade etmektedir. Böyle bir durumda uygulanacak para politikası ise, para arzının azaltılmasıdır. Böylece LM' grafiği şekil 54'de görüldüğü gibi LM* olarak sola kaymakta ve denge faiz oranı da yükselmektedir. Fakat, IS eğrisinin dik olması nedeniyle, denge gelir seviyesinde hiç bir değişiklik olmamaktadır.

Sonuç olarak, Merkez Bankası'nın tam istihdam denge seviyesine ulaşmak için para arzında yaptığı değişiklikler **aktarım mekanizmasındaki başarısızlıklar** nedeni ile hedefine ulaşamamaktadır. Diğer bir ifade ile, para piyasasında faiz oranında yapılan değişiklikler, reel sektörde yatırım harcamalarında istenilen değişikliği yapmamakta ve gelir seviyesi aynı düzeyde kalmaktadır. Sonuçta, IS eğrisi ne kadar dik ise, para miktarındaki değişikliğin ekonomik aktivite üzerindeki etkisi de o kadar zayıf olmaktadır.

BÖLÜM II

1980-1996 YILLARI ARASINDA TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FAİZ VE YATIRIMLARIN YAPISI

6. 1980 Öncesi ve Sonrasında Türkiye’de Uygulanan Faiz Politikaları

6.1 Türk Finansal Sisteminin Temel Özellikleri ve Yapısı

6.1.1 Finansal Piyasaların Temel Özellikleri

- a) Finans sektörümüzün tarihi gelişimi 1930’lu yılların başından itibaren kurulan kamu sermayeli ihtisas ve kalkınma bankaları ile başlamıştır. 1932 yılında çıkarılan T.C. Merkez Bankası Kanunu ile Merkez bankası kurulmuş, sektöre 1950’li yıllardan itibaren özel sermayeli bankalar da katılmaya başlamıştır.
- b) Finans sektörünün ağırlıklı bölümünü oluşturan bankacılık kesiminin, sanayi kesimi ile olan sıkı mülkiyet bağları Türkiye’de sermaye piyasalarının kurulmasını geciktirmiştir. Geriye yönelik tüm kalkınma planlarında sermaye piyasasının kuruluşu ve geliştirilmesi ile ilgili hükümler yer almasına rağmen, 1982 yılında yaşanan banker krizine kadar sermaye piyasasının kurulmasıyla ilgili belirli bir somut adım atılmamıştır.
- c) 1980 yılında makro ekonomi politikalarında yaşanan radikal değişimler, finansal piyasalarda da yeniden düzenleme çalışmalarının başlatılmasına yol açmıştır. Serbest faiz politikası uygulamasına geçilmiş, 80’li yılların başında

Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuştur. Bunların yanısıra, Merkez Bankası'nın finansal sistem üzerindeki denetim ve gözetim fonksiyonları etkinliği artırılmıştır.

- d) 80'li yılların başında, yabancı sermayeyi teşvik düzenlemelerinin yeniden oluşturulması sonucunda Türkiye'ye önemli sayıda yabancı banka gelmiştir. Yabancı bankaların sayısı 1996 yıl sonu itibarıyla 18'i bulmuştur.
- e) 1986 yılından itibaren bankacılık sektöründe ve sermaye piyasasında önemli reformlar gerçekleştirilmiştir. Yapılan düzenlemeler ile finansal sektörde yeni piyasalar ve kurumlar oluşturulmuş, yeni finansal araçlar geliştirilmiştir. 1986 yılında yapılan en önemli finansal reformlardan birisi İMKB'nin (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) açılmasıdır.
- f) 1989 yılında kambiyo mevzuatımızda, 32 sayılı kanun hükmünde kararname ile, yapılan yeniden düzenleme ve serbestleştirme çalışmaları sonucunda finans sektörümüz uluslararası sermaye akımlarına açık hale dönüştürülmüştür.
- g) Finans sektörü içerisindeki kamusal kaynaklı fon talebi önemli oranda yüksektir. Bu durum, özel kesimin finans sektörü olanaklarından dışlanması etkisini yaratmaktadır.
- h) Finans sektöründe mevduat; 80'li yılların ortalarına kadar en önemli tasarruf aracı durumundayken, yeni sermaye piyasası enstrümanlarının ihracı ile birlikte tasarrufların değerlendirildiği yatırım araçları artarak çeşitlenmiştir.

- i) Ülkemizde uygulanan makro ekonomik büyüme politikalarında oluşan istikrarsız eğilimler, büyüme rakamlarının yıllar arasında ani düşüş veya çıkış göstermesi, ekonomik krizler finans sektörünün gelişimini etkileyen önemli unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.
- j) Yüksek ve kronik enflasyon, finansal sektör yatırım araçları getirilerinde dalgalanmaya yol açmaktadır. Bu durum finansal piyasalara olan güveni azaltmakta ve yatırım riskini artırmaktadır. Artan risk ise TL faizlerinin yükselmesine neden olmaktadır.
- k) Makro ekonomik istikrarsızlıkların her 2 veya 3 yılda bir kendini tekrarlaması sonucunda tasarruflar giderek daha kısa vadeli yatırım araçlarında değerlendirilmeye başlanmıştır. Kısa vadede sıkışan finans sektörümüz, sabit sermaye yatırımlarına yeterli kaynağı aktaramaz duruma gelmiştir. (dipnot İMKB kitabı Can Fuat Gürlesel, Kerem Alkin, Sadi Uzunoğlu No:10, Nisan 97, s,90-91.)

6.1.2 Finansal Sistemin Yapısı

Türk finansal sistemini belirli bölümlere ayırdığımız takdirde, altı değişik piyasanın varlığından söz edilebilir.

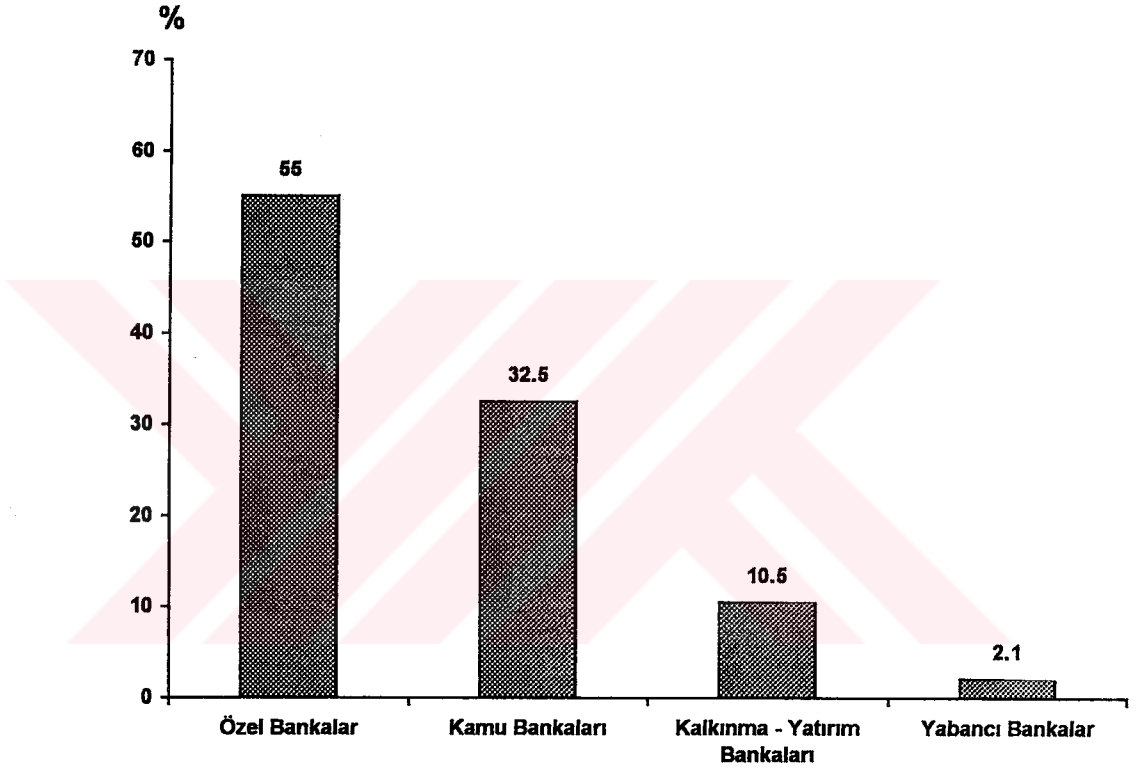
6.1.2.1 Kredi Piyasası

Genellikle kısa vadeli fon aktarımlarının gerçekleştirildiği bu piyasanın tarafları; Merkez Bankası, ticari bankalar, kalkınma / yatırım bankaları ile sınai ve ticari işletmelerden oluşur. Bankalar kredi arz eden, sınai ve ticari işletmeler ise kredi talep eden taraflardır. Ancak son yıllarda Merkez Bankası ile kalkınma / yatırım bankalarının toplam kredi stoku içindeki payları giderek azalmış ve sonuçta piyasanın kredi arz eden tarafında yoğunluk, büyük ölçüde özel ticari bankaların üzerinde toplanmıştır.

Bankacılık sektörünün toplam krediler içinde, 1996 yılı Kasım ayı itibarıyla özel bankaların payı % 55, kamu bankalarının payı % 32.4, kalkınma ve yatırım bankalarının payı % 10.5 ve yabancı bankaların payı % 2.1 olarak gerçekleşmiştir. Toplam kredi hacminde özel bankaların payı, 1995 yılının aynı dönemine göre artmaya devam etmiş, diğer banka gruplarının payı ise azalma göstermiştir. Bir yıllık bazda özel bankaların kredi hacmi, 1996 yılı Kasım ayı verilerine göre, % 145.8 artarken, kamu bankalarının % 113.8, Yabancı bankaların % 91, kalkınma ve yatırım bankalarının ise % 113.3 oranında artmıştır. Reel olarak bakıldığında kredi hacmi özel bankalarda % 32.4, kamu bankalarında % 15.2, yabancı

bankalarda % 2.9 ve kalkınma - yatırım bankalarında ise % 14.9 oranında artmıştır.²⁰⁹

GRAFİK
KREDİLERİN BANKA GRUPLARI İÇİNDEKİ PAYI (%)
(1996 Kasım verileri)



Kaynak: TCMB 1996 Yıllık Rapor, s.73.

Türk bankacılık sistemi oligopol bir yapıya sahiptir. Finansal sistemimizde kredi piyasası, yüksek işlem hacmine sahip olan belirli banka gruplarının kontrolü altındadır. Mevduatların bankalara dağılımını incelediğimizde, 5-6 büyük bankanın

²⁰⁹ TCMB: 1996 Yıllık Rapor, Nisan 97, Ankara, sf. 72-73.

mevduat hacminin çok büyük bir kısmını kontrol ettiğini görüyoruz.²¹⁰

Özellikle Devlet'in kamu bankaları aracılığıyla, seçim dönemlerinde veya siyasal baskılar nedeniyle, irrasyonel faiz politikaları uygulaması ve bunun yanısıra büyük sınai-ticari özel sektör kuruluşlarının özel bankalarla olan mülkiyet ilişkileri, ülkemizde kredi faizlerinin gerçek arz - talep koşullarında oluşmasını önlemektedir.²¹¹

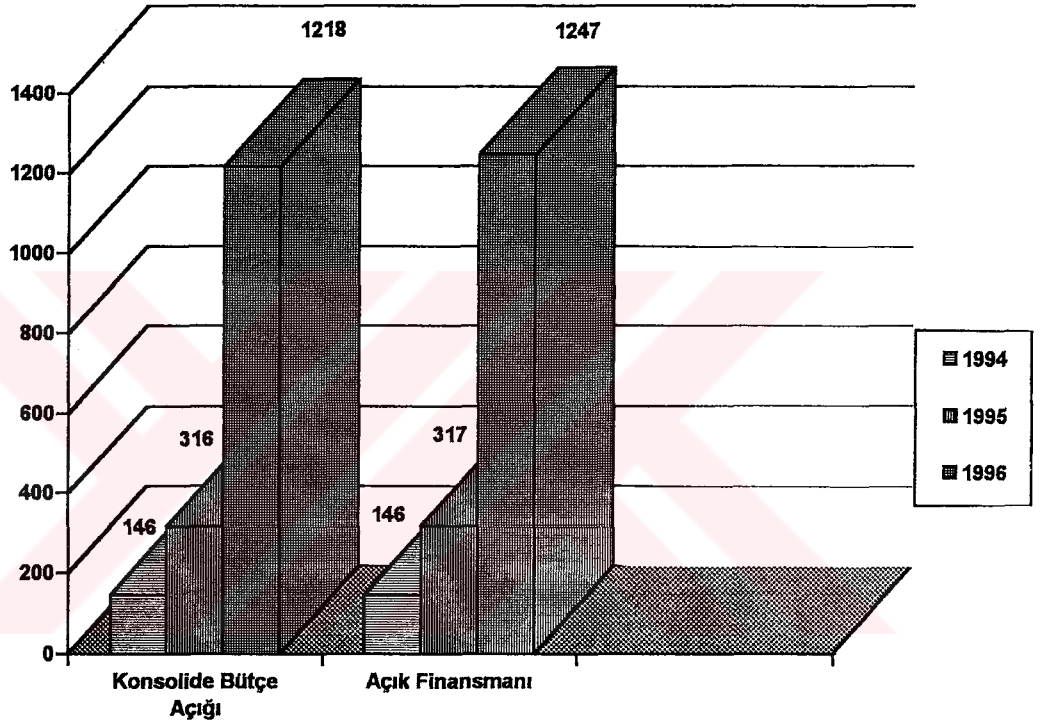
6.1.2.2 Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasası (DİBS)

Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasası; vadesi bir yıldan uzun olan Devlet Tahvilleri, vadesi bir yıldan kısa olan Hazine Bonoları, Gelir Ortaklığı Senetleri ve KİT'lerin ihraç ettiği tahvillerden oluşur. Son yıllarda, DİBS piyasasının gelişerek finansal sistemden aldığı payın sürekli artmasının en önemli nedeni kamu bütçe açıklarıdır. Konsolide bütçe açıkları her geçen yıl katlanarak büyümüş ve bu açıklar Hazine Bonosu, Devlet Tahvili ihraçlarıyla karşılanmıştır. Kamu sektörü finansal piyasalarda, özel sektörün en büyük rakibi haline dönüşmüştür.

²¹⁰ TOBB: Faiz Politikaları; Görüşler ve Değerlendirmeler, Ankara, 1987, sf.10-11.

²¹¹ BÜYÜKDENİZ A.: Türkiye'de Faiz Politikaları, Bilim ve Sanat Vakfı Yayını, İstanbul, 1991, sf.52.

GRAFİK
KONSOLİDE BÜTÇE AÇIĞI ve FİNANSMANI
(1994-1996 YILLARI ARASI, TRİLYON TL)



Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi, Sayı:21 Haziran 1997, s. 18-19.

1996 yılında kamu kesimi açığının milli gelire oranının, hedefin oldukça üzerinde % 10 civarında gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Sapmanın en önemli nedeni kamu kesimi açığına en büyük katkıyı yapan bütçe açığının hedeflenenin üzerinde gerçekleşmesidir. Açık % 6.4 olarak programlanmış,

ancak gerçekleşen oran % 8.2 olmuştur. Bütçede öngörülen gelir hedeflerine, enflasyondaki yükselmenin de katkısıyla hemen hemen ulaşılmıştır. Bütçe gelirleri 96 yılında % 96 oranında artmış ve 2.738 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Ancak, harcama kalemlerinde hedefler aşılmıştır. Bütçe harcamaları % 131 oranında artmış ve 3.956 trilyon TL olmuştur. Bütçe gelirlerinin milli gelire oranı yaklaşık olarak % 19 oranında aynı kalmış, harcamaların milli gelire oranı ise % 22'den % 27'ye yükselmiştir.²¹²

Ayrıca özel ticari bankalara uygulanan, mevduat munzam karşılığı olarak DİBS tutma teşviği ve dolaylı zorunluluğu da DİBS piyasasının giderek büyümesine yol açmıştır. Bunun yanısıra, 1980'li yılların istikrar politikaları ve dönemsel reel faiz uygulamaları sonucunda özel ticari bankaların kredi riski artmış ve bu durumda bankaları, risksiz ve yüksek getirili bir plasman aracı olarak kabul ettikleri DİBS'ne yönlendirmiştir. DİBS piyasasında mali araç olarak ağırlık Hazine Bonoları ve Devlet Tahvilleri'ndedir. Yetersiz fon kaynakları ile gelişmeye çalışan finansal sistemimiz üzerindeki yoğun kamu baskısı ve rekabeti, özel sektörün finansal sistemimizden borçlanma olanaklarını azaltırken piyasada oluşan faiz oranlarının düşürülmesini zorlaştırmakta, yüksek ve değişken faiz oranlarının oluşmasına ve kronikleşmesine yol açmaktadır.

²¹² Türkiye Bankalar Birliği: Bankacılar Dergisi, Sayı:21,Haziran 1997, sf. 18-19.

TABLO
İÇ BORÇ STOKU
(Trilyon TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Tahvil	18.8	24.7	86.4	190.5	239.4	511.8	995.8
Bono	5.5	18.3	42.2	64.5	304.2	631.3	1745.6
MB Avans	2.9	13.6	31.0	70.4	122.3	192.0	216.1
Kur Farkı	30.0	41.1	34.6	31.9	133.4	25.9	0
Toplam	57.2	97.7	194.2	357.3	799.3	1361	2957.5

Kasım 1996 itibarıyla

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Ekonomide yapısal önlemlerin geciktirilmesi sonucunda, kamu kesimi açığının giderek artan biçimde iç borçlanmayla karşılanması, özellikle 1996 yılında belirgin bir nitelik almıştır. 1995 yılının son çeyreğinden başlayarak çok kısa vadelerde ve aşırı yüksek reel faizlerle borçlanması sonucu, iç borçlar 1996 yılında eşi görülmemiş biçimde artış göstermiştir. 1995 yılı sonunda GSMH'nin % 17.3'ne denk gelen ve 1.36 katrilyon TL düzeyinde bulunan iç borç stoku, 1996'nın Kasım ayı sonunda % 117 artışla 3 katrilyon TL'ye yaklaşmıştır. İç borçların çığ gibi büyümesinin yanında, vade yapısındaki olumsuz değişim de dikkat çekici boyuttadır. 1995 sonunda toplam stokun % 46'sını oluşturan hazine bonusu stoku, payını

Kasım 96 itibarıyla % 59'a yükselterek 1.7 katrilyon TL'yi aşmıştır. Bu arada Devlet tahvili stokunun payı ise % 38'den % 34'e gerileyerek, 1 katrilyon tutarında kalmıştır.²¹³

TABLO

İÇ BORÇLANMA VADE YAPISI VE FAİZ ORANLARI

(1994-1996 Yılları Arası, Gün ve % Olarak)

Vade(gün)	Pay(%)			Bileşik Faiz(%)		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996
0-100	73	27	5	190	143	158
101-200	22	28	67	135	135	142
201-275	4	28	17	124	110	128
276+	2	17	12	139	108	115

Kaynak:TBB Bankacılar Dergisi, Sayı:21, Haziran 97, s.20.

6.1.2.3 Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası

Türkiye'de özel sektör kuruluşlarının borçlanma araçları yoluyla sağladığı fonlar, şirket kaynakları içinde ihmal edilebilir bir paya sahiptir. Özel sektörün kullanabileceği borçlanma araçları olarak; 2-7 yıl vadeli tahvilleri, banka bonosu ve banka garantili bonoları (90-360 gün vadeli), finansman bonosu (90-360 gün vadeli) ve kar/zarar ortaklığı belgelerini sayabiliriz. Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası'nın finansal

²¹³ TÜSİAD EKONOMİK RAPOR: 1997 Yılına Girerken Türk Ekonomisi, Ocak 1997, İstanbul, sf.38.

sistemimizde önemli bir yer tutmamasının nedenlerini aşağıda sıralanmıştır.

- Bu tür borçlanma enstrümanları ile ilgili düzenlemeleri kapsayan mevzuat hükümlerinin esnek olmaması, özkaynak ve ödenmiş sermaye ile ilgili özel sektör şirketlerinin tabi olduğu limitlerin mevcut olması, uzun borçlanma prosedürü hükümlerinin zaman kaybına yol açması,
- Finansal sistem içerisinde likit kaynakların daha çok banka mevduat hesaplarını tercih etmesi, banka kaynaklı yatırım araçlarını daha güvenli ve risksiz bulması,
- Değişken ve yüksek faiz oranlarının, sabit getirili özel sektör borçlanma araçları ihracının önünü tıkaması, yatırımcıların değişken faizli ve kısa vadeli (günlük, aylık veya 45 günlük faiz oranları gibi) banka mevduat hesaplarını tercih etmesi,
- “İMKB Tahvil Piyasası” veya bankalararası bono alım-satımı gibi ikincil piyasaların varlığına rağmen henüz işlem hacminin yeterli seviyeye ulaşmamış olması, İMKB'nin sert dalgalanmalar göstermesi nedeniyle küçük yatırımcıların bı piyasaya güven duymamaları, bankalararası bono piyasasında genelde kamu kağıtlarının alınıp-satılması özel sektör borçlanma araçları piyasasını sığlaştırmaktadır.²¹⁴

²¹⁴BÜYÜKDENİZ A: a.g.e., sf. 54.

Aşağıdaki tabloda 1986-1997/06 yılları arası, kamu ve özel sektör borçlanma araçları stok dökümü verilmiştir.

TABLO
KAMU/ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI
STOKLARI

(1986-1997/06 Yılları Arası, Milyar TL)

Ozel Sektör	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997/06
Tahvil	131.3	436.2	539.4	776	1391.3	1635.6	1670.8	1887.6	1411.9	2354.4	2718.7	2971
Finans Bonosu		49.3	117.8	521.7	208.6	532.3	756.3	1197.7	213.2	1533	2880	4060
YDMK							9042.5	36583.1	19.949.7	66785	8011	6835
BB-BGB	10.3	13.6	11.2	33.1	63.2	467.1	69.9	1282.9	52.5	961.4	327.5	118.6
KZOB			0.2	6.2	0.2	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2
Gayr. Sertifikası											2713.8	2713.8
Kamu Sektörü												
Devlet Tahvili	1511.3	2407.2	4880.3	10862.8	18801.2	24678.4	86387	189713	232825	511769	987106	3067011
Hazine Bonosu	822.5	1923.3	2542	3537	5486	16258	42246	64186	304229	631298	1745350	716350
Gelis Ortakligi	370	630	585	665	800	100			20380	12418	4456	
Doviz Endeks. Se.	400	400	400	400	300	1663	6239	15886	40479	21847	13659	18900
Özaleq. Tahvili										25000	28910	

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bülten Temmuz 1997, s.19.

6.1.2.4 Hisse Senedi Piyasası

Gelişmiş ekonomilerin finansal sistemlerinde, hisse senedi ihracı ile şirket yatırımlarını fonlamak temel yöntemlerden birisidir. Bu finansman yöntemi son yıllarda ülkemizde gelişmeye başlamıştır. Özellikle İMKB kuruluşu ile birincil ve ikincil piyasaların oluşumu; fon talep eden taraf olarak özel sektör şirketlerinin, fon arz eden taraf olarak tasarruf sahibi

yatırımcıların ilgisini hisse senedi piyasasına yönlendirmiştir. Yine de özel sektör şirketlerindeki mülkiyet düşüncesi ve yönetimi kaybetme korkusu, şirketleri hisse senedi piyasasından uzak tutmakta veya sermaye piyasası kanununun izin verdiği asgari oranlarda hisse senedi ihraç edilmektedir. Ancak son dönemlerde hisse senedi ihracı yatırımları fonlamanın, kredi ile fonlamaktan çok daha ucuz olduğu gerçeğini kavrayan firmaların halka açılmaları hızlandığı görülmektedir. Ülkemizde uygulanan vergi mevzuatının borçlanmayı teşvik eden, özkaynak kullanımını caydıran yapısı da şirketlerin halka açılmalarını geciktirmektedir. Banka kredileri, tahvil, finansman bonosu vb. gibi borç senetleri yoluyla finansman sağlandığında ödenen faiz ve diğer finansman giderleri vergi matrahından düşülebildiği halde, aynı avantaj hisse senetleri için söz konusu değildir. Bunun yanısıra, yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranları da hisse senedi piyasasının gelişimini olumsuz etkilemektedir. Yüksek enflasyon sonucu yüksek faiz oranları, hem şirketlerin karlılığını azaltmakta hem de hisse senetlerini yüksek sabit getirili banka mevduatları karşısında çekici olmaktan uzaklaştırmaktadır.

6.1.2.5 İnterbank (Bankalararası) Para Piyasası

Bu piyasa, bankalararası para alım-satım işlemlerinin gerçekleştirildiği para piyasası ve Merkez Bankası açık piyasa işlemlerinin yapıldığı piyasadan oluşmaktadır. 1986 yılında oluşturulan bankalararası para piyasası; bankaların çok kısa vadeli likidite fazlalıklarını değerlendirdikleri ya da likidite açıklarını karşıladıkları bir piyasa olup, bu piyasada oluşan faiz oranlarının (overnight, haftalık, 15 günlük gibi) genellikle banka kesimindeki likidite eğilimlerini yansıttığı saptanmıştır.

6.1.2.6 Organize Olmamış Para Piyasaları

Özellikle mali sistemin yeterince gelişmediği ve dolaylı fon alış-verişlerinin yaygınlık kazanmadığı ekonomilerde organize olmamış para piyasaları fon alış - verişlerinde önemli bir yer tutmaktadır. Türkiye’de, 1960’lı yıllarda bu tür piyasalardan fon talebinde bulunanların başında; kırsal kesimde bulunan ve bankalardan fon temin edemeyen küçük-orta ölçekli tarım üniteleri, kentsel kesimde ise inşaatçılar ve ithalatçılar gelmekteydi.²¹⁵

²¹⁵ AKYÜZ Y: Türkiye Ekonomisinde Mali Yapı ve İlişkiler, TSKB Yayını, İstanbul, 1984, sf. 28.

6.2 Türkiye’de Faiz Politikaları

6.2.1 1980 Öncesi Planlı Dönemde Faiz Politikaları ve Ekonominin Genel yapısı

6.2.1.1 Planlı Dönemde Faiz Politikaları

Cumhuriyetin kuruluşundan itibaren iktisadi kalkınma için harcanan çabalarda, sermaye kıtlığı en büyük darboğazı oluşturmuştur. Türkiye’de gelir düzeyi ile ilgili olarak tasarruf hacminin düşük olması, ev idareleri ve işletmelerin tasarruf ettikleri paralardan uzun süre vazgeçmek istememeleri daha çok mevduat ve ticari bankacılığa elverişli bir ortam yaratmıştır.²¹⁶

İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra sınai ve ticari yatırımların finansman ihtiyaçlarını karşılamak, ileri teknolojiyi sınai tesislerin kurulmasına olanak sağlamak için 1930’lardaki iktisadi kalkınma programları içinde kalkınma bankalarının kurulmasına yer verilmiştir. Mali yapı içinde henüz etkin bir sermaye piyasasının gelişmemiş olması, ekonomide büyüme için gerekli olan fonların doğrudan bankacılık kesiminden sağlanmasına neden olmuştur. 1960 yılına kadar kanunla belirlenen faiz oranları, 1960 yılında “Ödünç Para Verme

²¹⁶ ARTUN T.: Türkiye’de Bankacılık, Tekin Yayınevi, İstanbul,1984,sf. 38.

İşleri"ne ilişkin sözkonusu kanunda yapılan değişikliklerle Bakanlar Kurulu'nun yetkisine bırakılmıştır. Bakanlar Kurulu Kararnamesi ile faiz oranlarının belirlenmesi 1960-1980 arası dönemde geçerli olmuştur.

III. Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda yer alan ilkeler, 1973 yılı programında faiz politikasına ilişkin olarak ortaya konulmuş esaslar ve 7/5822-25 sayılı kararnameler ile yürürlüğe konulurken yapılan açıklamalar göz önünde tutularak, ülkemizde izlenen faiz politikasının genel amaçlarını şöyle özetlenebilir.²¹⁷

- ◆ Fiyat istikrarının sağlanmasını kolaylaştırmak,
- ◆ Kaynak dağılımını etkileterek; banka kaynaklarının iktisadi gelişme hedeflerine yönelmesini sağlamak, kaynak tahsisini iyileştirmek,
- ◆ Sanayi, tarım ve turizm sektörlerine orta ve uzun vadeli kredi temin etmek,
- ◆ Ucuz kredi temini yoluyla yatırımları ve ihracatı teşvik etmek,
- ◆ İç tasarrufların mobilizasyonunu artırmak, tasarrufların örgütlenmiş kredi piyasasına, ticaret bankalarına daha etkili bir şekilde akmasını sağlamak,

²¹⁷ AKGÜÇ Ö.: 1973 İlbaharında Türkiye'nin İktisadi Durumu ve Özel Sorunları, Ekonomik ve Sosyal Etütler Konferansı, 1973, sf. 45.

- ◆ Tasarruf sahiplerini vadeli mevduata yöneltmek.

Böylece, faiz oranlarına yapılan son değişiklikle ticaret bankalarını rasyonalizasyon önlemleri almaya yöneltmek ve bankacılık sisteminde modernizasyonun gerçekleşmesine dolaylı bir şekilde de olsa katkıda bulunmak amaçlanmıştır.

Yukarıda belirtilen amaçlara ulaşabilmek için faiz politikasına ilişkin olarak alınan başlıca tedbirler şöyle sıralanabilir.

A. Kredinin Ucuzlatılması ve Düşük Maliyetli Kredi Sağlanmasına Yönelik Önlemler:

- ◆ Genel olarak kredi maliyetini düşük tutmak için bankaların alabilecekleri azami kredi faiz oranının idari kararlarla sınırlandırılması,
- ◆ Selektif kredi fonundan faiz farkı ödemesi,
- ◆ İhracat kredilerinde vergi, resim, harç istisnası,
- ◆ Oluşturulan özel fonlardan ihracatçı ve sanayicilere ucuz kredi sağlanması,

B. Banka Kaynaklarının Öncelik Verilen Konu ve Alanlara Kanalize Olması İçin Alınan Önlemler.

III. Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda öncelik verilen konu ve bölgelere yatırım yapan girişimcilerin orta vadeli gerçek yatırım kredisi ihtiyacının karşılanması ilke olarak benimsenmiştir. Orta vadeli kredileri bankalar açısından cazip hale getirmek için, orta vadeli kredilere tahsis edilecek mevduat için düşük oranda mevduat munzam karşılığı saptanmıştır.

C. Tasarrufları Artırmak ve Tasarruf Sahiplerinin Davranışlarını Etkilemek İçin Alınan Önlemler.

İzlenen faiz politikasının amaçlarından birisi de, tasarrufları artırmak ve artan tasarrufların vadeli mevduat şeklinde örgütlenmiş mali piyasalara akmasını sağlamaktır. Bu amaçla alınan önlemlerin başında vadeli tasarruf mevduatına ödenen faizlerin yükseltilmesi, vadeli ve vadesiz tasarruf mevduatı arasındaki marjın genişletilmesi gelmektedir. Ancak yine de bu dönemde uygulanan faiz oranları, enflasyonun gerisinde tutularak tasarruflardan çok yatırımları teşvik edecek düşük faiz politikası izlenmiştir.

6.2.1.2 Planlı Dönem Faiz Politikasına Yönelik Eleştiriler

Türk ekonomisi açısından 24 Ocak 1980 kararları liberal ekonomiye geçişte bir dönüm noktası olarak kabul edilmektedir. Gerçekten 1980 öncesi dönemde Türk Mali

Sisteminin gerek kurumları gerekse araçları ile yeterli gelişme düzeyine ulaşamadığı görülmektedir.

1980'li yıllara kadar ekonominin her alanında olduğu gibi faiz politikasında da liberalleşmeye geçilememiştir. Özellikle, ekonomik gelişme için gerekli fonların sağlanmasında mali sistemin son derece yetersiz olması ve fonların sadece banka kesiminin oluşturduğu para piyasalarından sağlanması, liberal faiz politikalarının uygulanması için gerekli olan rekabet ortamını ortadan kaldırmıştır. Dolayısıyla, faiz oranları gelişmiş ülkelerdeki mali araçları gerek vade gerekse likidite ve risk yönlerinden yansıtamamıştır.²¹⁸

1980 öncesi dönemde uygulanan faiz politikalarına yöneltilen eleştirileri ise şu şekilde sıralamak mümkündür.²¹⁹

- ◆ Kredi maliyetini etkilemek, mevduat ve kredileri belirli yönlere yöneltmek için gerek mevduat gerekse kredi faiz oranlarının idari kararlarla tespit ve sınırlandırılmış olması, faiz oranları konusunda ihtiyaçlara uygun olmayan, bankacılık gereklerine ters düşen bir rijidite yaratmakta ve bankacılık sistemi faiz oranlarındaki bu katılıktan olumsuz etkilenmektedir.

²¹⁸ İSO EKONOMİK RAPOR: 1980 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi, Mayıs, 1980.sf.14.

²¹⁹ AKGÜÇ Ö.: a.g.e. ,sf.. 48.

- ◆ Hükümet kararları ile saptanmış olan bir faiz oranı sistemi, ticaret bankaları arasındaki rekabeti olanaksız hale getirmekte, verimli çalışmayan bankaların korunmasına yol açmaktadır. Diğer bir ifadeyle, faiz oranını kontrol sisteminin niteliği uygulamada esnekliği ve rekabeti olanaksız kılmaktadır.
- ◆ Faiz oranlarına ait kalıplaşmalar; milli ekonominin gelişmesine ve kalkınma programlarının uygulanmasına, bankalar sisteminin tam katkıda bulunabilmesine engel oluşturmaktadır. Söz konusu kalıplaşmalar; işlemlerde savurganlığı, kıt kaynakların yanlış kullanılmasına ve tasarrufların örgütlenmemiş kredi piyasasına yönelmesine yol açmakta, özel girişimlerin gelişmesini engellemektedir.
- ◆ Öncelikli sektör ve yörelere ucuz kredi temini, kredi kullanım faiz oranının belirlenmesi ilkesi ile banka kaynaklarının artan ölçüde öncelikli sektör ve yörelere yönelmesi ilkesi çelişkili bir durum yaratmaktadır. Ticaret bankaları, emniyet prensibi sınırı içerisinde kar motifi ile hareket eden finansman kurumları olduğuna göre kaynakların öncelikli sektör ve yörelere yönelmesi için, bu tür kredilerin bankalar açısından kaynakların alternatif kullanım yerlerine kıyasla daha cazip olması gerekmektedir. Belirli tür krediler için düşük faiz oranı tesbiti, bankaların bu tür kredileri kendi kaynaklarından vermeleri için özendirici bir neden bırakmamaktadır.

Faiz oranlarının idari olarak belirlenmesi bankacılık sektörünü enflasyonist bir ortam içinde sıkıntılı bir döneme sokarken, faizler üzerinde rekabete gidemeyen bankacılık sektörü çareyi şube sayısını artırmada bulmuştur.

Enflasyon oranının altında belirlenen negatif reel faiz oranı sistemde yer alan mali araçların yapısını tam olarak yansıtmadığı için ödünç verilebilir fon arz ve talebi ile tasarruf arz ve talebinin yapısını da, bu dönemde piyasadaki cari faiz oranlarından çıkarmak mümkün değildir.

Sonuçta 1980 öncesi döneme yönelik olarak; faiz oranı konusundaki idari sınırlamaların kaldırılması, katı bir faiz sisteminden daha esnek bir faiz sistemine geçilmesi, mevduat ve kredi faiz oranlarının serbestçe oluşması, bankalar arasında rekabete olanak verilmesi ve kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki açığın daraltılması şeklinde eleştiriler getirilmiştir.

6.2.1.3 1980 Öncesi Dönemde Ekonominin Genel Yapısı

80 öncesinde oluşturulan kalkınma planlarında; sermaye ve para piyasalarının gelişmesi ile gerekli piyasa şartlarının gerçekleşmesine paralel olarak, devlet tarafından güdümlü

biçimde belirlenen faiz oranlarının zamanla rekabet koşulları içinde serbest şekilde piyasalarda oluşması öngörülmüştür. Ancak sözkonusu piyasalarda özlenen boyutlarda ve biçimde bir gelişmenin kaydedilmemesi ve serbest rekabete engel piyasa bozukluklarının giderilememesi sonucu faiz oranlarının güdümlü şekilde saptanmasının yanısıra, mali baskıların da yaygınlaştığı görülmüştür.²²⁰

Mali baskı, mevduat reel net faizlerinin negatif olması ve bankaların kredi mekanizmasına selektif politikalar yoluyla müdahale edilmesidir. 1980 öncesi mali baskı şu öğelerden oluşmuştur:²²¹

Mevduat ve borç faizi üzerine konan tavanlar ve negatif reel faiz hadleri,

- Kredi tayinlaması ve öncelikli sektörler s¸bvansiyonlu krediler,
- Finansal gelirler ve işlemlerin yüksek oranda vergilendirilmesi,
- Yüksek rezerv ve likidite oranları ve yüksek aracılık maliyetleri,
- Bankalar ve finansal olmayan kesim arasında iç içe geçmiş ortaklıkların çokluğu,

²²⁰ TÜSİAD EKONOMİK RAPORU.: Mali Arcı Kuruluşlar, 1982, sf.5.

²²¹ ÖNDER I. - OKTAR T. - EKİNCİ N.: Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, Türk Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Ekim, İstanbul, 1993, sf.119.

- Şirketlerin, doğrudan tahvil veya hisse senedi ihraçı ile finansman yöntemine başvurmaları yerine banka kredilerine aşırı yaslanmaları,
- Banka portföylerinin kalite düşüklüğü,
- Gelişmemiş sermaye piyasası,
- Merkezi hükümet ve KİT'lerin açık finansmana fazlasıyla başvurmaları,
- Yabancı bankaların yurtiçi piyasalara girişine engeller koyulması,
- Dış finansal operasyonlara ve yabancı aktif tutmaya getirilen kısıtlamalar.

Bankaların, toplam kredi talebinin ancak belirli bir bölümünü karşılamalarının sonucunda kredi talep fazlalığının örgütlenmemiş fon piyasasından karşılanmaya çalışıldığı saptanmıştır. Denge fiyatının altında belirlenen faiz oranları, tasarrufların ülke ekonomisi için verimli olmayan alanlara yatırılmasını özendirmiştir. 1960'lı yıllarda fiyatların nisbi olarak daha az artması, vadeli mevduata ödenen reel faiz oranlarının genellikle düşük seviyede de olsa pozitif değerler almasını sağlamıştır (ortalama % 3 reel faiz). Tahvillere aynı dönemde ödenen reel faizin de bunun biraz üzerinde olduğu görülmüştür.²²²

²²² ARTUN T.: Türk Banka Sistemi ve Para Kredi Politikası Üzerine Özet Düşünceler, Maliye Yazıları Dergisi, Ekim, 1986, sf. 55.

Tasarrufların bu şekilde düşük reel gelir sağlaması, bir kısım tasarrufun daha yüksek gelir sağlayan örgütlenmemiş kredi piyasasına akışını sağlarken, gayrimenkule olan talep de artmıştır. 1970'li yıllarda fiyat istikrarının bozulduğu ve enflasyon hızının arttığı (1970-80, ortalama %30) görülmüştür. Fiyat düzeyi 1971'de %16, 1972'de %18 artmak suretiyle kredi maliyetlerini sıfıra indirmiştir. Daha sonraki yıllarda enflasyon giderek hız kazanırken genel kredi faiz oranları, yüksek enflasyon oranının varlığına rağmen çok az artırılmıştır.

1971 yılından itibaren reel kredi faiz oranlarının negatif değerler aldığı ve dolayısıyla bankalardan kanuni faiz oranlarıyla kredi alabilenlerin, maliyeti 0 olan bir finansman kaynağıyla faaliyetlerini yürütme durumuna gelmişlerdir. 1970'li yıllarda hızlanan enflasyon her türlü mali aktife yatırılan tasarrufların reel getirisini negatife çevirmiştir. Bu yıllarda her ne kadar mevduat ve tahvil faiz oranları yükseltilmişse de, bunlar enflasyonun çok gerisinde kalmıştır. Bu dönemde mali kesimde oldukça önemli bir yer alan "örgütlenmemiş kredi piyasası" nın gelişmesinde, ekonomimizdeki yapısal ve parasal dengesizliklerin doğurduğu yüksek karlar kadar, mali kaynakların bu piyasaya yönelmesine yol açan faiz rejiminin de rolü vardır. ²²³

²²³ TÜSİAD.: Mali Aracı Kuruluşlar, Tüsiad Yayını, İstanbul, 1982, sf: 5-6.

NOMİNAL VE REEL FAİZ ORANLARI
(1973-1980)

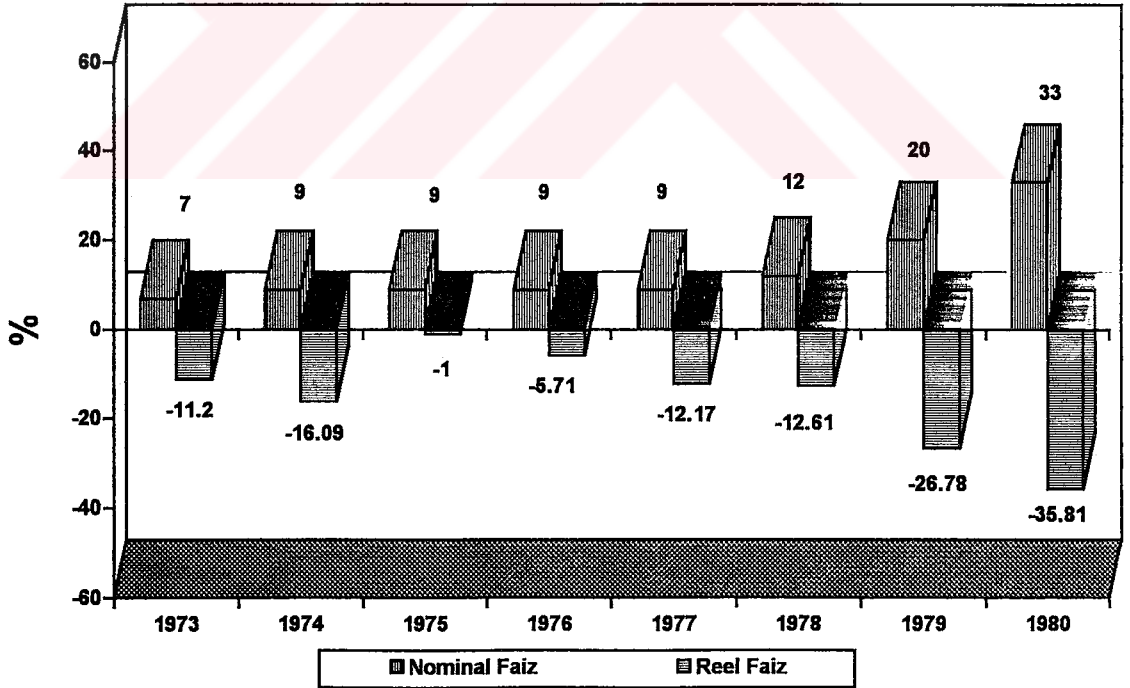
Yıl	Nominal Faiz Oranı	Reel Faiz Oranı(1)
1973	7.00	-11.20
1974	9.00	-16.09
1975	9.00	-1.00
1976	9.00	-5.71
1977	9.00	-12.17
1978	12.00	-12.61
1979	20.00	-26.78
1980	33.00	-35.81

Kaynak: Nominal faiz serisi T.C. Merkez Bankası üç aylık bülten 1989-1'den alınmıştır.

(1). Reel faiz oranı TEFE değişmelerine göre hesaplanmıştır.

(2). Reel Faiz Oranı = $(1 + \text{Nominal Faiz Oranı} / 1 + \text{Enflasyon Oranı}) - 1$

GRAFİK
NOMİNAL VE REEL FAİZ ORANLARI
(1973-1980)



1970'li yıllarda giderek artan oranda enflasyon Türk ekonomisindeki mali kısıtlamaları bir mali represyona dönüştürmüş, bu durum hızlı enflasyon yaşayan birçok ekonomide olduğu gibi "Örgütlü Mali Aracılık" kurumlarında hacimsel bir daralmaya yol açmıştır. Bu dönemde Türkiye'de uygulanan faiz politikasının en belirgin özelliği, organize olmamış para piyasalarında ve taksitli satışlarda uygulanan faiz oranları dışında bütün faizlerin güdümlü şekilde resmen saptanmasıdır. Bu dönemde, mali piyasanın büyük kesiminde cari faiz oranları "ekonomik" bir olgu değildir ve faiz oranlarının yapısı işlem gören senetlerin vade, likidite, risk vb. özelliklerini yansıtmamaktadır. Aynı nedenle söz konusu faiz oranları, ne ödünç verilebilir fonlara olan arz ve talebi, ne genel para arz ve talebini, ne de tasarruf arz ve talebini yansıtan bir gösterge değildirler.

Bu dönemde mali kesimin çok önemli bir bölümünü ticari bankacılık faaliyetleri oluşturmaktadır. Gelişmiş bir sermaye piyasasının olmaması, sanayi ve ticaret kesiminin finansal ihtiyaçları için çoğunlukla kısa vadeli banka kredilerine dayanma zorunluluğunu doğurmuştur.²²⁴

²²⁴ TÜSİAD: Türk Finans Sektörünün Dışa Açılması, Tüsiad Yayını, Haziran 1989, İstanbul, sf. 16-17.

Bir yandan yatırımları teşvik etmek, öte yandan kamunun borçlanma maliyetlerini azaltmak amacı ile nominal faiz oranları 1970'li yıllar boyunca düşük düzeylerde tutulmuştur. Dönemin sonlarına doğru enflasyonun gittikçe hızlanması nedeni ile reel faiz oranları artan ölçüde negatif düzeylere inmiştir. Bu ise, ekonomik birimlerin banka mevduatı gibi mali varlıklara olan talebini hızla düşürerek, paranın dolaşım hızının yükselmesine ve dolayısı ile enflasyonist baskıların daha da artmasına neden olmuştur. Diğer taraftan, mevduatın reel getirisinin negatif düzeylerde seyretmesi nedeni ile birikimlerin banka sisteminden çekilerek fiziki mallara, döviz ve örgütlenmemiş mali piyasalara yönelmesi, kaynak dağılımını bozarak ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir.²²⁵

24 Ocak istikrar paketi uygulamaya konduğunda mali sektörün durumunu genel olarak şöyle özetleyebiliriz.²²⁶

- Devlet bütçesi açıktır, fark emisyonla ve fertlere olan borçların geç ödenmesi ile yürütülmektedir.
- KİT'ler sürekli olarak bütçe yardımları ve Merkez Bankası kredileri ile ayakta durabilmektedir.

²²⁵ TÜSİAD EKONOMİK RAPORU: Türk Ekonomisine Genel Bakış , 1977.

²²⁶ AKYÜZ Y.: Türkiye Ekonomisi'nin Mali Yapı ve İlişkileri, TSKB Yayını , İstanbul, 1984, sf.168.

- SSK fonları, sermaye piyasasına gideceği yerde düşük faizlerle KİT'lere verilmektedir.
- Ülkede sadece ticari bankacılık gelişmiştir. Gerçek anlamda rekabet olmaması nedeniyle ticari bankalar yüksek maliyetlerle çalışmaktadırlar. 1972 yılı itibarıyla genel giderlerin banka aktiflerine oranı ABD'ne göre iki misli, personel giderleri ise 3.5 misli daha yüksektir.
- Ülkede bankalar dışında bir para piyasası mevcut değildir.
- Sermaye piyasası işleri ile bazı banka ve aracılar uğraşmaktadır. Gerekli yasal çalışmalar bir türlü sonuçlanamamıştır.
- Yüksek enflasyon ve özellikle TL'sinin konvertibl olmaması nedeniyle Euro-dolar piyasalarından borçlanma olanağı yoktur.
- Kira artırmadaki kısıtlamalara ve gayri menkul gelirlerinin düşüklüğüne rağmen, servetler genellikle gayri menkul, menkul, kıymetli maden ve dövizlere yatırılmaktadır.
- Halkın tasarruflarını güvence içinde ve reel faizle değerlendirme olanağı kısıtlıdır.

24 Ocak programı, klasik bir istikrar programı değildir. Programın iki temel vardı. Birincisi serbest piyasa ekonomisinin uzun dönemde işlerlik kazanması, ikincisi ise sanayileşme stratejisinin değiştirilmesiydi. Programın yürürlüğe konmasından belirli bir süre sonra ekonomide reel

faiz politikası uygulamasına geçilmiştir. Reel faiz politikası uygulamasıyla daha önce değişik spekülâtif alanlara giden tasarrufların bankalara yönlendirilmesi amaçlanmıştır.²²⁷

6.2.2 24 Ocak 1980 Sonrasında Faizlerin Seyri

1980 yılında uygulanmaya başlanan istikrar programı, kısa dönemde iç talebi azaltmayı hedef alırken, uzun dönemde dünya ekonomisi ile bütünleşmek ve ekonomiyi piyasa güçlerinin baskılarına bırakmak sureti ile kaynak dağılımında etkinlik sağlamayı ve büyüme sürecini yeniden başlatmayı amaçlamıştır.²²⁸

24 Ocak kararlarının bir uzantısı olarak 29 Mayıs 1980 tarihli Bakanlar Kurulu Kararı ile 4 Haziran 1980 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan faiz kararnamesi ile belirlenen yeni faiz düzeni, 1 Temmuz 1980'de uygulamaya konulmuştur. Böylece, ekonomik programın kısa ve uzun dönemli amaçlarına yönelik olarak, 1980 Temmuz ayında mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır.

Konjonktürü izleyen bir kur politikası ile birlikte uygulanacak olan pozitif reel faiz politikasının, bir taraftan para talebini

²²⁷ MORGÜL O.: Faiz Politikaları , Görüşler ve Değerlendirmeler., Türkiye Ticaret - Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği, Ankara, 1987, sf.10.

²²⁸ TUSİAD EKONOMİK RAPOR: Ekonomiye Genel Bakış, 1987. sf.7.

kısmen fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olacağı, diğer tarafta kaynak dağılımındaki bozuklukları düzelterek ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı düşünülmüştür.²²⁹

Mevduata getirilen reel faiz uygulaması, etkisini kredi faizleri üzerinde de göstermiştir. "Temmuz Bankacılığı" olarak tanımlanan yeni faiz politikasına göre; mevduat faiz oranları banka ve mudi arasında belirlenirken, kredi faiz oranları da bankalar ve kredi talep eden kesim arasında serbestçe belirlenecektir. Böylece faiz politikalarının liberalleştirilmesi yönünde ilk adım atılmıştır.²³⁰

"Birinci Faiz Serbestisi" olarak tanımlanan uygulama, teoride liberal ekonomi için önemli bir gelişmenin başladığını gösterirken uygulamada aynı başarıyı gösterememiştir. Zira, Türk Banka Sistemi enflasyon altında faiz uygulamasını sürdürerek faizlerin devamlı olarak enflasyona göre ayarlanmasını kabul etmemiştir. Faiz oranlarının serbest bırakılmasından sonra bir araya gelen bankalar, yaptıkları "centilmenlik anlaşmaları" ile faiz oranlarının fazla

²²⁹ AŞIKOĞLU Y.: Financial Liberalization Experience in Turkey, Proceedings of a Conference held in Washington, USA on December, 1990, Central Bank of The Republic of Turkey, Ankara, 1990, sf. 32.

²³⁰ T.C. MERKEZ BANKASI RAPORU: Faiz Politikası ve Para Kredi Gelişmeleri, 1990, sf. 23.

yükselmesini önlemişlerdir. Bu nedenle, reel faiz oranları başlangıçta negatif düzeyde kalmıştır.²³¹

Nominal faiz oranları, küçük bankalar ve aracı kuruluşlardan gelen rekabetçi baskılar nedeni ile zaman içinde gittikçe yükselmiş ve enflasyon hızının da yavaşlaması sonucunda reel faiz oranları 1981 yılında pozitif düzeye çıkmıştır. Faiz oranlarının serbest bırakılmasından sonra, birikimler büyük ölçüde banka sistemine yönelmiştir. Uygulanan kur ve faiz politikaları da, yurt dışına sermaye kaçışını durdurmuştur.²³²

Bu dönemde, nominal faiz oranları yükseltilirken mevduat faiz geliri üzerinden alınan verginin yüzde 25, banka ve sigorta muameleleri vergisinin de yüzde 15 gibi yüksek oranlarda bırakılması sonucunda bankaların borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki fark önemli ölçüde büyümüştür.

1981-1982 yıllarında, bankaların aksine vergi ödemedikleri ve mevduat karşılık sistemine tabi olmadıkları için bankerlik piyasaları gelişmiştir. Bankerlik piyasalarında faaliyet gösteren kuruluşlar garanti belgesi olarak mevduat sertifikası aracını da kullanmışlar ve bazı küçük bankalar bu kuruluşlar ile işbirliği

²³¹ ARTUN T.: Uluslararası Bankacılık Bunalımı ve Türkiye’de “ Serbest Faiz “ Politikası, Tekin Yayınevi , İstanbul, 1983., sf. 143.

²³² MERKEZ BANKASI RAPORU: a.g.e. , sf. 24.

yapmışlardır. 1982 yılı ortalarından itibaren bu kuruluşlar batmaya başlamışlardır.²³³

Sonuçta, 1982 yılında gerek sermaye piyasasının sağlıklı bir yapıya kavuşmamış olması, gerekse bir çok yasal boşluklar nedeni ile "Banker Krizi" olarak ifade edilen bir dönem yaşanmış ve bir çok tasarruf sahibi bundan zarar görmüştür.

1980 -1982 döneminde uygulanan fakat, ekonominin genelinde olumsuz sonuçlar doğuran serbest faiz politikası yerini 1983 sonrası dönemde faizlerin pozitif reel getiri sağlayacak şekilde enflasyona endekslendiği güdümlü bir döneme bırakmıştır.

Bu dönemde, tedbir olarak stopaj oranı yüzde 20'ye düşürülmüş , mevduat sertifikaları için yüzde 30'a çıkarılmış ve mevduat faiz oranlarını belirlenmesi büyük bankalara bırakılmıştır.1983 yılının başında ve ortasında, vadeli mevduat faiz oranları büyük bankalar tarafından düşürülmüştür. Enflasyon hızının yavaşlama eğiliminin beklendiği şekilde devam etmemesi ve fiyat artışlarının hızlanması , reel faiz oranlarının yılın ikinci yarısında negatif seyir izlemesine neden olmuştur.²³⁴

²³³ BOROTAV K.: Faiz Politikasında Açmazlar, BDS Yayınları, 1989,sf. 56.

²³⁴ İTO EKONOMİK RAPOR, Mayıs, 1983.sf. 13.

Büyük bankaların faiz oranlarını, reel pozitif düzeyde tutmaya isteksiz davranmaları karşısında, mevduat faiz oranlarını tesbit etme yetkisi 1983 yılı sonunda Merkez Bankası'na verilmiştir. Enflasyon oranındaki değişimler ve diğer ekonomik gelişmeler dikkate alınarak, mevduat faiz oranları en geç üç ayda bir gözden geçirilerek tesbit edilmiştir. Enflasyon oranının hızlanma eğilimi göz önüne alınarak, vadeli mevduat faiz oranları önemli ölçüde yükselmiş ve üç ay vadeli mevduatın faiz oranı diğerlerinden yüksek tutulmuştur. Faiz gelirinden kesilen vergi oranı da yüzde 20'den yüzde 10'a indirilmiş ve böylece, mevduatın tasarruf sahibine sağladığı reel getiri daha da yükseltilmiştir.²³⁵

Kredi faizlerinin belirlenmesinde ise, bankalar serbest bırakılmıştır. Fakat, kredi kullananlardan tahsil edilen banka ve sigorta muameleleri vergisinin oranı yüzde 15'den yüzde 3'e düşürülerek, kredi maliyetinin aşırı yükselmesi önlenmiştir.

1984 yılında, aylık enflasyon hızı yıl ortasında yıllık enflasyon hızı ise, yıl sonuna doğru yavaşlatılabileceği için faiz oranları bir kaç kez yükseltilmiştir. Reel faiz oranları pozitif alanda

²³⁵ ARTUN T.: Türk Mali Sistemi (1980 -1984), Değişim ve Maliyeti, Bilg Yayınevi, Ankara, 1985, sf.78.

kalmakla birlikte yılın büyük bölümünde düşük düzeylerde seyretmiştir.²³⁶

Enflasyonun hedeflendiği gibi kısa sürede yavaşlamaması mevduatın , geniş para arzı içindeki likidite derecesi yüksek üç ay vadede yoğunlaşmasına neden olmuştur. Bu sakıncayı gidermek ve mevduatın yapısını uzun vadeye çevirmek için , 1985 Temmuz ayında uzun vadeli mevduat faiz oranları daha yüksek tutulmuştur. Sonuçta, istenildiği gibi üç aylık mevduattan altı ay ve bir yıl vadeli mevduata kayış olmuştur.

Ekonomik gelişmelere uyum sağlayarak dengeli bir faiz politikasının uygulanabilmesi için, Merkez Bankası'na mevduat faiz oranlarını her ay gözden geçirerek tesbit etme yetkisi verilmiştir. Enflasyon hızının, yılın ilk üç ayından sonra yavaşlama eğilimine girmesi nedeni ile, reel faiz oranları yıl boyunca büyük ölçüde pozitif düzeylerde seyretmiştir. Sonuçta, gerek vadeli mevduat ve tasarruf mevduatı , gerekse toplam mevduat 1985 yılında yüksek reel artışlar göstermiştir.²³⁷

İkinci faiz serbestisi uygulaması ise, 4 Şubat 1988 tarihinde alınan kararla uygulamaya konulmuştur. Bu kararla,

²³⁶ TÜSİAD EKONOMİK RAPORU: 1985 Yılına Girerken Ekonomiye Genel Bakış., 1985..sf.9.

²³⁷ T.C.MERKEZ BANKASI RAPORU: a.g.e., sf 32..

bankaların mevduat kabulünde uygulayacakları en yüksek faiz oranları ile bunların uygulama esas ve şartlarının T.C. Merkez Bankası tarafından üç aydan fazla olmayan sürelerle tesbit edilmesi, ödünç para verme işlemlerinde uygulanacak faiz oranlarının ise bankalar tarafından kaynak maliyetlerine göre ayarlanması esasına dayanan yeni bir düzenlemeye girilmiştir. Böylece Merkez Bankası'na faiz oranlarını tesbit etme yetkisi verilmiştir.²³⁸

Merkez Bankası tarafından belirlenen tavan oranlar, vadesiz mevduat için %36, 3 aylık mevduat için % 45, 6 ay için % 52 ve 1 yıllık mevduat oranı da %65 olarak tesbit edilmiştir. Fakat, uygulamada, ödünç verilebilir fonların kıt olması nedeni ile faiz oranları, bankalar arası yoğun rekabet sonucu Merkez Bankası'nın belirlediği tavan düzeyinde seyretmiştir. Sonuçta, faiz oranlarının serbestçe belirlenmesine yönelik ikinci teşebbüste istenilen şekilde sonuçlanmamıştır.

1980 yılından itibaren faiz oranlarına getirilen üçüncü serbestlik, 1988 yılının ikinci yarısında TL'nin DM ve ABD doları karşısında aşırı değer kaybetmesi sonucu gerçekleştirilmiştir. 17 Ekim 1988'de TL'den kaçışı önlemek

²³⁸ AKGÜÇ Ö.: Ekonomide Gerçeği Arayış , Bağlam Yayıncılık, İstanbul, 1991, sf. 255.

ve döviz üzerindeki baskıyı azaltmak için önemli bir politika aracı olan faiz oranları serbest bırakılmıştır.²³⁹

Faiz oranlarındaki yükselme döviz üzerindeki talep baskısını azaltarak TL'den kaçıışı önlerken, diğer taraftan kredi faiz oranlarındaki yükselme özellikle dış finansman ihtiyacı duyan özel sektörün yatırım kararlarını olumsuz şekilde etkilemiştir. Ekonominin genel bir durgunluk dönemine girmesi sonucu ise, hükümet tekrar faiz oranları üzerinde bir sınırlandırmaya gitmek zorunda kalmıştır.

Ekim ayında uygulanan faiz serbestisi ile piyasada kıt olan mevduat fonlarını çekmek için faiz oranlarını aşırı yükselten mevduat bankaları, Kasım ayında bir yıl vadeli mevduat faizine getirilen %85 tavan uygulaması ile sınırlandırılmıştır. Sonuçta, üçüncü kez uygulanan faiz serbestisi de terk edilmek zorunda kalmıştır.

1980 sonrası dönemde uygulanan serbest faiz politikası neticesinde özel kesim kredilerine uygulanan faiz oranı, mevduat faiz oranlarından yaklaşık %70 - 71 oranında daha yüksek olmuştur. Rezerv maliyeti, işletme maliyeti ve vergiden oluşan bu fark geniş bir "spread" yaratmakta dolayısı ile ,

²³⁹ TÜSİAD EKONOMİK RAPORU.: 1989 Yılına Giren Türkiye Ekonomisinin Genel Yapısı, 1989, sf.5.

finansman maliyetinin yaklaşık olarak %30'luk reel faize eşit olmasını sağlamaktadır.²⁴⁰

1980 temmuz kararları ile, daha önceleri rant olarak görülen kredi faiz oranları, bu kararlardan sonra maliyet unsuru olarak işletmelere yansımıştır. Ancak, kredi faizlerinin maliyet unsuru olarak yansımaları, kredi talebini azaltmamış tam tersine gerçekçi kur politikasının uygulanması ile ithal maliyetlerinin yükselmesi, yeni vergi yasaları ve yüksek enflasyon sonucu firmaların nakit ihtiyaçlarını artırmıştır. Böylece, firmaların dengesiz olan özkaynak / yabancı kaynak yapıları kredi talebini artıran nedenlerden olmuştur.²⁴¹

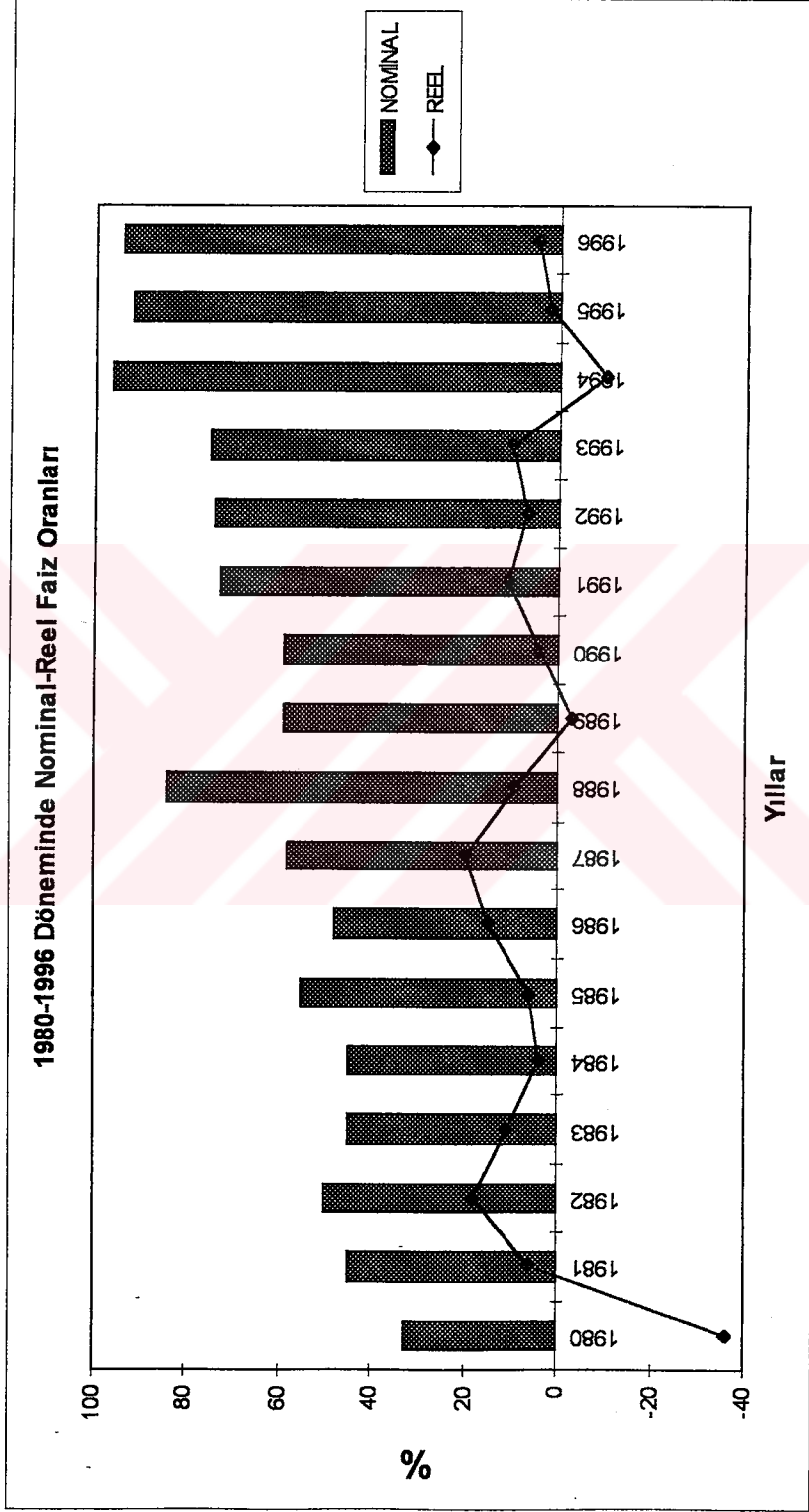
1990 yılından itibaren bütçe açığının giderek artması ve bu açığın artan oranda iç borçlanma ile karşılanması sonucunda nominal faiz oranları önemli ölçüde artmıştır. Bütçe açığı finansmanının; bu şekilde kısa süreli ve yoğun iç borçlanma karşılanması, ekonomik ve siyasal belirsizliklerin uzun zaman devam etmesi, belirsizlik nedeniyle uzun vadeli Devlet Tahvili ile borçlanmanın tıkanması gibi faktörler, 1990 sonrası dönemde nominal borçlanma faiz oranlarını yükseltmiştir. 1995 yılı sonunda genel seçim nedeniyle Hazine Bonosu bileşik faizi % 240 seviyesine ulaşmıştır. Yine bu dönemde

²⁴⁰ TÜSİAD EKONOMİK RAPORU, 1997 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi, 1997, sf. 3.

²⁴¹ ÜNAL T. - UZUNOĞLU S. - ALKİN K.: Enflasyonist Ortamda Faiz Politikaları ve İşletmeler Üzerindeki Etkileri, İTO Yayını, Yayın No: 10, 1990, sf.97.

dikkat edilmesi gereken diğer bir nokta ise; hükümet tarafından yüksek nominal faiz oranı ile gerçekleştirilen kısa vadeli borçlanma maliyetlerinin, artan enflasyon oranı ile karşılanmasıdır. Yurtiçi para piyasalarının en büyük borlanıcısı olan hükümet; gerçekleştirdiği borçlanmaların maliyetini artan enflasyon ile düşürmekte ve şekilde de dikkat edileceği gibi 1993 yılı ikinci yarısından 1996 yılına kadar olan dönemde, nominal faiz oranları yüksek seyretmesine rağmen reel faiz oranları negatif düzeyde gerçekleşmiştir.





7. 1980 Öncesi ve Sonrasında Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının Seyri

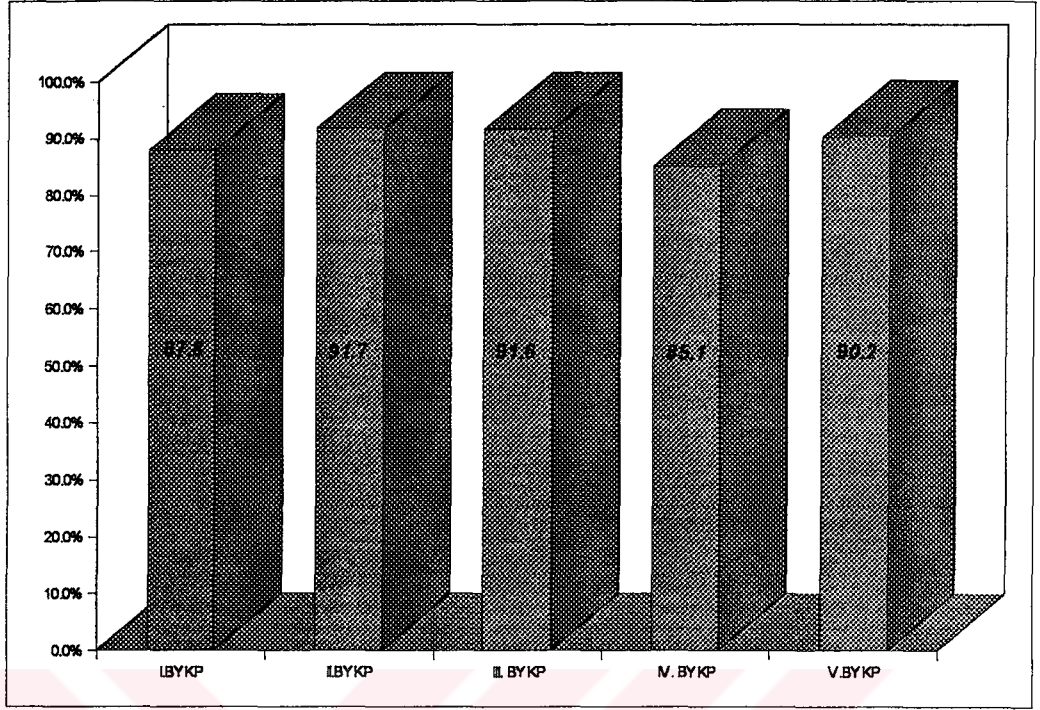
7.1 Planlı Dönemlerde Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları

7.1.1 Toplam Yatırımlar İçinde Sabit Sermaye Yatırımlarının Payı

Planlı dönemlerde zaman zaman yaşanan siyasi istikrarsızlıklar ve ekonomik bunalımlar sabit sermaye yatırımlarının seyrini de etkilemiştir. Planlı dönemlerde gerçekleşen sabit sermaye yatırımları (SSY)'nın toplam yatırımlara oranı aşağıda tablo ve grafik olarak belirtilmiştir.

SSY'NIN TOPLAM YATIRIMLAR İÇİNDEKİ YÜZDESİ

Kalkınma Planları	SSY'nın Toplam Yatırımlar İçindeki Payı(%)
I. Beş Yıllık Kalkınma Planı	%87.8
II. Beş Yıllık Kalkınma Planı	% 91.7
III: Beş Yıllık Kalkınma Planı	% 91.6
IV. Beş Yıllık Kalkınma Planı	% 85.1
V. Beş Yıllık Kalkınma Planı	% 90.2



Kaynak: DPT Yıllık Raporları

I. BYKP döneminin başlangıcında ekonomide yatırımları finanse edecek fonların sınırlı olması nedeni ile yatırım seviyesi de düşük olmuştur. Fakat, 1963 yılının başlangıcında 8.339 Milyon TL.olarak gerçekleşen yatırımların plan döneminin sonunda 1967 yılında 18.754 Milyon TL.'ye ulaştığı görülmektedir. I. Plan Dönemi'nde ortalama olarak 18.4 oranında gerçekleşen toplam yatırımlar içinde, sabit sermaye yatırımlarının payı %87.8 olmuştur.²⁴²

II. BYKP döneminde sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ya oranında bir düşme olduğu gözlenmiştir. 1969 yılında

²⁴² DPT, II. 5 Yıllık Kalkınma Planı Öncesinde Gelişmeler,1967, sf. 35.

SSY/GSMH oranı %18.52 olurken, 1972 yılında %15.72'ye gerilemiştir. Bu dönemde toplam yatırımlar içinde sabit sermaye yatırımlarının oranına bakıldığında ise, bu oranın %91.7 olduğu görülmektedir.²⁴³

III. BYKP içinde ,1975-1977 yılları arasında SSY/GSMH oranı yükselerek 1977 yılında %22.88'e ulaşmıştır.Fakat, bu dönemde ülkede yaşanan siyasi istikrarsızlık ve ekonomideki bunalımlar, yatırımları da olumsuz etkilemiştir.Özellikle, yaşanan döviz dar boğazı yatırımlar için gerekli hammadde ve aramalarının dışarıdan ithalini zorlaştırmış ve SSY/GSMH oranı giderek düşmeye başlamıştır.²⁴⁴

IV. BYKP döneminde ekonomide yaşanan yüksek enflasyon nedeni ile , cari fiyatlarla bakıldığında yatırımların %59.7 oranında artığı görülmektedir. Fakat, sabit fiyatlarla incelendiğinde bunun gerçekçi olmadığı görülmektedir.²⁴⁵

Sonuç olarak, 1980 öncesi döneme bakıldığında, SSY/GSMH oranının en yüksek olduğu dönemin III.BYKP içinde, 1975 - 1977 yılları arasında gerçekleştiği görülmektedir.

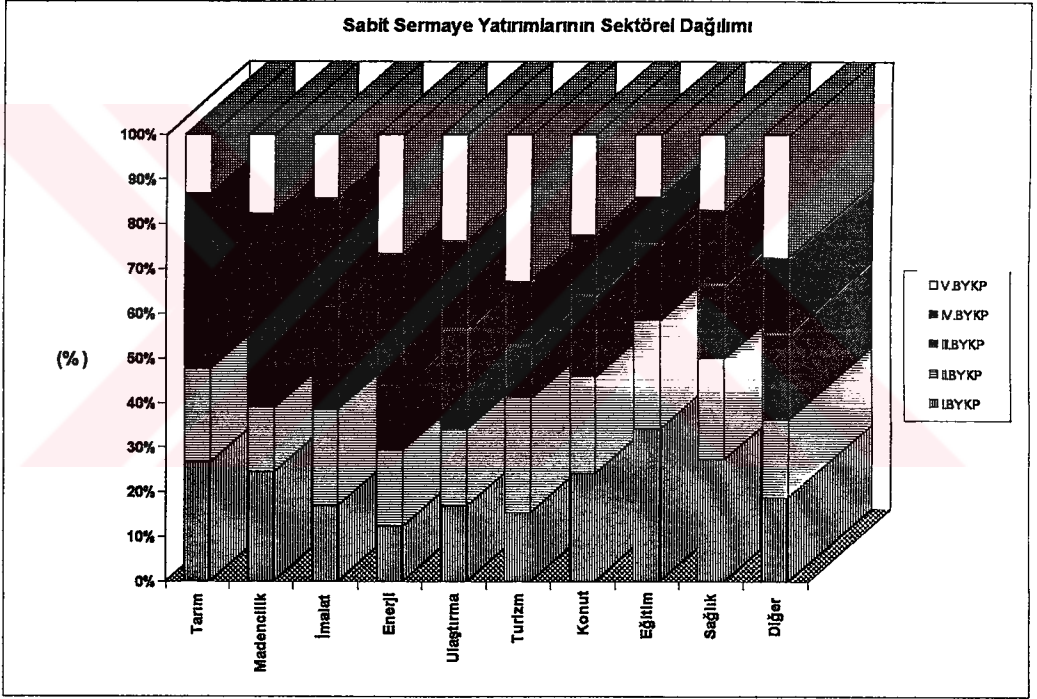
²⁴³ DPT, III. 5 Yıllık Kalkınma Planı Öncesinde Gelişmeler, 1972, sf.25.

²⁴⁴ DPT IV. 5 Yıllık Kalkınma Planı Öncesinde Gelişmeler, 1978, sf.. 47.

²⁴⁵ DPTV. 5 Yıllık Kalkınma Planı Öncesinde Gelişmeler, 1984, sf..36.

7.1.2 Sabit Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımı

Ekonomik büyümenin belirlenmesinde önemli bir yeri olan yatırımların oran olarak gelişimi yanın da, sektörel olarak dağılımı da önemli bir yer tutmaktadır. Bu sektörler ise, sırası ile; tarım ,madencilik, sanayi, eğitim,ulaştırma, turizm, konut, eğitim,sağlık ve diğer hizmet gruplarıdır.



Sabit Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımı (%)

	I.BYKP	II.BYKP	III.BYKP	IV.BYKP	V.BYKP
Tarım	13.9	11.1	11.8	8.8	6.9
Madencilik	5.6	3.3	3.7	6.3	4
İmalat	20.4	26.8	28.2	29	17.4
Enerji	6.5	9	7.4	15.7	13.9
Ulaştırma	15.6	16.1	20.6	18.1	21.9
Turizm	1.3	2.1	1	1.2	2.7
Konut	22.4	20.1	16.9	12.6	20.8
Eğitim	6.6	4.7	3.3	2	2.7
Sağlık	1.8	1.5	1.1	1.1	1.1
Diğer	5.9	5.4	6	5.3	8.5

Kaynak: DPT Kalkınma Planları

I. BYKP döneminde yatırımların sektörel dağılımında, ilk sırayı %22.4'lük pay ile konut yatırımlarının aldığı görülmektedir. II. Planlı dönemde , %20.1'lik payla ikinci sıraya düşen konut yatırımları III.Planlı dönemde , %16.9'luk payla üçüncü, IV. Planlı dönemde ise, %12.6'luk payla dördüncü sıralamaya düşmüştür. V. BYKP'nın da bu pay, tekrar %20.8'e çıkmıştır. Bu dönemde özellikle, toplu konut fonundan özel sektöre yönelik finansman imkanlarının artması nedeni ile, özel sektör konut fonu yatırımlarında kamu sektörüne oranla bir artış görülmüştür.

Tablodan tarım sektörünün payına bakıldığında, dönemler itibarı ile bu payın düşüş gösterdiği görülmektedir. I. BYKP'nın da toplam yatırımlar içinde %13.9'luk pay alan tarım sektörü yatırımları, V. BYKP'nın da %6.9'a gerilemiştir. Diğer bir ifade ile, artan GSMH'dan tarımsal yatırımlar için ayrılan pay azalmıştır. Bu durum , planlı dönemde Türkiye'nin sanayileşmesine ağırlık verildiğini göstermiştir.

İmalat sanayi yatırımlarının yapısına bakıldığında ise, her dönemde toplam yatırımlar içinde önemli bir yere sahip olduğu görülmektedir. I.BYKP'nın da , konut yatırımlarından sonra %20.4'lük pay ile ikinci sırayı alırken, II., III. ve IV. BYKP'ların da %26.8'lik , %28.2'lik ve %29.0'luk paylarla ilk sırayı almıştır. İmalat sanayi yatırımlarının özel kesimin yatırımları içindeki payı ise, %23' kadar çıkmıştır.²⁴⁶

V. BYKP döneminde ise, imalat sanayi yatırımları %17.4'lük pay ile ulaştırma ve konut sektöründen sonra üçüncü sıraya düşmüştür. İmalat sanayi sektörünün yapısının gerilemesi ve büyüme hızının yavaşlaması Türkiye'nin ulusal sanayisini geliştirme hedefinden uzaklaştığını göstermektedir. Özellikle, 1980 sonrasında izlenen politikalar doğrultusunda kamunun imalat sanayi yatırımlarından ulaştırma ve haberleşme

²⁴⁶ ÖZÖTÜN E.: Türkiye'de İmalat Sanayi Sektöründe Yapısal değişim, İSO Dergisi,1989, sf.45.

yatırımlarına yönelmesi imalat sanayi yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payının daha da düşmesine neden olmuştur.

Bir ekonomide, ekonomik büyüme kadar iktisadi kalkınmanında sağlanması gereklidir. İktisadi kalkınmanın temel göstergelerinin başında, eğitim ve sağlık sektörlerindeki gelişmeler gelmektedir. Kalkınma planlarının temel hedefleri arasında da bu sektörler ağırlık verilmesi öngörülmüştür.

Tabloda da görüldüğü gibi, eğitim ve sağlık sektörlerinin toplam yatırımlar içindeki payları daima planlananın altında gerçekleşmiştir. I. BYKP'nın da %6.6'lık paya sahip olan eğitim yatırımları IV.BYKP'nında %2.0'lik pay ile, sekizinci sıraya kadar düşmüştür. V. BYKP döneminde ise, %0.7'lik bir artış ile %2.7'ye yükselmiştir.

Planlı dönemlerde sağlık sektöründeki yatırımlarında toplam yatırımlar içindeki payının çok düşük olduğu görülmüştür. V. BYKP'nın da %1.1'lik pay ile sağlık yatırımları toplam yatırımlar içinde son sırayı almıştır. Eğitim ve sağlık alanındaki bu tablo gelişmiş ülke ekonomileri ile karşılaştırılınca ülkemiz için önemli problemlerin varlığını ortaya koymaktadır.

Toplam yatırımlardan turizm sektörüne ayrılan paya bakıldığına ise, her planlı dönemde turizm yatırımlarına çok az bir pay ayrıldığı görülmektedir. Bu pay, I. BYKP'nı ile IV. BYKP dönemleri arasında %1.0 ile %2.0 arasında değişmiştir. V. Plan döneminde turizm yatırımlarına getirilen teşvikler ve bu dönemde yabancı sermaye yatırımlarının bu alanda artması sonucu %2.7'ye yükselmiştir.

Her sanayileşen ülkenin üzerinde önemli durduğu gibi, tüm planlı dönemlerde de enerji sektörüne ayrı bir önem verilmiştir. Bu sektör I. BYKP'nın da toplam yatırımlar içinde %6.6'lık bir paya sahip iken, IV. BYKP'nın da, karşılaşılan enerji darboğazının aşılması ve birincil enerji kaynakları ile sınai hammaddeler arzının artırılması için enerji sektöründe büyük yatırımlar gerekli görülmüştür. Bu dönemde, enerji sektörünün payı %15.7'ye yükselmiştir.

Cumhuriyet yıllarında, özellikle demiryolu ulaşımı önem kazanırken, 1970'li yıllarda karayolu yatırımlarında önemli artışlar olmuş ve 1974 yılında Birinci Boğaz Köprüsü gerçekleşmiştir. 1980'li yıllarda hava ulaşımına da ağırlık verilmiştir. 1985 yılında yapılan yasal düzenlemeler sonucu havacılık sektöründe tek olan Türk Hava Yolları'nın yanında özel sektör de hava ulaşımına katılmıştır.

Ulaştırma sektörü yatırımlarının planlı dönemlerde izlediği trende bakıldığında , I. ve II. BYKP'larında toplam yatırımlar içinde %15.6 ve %16.1'lik paylar ile üçüncü sırada yer alırken, III. Ve IV. Plan dönemlerinde, %20.6 ve %18.1'lik paylar ikinci sıraya yükseldiği görülmektedir. V. BYKP'nın da bir önceki döneme göre imalat sanayi yatırımlarının payı azalarak ikinci sıraya düşerken, izlenen politikalar doğrultusunda kamunu yatırımlardaki ağırlığını azaltarak ulaşım ve haberleşme sektörlerine yönelmesi sonucu, ulaşım sektörü %20.8'lik pay ile toplam yatırımların dağılımında birinci sıraya çıkmıştır.

7.2 1980 Sonrası Dönemde Toplam Sabit Sermaye Yatırımları

Türkiye'de toplam sabit sermaye yatırımlarının 1977 yılından sonra, gerek mutlak miktar olarak gerekse GSMH içinde yer alan pay olarak, belirli bir gerileme dönemine girdiğini görmekteyiz. 1977 yılında 210 milyar TL seviyesinde olan toplam sabit sermaye yatırımlarının GSMH içindeki payı % 24.1 olarak gerçekleşmişti. 1977'yi takip eden dönemde ve 80'li yılların başında sabit sermaye yatırımlarının seviyesi miktarsal olarak artıyor gözüküyorsa da, yatırımların GSMH'ya payı sürekli olarak düşüş göstermiştir. Özellikle, 1978-1984 yılları arası toplam sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ya oranı azalan bir trend izlemiştir. 1980 sonrası yatırımların sabit fiyatlarla gelişimini incelediğimizde; 1981, 1982 ve 1983 yıllarında yatırımların reel olarak gerilediği saptanmaktadır.

7.2.1 1980 Sonrası Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının Yapısı ve Sektörel Dağılımı

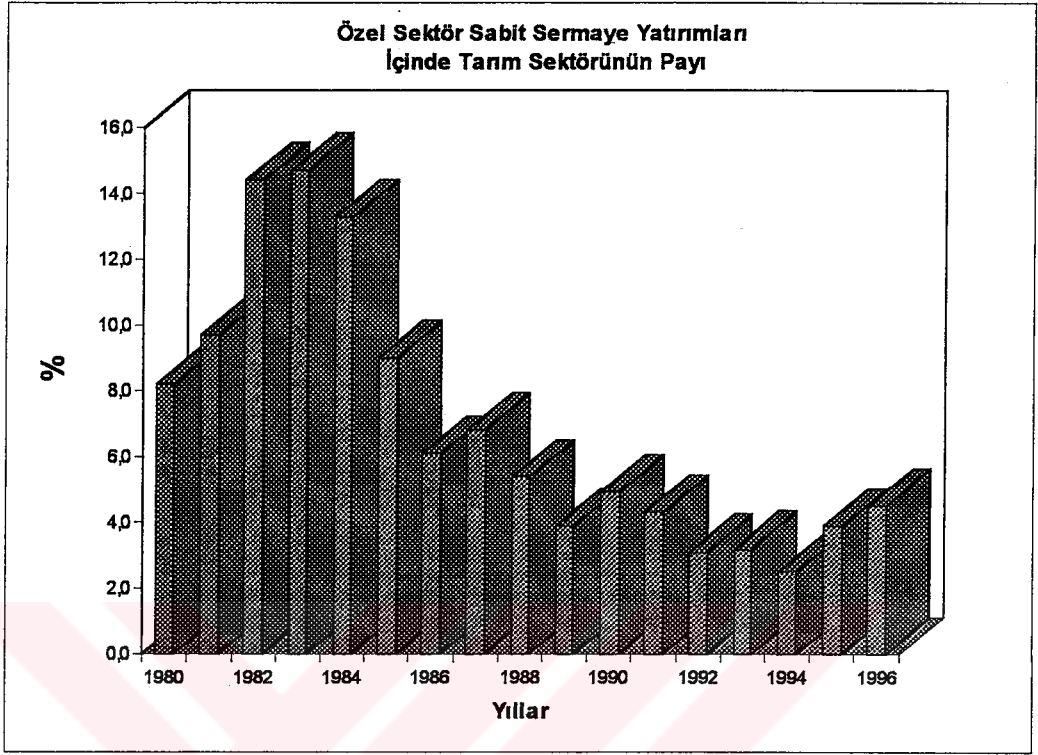
Sabit sermaye yatırımlarında 80 sonrası oluşan ve dört yıl süren resesyon, 1985 yılından itibaren yerini yatırımlarda tırmanışa bırakmıştır. 1986 yılında yatırımların GSMH'ya oranı % 22.3'e kadar yükselmiştir. Ancak 1987 yılında hem özel hem de kamu kesimi sabit sermaye yatırımlarında hafif bir gerileme görülmüştür. Özel kesim yatırımları GSMH'nın % 9.0'na, kamu yatırımları ise %12.7'den % 11.8'e gerilemiştir. 1984 ve 1985 yıllarında toplam sabit sermaye yatırımları içinde % 55-57 civarında olan kamu kesiminin payı 1987'de % 56.8'e gerilerken, 1984'de % 45.0 olan özel kesimin payı 1985 ve 1986'da % 42.9 ve 1987'de % 43.2 olarak saptanmıştır. 1979 yılından itibaren toplam sabit sermaye yatırımları içinde özel kesimin payı giderek düşmüştür. 1982 yılında kamu kesiminin toplam yatırımlar içindeki payı % 62.2'ye kadar çıkmıştır. 1984 yılından sonra sabit sermaye yatırımlarında görülen artışın ana kaynağı kamu kesimi yatırımlarıdır. 1989 yılında sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ya oranı, 1988 yılına göre, %1.5 gerileyerek % 22.6 olmuştur.

1980-1996 Yılları Arası
 Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının
 Sektörel Yüzde Payları

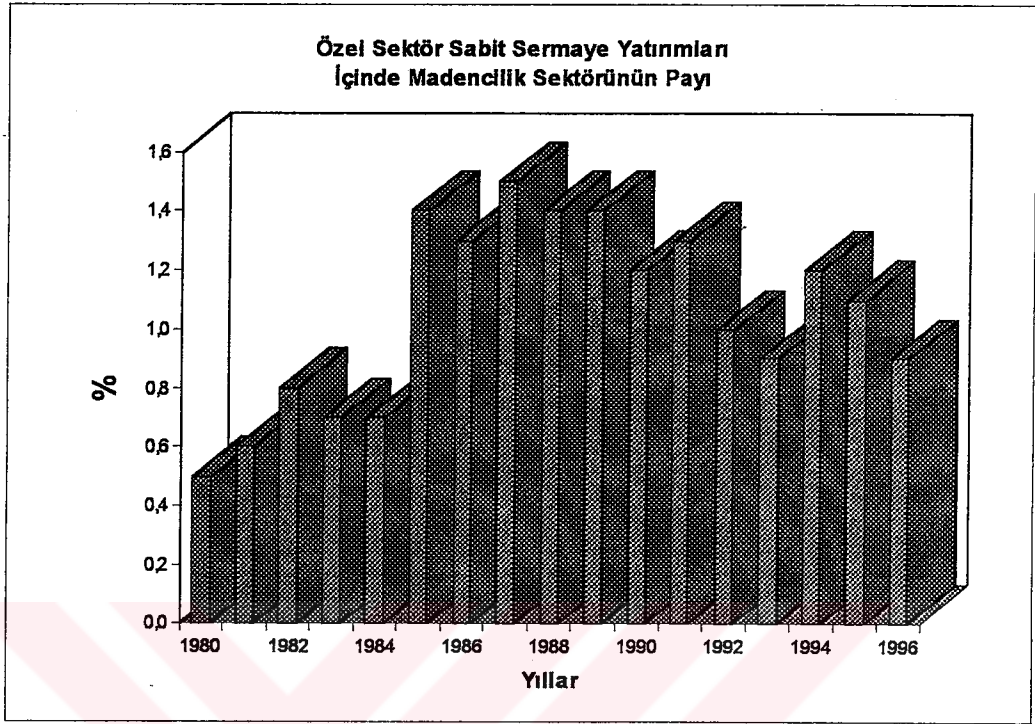
SEKTÖRLER	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Tarım	8.16	9.72	14.4	14.7	13.3	9.0	6.1	6.8	5.4	3.9	4.9	4.3	3.1	3.2	2.5	3.9	4.5
Madencilik	0.53	0.64	0.8	0.7	0.7	1.4	1.3	1.5	1.4	1.4	1.2	1.3	1.0	0.9	1.2	1.1	0.9
İmalat	24.64	25.24	28.5	27.5	27.7	33.0	33.3	26.2	23.5	20.9	27.5	27.7	24.9	23.6	23.8	25.4	25.7
Enerji	0.48	0.61	0.7	0.7	0.8	0.8	1.3	1.0	1.4	1.7	1.3	1.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.9
Ulaştırma ve Haber.	12.07	14.07	18.6	18.5	20.1	17.9	14.3	12.7	10.7	11.1	12.8	13.1	15.0	18.8	11.5	16.8	16.2
Turizm	0.61	0.69	0.9	0.9	1.2	2.2	3.0	3.7	4.8	6.5	6.2	6.1	3.6	2.4	2.3	2.4	2.3
Konut	49.27	44.58	30.5	30.3	30.8	30.6	35.5	43.5	48.4	49.7	41.3	40.7	45.0	44.9	51.9	45.1	43.1
Eğitim	0.20	0.20	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
Sağlık	2.14	0.22	0.2	0.2	0.2	0.5	0.6	0.6	0.4	0.6	0.9	1.3	1.4	1.3	1.5	1.2	1.7
Diğer Hizmetler	3.80	4.00	5.3	5.2	5.1	4.5	4.1	3.7	3.5	3.7	3.4	3.4	4.5	3.7	4.0	4.0	3.9
TOPLAM	100.0	100.00	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Kaynak: DPT Aylık Raporları.

A. Tarım Yatırımları: 1980-1996 aralığındaki 16 yıllık zaman diliminde özel sektör tarımsal yatırımlarının giderek azalan bir trend izlediği görülmektedir. Bu zaman sürecinde tarımsal yatırımların, toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki ortalama payı % 6.93 olarak gerçekleşmiştir. 1980 - 1984 yılları arasında oransal olarak % 63'lük bir artış kaydederek özel sektör toplam sabit sermaye yatırımlarındaki payı % 8.10'dan % 13.3'e çıkan tarımsal kaynaklı yatırımlar, özellikle 1984 sonrasında hızlı bir düşüş trendine girmiştir. 1989'da özel sektör yatırımlarındaki payı % 3.9'a kadar gerileyen tarımsal yatırımlar, 1990-1991 yılları arasında belirli ölçüde toparlanıp yatırımlar içindeki payını ortalama % 4.6'ya kadar artırabilmeyi başarmıştır. 1992'den itibaren tarımsal yatırımlar tekrar düşüş eğilimi göstermeye başlamıştır. 1984-1996 aralığında azalan ancak zaman, zaman yükseliş hareketleri de gösteren tarımsal yatırımların genel trendi, bu geniş zaman diliminde aşağıya doğru dalgalı şekilde oluşmuştur. Net bir ifade ile belirtirsek; yıllar itibarıyla özel sektör tarımsal yatırımlarının toplam özel sektör sabit sermaye yatırımlarındaki payı önemli oranda düşerek, 1996 yılında %4.5 seviyesine kadar gerilemiştir.

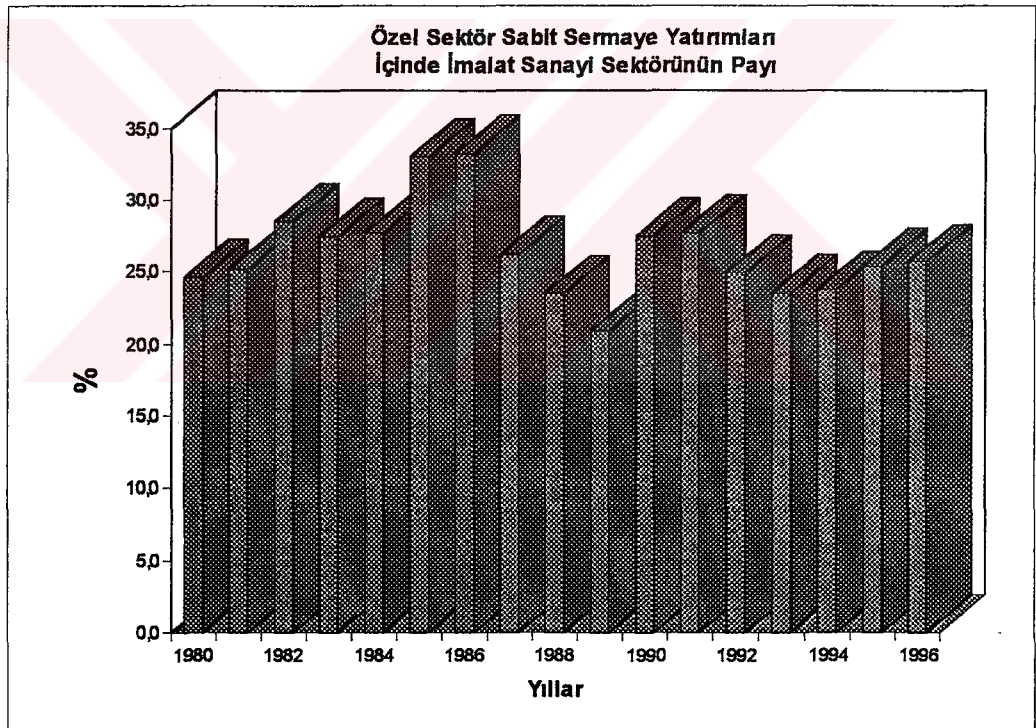


B. Madencilik Yatırımları: özel sektör toplam sabit sermaye yatırımları içinde madencilik yatırımlarının payı önemsiz bir seviyededir. Madencilik yatırımlarının yüksek miktarda duran varlık yatırımı içermesi, yatırımın faaliyete geçiş ve yatırılan sermayenin geri dönüş sürecinin uzun olması özel sektörü bu alandan uzak tutmuştur. 1980-1996 yılları arasında madencilik yatırımlarının toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki ortalama payı % 1.06 olarak gerçekleşmiştir.

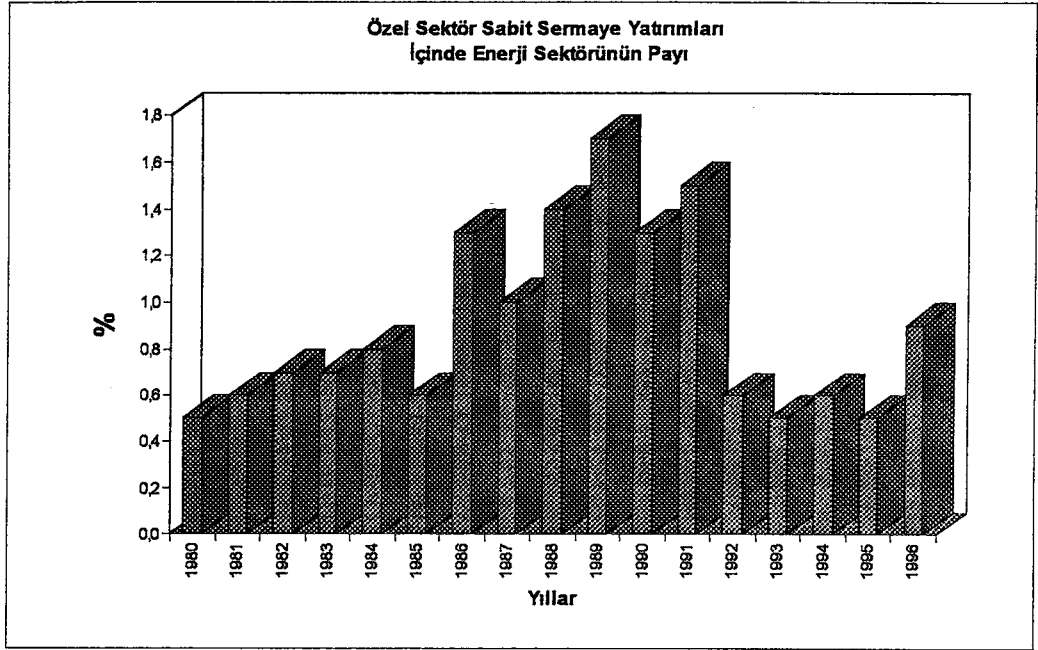


C. İmalat Yatırımları: yıllar itibarıyla istikrarlı bir seyir izleyen imalat sanayi yatırımlarının, 1980-1996 arası dönemde toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki ortalama payı % 26.4 olarak gerçekleşmiştir. 1980 yılında özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki payı % 24.6 olan imalat sanayi yatırımları, yıllar içerisinde artan bir trend izleyerek 1986 yılında % 33.3 seviyesine kadar çıkmıştır. 1987 yılında % 7.1 oranında gerileyen imalat sanayi yatırımları keskin bir düşüş göstermiş ve yatırımların toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki payı % 26.2'ye gerilemiştir. İmalat sanayi yatırımlarında 1987 yılında başlayan azalma trendi 1989 yılına

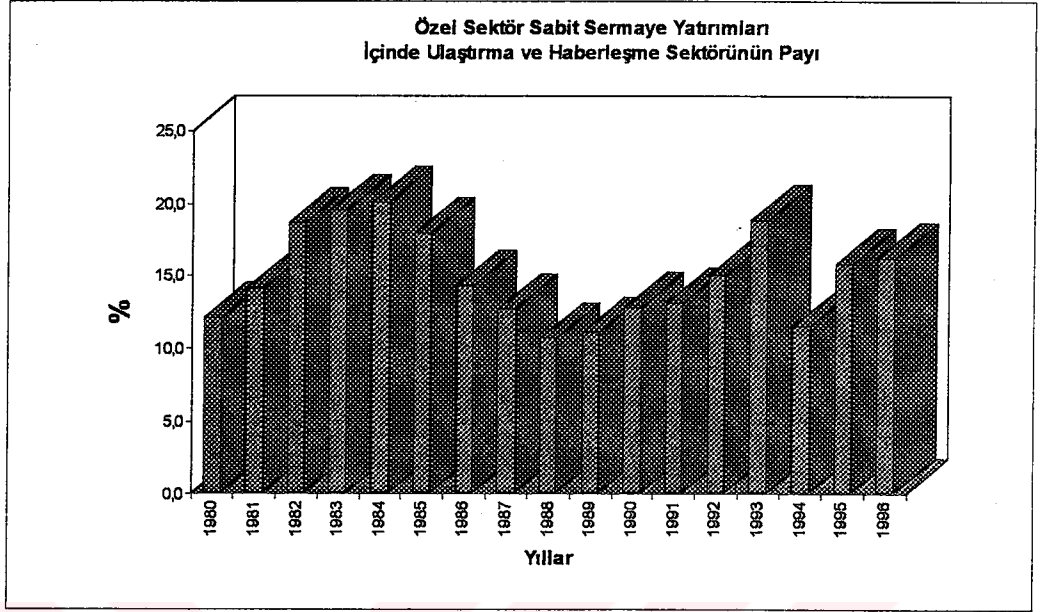
kadar sürmüŖ ve yatırımların payı % 20.9 seviyesine kadar gerilemiştir. 1990 yılına gelindiğinde ise özel sektör imalat sanayi yatırımlarında % 6.6 oranında keskin bir yükseliŖ görölmektedir. 1990 yılını takip eden zaman diliminde geçmiş yılların düşen yatırım seviyesi telafi edilmiş ve 1996 yılında imalat sanayi yatırımlarının özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki payı % 25.7'ye çıkmıştır. İmalat sanayi yatırımlarının genel trendi istikrarlı olmakla beraber 1987 yılında ani bir düşüş, 1990 yılında ise ani bir çıkış yaşamıştır.



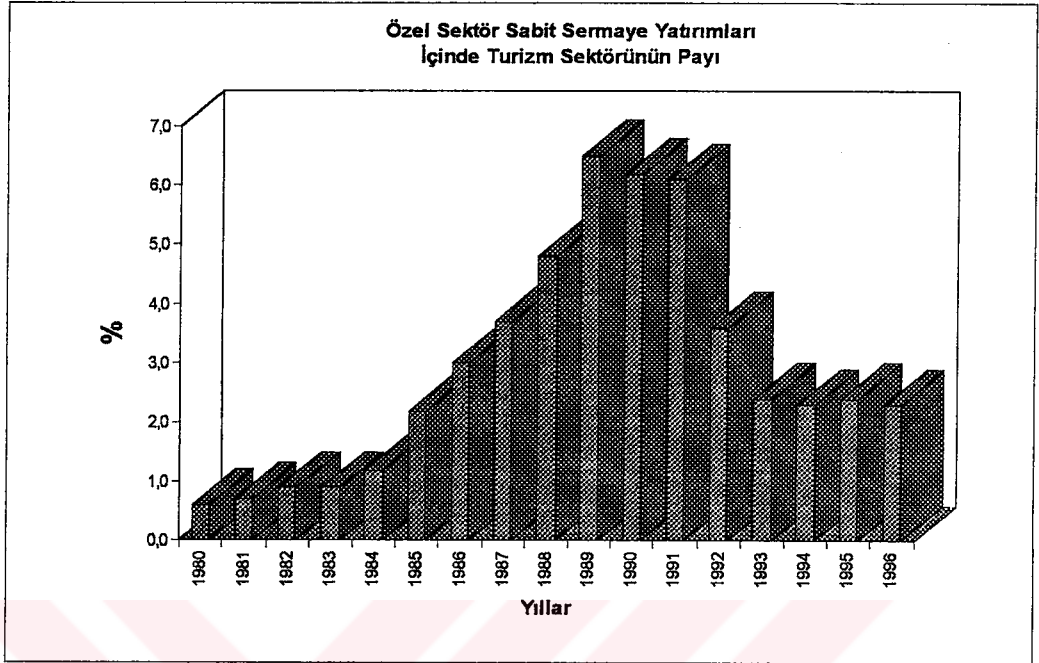
D. Enerji Yatırımları: özel sektör sabit sermaye yatırımları içinde enerji yatırımlarının payı son derece düşüktür. 1980 - 1985 arası dönemde önemsenmeyecek seviyede olan enerji yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payı 1986 yılında oransal olarak % 166 artarak, & 0.6 seviyesinden % 1.3'e çıkmıştır. 1986-1991 yılları arası dönemde özel sektörün az da olsa enerji yatırımlarına olan ilgisi artmış ve bu zaman diliminde enerji yatırımlarının toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki ortalama payı %1.36 olarak gerçekleşmiştir. 1992'de keskin bir düşüş gösteren enerji yatırımlarının, 1992 sonrasında toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki payı azalan bir trend izlemiştir. 1996 yılında enerji yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payı %0.9 olarak gerçekleşmiştir.



E. Ulaştırma ve Haberleşme Yatırımları: yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir izleyen ulaştırma ve haberleşme yatırımlarının, 1980-1996 yılları arası toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki ortalama payı %15 olarak gerçekleşmiştir. Ülkemizdeki ulaştırma ve haberleşme alt yapısının yetersiz ve eksik olması sektörün orta-uzun vadede kaçınılmaz bir büyüme trendinde olacağını saptayan özel sektörün, ulaştırma ve haberleşme yatırımlarına ilgisi her zaman yüksek olmuştur. Özel sektör ulaştırma ve haberleşme yatırımları seviyesi yıllar itibarıyla ılımlı bir dalgalanma (1993-1994 arası hariç) göstermiştir. 1996 yılında ulaştırma-haberleşme yatırımlarının, toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki payı %16.2 olarak gerçekleşmiştir.

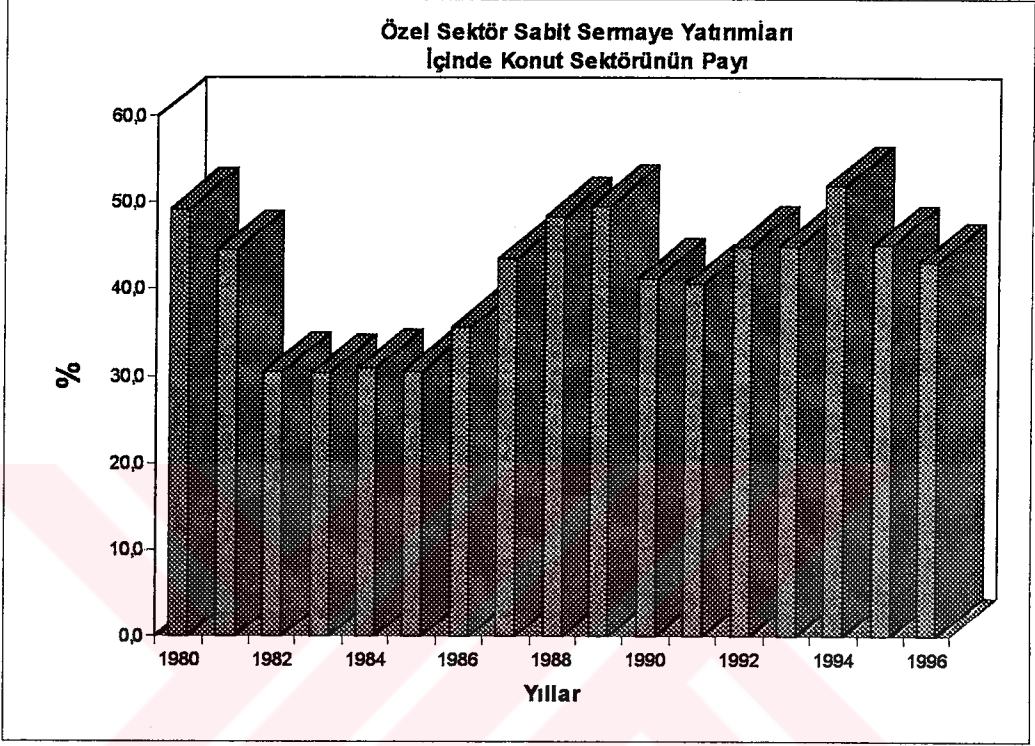


F. Turizm Yatırımları: 1980 yılında, özel sektör sabit sermaye yatırımları içinde % 0.61 gibi önemsenmeyecek bir paya sahip olan turizm yatırımlarına karşı özel sektörün ilgisi yıllar itibarıyla istikrarlı bir eğilimle artmıştır. 1991 yılında, turizm yatırımlarının özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki payı % 6.1'e çıkmış, 1980-1991 yılları arası ortalama payı ise % 3.06 olarak gerçekleşmiştir. 1991-1992 yılları arasında turizm yatırımlarında % 69 oranındaki ani gerilemenin nedeni Körfez Krizi'dir. 1992 yılında turizm yatırımlarının, toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki payı % 3.6'ya düşmüştür. Bu aşamadan sonra gerileme trendi sürmüştü ve 1996 yılında turizm yatırımları % 2.3 seviyesine kadar düşmüştür.

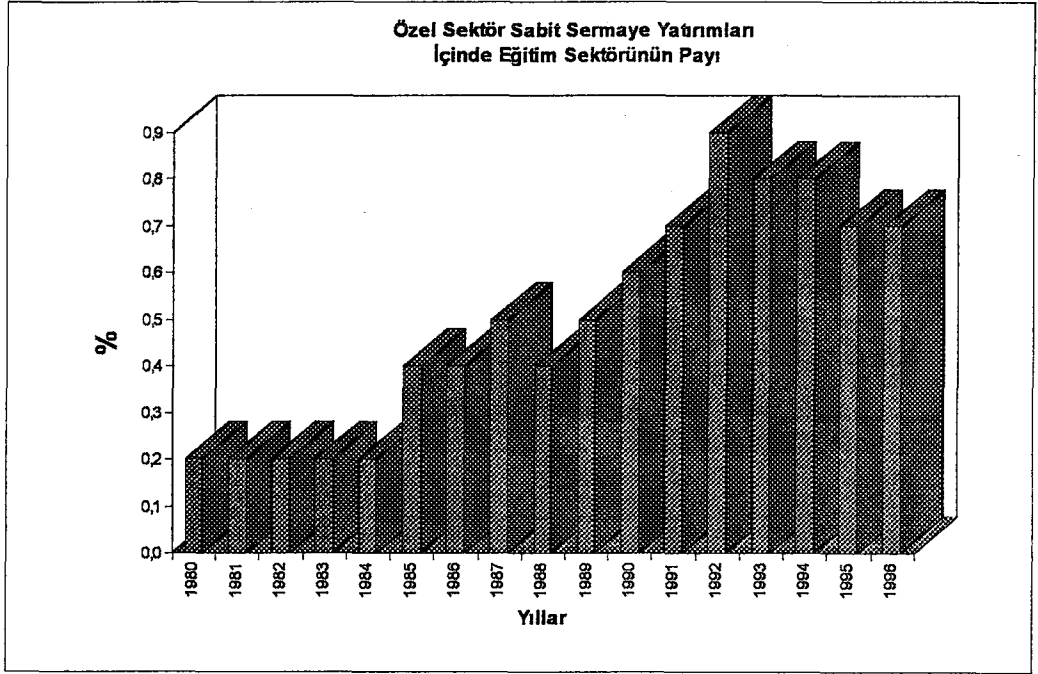


G. Konut Yatırımları: Ülkemiz nüfusuna oranla konut açığımızın önemli ölçüde yüksek olması ve bu nedenle konut talebinin her yıl kesintisiz şekilde katlanarak artması, özel sektör sabit sermaye yatırımlarının konut sektöründe yoğunlaşmasına neden olmuştur. 1980-1996 yılları arası özel sektör konut yatırımlarının, toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki ortalama payı % 41.5 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi özel sektör yatırımlarının neredeyse yarısına yakın bir bölümü konut yatırımlarından oluşmaktadır. Yıllar itibarıyla konut yatırımları ılımlı bir dalgalanma göstermiştir. Özellikle 1994 yılında toplam özel

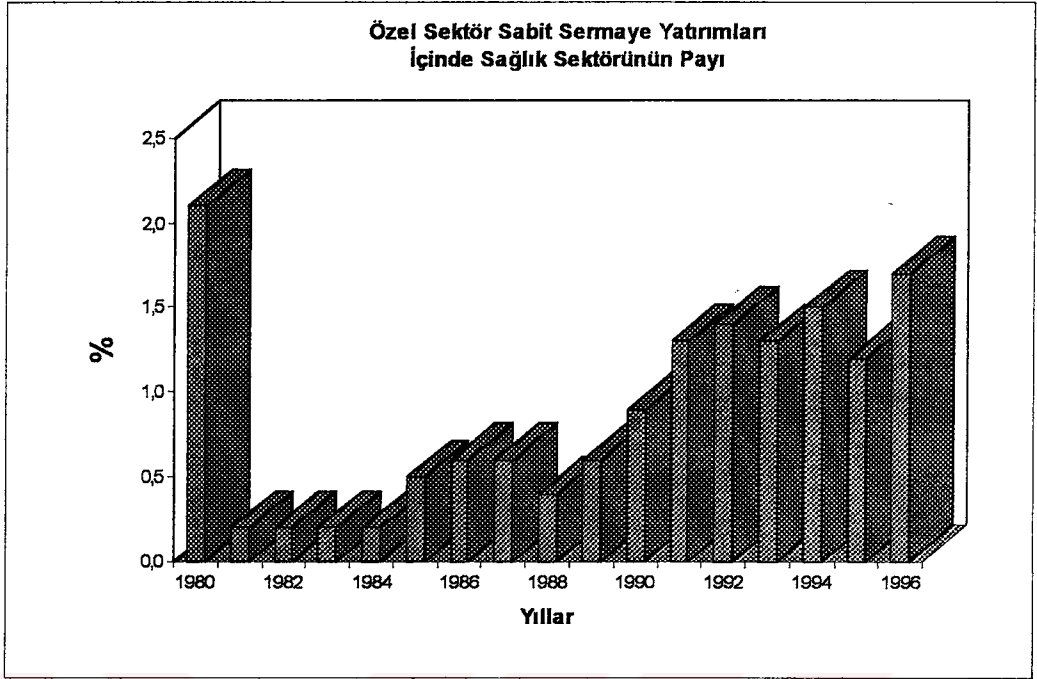
sektör sabit sermaye yatırımlarının % 51.9'u diğer bir ifadeyle yarısından fazlası, sadece konut yatırımlarından oluşmuştur.



H. Eğitim Yatırımları: özel sektör, eğitim yatırımlarına karşı ilgisizdir. Her ne kadar son yıllarda özel sektörün büyükşehirlerdeki eğitim yatırımları artmış olsa dahi, bu yatırımların 1980-1996 yılları arası toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki ortalama payı % 1.2 olarak gerçekleşmiştir.



K. Sağlık Yatırımları: sağlık yatırımlarının özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki payı düşüktür. Özellikle 1980-1981 yılları arasında sağlık yatırımları oransal olarak % 90 gibi çok keskin bir azalma göstermiştir. 1980 yılında sağlık yatırımlarının toplam özel sektör yatırımları içindeki payı %2.14 iken, bu oran 1981'de % 0.22 olarak gerçekleşmiştir. 1981'den 1990 yılına kadar çok küçük artışlarla sabit sermaye yatırımları içindeki payını % 0.9'a çıkaran sağlık yatırımlarının seviyesi, 1991 yılında % 1.3'e çıkmıştır. 1991-1996 yılları arası sağlık yatırımlarının, toplam özel sektör sabit sermaye yatırımları içindeki payı ortalama % 1.4 olarak gerçekleşmiştir.

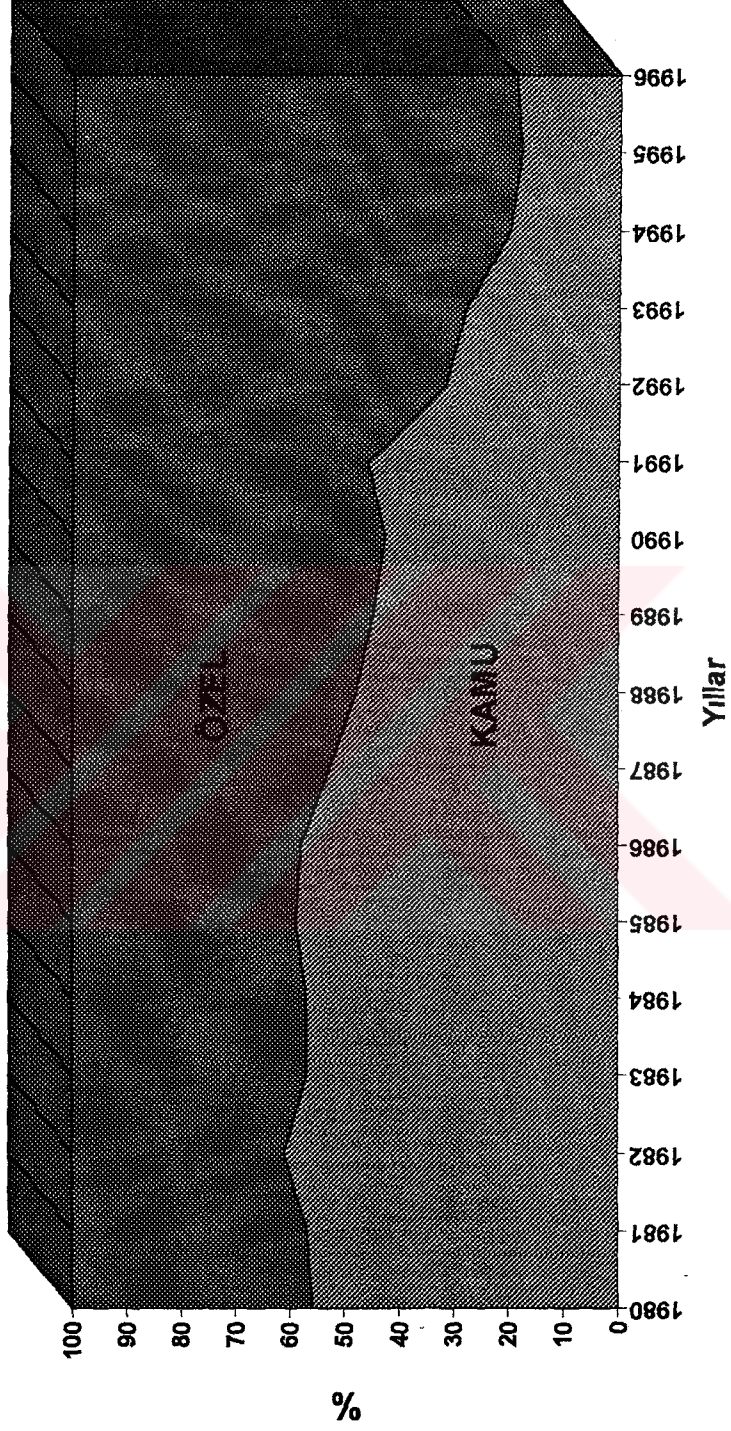


7.2.2 1980 Sonrası Toplam Sabit Sermaye Yatırımlarında Kamu / Özel Sektör Ayırımı

1980 sonrası toplam sabit sermaye yatırımlarının kamu / özel sektör ayırımını incelediğimizde; 1980-1987 yılları arasında kamu yatırımlarının ağırlığını, özel sektör yatırımlarının zayıflığını saptamaktayız. Bu zaman diliminde kamu sektörü yatırımlarının toplam sabit sermaye yatırımları içindeki ortalama payı % 57.2, özel sektör yatırımlarının ortalama payı ise % 42.7 olarak gerçekleşmiştir. 1980 ve takip eden yıllardaki yüksek enflasyon, uluslararası sermaye girişlerindeki yavaşlama, kamu kesimi borçlanma gereğinin artması ve bununla beraber özel sektör yatırımlarında kullanılabilir fonların kamu borçlanmasının finansmanına gitmesi, yüksek

oranlı kredi faizleri gibi faktörler özel sektör sabit sermaye yatırımlarını yavaşlatmıştır. 1980 yılında başlayan ve tüm dünyaya yayılan ikinci petrol fiyatları krizi ile aynı yıl ülkemizde uygulamaya konan ekonomik istikrar programı gibi diğer olaylar da 1980 -1987 arası özel sektör sabit sermaye yatırımlarını yavaşlatan yan faktörlerdi. 1988 yılından itibaren toplam sabit sermaye yatırımları içerisinde özel sektörün payı artmaya, kamu sektörünün payı ise düşmeye başlamıştır. 1988-1996 arası dönem, adeta özel sektörün sabit sermaye yatırımlarında gücünü ispatladığı bir zaman dilimidir. Bu süreç dahilinde özel sektör yatırımlarının, toplam sabit sermaye yatırımları içindeki ortalama payı % 66.7, kamu sektörünün ise % 33.3 olmuştur. Özel sektörün 1988 sonrası güçlenmesinin nedenleri arasında; uluslararası sermaye hareketlerini kolaylaştıran 32 sayılı Türk Parasının Kıymetinin Korunması ile ilgili Kanun Hükmünde Kararname'nin çıkmasıyla beraber ülkemize yönelik dış sermaye hareketlerinin artması, özel sektörün değişen global ticaret şartlarına adapte olup ihracat potansiyelini yükseltmesi, konut açığı nedeniyle özel sektörün konut yatırımlarına yönelmesi gibi nedenleri sıralayabiliriz.

Toplam Sabit Sermaye Yatırımlarında Kamu / Özel Ayırımı (%)



BÖLÜM III

1980-1996 DÖNEMİNDE ÖZEL SEKTÖR SABİT SERMAYE YATIRIMLARININ FAİZ ORANLARI DUYARLILIĞI ÜZERİNE BİR EKONOMETRİK MODEL ÇALIŞMASI

8. Ekonometrik Modelin Amacı ve Kurulması

Türkiye'nin içinde bulunduğu ekonomik istikrarsızlığın talep fazlasından kaynaklandığının düşünülmesi, 1980 yılında başlayan liberalleşme sürecinde istikrar sağlayıcı önlemler olarak "talep kısıtlayıcı makro-ekonomik politikalar"ın uygulanmasına neden olmuştur. Dolayısı ile, faiz politikası olarak 1970'li yıllardan itibaren kalkınmakta olan ülkelerde kabul gören ve tasarrufları artırma amacına yönelik olan "yüksek faiz politikası" uygulanmıştır.

Pozitif reel faiz politikası ile amaçlanan, ekonomideki tasarruf düzeyini artırarak toplam talep üzerinde dolaylı ya da dolaysız yoldan daraltıcı bir etki yapmak ve ekonomiyi enflasyonist süreçten çıkarmaktır. Diğer taraftan, talep daraltıcı bir faiz politikası ile ekonomideki sermaye birikiminin artırılarak ekonomik büyümenin hızlanması amaçlanmıştır.

Çalışmamızın üçüncü bölümünü oluşturan bu bölümde; 1980 sonrası dönemde talep kısıtlayıcı istikrar politikası aracı olarak uygulanan yüksek faiz politikasının, yatırımlar üzerindeki etkisi ekonometrik bir model yardımı ile incelenerek elde edilen sonuçlar yatırım teorileri çerçevesinde değerlendirilmiştir.

19. Yüzyılın matematiksel iktisatçılarından Jevons, Cournot, Thunen, Walras, Wicksell, Edgeworth ve Pareto'nun öncülüğünü yaptığı ekonometri, iktisadi ilişkileri matematiksel modeller şeklinde formüle ederek, bu modellerin parametrelerini tahmin ve test eden bir iktisat dalı olarak gelişmiştir.

Günümüzde ekonometrik yöntemlerin iktisatta daha geniş çapta uygulanmasının nedenleri arasında; iktisadi ilişkilerin matematiksel olarak ifade edilebilmesi, yöntemlerin çoğunlukla niceliksel değişkenleri kapsamaması, değişkenlere ait gittikçe daha bol miktarda ve daha kaliteli verilerin toplanmasını sayabiliriz. Bunun yanısıra niceliksel yöntemler ve bilgisayar alanındaki gelişmeler, iktisadi ilişkilerin niceliksel olarak incelenmeye daha elverişli duruma gelmesine neden olmuştur.

Ekonometrik modelden sağlıklı bir sonuç elde edebilmek ve alınan sonuçlardan bir yol gösterici olarak yararlanabilmek için, öncelikle modelde yer alan değişkenler arası ilişkinin sağlam bir iktisat teorisine dayandırılması gerekmektedir. Ekonometrik modelde yer alması gereken değişkenler, iktisat teorisi ve onun prensiplerine, gerçeklere ait gözlemlere ve son

olarak matematik model yapımı tekniklerine göre belirlenmelidir. Bu nedenlerle, uygulanacak modelin değişkenler bakımından boyutlarının tayini çok büyük bir önem taşımaktadır.

1980-1996 yıllarını kapsayan ekonometrik modelimizde, amacımız “yatırımların faiz elastikliği”ni ortaya koymak olmakla beraber egzojen, diğer bir ifade ile bağımsız değişkenler sadece faiz oranı ile sınırlandırılmamıştır. Modelimizde endojen yani bağımlı değişkeni özel sektör sabit sermaye yatırımları oluştururken, sağlıklı bir model kurulması için egzojen değişkenler olarak; faiz oranının yanında GSMH büyüme hızı, para arzı, kamu sektörü sabit sermaye yatırımları ve reel döviz kuru değişim endeksi alınmıştır.

9. Ekonometrik Modelin Yorumu

$$I = \beta_0 + \beta_1 r + \beta_2 \text{GSMH} + \beta_3 M + \beta_4 \text{KSSSY} + \beta_5 \text{DK}$$

$$I = \beta_0 - 0,02 r + 0,82 \text{GSMH} + 0,70 M + 0,29 \text{KSSSY} + 0,02 \text{DK}$$

I = Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları (ÖSSSY)

r = Reel Faiz Oranı

GSMHBH = Gayri Safi Milli Hasıla Büyüme Hızı

KSSSY = Kamu Sektörü Sabit Sermaye Yatırımları

M = Para Arzı

DK=Döviz Kuru Değişim Endeksi

Yukarıda belirtilen parametre değerleri modelde temsil ettikleri bağımsız değişkenlerin modelin bağımlı değişkenini hangi yönde yüzde kaç oranında etkilediklerini göstermektedirler. Parametrelerin ayrı ayrı ve modelin bir bütün olarak anlamlılığı çeşitli testlerle aşağıda incelenmiştir.

* Modelimizde $\beta_1 = -0,02$ olması , reel faiz oranlarındaki 1 birimlik bir artışın özel sektör sabit sermaye yatırımları üzerinde 0,02'lik bir azalma yaptığı anlamına gelmektedir. Beş bağımsız yani açıklayıcı değişkenin yer aldığı modelimizde reel faiz oranlarının özel sektör sabit sermaye yatırımları üzerinde en düşük etkiye sahip olduğu görülmektedir.

β_1 parametresinin negatif bir değer alması ise, McKinnon ve Shaw'ın hipotezinin 1980 -1986 dönemi için Türkiye ekonomisinde geçerli olmadığını göstermektedir. Diğer bir ifade ile, ekonomide bir dönüm noktası olan 1980 sonrası dönemde, liberal politikalar içinde yer alan yüksek reel faiz oranı uygulaması, ekonomide istenilen etkiyi yapmamış ve yatırımları hedeflendiği gibi pozitif değil negatif etkilemiştir.

* β_2 , modelde GSMH büyüme hızının özel sektör sabit sermaye yatırımları (ÖSSSY) üzerindeki etkisini göstermektedir. $\beta_2 = 0,82$ ise, GSMH büyüme hızındaki 1 birimlik bir artışın ÖSSSY'de 0,82'lik bir artış yaptığı anlamına gelmektedir. β_2 parametresinin işaretinin pozitif olması modelde istenilen bir sonuç olup, özel sektör sabit sermaye yatırımlarının belirlenmesinde GSMH'nın olumlu bir etkisi olduğunu göstermektedir.

* Para arzının özel sektör sabit sermaye yatırımları üzerindeki etkisini ise, β_3 parametresi temsil etmektedir. $\beta_3 = 0,70$ olup, geniş anlamda para arzındaki 1 birimlik bir artışın ,ÖSSSY üzerinde 0,70'lik bir artış yaptığı anlamına gelmektedir. β_3 'ün işaretinin pozitif olması da teorik olarak temsil ettiği değişkenin etkisini doğrulamaktadır.

* Ekonomide crowding - out etkinin olup olmadığını anlamak için kamu sektörü sabit sermaye yatırımları (KSSSY)'da modele etkileyici değişken olarak katılmıştır. Regresyon analizi sonucunda KSSSY'nin etkisini gösteren β_4 parametresi ise $\beta_4 = 0,29$ olarak hesaplanmıştır. Parametre değerinin pozitif bir değer taşıması, 1980'ler de izlenen liberalleşme politikaları ile kamu sektörünün imalat ve diğer üretim sektörlerindeki rolünün azaltıldığını ve bu dönemde özel sektör sabit sermaye yatırımlarının arttığı anlamına gelmektedir.

Ekonometrik çalışmamıza temel teşkil eden 1980 -1986 döneminde, uygulanan liberal politikalar çerçevesinde kamu sektörü özellikle sabit sermaye yatırımlarında özel sektöre rakip olmaktan çıkarılmış ve bu alanda ekonomdeki crowding-out etkisi azaltılmıştır. Ekde verilen tablo 2'de de görüldüğü gibi, toplam sabit sermaye yatırımları içinde kamu sektörünün payı 1980 yılında %56 iken, 1996 yılında %19'a inmiştir. Özel sektörün payı ise % 44'den % 81' e yükselmiştir.

* Modelde beşinci açıklayıcı değişken olarak ise, döviz kurları alınmıştır. $\beta_5 = 0,02$ olarak hesaplanmıştır. Bu ise, döviz kurlarındaki 1 birimlik bir değişimin özel sektör yatırımlarında pozitif yönde 0,02'lik bir değişim yarattığı anlamına gelmektedir. Parametrenin işaretinin pozitif çıkmasının anlamı, bu dönemde özel sektör yatırımcılarının, yatırımlarını özkaynak + yurtdışı yabancı kaynak ile finanse etmeleridir. Döviz kurlarının; mevcut enflasyon oranı kadar devalüe edilmeyip düşük değerli şekilde baskı altında tutulması, yatırımlar için yurtdışından yabancı kaynak transferini cazip hale getirmiştir. Bu olanağın varlığını tesbit eden özel sektör yatırımcıları da, yatırımlarının belirli bir bölümünü ilgili dönemde döviz ile finanse etmeyi tercih etmişlerdir.

10. Ekonometrik Modelin Test Edilmesi

10.1 R^2 Testi

Birden fazla bağımsız değişken olduğu zaman bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında ne derece sıkı bir ilişki olduğunu bulmak için R ile ifade edilen **çoklu korelasyon katsayısını** bulmak gerekmektedir. Fakat, ekonometrik modellerin yorumunda bunun karesi olan (R^2) **çoklu determinasyon katsayısı'nın** kullanılması daha uygun olmaktadır.

R^2 , bağımlı değişkendeki değişmelerin yüzde kaçının bir bütün olarak bağımsız değişkenlerdeki değişmeler ile açıklanabileceğini göstermektedir. R^2 değeri ne kadar yüksek olursa, bağımlı değişkenin kurulan model ile izahı da o kadar kuvvetli olmaktadır.

R^2 testi, ekonometrik modellerin analizinde kullanılan bir değer olmakla birlikte modelin başarısının değerlendirilmesinde tek başına yetersiz kalmaktadır. Zira, her parametre için ayrı ayrı yapılan (t) testleri parametrelerin önem derecelerini göstermekte ve güven sınırlarının belirlenmesinde yardımcı olmaktadır.²⁴⁷

²⁴⁷ KILIÇBAY A.: "Uygulamalı Ekonometri", Filiz Kitabevi, İstanbul,1983,s. 227.

R^2 , F ve (t) testleri uygulanan modelin bütünü ile ve parametreleri ile ayrı ayrı "başarı" ve "yeterlilik" derecesini ölçmektedir. Fakat, bu ölçüleri tek başına ayrı ayrı birer "başarı" ve "başarısızlık" kriteri olarak kullanmak doğru değildir. Bunları, kıyaslamalı olarak ve bir "demet" halinde kullanmak ekonometrik uygulamanın başarısı için gereklidir.

Bir ekonometrik modelde, R^2 testi başarılı iken, β değerleri de anlamlı olabileceği gibi tam tersi olarak β 'lar anlamsız yada bazıları anlamlı olabilir. Birinci durum, ekonometrik modelde en çok istenilen sonuçtur. Diğer durumlar ise, ekonometrik uygulamadaki ciddi sorunları göstermektedir. Bu durumda araştırmacı, modelin temelinde dayandığı iktisat teorisi ile bağlantı kurarak, β değerleri önemsiz olan değişkenleri tekrar değerlendirerek hepsinin mi, yoksa bir kısmının mı, modelden çıkarılması gerektiğine karar verecektir.²⁴⁸

Modelimizde, $R^2 = 0,99$ olarak hesaplanmıştır. Bunun anlamı yukarıda da açıklandığı gibi, modelin bir bütün olarak bağımlı değişkenin açıklanmasında % 99 oranında başarılı olduğudur. Bir ekonometrik modelde, R^2 'nin 1'e yakın çıkması modelin

²⁴⁸ GERAY R.C. and LESER C.E.V.: "Significance Test in Multiple Regression", The American Statistician, 1978, sf. 37.

başarısı açısından istenilen bir durumdur. Fakat, model hakkında kesin bir yargıya varmak için R^2 testinin yanında, t ve F- testlerinin yapılması gerekmektedir. Bu testler ise, sırası ile aşağıda yapılmıştır.

10.2 t - Testi

t - testi ekonometrik modeldeki herhangi bir parametre veya parametreler kombinasyonu için yapılan bir hipotez testidir. t-testinin sonucuna göre, parametrenin modelde temsil ettiği değişkenin tek başına bağımlı değişkenin açıklanmasında ne derece önemli olduğu belirlenmektedir. Tek bir parametreyi test etmek için kullanılan t - testinin formülü ise;

$$t = b_j - \beta_j / S_{b_j}$$

şeklindedir.

Tahmin edilen her bir parametre için ayrı ayrı yapılan t - testi parametrelerin önem derecesini göstererek, güven sınırlarının belirlenmesinde yardımcı olmaktadır. Modeldeki bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklayan değişkenlerden biri olup olmadığını anlamak için, bu değişkene ait katsayıyı ifade

eden β parametresi ile ilgili hipotez $H_0 : \beta_1 = 0$ ve alternatifi $H_a : \beta_1 \neq 0$ şeklinde ifade edilmektedir.²⁴⁹

Önemlilik derecesinin $\alpha = 0.01$ ya da $\alpha = 0.05$ olmasına göre, hipotezin red ve kabul bölgelerini ayıran sınır,

n = gözlem sayısı

k = bağımsız değişken sayısı

olmak üzere, $t_\alpha = (n - k)$ şeklinde belirlenmektedir. Modeldeki değerler ile yukarıdaki formül yardımı ile hesaplanan (t) değerlerinin, hipotezin red ve kabul bölgelerini ayıran sınır değeri ile karşılaştırılması sonucu, hipotez kabul ya da red edilmektedir.

Eğer, $t > t_\alpha(n - k)$ ise, hipotez red alternatifi kabul edilmektedir. Bunun yorumu ise, söz konusu parametrenin temsil ettiği bağımsız değişken modeldeki bağımlı değişkeni pozitif yönde etkileyen ve istatistiksel bakımdan önemli olan bir açıklayıcı değişkendir.

Ekonometrik modelde ki bağımlı değişken ile söz konusu bağımsız değişken arasındaki ilişkinin ne derece kuvvetli olduğu, (t)'nin mutlak değerine göre de belirlenebilmektedir. Buna göre, $|t| < 2$ zayıf bir ilişkiyi, $2 \leq |t| \leq 3$ orta derece de sıkı bir ilişkiyi, $|t| > 3$ sıkı bir ilişkiyi belirtmektedir. Sonuç

²⁴⁹ KANE E.J.: "Statistique Economique et Econometrie", P.U.F., Paris, 1989, sf.. 245.

olarak , $|t|$ ne kadar büyük olursa ilişki de oderece kuvvetli olmaktadır.²⁵⁰

1980 - 1986 yıllarını kapsayan ekonometrik modelimizde parametrelere ait sonuçlar ise, aşağıda belirtilmiştir.

$$I = \beta_0 + \beta_1 r + \beta_2 \text{GSMH} + \beta_3 M + \beta_4 \text{KSSSY} + \beta_5 \text{DK}$$

$$I = \beta_0 - 0,02 r + 0,82 \text{GSMH} + 0,70 M + 0,29 \text{KSSSY} + 0,02 \text{DK}$$

$$(t) = (-0,964) (-0,709) (2,612) (3,560) (1,459) (0,844)$$

KSSSY= Kamu Sektörü Sabit Sermaye Yatırımları

β_1 için t - testi

$$H_0 : \beta_1 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

$$t_{0,05} (11) = 1,796$$

$$t_{\text{hesaplanan}} = -0,709$$

$t_{\text{hesaplanan}} < t_{\text{tablo}}$ olup , β_1 için H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Bu ise, β_1 'in temsil ettiği bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklamada istatistiksel açıdan önemli

²⁵⁰ LESER C.E.V.: "Econometric Techniques and Problems", 2d Ed., Hafner Pub. Comp.Inc.,1974, sf. 267.

olmadığı anlamına gelmektedir. Fakat, bir ekonometrik modelin analizinde kullanılan t - testleri tek başlarına yeterli sonuç vermemektedirler. Özellikle zaman serileri kullanıldığında açıklayıcı değişkenler arasındaki ilişki olasılığı artmakta ve çoklu doğrusal bağlantı ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, parametrelerin tahmin değerlerinin standart hataları büyük ve t oranları küçük çıkmaktadır.

Modelimizde bazı bağımsız değişkenler arasında ilişkiye rastlanmakla beraber, bu değişkenler arasında faiz oranı yoktur. Dolayısıyla, çoklu doğrusal bağlantıdan dolayı standart hatasında bir artış söz konusu değildir. Ayrıca, modelden döviz kuru çıkarılarak yapılan ekonometrik analiz sonucunda yine faiz oranının yatırımları açıklamada çok zayıf bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

β_2 için t - testi

$$H_0 : \beta_2 = 0$$

$$H_1 : \beta_2 \neq 0$$

$$t_{0,05} (11) = 1,796$$

$$t_{\text{hesaplanan}} = 2,612$$

$t_{\text{hesaplanan}} > t_{\text{tablo}}$ olduğu için H_0 hipotez red, alternatifini kabul edilmektedir. Diğer bir ifade ile, GSMH büyüme hızı özel sektör sabit sermaye yatırımlarını pozitif yönde etkileyen ve istatistiksel açıdan önemli olan bir değişkendir.

β_3 için t - testi

$$H_0 : \beta_3 = 0$$

$$H_1 : \beta_3 \neq 0$$

$$t_{0,05} (11) = 1,796$$

$$t_{\text{hesaplanan}} = 3,560$$

$$t_{\text{hesaplanan}} = 3,560 > t_{0,05} (11) = 1,796$$

β_3 parametresi içinde H_0 hipotezi red, H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Modelde açıklayıcı değişken olarak yer alan para arzı da bağımlı değişkeni açıklamada istatistiki olarak anlamlı çıkmaktadır. Bu, modelin temelinde yatan iktisat teorisi açısından da uygun bir sonuçtur.

β_4 için t - testi

$$H_0 : \beta_4 = 0$$

$$H_1 : \beta_4 \neq 0$$

$$t_{0,05} (11) = 1,796$$

$$t_{\text{hesaplanan}} = 1,459$$

$t_{\text{hesaplanan}} = 1,459 < t_{0,05} (11) = 1,796$ olduğu için H_1 hipotezi red, H_0 hipotezi kabul edilmektedir Daha önce β_1 parametresi için elde edilen sonuç β_4 parametresi içinde elde edilmiştir. Hesaplanan t değerinin, tablo değerinden küçük çıkması kamu sektörü sabit sermaye yatırımlarının özel sektör sabit sermaye yatırımlarını açıklamada istatistiksel açıdan önemli olmadığı anlamına gelmektedir.

Söz konusu değişkenin anlamsız olduğu sonucunu çıkarmadan önce modelin bütün olarak değerlendirilmesi ve modelde söz konusu değişken ile başka değişkenler arasında bir ilişkinin olup olmadığı da araştırılmalıdır. Modelimiz de kamu sektörü sabit sermaye yatırımları ile para arzı arasında kuvvetli bir ilişkinin varlığı görülmektedir. Bu da söz konusu değişkene ait standart hatanın büyük çıkarak, t testi sonucunun küçülmesine ve değişkenin anlamsız çıkmasına neden olmuştur. Para arzı modelden çıkarıldıktan sonra

modelin tekrar test edilmesi sonucunda ise β_4 parametresine ait t - testi sonucu anlamlı çıkmıştır.

β_5 için t - testi

$$H_0 : \beta_5 = 0$$

$$H_1 : \beta_5 \neq 0$$

$$t_{0,05} (11) = 1,796$$

$$t_{\text{hesaplanan}} = 0,844$$

$t_{\text{hesaplanan}} = 0,844 < t_{0,05} (11) = 1,796$ olduğu için β_5 parametresi için H_0 hipotezi kabul, H_1 hipotezi red edilmektedir. Bu durum bize, döviz kuru değişim endeksinin istatistiksel olarak bağımlı değişkeni açıklamada yetersiz olduğu sonucunu vermektedir. Fakat, daha önce de belirtildiği gibi, t-testlerinin sonuçları özellikle modelde çoklu doğrusal bağlantının varlığı söz konusu olduğu zaman tek başlarına modeli yorumlamada yetersiz kalmaktadır. Regresyon modelimizde de, döviz kuru değişim endeksi ile para arzı arasındaki korelasyon, döviz kuru değişim endeksinin standart hatasını büyüterek, t-testi sonucunun olduğundan küçük çıkmasına neden olmaktadır.

10.3 F - Testi

t - testi, modeldeki değişkenlerin ayrı ayrı bağımlı değişken üzerinde etkili olup olmadıklarını belirlerken, F - testi egzojen yani açıklayıcı değişkenlerin bütün olarak, endojen yani açıklanan değişken üzerinde etkili olup olmadıklarını ortaya koymaktadır. Formül olarak ise ,

$$F = R^2 / (k - 1) / (1 - R^2) / (n - k) .$$

Bir bütün olarak regresyonun test edilebilmesi için,

Hipotez, $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_k = 0$ olurken, değişkenler arasındaki ilişkinin geçerliliğini kabul eden alternatif, $H_a : \beta_1 \neq 0,$

$\beta_2 \neq 0, \dots, \beta_k \neq 0$ olacaktır.

Hipotezin kabulü veya reddi, formül yolu ile elde edilen F değerinin, belirli bir önemlilik derecesinde F - tablosundan bulunan $F (k - 1, n - k)$ değeri ile karşılaştırılması sonucu belirlenmektedir. Buna göre;

$F > F_\alpha (k - 1, n - k)$ ise, hipotez kabul,

$F < F_{\alpha} (k - 1, n - k)$ ise, hipotez red edilmekte ve açıklayıcı değişkenlerin bütün olarak açıklanan değişken üzerinde etkili oldukları sonucuna varılmaktadır.²⁵¹

F- testi ile sadece $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ 'dan birinin veya ikisinin veya birkaçının veyahut ta hepsinin sıfırdan farklı olduğu ortaya konmaktadır. Örneğin, β_1, β_2 söz konusu ise sonucun anlamlı çıkması X_1 ile Y 'nin, X_2 ile Y 'nin veya hem X_1 hem de X_2 ile Y 'nin bağıntılı olmasındandır. Diğer bir ifade ile, F-testi bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki bağlantıyı sağlayan parametrelerin hep birlikte testini sağlamaktadır.²⁵²

Yapılan bir regresyon analizinde R^2 değerinin büyük olmasına rağmen eğer, bağımsız değişkenler arasında bir çoklu doğrusal bağlantı varsa, tahminlerin standart hataları büyük olacak ve buna bağlı olarak da, (t) değerleri küçük çıkacaktır. Bu ise, t -testlerinin iyi sonuçlar vermemesine ve dolayısı ile, bağımsız değişkenlerin ayrı ayrı bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucunun çıkmasına neden olacaktır. Dolayısı ile, t - testlerinden olumlu sonuçların

²⁵¹ SARGEN T.: "Econometrics and Matematical Economics", Second Edition, Standford University, 1989, sf.345.

²⁵² GENCELİ M.: "Ekonometride İstatistik İlkeler", Filiz Kitabevi, 1989, sf.391.

alınmadığı bir çok durumda F - testinden olumlu sonuç alınabilmektedir.²⁵³

Sonuç olarak, ekonometrik modele ait hipotez testleri değerlendirilirken, test sonuçlarının ayrı ayrı değil bütün olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Değerlendirme yaparken otomatik olarak davranmaktan kaçınılmalı ve kurulan ekonometrik modelin dayandığı iktisat teorisinin temelleri daima göz önünde tutulmalıdır.

1980 -1986 yıllarını kapsayan ekonometrik modelimiz ile ilgili olarak yaptığımız F - testi sonucu ise, aşağıda açıklanmıştır.

$$F_{0,05 (5,11)} = 5,32$$

$$F_{\text{hesaplanan}} = 437,79$$

$F_{\text{hesaplanan}} = 437,79 > F_{0,05 (5,11)} = 5,32$ olduğu için H_0 hipotezi red, H_1 hipotezi kabul edilmektedir.

F - testi, modeldeki bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki bağlantıyı sağlayan parametrelerin hep birlikte test edilmesini sağlamaktadır. Modelimizde de hesaplanan F değerinin, F tablo değerinden büyük olması sonucu hipotez red edilmektedir. Bunun anlamı ise, bir bütün olarak ele alındığı zaman kurulmuş olan yatırım fonksiyonu anlamlıdır.

²⁵³ DESAI M." Applied Econometrics", Hill Book Company ,New York,1978, sf.123.

F - testi, t -testi ve R^2 - testinin bir sınaması gibidir. Çok sayıda bağımsız değişkenin yer aldığı bazı modellerde F -testi için H_0 reddedilirken, t -testinde ise bazı parametreler için H_0 reddedilmemektedir. Bu durum bizim çalışmamızda da olduğu gibi çok sayıda bağımsız değişkenin yer aldığı modellerde son derece doğal bir sonuçtur. Önemli olan F - testi anlamlı sonuç verdikten sonra hangi değişkenler arasında ilişkinin bulunduğu tesbit edilmesidir.

10.4 Çoklu Doğrusal Bağlantı

Yapılan analizde özellikle zaman verileri kullanıldığında ortaya çıkan çoklu doğrusal bağlantı, modeldeki bağımsız diğer bir ifade ile açıklayıcı değişkenlerden bazılarının yada tümünün kendi aralarında sıkı bir ilişki halinde olmaları durumu olarak tanımlanmaktadır.²⁵⁴

Bir ekonometrik modelde çoklu doğrusal bağlantının bulunmasının yarattığı en önemli sorun, açıklayıcı değişkenlerin açıklanan değişken üzerindeki etkilerini belirleyen parametrelere ait standart hataların olduğundan büyük çıkmasıdır. Çünkü, bu durum parametrelere ait güven aralıklarının büyümesine ve (t) oranlarının küçük çıkmasına neden olacaktır. (t) değerlerinin küçük çıkması ise, modeldeki

²⁵⁴ KANE E.J.: a.g.e., sf. 247.

bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklamada yetersiz kaldığı anlamının çıkmasına neden olacaktır.²⁵⁵

Modelimizde de özel sektör sabit sermaye yatırımlarını açıklayan bağımsız değişkenlerden, kamu sektörü sabit sermaye yatırımları ile para arzı arasında ve döviz kuru ile para arzı arasında bir ilişkinin varlığı çoklu doğrusal bağlantıya neden olmaktadır. Bu nedenle modelde bazı değişkenlere ait standart hatalar büyümekte ve t. - testi sonuçları olduğundan küçük çıkararak bu değişkenleri anlamsız gibi göstermektedir. Modelimizde kamu sektörü sabit sermaye yatırımlarının ve döviz kuru değişim endeksinin etkilerini gösteren β_4 parametresi için yapılan t - tesleri sonucu bu nedenle anlamsız çıkmıştır.

10.5 Otokorelasyon

Bir regresyon modelinde hata paylarının birbirleri ile ilişkili olmaları durumuna otokorelasyon denilmektedir. Kurulan ekonometrik modele temel teşkil eden matematiksel kalıbın yanlış seçilmiş olması ve modelde açıklayıcı olarak yer alması gereken değişkenlerin modele dahil edilmemesi

²⁵⁵ JOHNSON C.- JOHNSON M.- BUSE R.: "Econometrics Basic and Applied", MacMillan Publishing Company, New York,1987.,sf.315.

otokorelasyonun ortaya çıkmasının temel nedenlerini oluşturmaktadır.²⁵⁶

Otokorelasyonun olup olmadığını belirleyen başlıca testler ise, Durbin - Watson ve Von - Neumann testleridir.

10.5.1 Durbin - Watson Testi

Bir ekonometrik modelde otokorelasyonun varlığını araştıran "Durbin - Watson Testi"ni de, (d) ile ifade edilen Durbin - Watson katsayısı; hata payları arasında sıkı bir serisel bağlantının olup olmadığını ortaya koymaktadır. Pozitif otokorelasyon durumunda, (t) dönemi ile $(t-1)$ dönemine ait e_t ve e_{t-1} hata payları arasındaki fark büyük dolayısı ile (d) katsayısı da küçük olacaktır. Negatif otokorelasyon durumunda ise, hata payları arasındaki fark küçülürken (d) katsayısı da o oranda büyük çıkacaktır. Hata payları arasında serisel bir bağlantı olmadığı durumda ise, (d) istatistiği bu ikisi arasında bir değer alacaktır.²⁵⁷

(d) katsayısının büyük ya da küçük olduğunu belirleyen faktör ise, korelasyon katsayısı (r) 'dir. Korelasyon katsayısının 1'e

²⁵⁶ FISHER F.M. - WHEATSHEAF H.: "Econometrics Essays in Theory and Applications", Simon Schuster International Group, 1991, sf. 134.

²⁵⁷ JOHNSON C.- JOHNSON M.- BUSE R.: a.g.e., sf. 317.

yakın çıkması, hata payları arasında da sıkı bir ilişkinin olduğunu diğer bir ifade ile, pozitif otokorelasyonun varlığını gösterirken , (-1)'e yakın bir korelasyon katsayısı (r), negatif otokorelasyonun bulunduğunu sıfıra yakın olması ise, hata payları arasında çok yakın bir ilişkinin varlığını ifade etmektedir.

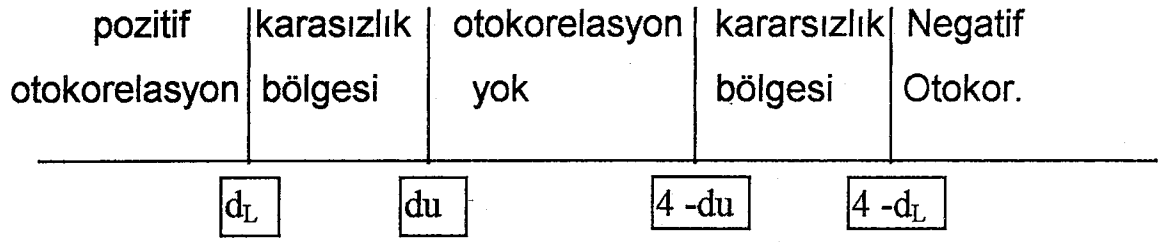
(d) statistiği ile (r) korelasyon katsayısı arasındaki ilişki ise, $d \cong 2 (1 - r)$ olup, tablosal ifadesi aşağıdaki gibidir.²⁵⁸

$(r) \cong 1$	$(d) \cong 0$	Pozitif Otokorelasyon
$(r) \cong 0$	$(d) \cong 2$	Sıfır Otokorelasyon
$(r) \cong -1$	$(d) \cong 4$	Negatif Otokorelasyon

(d) katsayısının hangi sınırlar arasında olduğu ise, Durbin - Watson tarafından hazırlanan Durbin - Watson (d) statistiği Tablosu yardımı ile elde edilmektedir. %5, %2.5 ve %1 önemlilik derecelerine göre hazırlanan tabloda (d)'nin alt (d_L) ve üst (d_U) sınırları belirtilmektedir. Formül yolu ile elde edilen (d) değerine ait, tablodan (d_L) ve (d_U) değerleri bulunduktan sonra aşağıda belirtilen tabloya göre ekonometrik modele ait otokorelasyon hakkında bilgi edinilmektedir.²⁵⁹

²⁵⁸ ERTEK T.: " Ekonometriye Giriş", Beta Yayınevi, 1987, sf.187.

²⁵⁹ PINDYCK R.S. - RUBINFELD D.L.: " Econometric Modells, McGraw - Hill International Edtions Economics Series,1991,sf.157.



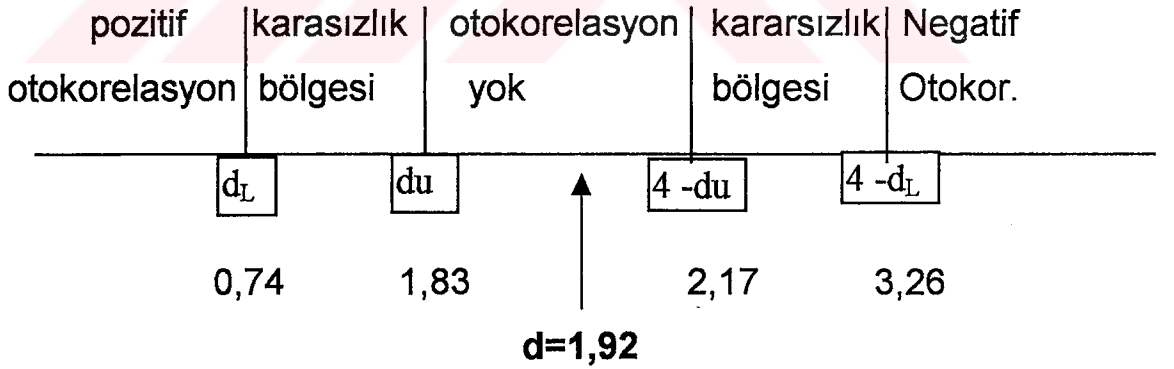
Regresyon analizimiz 17 yılı kapsadığı için otokorelasyonun olup olmadığını anlamak için Durbin -Watson Testi yapılmıştır. Buna göre D.W. =d = 1,92 olarak hesaplanmıştır.

% 0,05 önem derecesinde

$d_L = 0,74$, $d_U = 1,83$ ve dolayısı ile,

$4 - d_U = 2,17$

$4 - d_L = 3,26$ değerleri elde edilmektedir.



$d_U < d < 4 - d_U$ olduğu için, hata payları arasında otokorelasyonun olmadığı sonucuna varılmaktadır. Diğer bir ifade ile hata payları arasında serisel bir bağlantı

çıkılmamaktadır. Bu ise, ekonometrik bir model için istenilen bir sonuçtur. Çünkü, otokorelasyonun varlığı varyans değerlerinin olduğundan daha düşük tahminine yol açarak, parametreler için güven sınırlarının olduğundan daha geniş çıkmasına neden olmaktadır. Bu ise, hipotez testlerinde Ho'ı kabul bölgesini daraltmaktadır. Sonuçta, bu koşullar altında yapılan F ve t - testleride geçerli olmamaktadır.

10.5.2 Von - Neuman Testi

Ekonometrik bir modelde otokorelasyonun olup olmadığının belirlenmesinde kullanılan testlerden bir diğeri ise, Von - Neumann Testi'dir. Özellikle, gözlem sayısının 15'den küçük olduğu regresyon çalışmalarında Durbin - Watson testinin yapılamaması durumunda Von Nuemann Testi yapılmaktadır.²⁶⁰

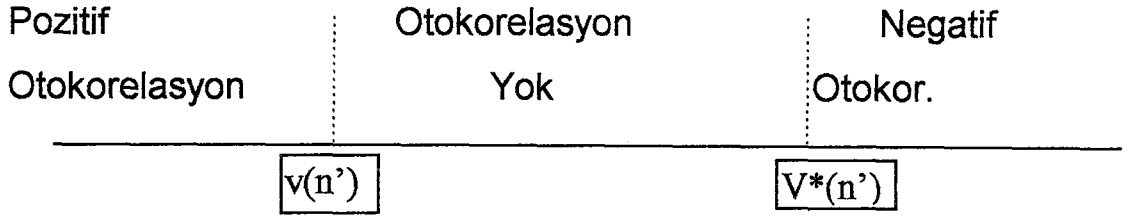
Von Nuemann v-oranı ile Durbin - Watson d katsayısı arasında aşağıda belirtilen ilişki bulunmaktadır.

$$(v) = d (n' / n' - 1)$$

$$n' = n - k$$

²⁶⁰ LESER C.E.V.: a.g.e.,sf..271.

Von Nuemann v-oranı Tablosunda %1, %5 önemlilik derecelerine göre değişik örnek hacimlerine ait pozitif ve negatif otokorelasyon sınırları belirtilmiştir. Model için bulunan v-oranına ait bu sınırların tablo olarak ifadesi ise aşağıdaki gibidir.²⁶¹



Çalışmamızda gözlem sayısı 15'den büyük olduğu için Von Nuemann testi yapılmamıştır.

²⁶¹ ERTEK T.: a.g.e. , sf.191.

SONUÇ

Ekonometrik model çalışmamıza temel teşkil eden 1980 sonrası dönemde, Türkiye ekonomisinde uygulanan ve liberal politikaların bir parçası olan yüksek faiz politikasının istenilen sonucu vermediği görülmüştür. McKinnon ve Shaw'ın önderliğini yaptığı 'pozitif reel faiz' politikası, amaçlandığı gibi banka kesiminin reel kredi hacmini artırarak ekonomik büyüme için gerekli fonların yatırımlara kanalize olmasını ve üretim düzeyinin artmasını sağlayıcı bir etki yapmamıştır.

Uygulanan faiz politikası ile istenilen sonuca ulaşılamamasının temel nedeni, 1970'lerden sonra geçerlilik kazanan ve ekonomiyi talep yönünden kısıtlayan makro istikrar modellerinin uygulamada gelişmiş ülke ekonomilerinin yapısına uygun olup, gelişmekte olan ülkelerin yapısal farklılıklarından dolayı bu ülkelerde beklenen anti-enflasyonist sonuçları yaratamamasıdır. Söz konusu modellerin ülkenin ekonomik yapısına göre revize edilmeden uygulanması, sermaye birikimi ve ekonomik büyüme üzerinde de istenilen sonuçların elde edilememesine yol açmıştır.

Özellikle, pozitif reel faiz politikası ile istenilen sonucun gerçekleşmesi için, faiz giderlerinin firmaların toplam değişken maliyetleri içinde önemli bir paya sahip olmaması

gerekmektedir. Böylece faiz oranlarındaki artış sonucu talepte oluşan daralmanın fiyatlar genel düzeyi üzerinde yapacağı azaltıcı etki, faizlerin maliyetler üzerinde yaratacağı baskı ile fiyatlara yapacağı artırıcı etkiden daha fazla olacaktır.

Türkiyede ise, firmalar özkaynak açısından zayıf bir yapıya sahip olup, faaliyetlerini büyük ölçüde borçlanarak sürdürmektedirler. Borçlanmada başlıca kaynak ise, özellikle büyük firmalar için bankalar olmakta ve bankalardan yüksek faiz ile alınan krediler maliyetler üzerinde artırıcı etkiye yol açmaktadır. Maliyetlerdeki artış sonucu küçük ve orta ölçekli bir çok firmanın piyasadan çekilmesi, bir taraftan arzı daraltırken diğer taraftan, piyasanın tam rekabet şartlarından uzak ve daha çok oligopolistik bir yapı göstermesine neden olmuştur. Söz konusu firmaların maliyet artışlarını fiyatlara yansıtmaları sonucunda ise, yüksek faiz politikası ile amaçlanan fiyat istikrarı sağlanamamıştır.

Söz konusu dönemde, yüksek kredi faizi ile borçlanmak zorunda kalan kesimin borçlarını geri ödemede zorlanması, bankaların batık ve donuk krediler hesabında artış yaratarak aktif-pasif yapılarının bozulmasına neden olmuştur. Bu ise, 1980 sonrası dönemde kamu ve özel mevduat bankaları tarafından açılan kredilerin toplam aktifler içindeki payını azaltmıştır.

Türkiye ekonomisinin gelişmiş ülke ekonomilerine göre gösterdiği temel yapısal sorunlardan biri de, hemen her dönemde görülen kamu açıkları olmuştur. 1980 sonrası dönemde de devam eden yüksek bütçe açıkları ve bunların finansmanında iç borçlanmaya ağırlık verilmesi, bu dönemde uygulanan faiz politikalarını olumsuz etkileyen bir diğer faktör olmuştur.

Bu dönem de, bir taraftan kamu kesimi piyasadaki fonlar için özel kesime rakip olarak **crowding out** etkisi yaratırken, diğer taraftan tahsili gecikmiş ve batık kredilerin önemli boyutlara ulaşması bankaların toplam aktifleri içinde kamu iç borçlanmasının ağırlık kazanmasına neden olmuştur. Ekonominin yapısal sorunlarından dolayı istenilenin tersine fon piyasasında kamu kesiminin hakim olması, kaynakların üretken yatırım alanlarına kanalize olmasını engellemiştir.

Türkiye ekonomisi için bir dönüm noktası olarak görülen 1980 sonrası finansal liberalleşme politikaları ile yüksek faiz uygulamasına geçilirken tasarrufların faiz elastikliğinin yüksek olduğu kabul edilmiştir. Bu politikalara göre, yüksek faiz oranları tasarrufları uyararak yatırılabılır fon miktarını artıracak ve sermaye birikimini hızlandıracaktır.

Ülkemizde tasarrufların önemli bir bölümü kamu kesiminde ve özel firmaların bünyesinde oluşmaktadır. Yüksek faizin, kamu kesimi tasarrufları ile özel kesim oto-finansman imkanları üzerindeki etkisi olumsuz olup, sadece kişisel tasarruflar üzerindeki etkisinden söz edilebilmektedir. Yapılan ampirik çalışmalar ise, tasarrufların reel faiz esnekliğinin çok düşük olduğunu göstermektedir. Ayrıca, ekonomik açıdan gerçek bir tasarruf artışından söz edebilmek için, parasal birikimlerin makina ve donatıma, yeni inşaat ve stok artışına dönüştürülmüş olması gerekmektedir.

Yapılan incelemeler, faiz oranlarının ancak asgari geçim düzeyini aşmış gelişmiş ülkelerde tasarruflar üzerinde bir etki yapabildiğini göstermektedir. Dolayısı ile, tasarruf oranını belirleyen temel faktör olarak, reel kullanılabilir gelir kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ise, reel kullanılabilir gelirin düşük olması nedeni ile faiz oranları tasarruflar üzerinde istenilen uyarıcı etkiyi yapamamaktadır. Sonuçta, McKinnon ve Shaw'ın hipotezinde ileri sürdüğü gibi, *yüksek reel faiz- yüksek tasarruf-yüksek yatırım* ilişkisinin gerçekleşmesi için ülkenin gelişmişlik düzeyinin öncelikle göz önünde tutulması gerekmektedir.

1980 sonrası dönemde uygulanan yüksek faiz politikasının tasarrufların miktarını değil, tasarrufların alternatif yatırım alanları arasındaki dağılımını etkilediği görülmüştür. Tasarruflar bu dönemde; altın, döviz, gayrimenkul, dayanıklı tüketim malları ve benzeri alanlardan vadeli mevduat alanına yönelmiştir. Diğer bir ifade ile, tasarrufların kompozisyonu değişmiştir.

Vadeli mevduat hesabındaki artışın uygulanan politikalar doğrultusunda istenilen sonuçları verebilmesi için, bankalarda toplanan bu parasal birikimlerin cari harcamalar için değil gerçek anlamda yatırım yapmak için talep edilmesi gerekmektedir. Oysa söz konusu dönemde, firmalar daha çok enflasyonun artırdığı döner sermaye ihtiyaçlarını karşılamak ve günlük faaliyetlerini sürdürmek için kredi talebinde bulunmuşlardır. Bu ise, uygulanan faiz politikasının kaynak dağılımında istenilen etkinliği sağlamadığını göstermektedir.

Tasarrufların faiz esnekliğinin zayıf olduğu kabul edecek olursak, uygulanan yüksek faiz politikası yatırılabılır fon miktarında bir genişleme yaratmamaktadır. Diğer taraftan kredi faizlerinin önemli bir maliyet unsuru oluşturduğu hatırlandığında, talepte bir daralma olmadığı halde ekonominin üretim kapasitesinde bir duraklamanın olması

ekonomiyi stagflasyon'a sürüklemektedir. Gerçektende, 1987 yılı üretim artış hızının %9.7'den 1989'da %4.2'ye gerilemesi ve bu süreç içinde enflasyon oranının %32.1'den %69.6' a yükselmesi bu sonucu doğrulamaktadır.

1980-1986 yıllarını kapsayan ekonometrik çalışmamız sonucunda, faiz oranlarının özel sektör sabit sermaye yatırımları üzerinde negatif ve zayıf bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Dolayısı ile, McKinnon ve Shaw'ın hipotezlerinde ileri sürdüğü gibi, yüksek faiz oranları ile artan tasarrufların yatırım seviyesinde artıracığı görüşü Türkiye ekonomisi için geçerli olmamıştır. Aksine, enflasyonist ortamda yüksek faiz ile borçlanmanın finansal giderleri, yatırımcılar tarafından ürün fiyatlarına yansıtılmıştır. Bu durum, enflasyonun katlanarak daha da büyümesine neden olmuştur. Dolayısı ile, yüksek faiz politikası geliştirmekte olan ülkelerde bir tasarruf aracı olmaktansa, enflasyonu artıran bir etken olmuştur.

Sonuçta, yüksek faiz politikalarının ekonomide McKinnon ve Shaw'ın hipotezlerinde ileri sürdüğü etkiyi yapamamasının temel nedeni, faiz politikasının ekonominin genel yapısından bağımsız sadece bir kısmi denge aracı olarak düşünülmesinden kaynaklanmıştır. Aslında, faiz oranları bir genel yaklaşım içinde ekonominin istihdam, büyüme, fiyat

istikrarı, gelir dağılımı gibi makro hedefleri ile uyumlu olarak ele alınması gereken çok amaçlı bir değişkendir.

Ekonomide serbest faiz politikası uygulamasına geçmeden önce, serbest piyasa koşullarının tam olarak sağlanması, mali sistemin bütün kurumları ile gelişmesi, etkin bir sermaye piyasasının varlığı gerklidir. Bu şartlar sağlanmadan, ekonomideki dengelerden sadece birkaçının dikkate alınması ile uygulanan faiz politikası 1980 sonrası dönemde olduğu gibi iktisat politikalarını başarısız kılarak, ekonominin genelinde istenmeyen sonuçlar doğuracaktır.

EKLER

Tablo 1
1980-1996 Yılları Arası Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının Dağılımı
(Cari Fiyatlarla)

SEKTÖRLER	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
(Milyar TL)																	
Tarım	31	53	92	127	179	210	234	445	682	823	1.768	2.369	5.328	11.253	18.911	59.009	128.985
Madencilik	2	4	5	6	10	33	51	100	179	286	446	731	1.656	3.051	9.077	16.643	25.797
İnşaat	93	138	183	238	373	767	1.271	1.721	2.979	4.381	10.015	15.334	42.720	81.681	180.036	384.315	736.649
Enerji	2	3	5	6	11	14	48	63	179	360	457	814	1.050	1.593	4.539	7.565	25.797
Ulaştırma ve Haberleşme	46	77	119	169	271	415	548	832	1.364	2.322	4.651	7.248	25.712	65.070	86.992	239.062	46.438
Turizm	2	4	6	8	16	51	115	244	608	1.356	2.245	3.359	6.213	8.225	17.399	36.313	65.926
Konut	187	243	195	263	415	712	1.356	2.857	6.141	10.413	15.008	22.513	77.095	155.546	392.601	682.387	1.235.393
Eğitim	0.7	1	1	2	3	9	16	30	55	113	210	379	1.461	2.749	6.052	10.591	20.064
Sağlık	8	1	2	2	3	11	23	38	56	133	317	745	2.453	4.658	11.347	18.157	48.728
Diğer Hizmetler	14	22	34	45	69	104	158	242	447	767	1.235	1.871	7.678	12.797	30.258	60.522	111.787
TOPLAM	379	545	641	865	1.348	2.326	3.821	6.571	12.688	20.954	36.333	55.363	171.367	346.623	756.457	1.513.053	2.866.340

Kaynak: DPT Yılıkları

Tablo 2
1980-1996 Dönemi Sabit Sermaye Yatırımlarının Kamu / Özel Sektör Arasındaki Dağılımı
(Cari Fiyatlarla)

	KAMU	ÖZEL
1980	483	379
1981	735	545
1982	1,006	641
1983	1,166	865
1984	1,817	1,348
1985	3,288	2,326
1986	5,299	3,821
1987	7,558	6,571
1988	11,494	12,688
1989	17,351	20,953
1990	27,891	36,353
1991	47,030	55,363
1992	80,069	171,367
1993	137,965	346,623
1994	191,229	756,457
1995	326,721	1,513,053
1996	677,460	2,866,340

Kaynak: DPT Yılıhkları

Tablo 3
1980-1996 Dönemi Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımı
(Yüzde Payları)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Tarım	8.2	9.7	14.4	14.7	13.3	9.0	6.1	6.8	5.4	3.9	4.9	4.3	3.1	3.2	2.5	3.9	4.5
Madencilik	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7	1.4	1.3	1.5	1.4	1.4	1.2	1.3	1.0	0.9	1.2	1.1	0.9
İmalat	24.6	25.2	28.5	27.5	27.7	33.0	33.3	26.2	23.5	20.9	27.5	27.7	24.9	23.6	23.8	25.4	25.7
Enerji	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.6	1.3	1.0	1.4	1.7	1.3	1.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.9
Ulaştırma ve Haberleşme	12.1	14.1	18.6	19.5	20.1	17.9	14.3	12.7	10.7	11.1	12.8	13.1	15.0	18.8	11.5	15.8	16.2
Turizm	0.6	0.7	0.9	0.9	1.2	2.2	3.0	3.7	4.8	6.5	6.2	6.1	3.6	2.4	2.3	2.4	2.3
Konut	49.3	44.6	30.5	30.3	30.8	30.6	35.5	43.5	48.4	49.7	41.3	40.7	45.0	44.9	51.9	45.1	43.1
Eğitim	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
Sağlık	2.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.6	0.6	0.4	0.6	0.9	1.3	1.4	1.3	1.5	1.2	1.7
Diğer Hizmetler	3.8	4.0	5.3	5.2	5.1	4.5	4.1	3.7	3.5	3.7	3.4	3.4	4.5	3.7	4.0	4.0	3.9

Kaynak: DPT Yıllıkları

Tablo 4
1980-1996 Dönemi GSMH Büyüme Hızı
(Yüzde Olarak)

YILLAR	GSMH Büyüme Hızı (%)
1980	(2.8)
1981	4.8
1982	3.1
1983	4.2
1984	7.1
1985	4.3
1986	6.8
1987	9.8
1988	1.5
1989	1.6
1990	9.4
1991	0.3
1992	6.4
1993	8.1
1994	(6.1)
1995	8.0
1996	7.4

Tablo 5
1980-1996 Dönemi Sabit Sermaye Yatırımlarının Kamu / Özel Sektör Dağılımı (Yüzde Olarak)

YILLAR	KAMU	ÖZEL	TOPLAM
1980	56	44	100
1981	57	43	100
1982	61	39	100
1983	57	43	100
1984	57	43	100
1985	59	41	100
1986	58	42	100
1987	53	47	100
1988	48	52	100
1989	45	55	100
1990	43	57	100
1991	46	54	100
1992	32	68	100
1993	28	72	100
1994	20	80	100
1995	18	82	100
1996	19	81	100

Kaynak: DPT Yılıkları

Tablo 6
1980-1996 Dönemi Nominal ve Reel Faiz Oranları

	NOMİNAL (%)	REEL (%)
1980	33	-36
1981	45	6
1982	50	18.1
1983	45	11
1984	45	4
1985	55	6
1986	48	15
1987	58	20
1988	84	9
1989	59	-3
1990	59	4
1991	73	11
1992	74	7
1993	75	10
1994	96	-10
1995	92	2
1996	94	5

Kaynak: DPT ve T.C.M.B. Yıllıkları

Reel Faiz Hesaplama Formülü:

$$\frac{1 + \text{Nominal Faiz Oranı}}{1 + \text{Enflasyon Oranı}} - 1 \times 100$$

Tablo 7
1980-1996 Dönemi Reel Döviz Kuru Değişim Endeksi
(Yüzde Olarak)

Yıllar	Reel Yüzde Değişim
1980	7.24
1981	-9.70
1982	16.0
1983	7.69
1984	7.20
1985	1.70
1986	1.30
1987	-8.05
1988	-2.23
1989	-1.22
1990	-1.90
1991	0.03
1992	0.01
1994	23.0
1995	-1.80
1996	-2.72

Kaynak: DPT Yıllık Raporları

KAYNAKLAR

- ABAÇ S. :Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye'deki Uygulama, İ.T.Ü. İşletme Mühendisliği Fakültesi, İstanbul,1980.
- ABEL A.- BERNANKE S. :Macroeconomics, Reading Mass,U.K. and Sydney, Addison-Waley.1992.
- ACKLEY G. :Macroeconomic Theory and Policy, Collier Mac Millan, International Edition,1978.
- AKGÜÇ Ö. :1973 İlkbaharında Türkiye'nin İktisadi Durumu ve Özel Sorunları, Ekonomik ve Sosyal Etüd Konferansı,1973.
- AKGÜÇ Ö. :Ekonomide Gerçeği Arayış, Bağlam Yayıncılık, İstanbul, 1991.
- AKYÜZ Y. :Türk Ekonomisi'de Mali Yapı ve İlişkiler, TSKB, İstanbul, 1984.
- AKYÜZ Y. :Sermaye Bölüşümü ve Büyüme, Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara, 1980.
- AKYÜZ A. :Financial System and Policies in Turkey in the 1980s,

- ALFONSO N. :MacMillan, London,1995.
:Equilibrium Interest Rate
Determination,Journal of
Dynamics and Control, North
Holland,1992.
- ALKİN E. :İktisat, İstanbul Üniversitesi
İktisat Fakültesi Yayını, İstanbul,
1974.
- ALLAIS M. :Economie et Intéret, Imprimerie
Nationale,Paris,1971.
- ANDO A. - MODIGLIANI F. :The Life Cycle Hypothesis of
Saving, Aggregate Implication
and Tests, The American
Economic Review, 1970.
- ARTUN T. :Uluslararası Bankacılık
Bunalımı ve Türkiye'de Serbest
Faiz Politikası, Tekin
Yayınevi,İstanbul,1983.
- ARTUN T. :Türkiye'de Bankacılık,Tekin
Yayınevi, İstanbul,1984.
- ARTUN T. :Türk Mali Sistemi, 1980-1984,
Değişim ve Maliyeti, Bilgi
Yayınevi, 1985.
- BADGER - TORGENSON H.W. :Investment Theory ,Principles
and Practices-Hall,New
Jersey,1970
- BALKAN E. - YELDAN E. :Financial Liberalization in

- Developing Countries, Discussion Discussion Papers, June, Bilkent University, 1996.
- BAXTER M.and CRICINI J .M. :Explaining Saving - Investment Correlations, The American Economic Review, June, 1983.
- BLANCHARD O.and FISHER S. :Lectures on Macroeconomics, MIT Press, Cambridge Mass., 1989.
- BLEJER M.and KHAN M. :Goverment Policy and Private Investment in Developing Countries, IMF Staff Papers 31, No.3., 1979.
- BORATAV K. :Faiz Politikalarında Açmazlar, BDS Yayınları, İstanbul, 1989.
- BRANSON W.-LITVACK J. :Macroeconomics, Harper International Edition, NewYork, 1976.
- BRONFENBRENNER M. :”Macroeconomic Alternatives”, Basil Black Well Inc., New York, 1988
- CAMBELL T. :Money and Capital Markets, MIT Press, Cambridge, 1988.
- CHICK V. :The Theory for Monetary Policy, McGray-Hill, London, 1973.

- CALECKI M. :Theory of Economic Dynamics, Allen Unwin Coop.1974.
- CROTT J. :Financial Theories of Investment Instability: A Critical Assessment of Keynes and Post Keynesian, Journal of Post Keynesian Economics, Summer 1990.
- GREGOR M.- PETER G. :Keynes on Ex-ante Saving and the Rate of Interest, History of Political Economy, 20(1), 1988.
- CHO Y.- KHATKHATE D. :Financial Liberalisation: Issues and Evidence, Economic and Political Weekly, May, 1990.
- CLARKE R. :Equilibrium Interest Rates and Financial Liberalisation in Developing Countries, The Journal of Development Studies, Volume 32, No.3, February, 1996.
- CROCKETT A. :Macroeconomics and Theory, McGraw Hill, New York, 1993.
- DE MELO J.and TYBOUT J. :The Effects of Financial Liberalisation on Savings and Investment in Uruguay, Economic Development and Cultural Change, April, 1985.

- DERNBURG T :Macroeconomics, 5. Edition, New York, 1983.
- DERNBURG T. F. :Macro Economic Analysis, Addisson-Weshey-Mass,1972.
- DESAI M. :Applied Econometrics, Hill Book Company, New York,1978.
- DESAI M. :Macroeconomics and Monetary, Oxford University Press, 1988.
- DHRYNES P.J. :Econometrics, Statistical Foundations and Applications, Harper Row Publishes Inc., 1970.
- DİLER Z. :Mikro Ekonomi,Uludağ Üniversitesi, Güçlendirme Vakfı Yayın No: 29, Uludağ, 1988.
- DHCYMES P. :Topics in Advanced Econometrics, Colombia University, New York, U.S.A.,1992.
- DİRİMTEKİN H. :Genel İktisat Teorisi II (Makro),Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul,1993.
- DORNBUSH J.R.-FISHER S. :Macroeconomics, Third Edition, McGraw Hill, New York, 1988.
- DUDLEY L. :Money and Banking, McGraw-

- DYMSKI G.- POLLIN R. :Hill Book Company, Low State University, New York, 1978.
- EICHNER A.S. and KREGEL J.A. :New Respectives in Monetary Macroeconomics, University of Michigan Press,1992.
- EISNER R.-NADIRI M. :An Essay on Post-Keynesyen Theory, Journal of Economic Literature, December, 1975.
- ERÇEL G. :Neo-Classical Theory of Investment Behavior, American Review of Economics and Statistics,May,1970.
- EREN E. :Kredi ve Mevduat Faizleri,Yapıt Dergisi, Temmuz, 1979.
- ERGİN F. :Makro İktisat, Kavramlar, Tarihsel Yaklaşım, İstikrar Politikaları ve Açık Ekonomi, Ezgi Kitabevi, Uludağ Üniversitesi,1992.
- ERTEK T. :Para ve Faiz Teorileri, İstanbul Üniversitesi Yayını,İstanbul, 1981
- EWIJK C.V. :Ekonometriye Giriş, Beta Yayınevi,1987.
- EWIJK C.V. :On The Dynamics of Growth and Debt, Clatendon Press,Oxford,1991

- FAIR R. :Optimal Choices of Monetary Policy Instruments in a Macroeconomics Model, Cowles Foundation, Yale University, Working Paper, February, 1987.
- FELLNE W. :Modern Economic Analysis, Mc Graw Hill, New York, 1980.
- FERBER R. :The Theory of Investment, National Bureau of Economic Research, May, New York, 1971.
- FISHER F.M. - WHEATSHEAF H. :Econometrics Theory and Applications, Simon Schuster International group, 1991.
- FISHER S. :Rules Versus Discretion in Monetary Policy, National Bureau of Economic Research Working Paper, February, 1988.
- FREDERIC S. :The Real Interest Rate: an Emprical Investigation , Carnegie-Rochester Conferance Series on Public Policy, Autumn, 1981.
- FREDERICSON E.B. :Frontiers of Investment Analysis, Intext Educational Publishers, London, 1973.
- GERAY R.C.- LESER C. E.V. :Significance Test in Multiple Regression , The American

- Statistican, October ,1978.
- GIBSON H.D.-TSAKALOTOS E. :The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A Critical Survey, Journal of Development Studies, Vol.30, No.3., 1985.
- GIOVANNINI A. :The Interest Elasticity of Saving in Developing Countries, World Development, Series,Vol 3., 983.
- GLAHE F. :Macroeconomics Theory and Policy, Harcout Brace Jovanovich, New York,1977.
- GONZALEZ A. :Interest Rates, Saving and Growth in LDCs: an Asseement of Recent Emprical Research,World Development, May,1988.
- GORDON M.J. :Investment and Interest, A Reformation and Extension of Keynesian Theory, Economics Journal, December, 1970.
- GORDON M.J. :The Neoclassical and Post Keynesian Theory of Investment,Vol.14.,No.4.,1987.
- GREGOR M.-PETER G. :Keynes on Ex-ante Saving and Rate of Interest,History of

- GREGOR P. :Political Economy,20(1),1988.
:Keynes on Ex-ante Saving and the Rate of Interest,History of Political Economy,20(1), Spring,1988.
- GYLFASON T. :Optimal Saving, Interest Rates and Investment, Scandinavian Journal of Economics,95 (4), December,1993.
- HALL R. :Real Interest and Consumption, National of Economic Reseach Working Paper, August, 1985.
- HARROD R.F. :Economic Theory, McGraw Hill Book Company, New York,1973.
- HEILBRONER R. :Macroeconomics, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs,New Jersey, U.S.A.,1973.
- HİÇ M. :Para Teorisi ve Politikası, Menteş Kitabevi, İstanbul, 1992.
- JOHONSON C.A.-
JOHONSON M.-
BUSE R. :Econometrics Basic and Applied, MacMillan Publishing Company, New York,1987.
- JORGENSON W. :Capital Theory and Investment Behavior, American Economic Review, 53,1975.

- KANA E.J. :Statistique Econometrie , P.U.F. , Paris, 1983.
- KAZGAN G. :İktisadi Düşünce Tarihi ve Politik İktisadın Evrimi, Remzi Kitabevi,4. Baskı, İstanbul, 1993.
- KENNEDY R. :A Guide to Econometrics, Martin Robertson Company , 1985.
- KEPENEK Y. :Türkiye Ekonomisi, Savaş Yayınları, Ankara,1983.
- KEYNES J.M. :The General Theory of Employment, Interest Rate and Money, Cambridge University Press for The Royal Economic Society,1973.
- KHATKHATE D.R. :Analytic Basis of the Working of Monetary Policy in Less Developed Countries, IMF Staff. Papers (July),1972.
- KILIÇBAY A. :Uygulamalı Ekonometri, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1983.
- KOSKELA E.- PAUNIO J. :Saving Behavior Theory, International Evidence and Policy Implications, Scandinavian Journal of Economics Series, Cambridge

- and Oxford, 1992.
- KÖKLÜ A. :Makro İktisat, İktisat Yayınları, Ankara, 1984.
- KUH E. :Theory and Institutions in the Study of Investment Behaviour, American Economic Review, 1973
- LAIDER D.W. :The Demand For Money, Theory and Evidence, 2.Edition, Dun-Donnelley Publishing Corp, 1977.
- LAWRENCE C.- SLOW A. :Interest Rates and Investment Spending, Some Empirical Evidences, Columbia, First Boston Series in Money, Economics and Finance, September, 1985.
- LAWRENCE C.- SLOW A. :Saving Behavior, Interest Rates and Investment Spending, Some Empirical Evidence, Economics and Finance Series, September, Columbia, New York, 1984.
- LECAILLON J. :Analyse Macroeconomique, Paris, 1977.
- LEIBENSIEIN H. :Study in the Theory of

- LEIJONHUFVUD A. :Economic Development, Oxford Economic Papers, No.23,1984.
- LEIJONHUFVUD A. :On Keynesian Economics and The Economics of Keynesyen, Oxford University Press, 8.th Printing, New York,1979.
- LESER C.E.V. :Econometric Techniques and Problems , 2nd Edition, Hafner Pub. Comp.Inc., 1974.
- LEVHARI D. And PATINKIN D. :The Role of Money in Simple Growth Model, American Economic Review,June, 1987.
- LUCAS R.E. and :Investment Under Uncertainty,
PRESCOTT E.C. Econometrica, 1971,
- LOYD L.-REYNOLD G. :Macroeconomics, Fourth Edition, Englewood Cliffs, Prentice Hall, England,1995.
- McKINNON R. I. :Financial Liberalisation in Retrospect: Interest rate Policies in LDCs' in The State of Development Economics Progress and Perspectives, Basil Blackwell,New York,1988.
- MELTZER A. :The Demand for Money, Journal of Politikal Economy,1970.
- MELTZER A. :Keynes's Monetary Theory, A

- Different Interpretation,
Cambridge University
Press,1988.
- MODIGLIANI F. :Liquity Preference and The
Theory of Interest and Money,
Econometrica, September,1977.
- MODIGLIANI F.and MILLER M. :Cost of Capital, Corporate
Finance and the Theory of
Investment, American Economic
Review, Haziran,1973.
- MORGÜL O. :Faiz Politikaları Görüşler ve
Değerlendirmeler, Türkiye
Ticaret Sanayi Odaları ve
Ticaret Borsaları Birliği Yayını,
Ankara,1987.
- MORISSET J. :L'affectation du Financement
Externe Dans un Pays en Voie
de Développement: Un Modele
de Portefeuille, Revue
d'Economie Politique, Juin,
1989.
- OHLIN B. :Some Notes on The Theory of
Saving and Investment,
Economic Journal
,October,1978.
- ÖCAL T. :Makro İktisat, Savaş Yayınları,
İstanbul, 1986.

- ÖNDER I. - OKTAR T.- EKİNCİ N. :Türkiye de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul, 1993.
- PARASIZ I. :Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1995.
- PATINKIN D. :Money, Interest and Prices, Cambridge University Press, 1986.
- PATINKIN D. :La Monnaie l'Intéret et les Prix, PUF, Paris, 1973.
- PAYA M :Para Teorisi ve Politikası, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994
- POLAKOFF M. :Financial Institutions and Markets, Miffin Co., Houghton, 1970.
- PINDYCK R.S. - RUBINFELD D.L. :Econometrics Models, McGraw- Hill International Editions, 1991.
- RITTER L. :The Principles of Money, Banking and Financial Markets, Basic Books Inc., New York, 1977.
- RITTERBERG L :Investment Spending and Interest Rate Policy, Journal of Development. Studies, 1993.
- ROBERTSON D.S. :Mr. Keynes and The Rate of

- Interest, Essays in Monetary Theory, George Allen Unwin Ltd., London, 1972.
- ROLL E. :A History of Economic Thought, Weidenfeld and Nicolson, London, 1975.
- ROLL E. :A New Discourse of Trade, The Mac Millan Press Ltd., London, 1989.
- SAMUELSON P. :Macroeconomics, Fourth Edition, Yale University, 1992.
- SARGENT T.G. :Macroeconomic Theory, Academic Press, New York, 1979.
- SARGENT T. :Econometrics and Matematical Economics, Second Edition, Standford University, 1989.
- SAWYERD J. A. :Macroeconomics Theory", Harvester Wheatsheaf, New York, 1989
- SEN A. :Growth Economics, Penguin Books, London, 1970,
- SERVEN L. and SOLÍMANO A :Private Investment and Macroeconomic Adjustment: A Survey" Research Observer. World Bank. September, Sf.113.

- SEYMOUR H :Alternative Formulation of The Theory of Interest, The New Economics Edition, New York,1967.
- SHACKE G.L.S. :Théorie Monétaire, R.S.Thoorn, Dunod,Paris,1971.
- SHAW E.S. :Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press,New York,1973.
- SHERMAN H. J :Growth and Crisis under Capitalism, McGraw Hill, New York,1991.
- SIMPSON T. :Money Banking and Economic Analysis,Third Edition, Prentice-Hall Ing, Englewood-Cliff, New Jersey,1987.
- SUNDARARAJAN W. :Dept-Equity Ratios of Firms and Interest Rate Policy, IMF staff Papers, September,1985.
- TOBİN J. :Liquidity Preference and Money Theory, American Economic Association,1985.
- TUNCA Z. :Makro İktisat, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1997.
- UYGUR E. :Neo-Klasik Makro İktisat ve Fiyat Bekleyişleri, Kuram ve

- Türkiye Üzerine Uygulama, SBF Yayını, Ankara, 1973 .
- UYGUR E. :Price, Output and Investment Decisions in The Turkish Manufacturing Industry, T.C.M.B. Yayını,1989.
- ÜLGENER S. :Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme,Der Yayınları, İstanbul,1980
- ÜNAL T. -UZUNOĞLU S. - :Enflasyonist Ortamda Faiz Politikaları ve İşletmeler Üzerindeki Etkileri, İTO Yayını,Yayın No.10, 1990.
- ALKİN K.
- ÜSTÜNEL B. :Makro Ekonomi, Mısırlı Matbaacılık, 5. Baskı,1990
- WANNACOTT P. :Macroeconomics, Cambridge University Press.,1993.
- WARMAN F _THIRLWALL A.P. :Interest Rates, Saving, Investment and Growth in Mexico 1960-90, Test of The Financial Liberalisation Hypothesis, Journal of Development Studies, Vol.30,No.3.,1994.
- WIJENBERGEN V. :Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy, Journal of

- Development Economics,
13, No. 1/2, 1991.
- WIJENBERGEN V. :Fiscal Policy and Sustainable
Growth, Baltimore and London,
John Hopkins University
Press, 1992.
- WILLIAMSON J. :Latin American Adjustment:
How Much has Happened?,
Institute of International
Economics, Washington, 1990.
- WINOKUR A. :La Theorie Monétaire
Classique, La Résultat de la
Discussion, Paris, 1974.
- WIREIGHTSMAD D. :Monetary Theory and Policy,
Free Press, 1988.
- ZEYTİNOĞLU E. :Genel Ekonomi - I , İ.T.İ.A.,
Nihad Sayar Yayın ve Yardım
Vakfı Yayınları, No. 33,
İstanbul, 1980.

DERGİLER

- AKYÜZ Y. :Faiz ve Enflasyon, Yapıt Dergisi, Sayı 31,1983.
- ALKİN E. :Faizler Yine Gündemde, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı 31, 1984.
- ARTUN T. :Türk Bankacılık Sistemi ve Para Politikaları Üzerine Özet Düşünceler, Maliye Yayınları Dergisi, Ekim, 1986.
- BÜYÜKDENİZ A. :Türkiye'de Faiz Politikaları, Bilim ve Sanat Vakfı, İstanbul, 1991.
- DEMİRGİL D. :Enflasyon ve Faiz Oranları, Para ve Kredi Dergisi.Sayı 1, 1981.
- DEMİRGİL D. :Yatırımlar ve Sosyal Politikalar, İktisat dergisi, Aralık, 1984.
- ERÇEL G. :Kredi ve Mevduat Faizleri,Yapıt Dergisi, Temmuz, 1979.
- ERGİN F. :Enflasyon, İktisat Dergisi, Kasım, 1984.
- ÖZÖTÜN E. :Türkiye'de İmalat Sanayi Sektöründe Yapısal Değişim , İSO Dergisi,Sayı 283,

TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ :Bankacılık Dergisi, Sayı 21,
Haziran1997.

RAPORLAR

İSTANBUL SANAYİ ODASI YAYINLARI

- 1983 Yılına Giren Türkiye Ekonomisi Yayın No: 5 , 1983.
- 1985 Yılına Giren Türkiye Ekonomisi Yayın No:6 , 1985.
- 1991 Yılına Giren Türkiye Ekonomisi Yayın No: 7, 1991.
- 1994 Yılına Giren Türkiye Ekonomisi Yayın No: 3 ,1994.

İSTANBUL TİCARET ODASI YAYINLARI

- İTO Ekonomik Rapor , Mayıs , 1973
- İTO Ekonomik Rapor , Nisan , 1975
- İTO Ekonomik Rapor , Kasım , 1980
- İTO Ekonomik Rapor , Şubat , 1983
- İTO Ekonomik Rapor , Mayıs , 1985
- İTO Ekonomik Rapor , Nisan , 1993

TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞ ADAMLARI DERNEĞİ YAYINLARI

- TÜSİAD , 1980 Yılına Giren Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1981 Yılına Giren Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1982 Yılına Giren Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1983 Yılına Giren Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1984 Yılına Giren Türkiye Ekonomisi

- TÜSİAD , 1985 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1986 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1987 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , The Turkish Economy'89
- TÜSİAD , 1989 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1990 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1991 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1992 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1993 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , 1994 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi
- TÜSİAD , The Turkish Economy' 95
- TÜSİAD , 1996 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi
- An Econometric Model of Turkey, (1965-1984),1986.
- Türkiye İçin Yeni Bir Orta Vadeli İstikrar Programına Doğru,1995.

T.C. MERKEZ BANKASI YAYINLARI

- (1980 -1986) Yıllarına ait T.C. Merkez Bankası , Üç Aylık ve Yıllık Bültenleri.
- T.C. Merkez Bankası Raporu, Faiz Politikaları ve Para-Kredi Gelişmeleri, 1990.
- T.C. Merkez Bankası 1996 Yıllık Raporu
- AŞIKOĞLU Y. - ERSEL H. - UYGUR E. : Financial Liberalization in Turkey, Proceeding of A Conference held in Washington,USA on December, 1990.

DEVLET İSTATİSTİK ENSTİTÜSÜ YAYINLARI

- (1980 - 1986) Dönemine ait DİE Yıllıkları.

TÜRKİYE ODALAR VE BORSALAR BİRLİĞİ YAYINLARI

- Faiz Politikaları: Görüşler ve Değerlendirmeler, 1987.



* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Listwise Deletion of Missing Data

	Mean	Std Deviat	Label
Y	340923,176	760597,733	
X1	4,118	12,850	
X2	4,347	4,358	
X3	322213,412	715865,922	
X4	90503,647	175355,437	
X5	,021	,081	

N of Cases = 17

Correlation, 1-tailed Sig:

	Y	X1	X2	X3	X4	X5
Y	1,000	-,054	,150	,997	,994	-,066
	,	,419	,283	,000	,000	,400
X1	-,054	1,000	,564	-,040	-,037	-,310
	,419	,	,009	,439	,444	,113
X2	,150	,564	1,000	,157	,153	-,624
	,283	,009	,	,274	,279	,004
X3	,997	-,040	,157	1,000	,994	-,068
	,000	,439	,274	,	,000	,368
X4	,994	-,037	,153	,994	1,000	-,072
	,000	,444	,279	,000	,	,392
X5	-,066	-,310	-,624	-,068	-,072	1,000
	,400	,113	,004	,368	,392	,

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. Y

Descriptive Statistics are printed on Page 10

Block Number 1. Method: Enter X1 X2 X3 X4 X5

Variable(s) Entered on Step Number 1.. X5
 2.. X4
 3.. X1
 4.. X2
 5.. X3

Multiple R ,99750
 R Square ,99500
 Adjusted R Square ,99273
 Standard Error 64865,17903

Analysis of Variance

	DF	Sum of Squares	Mean Squ
Regression	5	9209860170867,04000	1841972034173,
Residual	11	46282405949,43230	4207491449,948

F = 437,78390 Signif F = ,0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	95% Confidence Interval B		Beta	T	Sig T
X5	218285,93625	258699,7965	-351108,3885	787680,26100	,023385	,844	,4168
X4	1,256064	,860643	-,638198	3,150326	,289585	1,459	,1724
X1	-1099,970985	1552,253627	-4516,457654	2316,515683	-,018583	-,709	,4933
X2	3429,933386	5603,496752	-8903,277896	15763,144669	,019652	2,612	,5529
X3	,751202	,211034	,286720	1,215684	,707023	3,560	,0045
(Constant)	-29793,01428	30894,69071	-97791,75952	38205,730960		-,964	,3556

End Block Number 1 All requested variables entered.

Residuals Statistics:

	Min	Max	Mean	Std Dev	N
*PRED	-39550,7422	2939096,5000	340923,1765	758693,7858	17
*RESID	-72756,5547	167605,4688	,0000	53783,3652	17
*ZPRED	-,5015	3,4245	,0000	1,0000	17
*ZRESID	-1,1217	2,5839	,0000	,8292	17

Total Cases = 17

Durbin-Watson Test = 1,92001