

T.C.
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
2021 -YL -100

**FAİZ VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİNİN
MCKINNON SHAW HİPOTEZİ BAĞLAMINDA
İNCELENMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

HAZIRLAYAN
Sevgi SERT

TEZ DANIŞMANI
Doç. Dr. Öğr. Üyesi Ali PETEK

AYDIN-2021

T.C.
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

Bu tezde sunulan tüm bilgi ve sonuçların, bilimsel yöntemlerle yürütülen gerçek deney ve gözlemler çerçevesinde tarafımdan elde edildiğini, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce, sonuç ve bilgilere bilimsel etik kuralların gereği olarak eksiksiz bir şekilde uygun atıf yaptığımı ve kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

13/07/2021

Sevgi SERT

ÖZET

FAİZ VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİNİN MCKINNON SHAW HİPOTEZİ BAĞLAMINDA İNCELENMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Sevgi SERT

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Öğr. Üyesi Ali PETEK

2021+ XIV + 177 Sayfa

Bu çalışmada Türkiye için faiz ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki Mckinnon Shaw hipotezi kapsamında incelenmiştir. 2005Q4-2020Q4 dönemi temel alınarak faiz ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklayan Mckinnon Shaw hipotezinin geçerliliğini araştırmak için değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü belirlemek amacıyla vektör hata düzeltme modeline dayalı (VECM) Granger Nedensellik yöntemi ile incelenmiştir. VECM Granger nedensellik analizi sonucuna göre faiz oranı ve ekonomik büyüme arasında pozitif çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca analize toplam tasarruf ve toplam yatırım değişkenleri dahil edilmiştir. Toplam tasarruflardan reel faiz oranına pozitif yönlü tek nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Toplam yatırımdan toplam tasarrufa pozitif yönlü tek nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Toplam yatırım ve ekonomik büyüme arasında pozitif çift nedensellik ilişkisi varlığına ulaşılmıştır. Ayrıca ekonomik büyüme ile toplam tasarruf arasında da pozitif yönlü çift nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi Engle Granger (1987) yöntemiyle araştırılmış ve seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olduğu tespit edilmiştir. Engle Granger eşbütünleşme uzun dönem bulgularına göre reel faiz oranı, toplam tasarruf, toplam yatırımın ekonomik büyümeyle pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Kısa dönem analizinde elde edilen sonuçlarda hata düzeltme terimi negatif ve anlamlıdır. Bu durum uzun dönem analizi destekleyerek kısa dönem sapmalarının yaklaşık olarak 4,5 ay sonra ortadan kalkacağını göstermektedir. Dolayısıyla belirlenen dönemde Türkiye ekonomisi için Mckinnon ve Shaw hipotezi geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

ANAHTAR KELİMELER: Faiz Oranı, Ekonomik Büyüme, Mckinnon Shaw Hipotezi, Granger Nedensellik Analizi, Engle-Granger Eşbütünleşme Analizi.

ABSTRACT

EXAMINATION OF THE RELATIONSHIP BETWEEN INTEREST AND ECONOMIC GROWTH IN THE CONTEXT OF THE MCKINNON SHAW HYPOTHESIS: THE CASE OF TURKEY

Sevgi SERT

Master Thesis Department of Economics

Thesis Supervisor: Doç. Dr. Öğr. Üyesi Ali PETEK

2021+ XIV + 177 Pages

In this study, the relationship between interest and economic growth for Turkey was examined within the scope of the Mckinnon Shaw hypothesis 2005Q4-2020Q4 based on the period Mckinnon Shaw hypothesis explaining the relationship between interest rates and economic growth to investigate the validity of the causality between variables in order to determine the direction of the vector error correction model (VECM) Granger causality method were investigated. According to the results of the vecm Granger causality analysis, a positive decoupled causality relationship between interest rate and economic growth was determined. In addition, total savings and total investment variables were included in the analysis. A positive single causal relationship between total savings and real interest rate has been determined. A positive one way causal relationship was found from total investment to total savings. A positive double causal relationship between total investment and economic growth has been achieved. In addition, a positive bicausality decoupling was found between economic growth and total savings. The cointegration relationship between series was deconstructed by Engle Granger (1987) and it was deconstructed that there is a cointegration relationship between series. According to Engle Granger Cointegration long term results, it was found that the real interest rate, total savings, total investment have a positive relationship with economic growth. In the results obtained in short-term analysis, the term error correction is negative and meaningful. This supports long-term analysis, indicating that short term deviations will disappear after approximately 4.5 months. Therefore, it was concluded that the Mckinnon and Shaw hypothesis is valid for the Turkish economy during the determined period.

KEYWORDS: Interest Rate, Economic Growth, Granger Causality Analysis, Mckinnon Shaw Hypothesis, Engle-Granger Cointegration Analysis.

ÖNSÖZ

Ronald Mckinnon ve Edward Shaw, para otoriteleri tarafından düşük belirlenen faiz oranı, tasarrufları ve yatırımları olumsuz etkileyip, ekonomik büyümeyi engelleyeceğini belirterek finansal baskı politikalarına karşı çıkmışlardır. Faiz oranının piyasadaki arz ve talebi göre belirlenmesi gerektiğini öne süren iktisatçılar, finansal sektörde hükümet müdahalelerinin kaldırılması olarak belirtilen finansal liberalizasyon politikalarını önermişler ve kendi isimleriyle anılan Mckinnon Shaw hipotezini literatüre kazandırmışlardır. Hipotez, hükümet kontrolündeki faiz oranlarının piyasalar tarafından belirlenmesi sonucu, tasarrufların finansal sisteme aktarılmasıyla yatırımların artacağını, böylece ekonomik büyümenin hızlanacağı görüşüne dayanmaktadır. Yeldan (2009) çalışmasında iki iktisatçı ile ilgili olarak şu ifadeleri kullanmıştır. “ Finans dünyasının ideolojuları bu döneme seslerini yükseltmeye başladılar. “ Finansal Baskıya Son! “, Mckinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından dile getirilen serbestleştirme düşüncesinin slogan haline dönüştü. Böylece “ finansal sistemin kuralızsızlaştırılması ve serbestleştirilmesi “ yeni muhafazakâr neoliberal politikaların temel şiarı haline dönüştürüldü. Bretton Woods sisteminin genişleyici Keynesgil politikalarının yerini, enflasyonun biricik ve tek düşman olarak görüldüğü ve her türlü devlet müdahalesinin akıl dışı, popülist ve verimsiz olarak nitelendirildiği ekonomileri daraltıcı politikalar yer almaya başladı. Kredibilite, şeffaflık, güven ve istikrar, beklentilerin idaresi, kurumsal çapa, yönetişi gibi aslında reel ekonomide tam karşılığı tam olarak bulunmayan, ancak finansal değerler sisteminin kendin söyle – kendin inan dünyasında kaçınılmaz olan yeni tür sözcükler böylece iktisat yazınında yerini aldılar. “ Böylelikle finansal liberalleşme politikaları ve finansal liberalleşmenin ekonomiye etkileri incelenmesi önemli bir hal almıştır.

Tez çalışmam boyunca bana yol gösteren, bilgisi paylaşan değerli danışman hocam Doç. Dr. Öğr. Üyesi Ali PETEK’ e teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Manevi desteklerinden dolayı Mervenur İşcan, Seher Yılmaz ve isimlerini zikremediğim birçok arkadaşına da teşekkürlerimi iletiyorum.

Hem maddi hem de manevi desteklerini esirgemeyen, dualarıyla güç bulduğum her zaman yanımda olan değerli annem Elveda SERT ve babam Zeki SERT’e sonsuz teşekkür ediyor, saygılarımı sunuyorum.

Sevgi SERT

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI.....	iii
BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM SAYFASI.....	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
ÖNSÖZ.....	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ	xi
ÇİZELGELER DİZİNİ.....	xii
EKLER DİZİNİ	xiii
KISALTMALAR DİZİNİ	xiv
GİRİŞ.....	1
1. FAİZ VE EKONOMİK BÜYÜME KAVRAMSAMSAL ÇERÇEVE.....	3
1.1. Faiz Kavramı ve Teorileri.....	3
1.1.1. Faiz Kavramı	3
1.1.2. Faiz Teorileri	5
1.1.2.1. Klasik faiz teorisi	5
1.1.2.2. Keynes'in Faiz Teorisi (Likidite Tercih Teorisi)	8
1.1.2.3. Neoklasik faiz teorisi.....	12
1.1.2.3.1. Ödünç verilebilir fonlar teorisi	12
1.1.2.3.2. Modern Miktar Teorisi	14
1.2. Ekonomik Büyüme Kavramı ve Teorileri	16
1.2.1. Ekonomik Büyüme Teorileri	19
1.2.1.1. Klasik büyüme teorileri.....	20
1.2.1.1.1. Adam Smith ekonomik büyüme teorisi.....	20
1.2.1.1.2. Thomas Robert Malthus ekonomik büyüme teorisi	23
1.2.1.1.3. David Ricorda Ekonomik Büyüme Teorisi	24
1.2.1.2. Schumpeter Ekonomik Büyüme Teorisi	26

1.2.1.3. Keynes ve Neokaynes Ekonomik Büyüme Teorileri	29
1.2.1.4. Solow Ekonomik Büyüme Teorisi	33
1.2.1.5. İçsel Büyüme Ekonomik Büyüme Teorileri.....	35
1.2.1.5.1. ARGE'ye Dayalı İçsel Büyüme Teorisi.....	37
1.2.1.5.2. Beşeri Sermayeye Dayalı Ekonomik Büyüme Teorisi.....	39
1.2.1.5.3. Kamu Politikalarına Dayalı Ekonomik Büyüme Teorisi.....	40
1.2.2. Faizin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi	41
2. FİNANSAL LİBERALİZASYON KAVRAMI ve MCKİNNON SHAW HİPOTEZİ	47
2.1. Finansal Liberalizasyon Kavramı	47
2.1.1. İç Finansal Liberalizasyon.....	49
2.1.2. Dış Finansal Liberalizasyon	50
2.3. Finansal Liberalizasyonun Etkileri	51
2.3.1. Olumlu Etkileri	51
2.3.2. Olumsuz Etkileri.....	55
2.4. Finansal Baskıdan Finansal Liberalleşmeye.....	57
2.5. Türkiye'de Finansal Liberalleşme Süreci ve Türkiye Ekonomisi	61
2.5.1. 1980 Öncesi Dönem	61
2.5.2. 1980 Sonrası Dönem.....	63
2.5.2.1. 1980-1989 Dönemi.....	63
2.5.2.1.1. Faiz Oranlarında Düzenlemeler.....	65
2.5.2.1.2. Döviz Kurundaki Düzenlemeler.....	67
2.5.2.1.3. Banka Sektöründe Düzenlemeler	71
2.5.2.1.4. Sermaye Hesabındaki Düzenlemeler.....	73
2.5.2.2. 1990-1999 Dönemi.....	78
2.5.2.2.1. 1994 Krizi.....	84
2.5.2.3. 2000 - 2009 Dönemi.....	88
2.5.2.3.1. 2000 Krizi.....	90

2.5.2.3.2. 2001 Krizi.....	94
2.5.2.3.3. 2008 Krizi.....	100
2.5.2.4. 2010 - 2020 Dönemi.....	104
2.6. Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme	109
2.7. Mckinnon Shaw Hipotezi	114
2.7.1. Mckinnon Hipotezi	114
2.7.2. Shaw Modeli	117
2.7.3. Mckinnon Shaw Hipotezi	119
2.7.4. Mckinnon Shaw Hipotezine Yönelik Eleştiriler.....	127
3. TÜRKİYE İÇİN MCKINNON SHAW HİPOTEZİNİN SINANMASI	130
3.1. Ampirik Literatür.....	130
3.2. Ampirik Analiz	139
3.2.1. Yöntem ve Veri Seti	139
3.2.1.1. Birim Kök Testi.....	139
3.2.1.1.1. Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi.....	140
3.2.1.1.2. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi.....	143
3.2.1.2. Engle Granger Eşbütünleşme Analizi	144
3.2.1.3. Granger Nedensellik Analizi.....	148
4. TARTIŞMA VE SONUÇ.....	151
5. KAYNAKLAR.....	154
6. EKLER	174
ÖZGEÇMİŞ.....	176

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Klasik Faiz Teorisinde Faizin Belirlenmesi	7
Şekil 1.2. Keynes Faiz Teorisinde Faizin Belirlenmesi	10
Şekil 1.3. Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi.....	13
Şekil 1.4. Adam Smith Ekonomik Büyüme Adımları	21
Şekil 1.5. Harrod-Domar Ekonomik Büyüme Modeli	30
Şekil 1.6. İçsel Büyüme Teorilerinin Belirleyicileri.....	37
Şekil 2.1. Yatırım/GSYH, Tasarruf/GSYH, GSYH, Reel Faiz.....	69
Şekil 2.2. Yatırım/GSYH, Tasarruf/GSYH, GSYH, Reel Faiz.....	81
Şekil 2.3. Yatırım/GSYH, Tasarruf/GSYH, GSYH, Reel Faiz.....	92
Şekil 2.4. Yatırım/GSYH, Tasarruf/GSYH, GSYH, Reel Faiz.....	107
Şekil 2.5. Mckinnon Shaw Hipotezi: Faiz Oranının Tasarruf ve Yatırım Üzerine Etkisi..	125

ÇİZELGELER DİZİNİ

Çizelge 1.1. Başlıca Büyüme Teorileri.....	19
Çizelge 1.2. Faiz ve Ekonomik Büyüme Literatür Özeti	45
Çizelge 2.1. Finansal Liberalleşme Süreci	61
Çizelge 2.2. Temel Makroekonomik Göstergeler	68
Çizelge 2.3. Mevduatlar.....	71
Çizelge 2.4. 1980-1989 Dönemi Türkiye Serbestleşme Uygulamaları.....	77
Çizelge 2.5. Temel Makroekonomik Göstergeler	80
Çizelge 2.6. Temel Makroekonomik Göstergeler	91
Çizelge 2.7. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.....	96
Çizelge 2.8. Yabancı Sermaye Hareketleri, Cari Açık ve Büyüme (%).....	100
Çizelge 2.9. Temel Makroekonomik Göstergeler	106
Çizelge 2.10. Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyümeye İlişkin Literatür Özeti	112
Çizelge 3.1. ADF Birim Kök Testi Sonuçları	142
Çizelge 3.2. PP Birim Kök Testi Sonuçları.....	143
Çizelge 3.3. Eşbütünleşme Testi Sonuçları	146
Çizelge 3.4. Uzun Dönem Analizi	146
Çizelge 3.5. Kısa Dönem Analizi (Hata Düzeltme Modeli).....	147
Çizelge 3.6. VECM Granger Nedensellik Analiz	149

EKLER DİZİNİ

Ek 1. Granger Nedensellik Analizi Sonuçları	174
Ek 2. Uzun Dönem Analiz Sonuçları	175
Ek 3. Kısa Dönem Analiz Sonuçları.....	176

KISALTMALAR DİZİNİ

CRDW: Durbin-Watson

EKK : En Küçük Kareler Yöntemi

GOÜ : Gelişmekte Olan Ülkeler

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

GÜ : Gelişmiş Ülkeler

IMF : International Monetary Fund

VAR : Vektör Otoregresif Model

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

GİRİŞ

1970'lere kadar gelişmekte olan ülkelerde hükümet, ekonomiye ve finansal sisteme müdahale etmekteydi. Bu müdahalelerin özellikle finansal sektöre etkileri ilk olarak Ronald Mckinnon, Edward Shaw tarafından eleştirilmiş ve araştırılmaya başlanmıştır. Böylece Ronald Mckinnon, Edward Shaw'ın çalışmalarıyla ekonomik hayata finansal baskı ile finansal liberalleşme kelimeleri girmiştir. Finansal liberalleşmeden önceki finansal baskı döneminde faiz oranları hükümetler tarafından belirlendiği için ekonomilerde negatif faiz oranı politikası uygulanmıştır. Çünkü belirli sektörlerde ucuz borçlanma ile sağlanan finansman sonucunda üretimin arttıracacağı görüşü hakim olmuştur. Ronald Mckinnon ve Edward Shaw bu görüşü eleştirmiş, Mckinnon Shaw hipotezi iktisat yazınında yerini almıştır.

Finansal liberalleşmenin temelinde faiz oranının piyasalar tarafından belirlenmesi yatmaktadır. Faiz oranının arz-talep koşullarına göre belirlenmesi doğrudan veya dolaylı olarak birçok makroekonomik değişkeni önemli ölçüde etkilemektedir. Bu yüzden finansal liberalleşme politikalarının özellikle ekonomik büyüme üzerine etkileri günümüze kadar önemli bir literatürü oluşturmuştur.

IMF borçları, siyasi ve ekonomik krizler, Türkiye ekonomisini oldukça yıpratmıştır. Ülkeyi içinde bulunduğu durumdan kurtarabilmek için çeşitli politikalar uygulanmıştır. Bu kapsamda 1980'lerde Dünya'da ilgi gören finansal liberalleşmeye Türkiye'de 24 Ocak kararları ile başlamış ve bu dönemde hem ulusal hem de uluslararası piyasalarda uyumu sağlamak için birçok politikalar uygulanmıştır. Uygulamalar sonucunda faiz oranları yükselmiş, uluslararası sermaye hareketleri hızlanmış, bankacılık sektörü gelişmiş, finansal araçların çeşitliliği artmış, finansal sektörde gelişim elde edilmiştir. Ancak bazı dönemlerde ülke ekonomisi olumsuz etkilenmiş, krizler yaşanmıştır. Bu sonuçlardan dolayı Türkiye'de finansal liberalleşmenin etkilerini ele alan çalışmalar literatürde geniş çapta yer almaktadır. Literatüre bakıldığında genel olarak finansal liberalleşme politikalarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği kabul edilmektedir (King ve Levine, 1993; Gürsoy ve Müslümov, 1998; Edwards, 2001; Özatay ve Sak, 2002; Galindo vd., 2007; Keskiner Musullugil, 2007; Odhiambo, 2009; Okore ve Onoh, 2013; Tuncay ve Demir, 2017).

Mckinnon'ın tamamlayıcılık hipotezi ve Shaw'ın borç aracılık hipotezi, faiz oranının ekonomik büyüme üzerine etkisini açıklayan finansal liberalleşme teorisi olan Mckinnon

Shaw hipotezine dayanır ve bu hipotezden farklı bir hipotezdir. Literatüre bakıldığında Mckinnon Shaw hipotezi farklı şekillerde incelenmiştir. Temel Mckinnon Shaw hipotezinin ülke ekonomilerinde geçerliliği birçok çalışmaya konu olmuştur. Ancak literatür incelendiğinde finansal liberalleşmenin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemesi, Mckinnon Shaw hipotezini destekler nitelikte olduğu belirtilmiştir (Dinar vd., 2015; Sulaiman vd., 2012). Bunun yanında Mckinnon tamamlayıcılık hipotezi Mckinnon Shaw hipotezi olarak ele alındığı görülmüş ve birtakım çalışmalara konu olmuştur (Khan ve Hasan, 1998; Nyanzi ve Kaberuka, 2013; Pal, 2014).

Bu çalışmanın amacı Mckinnon Shaw hipotezinin önemine değinerek, yoğun bir şekilde finansallaşan Türkiye ekonomisi için temel Mckinnon Shaw hipotezinin geçerli olup olmadığını ortaya koymak, akademik literatüre katkı sağlamaktadır. Bu doğrultuda çalışmada Mckinnon ve Shaw hipotezi 2005Q4-2020Q4 dönemini kapsayan, VECM Granger nedensellik analizi ve Engle-Granger Eşbütünleşme analizleri aracılığı ile incelenmiştir. Analizlerin yapılabilmesi için değişkenlerin durağanlığı tespit etmek amacıyla ADF ve PP birim kök testleri yapılmıştır. Ampirik çalışmada kullanılan modele göre literatürdeki genel kabul görülen finansal liberalleşme ve ekonomik büyüme arasındaki olumlu ilişkiyi destekleyen Mckinnon Shaw hipotezinin geçerli olması beklenmektedir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde faiz oranı ve ekonomik büyüme kavramları açıklanarak, faiz oranını ve ekonomik büyümeyi açıklayan teorik yaklaşımlar tanıtılmaya çalışılmış ve bu iki değişkeni inceleyen literatür çalışmalarına yer verilmiştir.

İkinci bölümde finansal liberalleşme kavramı ele alınmış, Mckinnon Shaw hipotezi açıklanmış, finansal liberalleşmeden bu yana Türkiye ekonomisinden bahsedilmiş, finansal liberalleşme ve ekonomik büyümeyi araştıran literatür çalışmaları aktarılmıştır.

Üçüncü bölümde ise konuya ilişkin literatür çalışmalarına değinilmiş, ampirik analiz aşamaları ile anlatılarak gerçekleştirilmiştir. Son olarak da analiz sonuçları sunulmuş ve ampirik analiz değerlendirilmiştir.

1. FAİZ VE EKONOMİK BÜYÜME KAVRAMSAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Faiz Kavramı ve Teorileri

1.1.1. Faiz Kavramı

Faiz, ekonomik aktörlerin tasarruf ve yatırım ile ilgili kararların alınmasında önemli bir makro değişkendir. Tasarruf sahipleri açısından faiz, hem yatırım kararı almada hem de finansal araçları belirleme konusunda önemli yere sahiptir. Yatırımı, kar etme düzeyini belirlemek açısından etkilemektedir. Neoklasik iktisada göre faiz oranlarının yüksek olması, yatırım engelleyecektir. Dolayısıyla bu durum tüketimi de olumsuz etkileyecektir. Faiz oranı yatırımların kar oranlarını belirlenmesi ve karlılık oranlarına göre yatırımların sıraya koyulmasını sağlamaktadır. Yatırımın kar oranı faiz oranından büyük olduğunda yatırım yapılırken, kar oranının faiz oranından küçük olması durumunda ise yatırım yapılmayacak para, faiz geliri için kullanılacaktır (Fisunoğlu ve Köksal Tan, 2009: 37-38). Ayrıca faiz oranı, uluslararası sermaye akışlarını ve dolayısıyla döviz kurunu da etkilemektedir. Bu nedenlerle faiz ülke ekonomilerinde büyük bir öneme sahiptir.

Literatürde faizin birçok tanımı bulunmaktadır. Yaygın olan bir tanım, ödünç alınan paraya karşılık ödenen meblağdır. Bu tanımdan yola çıkarak bir başkasına para, ödünç verildiğinde faiz oranına duyulan ihtiyaç iki nedenden dolayı ortaya çıkmaktadır. İlk olarak, paranın iade edilmeme riskidir. İkincisi, bir kişi parayı kullanmak istediğinde kendi kullanımı için yeterli paraya sahip olmama durumudur. Bu kişi için tazminat gerektirir. Dolayısıyla burada faiz oranının borç almak için ödediği anlamında, ödünç alınan paranın fiyatı olduğu söylenebilir.

Paya (2007) faizi dar anlamda ve geniş anlamda ifade etmiştir. Dar anlamda ödünç verilen fonlarına karşılık talep edilen ve piyasalarda arz ve talebe göre oluşan kira bedelidir. Bu anlamdaki faize borç faizi de denmektedir. Geniş anlamda ise faiz, üretim sürecini etkinleştirmek için sermaye faktörüne ilişkin kullanılmaktadır. Sermaye kazancı olarak nitelendiği için faizi, sermayenin fiyatı olarak yani sermayenin getirisi şeklinde tanımlamıştır. Bu tanımlamalara göre faiz genel olarak borçlanma maliyeti veya fon kullanımı karşılığında, ana para yanında ödenen ek meblağdır ve nominal faiz, enflasyonla birlikte biriktirilen fonların başkalarına kiralayan bireylerin gelir kaybı yaşamamaları için nominal faiz oranının enflasyon oranına göre ayarlanması reel faiz oranı olarak geçmektedir (Sekmen, 2016: 106). Nominal faiz, ödünç olarak verilen parayı kullanım bedeli için ek

olarak öden, piyasada yer alan ve bankaların paylaştığı faizdir. Bu faiz oranı fırsat maliyetlerin, enflasyon ve risklerin dikkate alınmasıyla belirlenmektedir. Özellikle enflasyonun etkilerini barındırdığı faiz oranı ekonomi için önemli yere sahiptir (Ünsal, 2009: 50). Çoğu ekonomiler pozitif reel faiz oranları temelinde çalışacaktır. Çünkü çoğu insan birikimini veya yatırımlarını kaybetmek yerine mevcut tüketime harcamayı tercih edecektir. Daha da önemlisi, enflasyonist beklentilerin etkisidir. Yatırımcılar gelecekteki enflasyonun belirli bir seviyede olacağına inanırlarsa, söz konusu dönemde nominal faiz oranları talep ederler, bu da beklenen enflasyonun gerçekleşip gerçekleşmeyeceğine bakılmaksızın pozitif faiz oranı sağlayacaktır. Bu durum uzun vadeli faiz oranlarının belirlenmesinde önemli bir unsurdur. Kısaca nominal faiz oranı, bireylerin tasarrufları için bankalar tarafından verilen faiz oranıdır ve enflasyonun etkisini barındırmaktadır. Nominal faiz oranı şu şekilde belirtilmektedir:

$$i = i^* + EP + \ddot{O}P + LP + VP \quad (1.1)$$

Burada i nominal faiz oranını, i^* risksiz faiz oranını, EP enflasyon primi, $\ddot{O}P$ ödenmeme risk primi, LP likidite risk primi ve VP ise vade primini ifade etmektedir. enflasyondaki (EP), ödenmeme risk primi ($\ddot{O}P$), likidite risk primi (LP) ve vade primi (VP) meydana gelen artışlar nominal faiz oranını artmasına neden olmaktadır. Bunlara ek olarak da para politikası, nominal faiz oranının artmasına neden olabilmektedir. Örneğin para arzındaki artış, faiz oranlarını düşmesiyle sonuçlanacak fakat yüksek enflasyon beklentisini oluşturarak yeniden faiz oranlarının yükselecektir (Coşkun, 2010: 26).

Reel faiz oranı, enflasyon etkisinin görülmediği veya enflasyondan arındırılmış faiz oranı olarak ifade edilmektedir. Reel faiz oranını açıklamak için Irving Fisher'in ortaya attığı ve literatürde Fisher Denklemi olarak yer alan kavramına yer vermekte yarar vardır. Fisher, nominal faiz oranları, reel faiz oranı ile beklenen enflasyonun toplamına eşit olduğunu varsaymaktadır. Denklemden yer alan nominal faiz oranının (i), reel faiz oranı (i_r) ve beklenen enflasyon oranı (π_e) temsil etmektedir.

$$i = i_r + \pi_e \quad (1.2)$$

Nominal faiz oranı ile enflasyondaki artışlar aynı oranda olmaktadır. Fakat reel faiz oranı bu değişikliklerden etkilenmeyecektir. Fisher'in yapmış olduğu çalışmada reel faiz oranı sabittir ve değişmeyecektir. Ekonomideki para miktarındaki meydana gelecek bir artış nominal faiz oranlarını düşürecek ve enflasyonu arttırarak faiz oranlarını da arttıracaktır.

Reel faiz oranı, beklenen enflasyon oranının nominal faiz oranından çıkarılmasıyla elde edilmektedir (Bilgili, 2015:603-604).

$$ir=i-\pi \quad (1.3)$$

Enflasyon ve nominal faiz oranlarının yüksek olduğu ekonomilerde aşağıdaki denklem doğru sonuçlara götürecektir.

$$\text{Reel faiz oranı}(i)=\left(\frac{1+\text{nominal faiz oran}(i)t}{1+\text{enflasyon}(\pi)}\right) - 1 \quad (1.4)$$

Gelişen ekonomilerde reel faiz oranı genelde %2 ile %4 arasındadır. Reel faiz oranının yüksek olduğu ekonomilerde ekonomik istikrarsızlık, riskler yüksektir (Coşkun, 2010: 27).

“Nominal ve reel faiz oranları arasındaki fark oldukça önemlidir. Çünkü reel faiz oranı borçlanmanın veya borç vermenin gerçek maliyetini gösterir. Nominal faiz oranları çok yüksekken borçlanmak istemeyen yatırımcılar reel faiz oranlarının düşük olduğunu bildiklerinde borçlanmaktan kaçınmayacak ve yatırım kararı verebileceklerdir.” (Telek, 2018: 7). Ayrıca nominal faiz oranı her zaman pozitif değer alırken, reel faiz oranı hem pozitif hem de negatif değer olabilmektedir. Nominal faiz oranı enflasyon oranından küçük ise reel faiz oranı negatif değer olacaktır. Eğer nominal faiz oranı enflasyon oranından büyük ise reel faiz oranı pozitif olacaktır.

Faiz oranı birçok faktörden etkilenmektedir. Bunlar, para arzı ve talebi, enflasyon, döviz kuru, kamu iç borçlanması ve uluslararası sermaye akışlarıdır (Öztürk ve Durgut, 2011).

1.1.2. Faiz Teorileri

Bu başlıkta faiz teorileri Klasik, Keynesyen ve Neoklasik faiz teorisi olarak ele alınmıştır.

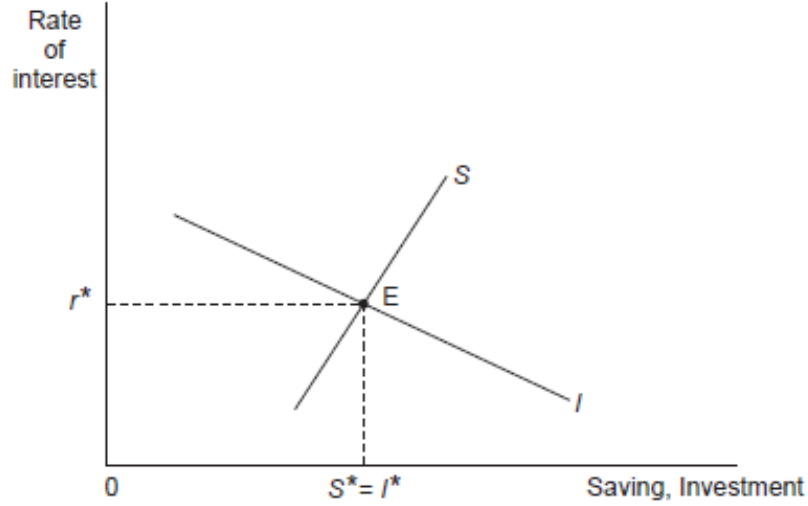
1.1.2.1. Klasik Faiz Teorisi

Klasik iktisatçılardan Adam Smith ve David Ricardo' ya göre faiz, kişilerin parayı kullanmak için karşı tarafa vermiş olduğu bedeldir. Bir diğer ifadeyle faiz tüketimden vazgeçmektir. Bununla birlikte Adam Smith, faizi parayı kullanan kişiye ödenen bir ödül olarak görürken, David Ricardo faizi, para birikimini özendirilen bir olgu olarak görmüştür.

Bununla birlikte para, borç veren için bir birikimdir ve borç verdikleri para karşılığında faiz alınmakta, verdikleri para sermaye olduğu için J.M. Sen Lauderdale' ye göre tabii bir gelirdir. Literatürde sermaye verimliliği olarak geçen bu görüş paranın para doğurmasıdır ve faiz tasarruf edenler açısından fedakarlığın bir karşılığıdır (Pıçak, 2012: 75-76).

Klasik faiz teorisi reel tasarruf ile yatırımlar arasındaki ilişkiyi açıklayan en temel teoridir. Bu teori aynı zamanda gerçek faiz oranı teorisi olarak da bilinir. Faiz oranı belirlenirken parasal faktörler dikkate alınmamakta, sadece verimlilik ve tasarruf gibi gerçek faktörler dikkate alınmaktadır. Bu teoriye göre faiz ile tasarruf arasında doğrudan bir ilişki vardır. Dolayısıyla faiz, reel bir değişkendir. Faiz, tasarrufun fiyatı olarak düşünülürse, faiz oranı arttığında bireyler daha çok tasarruf yapacaklardır. Dolayısıyla faiz ile tasarruf arasında pozitif ilişki vardır. Faiz ile tasarruf arasındaki pozitif ilişkisinin nedeni ise bugünkü mal ile gelecekte aynı mal arasında tercihi yansıtmadır (Sekmen, 2012: 95).

Faiz oranının belirleyen yatırım talebi ile faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Yani yatırım faizin azalan bir fonksiyondur. Faiz, yatırımın fiyatıdır ve firmalar yatırım için borç alırlar. Bu nedenle, yatırım faiz oranına bağlıdır. Düşük faiz oranı yüksek yatırımı teşvik eder ve yüksek faiz oranı yatırımın azalmasına neden olur. Hanehalkı faiz getirisi için paralarını biriktirir. Yüksek faiz yüksek tasarrufu teşvik eder. Bu nedenle, tasarruf doğrudan faiz oranı ile ilgilidir. Firmalar yatırım için parayı ödünç almaktadırlar. Bu nedenle yatırım, faiz oranına bağlı olmakla birlikte faiz, yatırımın fiyatıdır. Faiz oranının düşmesi sermaye talebini arttıracak, yükselmesi ise sermaye talebini azaltacaktır. Bu nedenle faiz ile sermaye talebi yani yatırım arasında negatif ilişki söz konusudur. Firmaların yatırım talebi hanehalkı tasarrufları tarafından karşılanmaktadır. Bu nedenle, mal piyasasındaki faiz oranı, hem tasarruf arzının hem de yatırım talebinin birbirini kestiği noktada belirlemektedir (Öztürk ve Durgut, 2011:121; Aydın, 2015: 209; Huang ve Zhang, 2015: 12; Pal, 2018: 2).



Kaynak: Agarwal Vanita (2010). Macroeconomics Theory And Policy

Şekil 1.1. Klasik Faiz Teorisinde Faizin Belirlenmesi

Şekil 1.1’de dikey eksen faiz oranını, yatay eksen yatırım ve tasarrufları göstermektedir. S tasarruf arzı, I tasarruf talebi (yatırım) temsil etmektedir. Tasarruf arzı ile yatırım talebinin kesiştiği nokta denge faiz oranı vardır. Mal piyasasındaki bu faiz oranına doğal faiz oranı denir. Talepte meydana gelen artış talep eğrisini sağa kaydıracak ve faiz oranı artacaktır. Bununla beraber arz eğrisinin sağa kayması faiz oranını düşürecek ve talepteki artışa bağlı olarak ekonomi tekrar dengeye gelecektir.

Klasik faiz teorisi bazı eksikliklerden dolayı eleştirilmiştir. Bu eleştiriler kısaca şu şekilde özetlenebilir (Demirgil; 2017: 79-81):

- Klasik faiz teorisine göre faizi, tasarruf ile yatırım belirlemekte, para değişim aracı olarak kabul edildiği için faiz üzerine etkisi yoktur. Klasik teoride reel kesim ve parasal kesim ayrı ayrı kabul edilmekte ve klasik dikotomi ilkesi olarak adlandırılmaktadır. Bu ilkeye göre para arzı faiz oranını, tasarruf, yatırımı etkilemeyecek, sadece enflasyon oranını etkileyecektir. Böylece faiz oranı parasal unsurlardan belirlenmemekte tasarruf miktarı gibi reel unsurlarca belirlenmektedir. Klasik faiz teorisinde ödünç verme, tasarrufla, ödünç alma yatırımla ilişkidir. Bu durum uzun dönem analizi için uygun olurken kısa dönem analizinde uygun değildir. Çünkü ödünç verilmeyen yastık altı tasarruflar yapılabilmekte, finansal sistemde tasarruflar olmadan banka ödünç para, kredi vermektedir.
- Klasiklere göre tasarruf, sadece faiz elde etmek değil, ileride daha fazla tüketim yapmak, zenginleşmek, miras bırakmak gibi sebeplerle de yapılmaktadır. Ancak

hanehalkı sadece faiz kazanmak için tasarruf yapmaktadır. Bu yüzden tasarruf ile faiz arasında fonksiyonel bir ilişki yoktur. Bunun yanında faiz, tüketimi kısmının değil, ödünç verilenin bir karşılığıdır.

- Faiz oranı düşükken daha fazla yatırım gerçekleşmekte, faiz oranı yüksek iken daha az yatırım yapılmaktadır. Ancak bireyler sadece yatırım için değil ellerinde para tutmak içinde para talep ederler.

1.1.2.2. Keynes'in Faiz Teorisi (Likidite Tercih Teorisi)

J. M. Keynes, paranın ekonomideki önemine dikkat çekmiş ve faizi parasal unsurlarla açıklamıştır. Keynesyen yaklaşımından önce faiz sermaye talebi, tasarruf arzının veya ödünç verilebilir fon arz-talebiyle, kısaca reel etkenlerle açıklanmıştır. Keynes ise faiz kendi geliştirmiş olduğu teorisine parayı dahil ederek faizi, para arzı ile para talebinin belirlediğini belirtmiştir. Keynesyen yaklaşıma göre faiz, bireylerin ne kadar para tutmayı seçtiğinin belirleyicilerinden biridir. Bunun nedeni, faiz oranının para tutmanın fırsat maliyeti olmasıdır. Bir diğer ifade ile faiz tasarruf etmenin değil, likiditeden (elde para tutma) vazgeçmenin bedelidir. Bu yüzden teori "Likidite Tercihi Teorisi" olarak da adlandırılmaktadır (Keynes, 1980: 170).

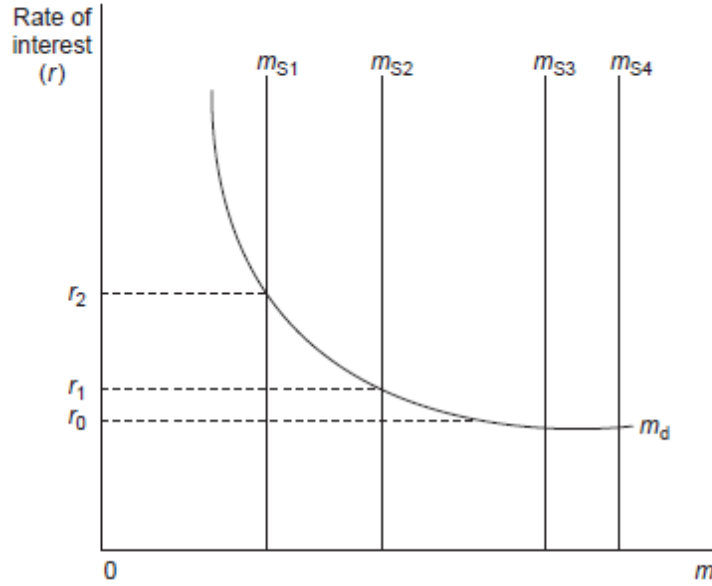
Teoriye göre servet biriktirmek için iki varlık vardır. Bunlar para ve tahvildir. Merkez bankası tahvilleri vade ile alıp satmaktadır. Faiz ile tahvil arasında gelecek beklentisi nedeniyle ters bir ilişki vardır. Tahvil fiyatı arttığında faiz oranı düşer, tahvil fiyatı düştüğünde ise faiz oranı artar. Nominal gelir arttığında portföylerde daha fazla para biriktirmek istenmektedir. Nominal faizi oranın yüksek olması bireylerin paranın değer kaybı nedeni ile tahvil tutulmasına neden olmaktadır.

Keynes'e göre faizin iki işlevi vardır. Birinci işlevi faiz; bireylerin tasarruflarını para veya tahvil arasındaki tercihi belirlemektedir. Faiz oranı ne kadar yüksekse spekülasyon para talebi o kadar düşük olacaktır. İkinci işlevi ise faizin yatırımı etkileyerek üretimi ve reel sektörü etkilemesidir (Sekmen, 2016: 113).

Likidite Tercih Teorisinde bireylerin beklentileri, piyasanın belirsizliği, para talebini etkilemede önemli rol üstlenmektedir. Keynes göre para işlem, ihtiyat ve spekülasyon olmak üzere üç amaç açıklanmıştır. İşlem güdüsü bireyin hem günlük işlemlerini finanse etmek hem de gelirlerini elde etmek için bir dönem harcama yapmasıdır. Geleceğin belirsiz

olması nedeniyle bireyin nakit para tutması zorunlu bir tedbir olarak öne sürülmesi ihtiyati güdüdür. Bireylerin ihtiyaçlarını karşılamak ve öngörülmeven durumlar için nakit para tutmak isteği doğrudan gelir ile bağlıdır. Gelir arttığında para talebi de artacaktır. Speküstasyon güdüsü ise Keynes'in literatüre yapmış olduğu katkıdır. Speküstasyon güdüsünde bireyler piyasa hareketlerinden yararlanarak ellerindeki menkul varlıklardan faiz kazancı elde etmek istemektedirler (Nadler, 1983: 16-20; Ogiriki ve Andabai, 2014: 145).

Likidite tercih teorisine göre para arzı dışsal bir unsur olarak ele alınmış ve para miktarını para politikası kapsamında Merkez Bankası kontrol etmiştir. Keynes para arzını tahvil ile ayarlar. Para arzı ile faiz oranın yönetilmesi talebi ters yönde etkiler. Keynes'e göre para tutmak beklenti ve likidite değiştirmektedir. Beklentilerin değişmesi güdüleri değiştirir. Para arzındaki artış beklentisi faiz oranındaki bir düşüş beklentisine neden olmaktadır. Keynes'in eksikliği likidite tercihi ile endojen para uyumluluğunun olmamasıdır. Likidite tercih teorisinde, endüstri sektöründe para mal değişimde dolaşım aracı iken finans sektöründe değer saklama aracıdır. Böylelikle para hem servet biriktirme hem de ikame nedeniyle uzun ve kısa dönemde önemli etkilere sahiptir. Dolayısıyla Keynes bu teori ile paranın dolaşım özelliği yanında değer saklama özelliğini de vurgu yapmaktadır (Tilly, 2006: 660-663).



Kaynak: Agarwal Vanita (2010). Macroeconomics Theory And Policy

Şekil 1.2. Keynes Faiz Teorisinde Faizin Belirlenmesi

Şekil 1.2’de MS para arzını, MD ise para talebini ifade etmektedir. MS ve MD eğrilerin kesiştiği nokta denge faiz oranı oluşmaktadır. Bu noktada para miktarı ve para arzı eşittir. MS eğrisi dikey olarak çizilmiştir. Bu durum para arzının dışsal ve Merkez Bankası tarafından belirlendiğini göstermektedir. Diğer yandan bireylerin ne kadar para tutacağına dair vereceği kararda faizi dikkate aldıklarından para talebi eğrisi negatiftir. Keynes para talebi kavramı yerine likidite tercihi kavramını kullanmıştır.

Para talebi eğrisinin negatif olması birçok nedene bağlıdır. Keynes bireylerin kabul etmiş olduğu nominal faiz olduğunu belirtmektedir. Faiz oranları düştüğünde bireyler ileride faiz oranının normal seviyeye geleceğini düşünmektedirler. Bireylerin tahvil tutma durumunda faiz oranındaki artış sermaye kaybına neden olacaktır. Burada bireyler sermaye kaybetmemesi için az tahvil çok para tutmak isteyeceklerdir. Bireylerin bu davranışı spekülasyon taleptir. Yüksek faiz oranına karşılık düşük para talebinin bir diğer nedeni de para tutmada fırsat maliyetinin artmış olmasıdır (Sekmen, 2016: 104).

Şekil 1.2 ‘de $0-m_{s1}$ arası işlem ve ihtiyat güdülerine ait para talebini belirtirken $m_{s1} - m_{s4}$ arası ise spekülasyon güdüsüne ait para talebini göstermektedir. Burada işlem ve ihtiyat amaçlı para talebi faiz oranına duyarlı değilken spekülasyon amaçlı para talebi faiz oranına duyarlı olduğu görülmektedir. Para talebinde bir değişiklik yokken, para arzındaki artış para arzı eğrisini paralele olarak sağa kaydıracak, faiz oranını düşürecektir. Para arzındaki azalış ise para arzı eğrişi sola kaydırarak faiz oranını yükseltecektir. Yukarıdaki

grafiğe göre yalnız para arzındaki artışlar m_{s3} eğrisinden sonra faiz oranı üzerinde etkisini göstermeyecek ve spekülasyon amaçlı para elde tutulacaktır. Burada para talebi eğrisini yatay eksene paralel olduğu aralıkta para talebinin faiz esnekliği sonsuzdur. Bu noktadan sonra para arzındaki artışlar bireylerin eline geçecek ek para atılacaktır. Keynes'e göre faiz oranı yaklaşık olarak %2'nin altına düşerse bireyler faizlerin daha fazla düşeceğine inanmamakta ve faiz oranının yükselmesini beklemektedirler (Öçal, 1990: 446). Bu duruma Keynes (1936) likidite tuzağı olarak ifade etmiştir. (Paya, 2013:164). "Likidite tuzağı durumunda para miktarı ne kadar artırılırsa artırılın faiz oranında ilave bir düşme meydana gelmemektedir. Bu durumda para politikası etkin olamayacağından Keynes para politikası yerine maliye politikasının önemine vurgu yapmaktadır." (Demirgil, 2017: 99). Likidite tuzağının nedenleri gelecekte faiz oranlarındaki düşme beklentisi, tahvil ve faiz oranları arasında ters ilişki olması nedeniyle gelecekte faiz oranındaki artışın tahvil fiyatlarını düşürme olasılığı veya aksine tahvil fiyatlarındaki artış beklentisidir (Pal, 2018: 9).

Likidite tercih teorisinde gelir artışı nedeniyle para talebi eğrisi sağa kaymaktadır. Paraya ihtiyaç duyan bireyler bir meblağ karşılığında gelir elde ederler. Yani Merkez Bankası para arzının gerçekleştirmezse bireyler ellerindeki tahvili satarlar. Bundan dolayı tahvil fiyatları düşer ve faiz oranları artar. Faiz oranının yükselmesi, piyasadaki paranın az olmasıdır. Bu durumda para talebinin artması atıl olarak tutulan paranın daha yüksek bir bedel ile vermelerine yol açmıştır. Diğer yandan bireylerin gelir elde etme isteği azalması, para talebinin azaltarak faiz oranının düşmesine neden olmaktadır (Sekmen, 2016:111).

Likidite tercih teorisi bazı eksikliklerden dolayı eleştirilmiştir. Bu eleştiriler kısaca şu şekilde özetlenebilir (Demirgil; 2017: 102-103):

- Keynes teorisinde faiz oranını belirlerken üretim kesimini dikkate almamıştır. Bu yüzden faiz sadece parasal unsurlardan oluşmaktadır. Ancak faiz, yatırım kararları için önemlidir ve üretim kesiminde faiz etkili bir faktördür. Likidite tercih teorisinde faiz oranının nedeni ve nasıl oluştuğu belirtilmemiş oluşu teoriyi eleştiriye maruz bırakmıştır. Faiz, yatırım yapmayı ve likidite tutmayı belirleyen bir öge olarak ele alınmış, faizin nasıl oluştuğu üzerine durulmamış ve faizi diğer makro değişkenlerle ilişkilendirerek incelenmiştir. Bu durum faizin oluşumunu açıklamak için yeterli değildir.
- Likidite tercih teorisi kısa vadeli faizi açıklamasında eksik kalması yönüyle eleştirilmiştir. Bu teoriye göre faiz, para arzı ve talebine göre belirlenmekte, ancak

kısa vadeli faiz oranı, ödünç alınan-verilen fonların arz ile talep tarafından belirlenmektedir. Çünkü kredi, akımı iken belirtirken para arzı stoğu ifade etmektedir.

- Keynes, bankaların kredi kullanımını arttırması veya azaltması üzerinde durmamıştır. Spekülasyon faaliyetleri üzerine gereğinden fazla duruşuyla teori eleştirilmiştir.
- Keynes faizi likiditeden vazgeçmenin ödülü olarak tanımlamış, faizi servetin para olarak tutulması olarak ifade etmiş, yatırım-tasarrufu düzenleyen bir faktör olarak görmemiş ve faizin sermayenin marjinal verimliliğinden bağımsız olmaması açısından eleştirilmiştir. Son olarak da teori spekülasyon güdüsü ve faiz arasındaki ilişkilere dikkat çekerken faizin para arzı ve tasarrufları etkileyebileceğini göz ardı etmiştir.

1.1.2.3. Neoklasik Faiz Teorisi

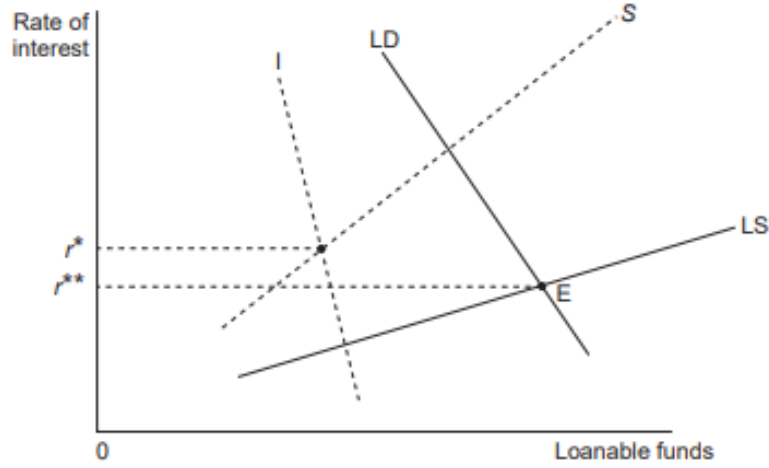
Neoklasik faiz teorisi, Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi ve Modern Miktar Teorisi olarak ele alınmıştır.

1.1.2.3.1. Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

Ödünç verilebilir fonlar teorisi, Klasik Faiz Teorisi'nin Knut Wicksell tarafından geliştirilmiştir halidir ve Klasik Faiz Teorisi'nden farklı olarak parasal ve doğal faiz oranlarını tanımlanmıştır. Teoriye göre faiz oranı, ödünç verilebilir fon arzı ve ödünç verilebilir fon talebi tarafından belirlenir ve ödünç alınan fonların fiyatıdır. Ödünç verilebilir fonlar arzı; cari dönem tasarrufları ve bir önceki dönem kullanılmayan tasarruflar, firmaların tasarrufları, tasarruf edilmiş olmasına rağmen ödünç verilmeden saklanan para (gömülü para), banka kredilerinden oluşmaktadır. Ödünç verilebilir fonlar talebi ise firmaların yatırım talebi, tüketicilerin borçlanma talebidir (Güven, 1995: 17-18).

Wicksell'e göre piyasa ve doğal faiz oranı olmak üzere iki faiz oranı vardır. Doğal faiz oranı, verimlilik, tasarruf gibi reel unsurlara bağlıdır ve sermayeden elde edilen kar oranıdır. Piyasa faiz oranı ise bankaların borçlanma için kullanmış olduğu faiz olarak tanımlanmaktadır. Doğal faiz oranı ile piyasa faiz oranı eşit olması parasal dengeyi göstermektedir. Bu oranlar arasındaki dengenin bozulması Wicksell'in kümülatif süreci, fiyatlarda değişikliğe neden olmaktadır. Doğal faiz oranı, piyasa faiz oranından büyükse

yatırımları teşvik eder, girişimcilerin kar etmesine katkı sağlamaktadır. Fakat yatırım ve üretimi arttırarak enflasyona yol açmaktadır. Bankaların kredi arzı devam ettiği sürece bu durum devam edecektir. Doğal faiz oranı, piyasa faiz oranından düşükse yatırımlar ve karlar azalır, kredi arzı azalır, talepte düşüş meydana gelir ve deflasyona neden olur (Durgut ve Öztürk, 2011:121-122; König ve Chervyakov, 2017:1). Ödünç verilebilir fonlar teorisi aşağıdaki grafikte açıklanmıştır.



Kaynak: Agarwal, Vanita (2010). Macroeconomics Theory And Policy

Şekil 1.3. Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

Şekil 1.3’de I tasarruf talebi (yatırım), S tasarruf, LD ödünç verilebilir fon talebi ve LS ödünç verilebilir fon arzını ifade etmektedir. Klasik Faiz Teorisi’nde yatırım ve tasarruf faiz oranını belirlerken Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi’nde ise fon arz eğrisi ve fon talep eğrisinin kesişmesiyle denge faiz oranı oluşmaktadır. Ödünç verilebilir fon arzı eğrisi pozitif eğilimlidir. Çünkü faiz oranı arttığında tasarrufçuların borç verme eğilimi artacaktır. Fon arz edenler tasarruf sahipleri olması nedeniyle tasarrufların piyasaya aktarmaları için yüksek faiz ödemesi yapılır. Bir diğer yandan ödünç verilebilir fon talebi eğrisi negatif eğilimlidir. Bunun nedeni ise ekonomik beklentilerle ilgili değişim söz konusu değilken faiz oranındaki düşüş ödünç alınmak istenen fonu arttırmasıdır (Sekmen, 2016: 119). Denge faiz oranını belirlendiği noktada finansal aracılar, en uygun faiz oranı düzeyini belirlemede yardımcı olacaktır. Finansal aracılar ne kadar çok ise denge faiz oranı o kadar düşük düzeyde belirlenecek ve istikrarlı faiz oranı olacaktır. Bu faiz dengesinde ödünç fon almak isteyenler istediği kadar borç alacaklar, ödünç fon arz edenlerde yani borç verenlerde istediği kadar borç verecektir. Dolayısıyla faiz oranı dengesinde borç verenlerde borç alanlarda halinden memnundurlar. Denge faiz oranının üzerinde ya da altındaki faiz oranında, fon arzı fazlası ve fon talep fazlası vardır. Eğer faiz oranı; denge faiz oranının üzerindeyse piyasa tasarruf

akışı gerçekleşir, fon fazlası oluşur, tasarrufluların rekabeti faiz oranının düşmesiyle sonuçlanır. Tam tersi faiz oranı; denge faiz oranının altındaysa fon arzı azalır, talep artar, borç almak isteyenler arasındaki rekabet faiz oranını yükselmesine neden olur (Telek, 2018; 21-22).

Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi'ne göre yatırım karlılığındaki artış beklentisi, enflasyon beklentisi, kamu harcamalarındaki artışlar, firmaların finansman imkanlarının azalmasıyla ödünç verilebilir fon talep eğrisi sağa kaymakta, denge faiz oranını arttırmaktadır. Ters bir durumda ise fon talep eğrisi sola kayacaktır. Diğer yandan fon talep eğrisi sabitken fon arzının artması fon arz eğrisini sağa kaydırır ve denge faiz oranını düşmesine neden olur. Piyasadaki fon miktarının azalması fon arz eğrisini sola kaydırır ve yüksek faize yol açar.

Ödünç verilebilir fonlar teorisi bazı eksikliklerden dolayı eleştirilmiştir. Bu eleştiriler kısaca şu şekilde özetlenebilir (Demirgil; 2017: 88-89):

- Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisinde, faiz oranı belirlenirken reel unsurlar yeterince ele alınmamış, parasal faktörler ve bankaların önemine dikkat çekilmiştir. Ancak devletin rolüne önem verilmemiştir.
- Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisinde enflasyon ve deflasyon süreçlerinin nedenleri ve çözümleri klasik görüşte aranmıştır. Ekonomi dengeden uzaklaştığında reel faiz kuramı kabul edilmemektedir. Doğal faiz oranı parasal unsurlardan etkilenmediğinden reel analiz kapsamında kalmıştır.

1.1.2.3.2. Modern Miktar Teorisi

Milton Friedman “ Paranın Miktar Teorisi: Yeniden İfade ” adlı makalesinde para talebi teorisini yeniden şekillendirmiştir. Temeli Irving Fisher Miktar Teorisine atıfta bulunan Modern Faiz Teorisi, Keynes Faiz Teorisine yakındır. Bu teoride diğer teoriler gibi para tutmaya sevk eden unsurlar üzerine durulmuştur. M. Friedman faiz oranlarının yorumlanmasını güç olduğunu belirtmiş, daha çok para miktarına odaklanarak talebi etkileyen unsurların, para talebi üzerine de etkisi olabileceğini ifade etmiştir. Çünkü Modern Miktar Teorisi'ne göre paranın bir mali varlık olarak görülmesi ve paranın değişimlerde kabul edilmesinden dolayı para tutmak yararlıdır. Fakat ekonomide paranın yanında başka

mali varlıklarda olması para talebini etkileyecektir. Bu yüzden Friedman teorisine portföy modeli olarak da ele alınabilir. (Durmuşoğlu, 2014: 10-11; Günal, 2019; 495-496).

Modern Miktar Teorisi'nde para tutma, faiz ödemesi ve mevduatlara yönelik banka hizmetlerinden dolayı pozitif bir getiriye sahiptir. Paraya alternatif varlıkların beklenen getirilerindeki artış, paranın nispi getirisinde azalma anlamına gelmesi nedeniyle banka sisteminden mevduat kaçıışı ile sonuçlanacaktır. Faiz üzerinde herhangi bir kısıtlama yoksa bankalar mevduatları çekebilmek için faizi yükselteceklerdir. Bu yüzden alternatif varlıkların nisbi getirisinde bir değişiklik meydana gelmeyecek ve para talebi de değişmeyecektir. Dolayısıyla faiz para talebi üzerinde çok az bir etkiye sahiptir (Durmuşoğlu, 2014: 13).

M. Friedman'a göre bireyler parayı elde tutmak istemektedirler. Bu bağlamda elde tutulmak istenen para miktarını etkileyen unsurlar şu şekilde sıralanabilir; bireyin serveti, paranın beklenen getirisi, tahvil - hisse senedinin beklenen getirileri ve beklenen enflasyondur. Bu faktörler para talebi fonksiyonunu oluşturmaktadır (Agarwal, 2010:201; Yıldırım vd. 2014:647). Bu teoriye göre önemli olan paranın satın alma gücüdür ve bu nedenle nominal para talebi değil reel para talebi vurgulanmaktadır (Günal, 2019; 95).

M. Friedman'a göre para talebi sürekli gelir (servet) ile pozitif ilişkilidir. Sürekli gelir, gelecekteki gelirin bugünkü değeri olarak tanımlanabilir. Teoride sürekli gelirin kullanılması kısa dönemde az dalgalanma yaşanmasından ötürü para talebi konjonktürel dalgalanmalardan fazla etkilenmeyecektir. Paranın beklenen getirisi para talebi ile negatif ilişkilidir. Tahvil faizi yükseldikçe bankalar mevduat faizlerini arttıracaktır (Aydın, 2016: 13).

Para talebini etkileyen bir diğer unsur tahvil ve hisse senetlerinden beklenen getiridir. Tahvil ve hisse senedinin beklenen getirisi paranın beklenen getirisinden daha fazla olması, daha fazla tahvil ve hisse senedi tutulmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla tahvil ve hisse senedinin beklenen getirileriyle para talebi arasında negatif yönlü bir ilişki söz konusudur. Bu bağlamda varlıklardaki beklenen getiri arttığında para olan talep azalacaktır (Yıldırım, vd., 2014:648-650). Aynı zamanda maldan beklenen getiriler de para miktarını belirleyen başka bir unsurdur. Friedman para ile malın ikame edilebilir unsurlar olduğunu belirtmektedir. Bu nedenle teoride mallardan beklenen getiriye dahil edilmiştir. Malların elde tutulmasında beklenen getiri enflasyon ile ilişkilidir. Enflasyon beklentisi

arttıkça bireyler ellerinde daha az para, daha çok mal tutacaklardır. Buna göre mal tutmanın nisbi getirisi para talebi ile negatif ilişkilidir (Aydın, 2016:14).

Modern miktar teorisine göre para arzı Merkez Bankası tarafından belirlenmektedir. M. Friedman'a göre para arzındaki artış faiz oranını yükselmekte, para arzındaki azalışı ise faiz oranını düşürmektedir. Faiz oranının düşmesi tüketim ve yatırım harcamalarının arttırarak nisbi olarak fiyatların yükselmesine neden olacaktır. Bireyler böyle bir durumda işlem güdüsü ile daha fazla para talebinde bulunacak ve dolayısıyla faiz oranları yükselecektir. Bireylerin yüksek fiyat beklentisiyle para arzı artışları sonucu faiz oranları yükselecektir. "Ancak bu konuda çeşitli kuramsal eleştiriler yapılmaktadır. Bunlardan biri olan Mundell veya Servet etkisine göre, enflasyon beklentileri arttığında, reel para talebi azalmakta, bireylerin serveti içinde parasal balans miktarları düşmektedir. Servetlerinde azalma ortaya çıkan bireyler servetlerini korumak için daha az tüketip daha fazla tasarruf yapmayı tercih etmeleri fon arzını arttıracığından reel faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Diğer bir eleştiri olan Tobin veya İkame etkisine göre, enflasyon oranları arttığında para tutmanın alternatif maliyeti artacağından bireyler servetlerinin para olarak tutulan kısmını azaltıp tahvil taleplerini arttıracaklardır. Bu durum toplam tasarrufları arttırdığından reel faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Görüleceği üzere hem Mundell hem de Tobin analizlerinde aynı sonuç ortaya çıkmaktadır." (Demirgil; 2017:121).

1.2. Ekonomik Büyüme Kavramı ve Teorileri

İktisat bilimi tarihinde ekonomik büyüme ile birçok tanım yapılmıştır. Ekonomik büyüme en genel anlamıyla ülkedeki mal ve hizmet üretimindeki artıştır. Bir diğer ifadeyle sermaye, emek, doğal kaynaklar, işgücü gibi ekonomik değerlerin bir yıldaki toplam arzı, diğer yıl arzındaki artışların veya üretimde kullanılan faktörlerin birim başına düşen gelirdeki artışın milli gelirden yaptığı yükselme ekonomik büyümedir (Tek, 2003). Ekonomik büyüme; ülke ekonomisindeki belirli bir dönemde üretim hacmindeki dönemler itibariyle meydana gelen artışlar olarak da tanımlanabilir (Turan, 2008: 11). Ekonomik büyüme, gelişmiş ve az gelişmiş ülkelerin temel ve ortak hedefidir. Çünkü bu ülkelerde insanlar maddi ihtiyaçlarını en üst düzeyde karşılayarak kaliteli mal tüketmektedir. Tüketilen bu mallardan devlet; vergi geliri sağlar ve böylelikle devlet kamu hizmetini daha etkin biçimde yürütür, işsizlik ve yoksullukla daha rahat mücadele edebilir.

Ekonomik büyümede ilk olarak, GSYH'de ki kişi başına gelirin yüzdesi hesaplanmaktadır. Üretilen mallarda enflasyonun etkisi analiz edildikten sonra büyümenin nominal veya reel olduğuna bakılmaktadır. Örneğin; Çalışılan bir fabrika veya işyerini ülke olarak varsayalım. Fabrikada, un, tuz ve şeker üretilsin. Bir yılda üretilen malların fiyatlarının, satılan fiyatlarıyla çarpılmasıyla elde edilen rakam GSYH'dir. Ülke ekonomisinde, 2019 yılında 1 milyon TL ciro elde edilmiş ve 2020 yılında 2019 yılına oranla daha yüksek gelir elde edersek ekonomide büyüme, daha düşük gelir elde ederse ekonomide küçülme olur yorumu yapılabilmektedir.

Ekonomik büyüme kavramındaki diğer bir husus da büyüme ve kalkınma kelimelerinin benzer manada değerlendirilmesidir. Bu kelimeler birbirlerini tamamlar yalnız birbirleri yerine kullanılamazlar. Piyasadaki canlanma ve gelir artışı kalkınmayı her zaman sağlamayabilir. Kalkınma kavramı, ülkede yaşanan niceliksel artışın yanında niteliksel değişme yolundaki olgulara dikkat çekmektedir. Büyüme beklentisi olan ülkede kişi başına gelirin artması ülke refah düzeyinin yükselmesini ve verimli sonuçlar almasını hedeflemektedirler (Karakayalı, 2005: 379).

Ekonomik büyüme ve kalkınmayı etkileyen etkenlerin çıkış noktası farklı olup, büyümede içsel faktörler daha çok üretmek yolunda emek ve teçhizatı daha verimli kullanmaya, gelirdeki artışa bağlı kalkınma ise dışsal yani çevresel faktörlerin teknoloji ile daha fazla üretim yapmanın maliyetlere etkisi gelir artışı yanında, ekonomi ile birlikte sosyal ve kurumsal yapının değişmesi de denilebilir. İlerideki konu başlıklarında ve yapılan hesaplamalarda görüleceği üzere ekonomik büyüme ve ekonomik kalkınma kavramlarını daha iyi anlayabilir ve elde edilen verilerin analizinde daha mutlak sonuca varılabilmektedir.

Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) : Ülke vatandaşları aracılığıyla belirli bir dönemde o ülkede diğer ülkelere ait ulusal kaynaklar tarafından üretilen nihai malların piyasa değeridir. Burada dikkat edilmesi gereken husus yalnızca ulusal kaynakların gerçekleştirmiş olduğu üretimdir. GSMH üç unsuru bulunur; nihai mallar, cari üretim, piyasa fiyatlarıdır. Bir ülke tam istihdam durumundayken üretim düzeyi GSMH gösterir. GSMH şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{GSMH} = \text{GSYİH} + \text{Net Faktör Geliri} \quad (1.5)$$

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH): Ülke ekonomisinin genel üretim hacmini gösterir. Belli dönem içinde tüm ekonomide gerçekleşen toplam üretilen mal ve hizmetlerdir. Başka bir deyişle, piyasa ekonomilerinde fiyatlar, bireylerin mal ve hizmetlerinden sağlamış olduğu faydanın ölçüsü konumundadır. GSYH, dış ticareti dikkate almazsak, hane halkı ve hükümet tarafından bir yıl süresince yapılan tüketim harcamaları toplamı(C), zorunlu olarak o ülkede gerçekleşen nihai tüketim malları üretimin toplam değerine eşit olmalıdır. Aynı şekilde, özel kesim ve hükümetin yatırım harcamaları toplamı (I), zorunlu olarak üretilen sermaye mallarının piyasa değerleri toplamı ile aynıdır. Bu durumda GSYH tüketim harcamaları ve yatırım harcamalarının toplamına eşittir (Seyidoğlu, 2011:440). Diğer yöntem ise gelir yöntemidir(G). Gelirde üretim yönünden, çifte vergilemeyi önlemek, üretim faktörlerinin sağladığı katma değeri hesaplamak net sonuca varmak için gereklidir. Sonuç olarak GSYH hesaplamada iki yöntem kullanılır. Bunlar harcama Yöntemi, üretilen mal ve hizmetlerin miktarlarının fiyatlarıyla çarpımının toplamları. Gelir Yöntemi, devletin mal ve hizmetlere dolaylı vergi ve sübvansiyon uygulanmadığı, sermayede aşınma ve yıpranmanın olmadığı varsayıp, üretimde katma değere ve üretim faktörlerine eşit olur. Şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$GSYH=C+I+G+(X-M) \quad (1.6)$$

Milli gelir: Ekonominin belirli bir yılda genel faaliyet hacmini ortaya koyma ve faaliyet hacminin ölçülmesi ülkedeki kişilere ait faktörlerin, ülke içinde veya ülke dışında çalışmaların karşılığında elde ettikleri toplam gelirleridir. Kısaca ülkedeki gelirlerin toplamı denilebilir. Ekonomi istikrar içinde midir yoksa daralma ve genişleme içinde midir? Uygulanmakta olan politikalar etkinliğini gösteriyor mu yoksa değişik politikaların uygulanması gerektiği hakkında bilgi vermektedir (Seyidoğlu, 2011: 450). Milli gelir, ülkedeki harcamalar ile ülkenin makroekonomik hareketliliği ile bilgi vermektedir. Milli Gelir (MG) hesaplaması şöyledir (Seyidoğlu,2011:455):

$$MG=Net Yurtiçi Gelir-Net Dolaylı Vergiler-Net Dış Alem Gelirleri \quad (1.7)$$

Kişisel Gelir: Ülke içerisindeki hane halkının elde ettiği gelirin tümüne denir. Milli gelirden farklıdır, çünkü üretim faktörleri o yılki çalışma karşılığı elde ettikleri kazançlarından dolayı vergileri, kurumlar vergisini, dağıtılmayan temettüleri, sosyal sigorta primleri, zorunlu fon kesintileri, vs. çıkarıldıktan sonra elde kalan gelirdir.

Kişi Başına Düşen Milli Gelir: Kişi başına düşen milli gelir, kişilerin refah durumları hakkında bilgi vermektedir. Ortalama milli geliri göstermektedir. Kişilerin milli gelirden aldığı payı doğru bir şekilde göstermemektedir. Milli gelirin nüfusa bölünmesi ile bulunmaktadır.

1.2.1. Ekonomik Büyüme Teorileri

Literatürde birçok ekonomik büyüme teorileri yer almaktadır ve başlıca ekonomik büyüme teorileri şu şekildedir.

Çizelge 1.1. Başlıca Büyüme Teorileri

Ekonomik Büyüme Teorileri	Dönemler	Büyümenin Nedeni	Büyümenin Özelliği
Merkantalizm	15 Yy.	Tüccarların ekonomik faaliyetleri ve zenginlik, yüksek nüfus	Altın ve gümüş varlığı, aktif ticaret
Fizyokrazi	18 Yy.	Tarım	Tarımda gelişme
Klasik Ekonomik Büyüme Teorisi A. Smith (1776) D. Ricardo (1817) T.R. Malthus (1799)	1776	İş bölümünün artık değer yaratması ve yatırıma dönüştürülmesi	Sınırlı büyüme
Schumpeter Ekonomik Büyüme Teorisi	1911	Yenilikler	Kararsız büyüme, Kararsız denge
Keynes Ekonomik Büyüme Teorisi	1930	Talep ve tüketim yoğun büyüme	Beşeri sermaye ve teknoloji ihmal edilmiştir. Eksik istihdamda ekonomi dengeye gelecektir.
Nekeynesyen Ekonomik Büyüme Teorisi	1950	Tasarruf ve yatırım	Kararsız denge
Solow Ekonomik Büyüme Teorisi	1950-1960	Nüfus ve teknolojik gelişmeler	Teknolojik gelişmenin yokluğu nedeniyle geçici büyüme
İçsel Büyüme Teorileri P. Romer (1986) R. Lucas (1988) R. Barro (1990)	1980-1990	Fiziki sermaye, beşeri sermaye, teknoloji, kamu sermayesi ve mali araçlar	Büyümenin içsel olması, devletin yenilenmesi ve tarihsel gelişimin dikkate alınması

Kaynak: Sharipov. Contemporary Economic Growth Models And Theories: A Literature Review 760; Aksu, 2014: 353. İktisat Ekollerinin İktisadî Büyüme Konusundaki Düşünceleri ve Modellerinin Analizi, 353.

Büyüme teorileri merkantilizm düşünceye kadar dayanmaktadır. Merkantalizme göre ekonomik büyümenin kaynağı tüccarların ekonomik faaliyetleri ve zenginliktir. Erken merkantilizmin temsilcileri, değerli metalleri ve madeni paraları likit malzemeler olarak tercih ederken, daha sonraki merkantilistler ulusun ekonomik gücünü üretilen malların toplam miktarı açısından değerlendirmişler ve bir ticaret fazlasının olumlu etkisi olarak görmüşlerdir. Bu eğilim kısmen üretim ve iç pazarların gelişmesinden kaynaklanmaktadır.

Merkantilistlerin görüşlerine göre, mal üretiminden kar elde etme ve krediye erişim fırsatları servetin çoğalmasına katkıda bulunmaktadır. Yeterli miktarda metalik paranın, özellikle de altın ve gümüş sikkelerin varlığı, krediye erişimi ve ülkedeki kredilerde nispeten düşük faiz oranlarını sağlamıştır. Bu nedenle, erken merkantilistler ülkedeki altın ihracatını kısıtlamışlardır. Böylece dolaşımdaki altın ve gümüş sikkelerin varlığı, ekonomik büyümenin gerekli bir temel ilkesidir ve ayrıca ticaret büyüme için bir ön koşul olarak görülmüştür. Bu yaklaşım, o zamanki tüm sermayenin basit olduğu gerçeğine dayanarak bir model olarak düşünülebilmektedir. Merkantilistler, ülkeye metal para girişi kaynağı olduğu için malların ihracatını desteklemekte ve ülkeye mal ithalatının kısıtlanması gerektiğini savunmaktadırlar. Bu politika, bir ticaret fazlası, yeterli miktarda metal para ve böylece sürdürülebilir ekonomik büyümeyi sağlamak için tasarlanmıştır (Sharıpv, 2015: 760,761).

Ülke servetinin sömürgecilik faaliyetleri ile artması için yüksek nüfusu savunan merkantalizme göre ekonomik büyüme, işçilere ödenen ücretlerin düşük olması, faizlerin düşük olması, ihracattaki artış, para arzındaki artış ile istihdamın artması, sömürgeciliğin desteklenmesi ile gerçekleşmektedir (Aksu, 2014:354).

18. yüzyılın ikinci yarısında, fizyokratlar merkantilistlerin yerini almıştır. Fizyokrasi, ulusların zenginliğinin sadece arazi değerinden kaynaklandığına ve tarım ürünlerinin yüksek bir fiyata sahip olması gerektiğine inanmışlardır.

Fizyokratların en önemli özelliği ulusal zenginlik kaynağı olarak tarımdır ve tarım tek verimli sektördür. Fizyokratlara göre tarım sektörünün gelişimi teknoloji ile desteklenecektir. Bu sayede gelir artacak ve ekonomik büyüme sağlanacaktır. Ekonomik büyümenin kaynağı olarak tarımı göre fizyokratlar sadece tarımı vergilendirmiş sanayi sektörünü vergilendirmemiştir (Aksu, 2014:354-355).

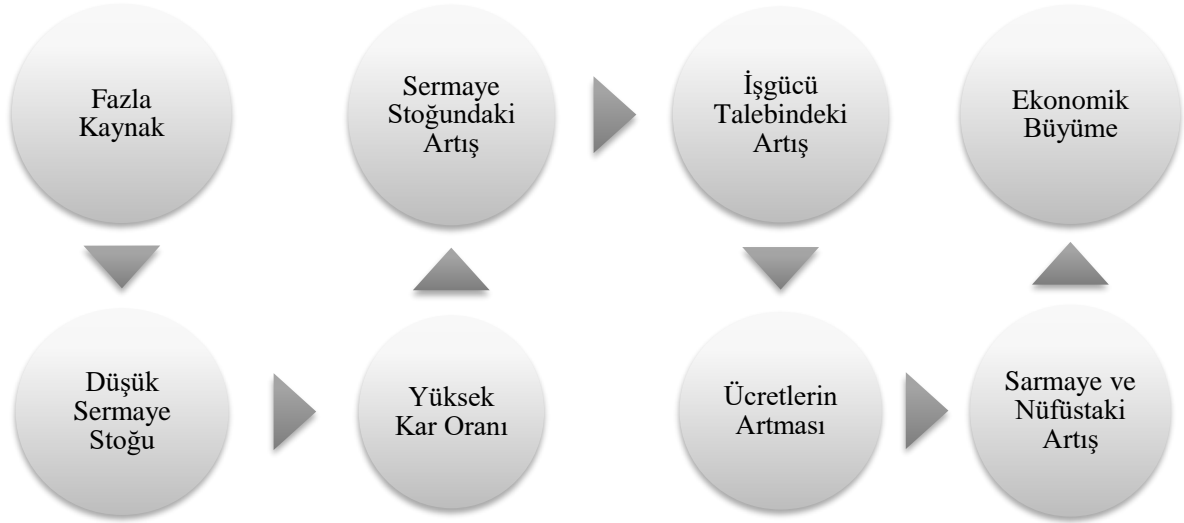
1.2.1.1. Klasik Büyüme Teorileri

1.2.1.1.1. Adam Smith Ekonomik Büyüme Teorisi

Adam Smith, “Ulusların Zenginliği ” adlı eserinde ekonomik büyümeden bahsetmiş, büyümenin ana nedeni olan zenginlik, sermaye ve iş bölümü olduğunu belirtmiştir. Klasik iktisadın hakim olduğu dönemde ekonomik büyüme, milli gelirdeki artış olduğu bilinmemektedir. Klasik iktisatta bireylerin zengin olması ve varlıklarının artması ekonomik büyümeyi ifade etmiştir ve zenginlik, bir ülkedeki toprak ve işgücünün üretim ile mübadele

edildiği değer olarak görüldüğü için A. Smith, milli gelir kavramı yerine milli servet kavramı kullanmıştır (Ekelund ve Hebert 2004: 147).

Adam Smith'e göre üretim, sermaye birikimi ve emek verimliliğine bağlıdır. Bu bağlamda zenginliği açıklayan teknolojinin gelişmesi de emek verimliliğinin artmasıyla sonuçlanarak ekonomide refah artışı meydana gelecektir. Teoride emek, sermayeyi üretip sermaye birikimi arttıracaktır. Sermaye birikiminin artması daha fazla işgücü ve iş bölümü sağlayacaktır (Lanza, 2012: 18). Adam Smith'e göre ekonomik büyüme adımları şu şekildedir (Berber, 2006: 58,59):



Kaynak: (Berber, 2006: 58,59)

Şekil 1.4. Adam Smith Ekonomik Büyüme Adımları

Adam Smith büyüme teorisi, fazla doğal kaynak ve sermaye stoğu varsayımına göre doğal kaynağın yüksek, sermaye stoğunun düşük olması karın yükselmesine neden olmaktadır. Ayrıca yatırımın artması karı da arttıracaktır. Böylece sermaye stoğundaki artışlar, hem işgücündeki talebi hem de ücretleri arttıracaktır. Buna bağlı olarak nüfus ve sermayenin artması ülkede optimum büyümeyi gerçekleştirecektir. A. Smith, nüfus artışının zaman içinde içsel olduğunu ileri sürmüştür, nüfusun alacağı değeri matematiksel ilişkiler tarafından belirlendiğini ifade etmiştir. Adam Smith, büyümenin kümülatif şekilde gerçekleşeceğini belirtmiş ve sermayedeki azalan verim yasaının geçerli olması nedeniyle

ekonomide maksimum büyüme yakalandıktan sonra sermaye ve karın azalacağını; işçi ücretlerinin de düşeceğini, bu yüzden ekonominin durağanlaşacağını ifade etmiştir.

Adam Smith'e göre iş bölümünün verimlilik üzerine üç etkisi vardır. İşçinin sadece kendi işiyle uğraşması sonucu uzmanlaşma, uzmanlaşma sayesinde yeteneklerin artması ve iş değişimi ile birlikte zamandan tasarruf etmektir. Aynı zamanda uzmanlaşma ile birlikte yeni makine üretimi gerçekleşerek verimliliğin artacağını belirtmiştir (Lavezzi, 2003:83, Lanza. 2012: 19).

İş bölümünün sadece firma içi değil, aynı zamanda firma ve sektörler arasında ortaya çıkması teknolojik gelişme nedeniyle ortaya çıktığından bahseden Adam Smith, iş bölümü ve emek verimliliği daha fazla iş bölümüne neden olarak, işlerin kolaylığı ile birlikte hem yeni makine hem de ham madde temini ihtiyacı artarak sermaye birikimi ve tasarruf ekonomik büyümenin kilit noktası olduğunu belirtmiştir (Tanyeri, 1984, 54). Aynı zamanda iş bölümü uluslararası düzeyde fayda sağlamaktadır. Ulusların Zenginliği eserinde dış ticaretin ekonomik büyüme üzerinde katkısına değinerek Mutlak Üstünler Teorisi ile ifade etmeye çalışmıştır. Buna göre iş bölümü-uzmanlaşma ile birlikte ülkenin maliyeti az olan maldan daha çok üretim ihraç ederek, maliyeti fazla olan malı ithal ederek üstünlük sağlaması dış ticaretten elde ettiği kazanç sayesinde ülke zenginliğine katkı yapmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 17-18, Ertürk, 2001: 17).

Adam Smith'e göre büyümeyi başlatan iş bölümü iken sürdüren ise sermaye birikimidir. Sermaye birikiminin temelinde kar ve tasarruf vardır ve tasarrufların verimli kullanılması büyümeyi olumlu etkileyeceğini belirterek tasarrufları oluşturan tutumların olduğunu ifade etmiştir. Tasarrufun kullanımı veya kullandırılması sonucu üretim artışı gerçekleştirerek büyümeye katkı sağlamaktadır. Adam Smith'e göre sermaye; tutumluluğa, emek artışı ise işçilerin geçimleri için ayrılan fonların büyüklüğüne bağlıdır. Kişilerin savurganlığı geçicidir ve savurganlıkları diğer kişilerin tutumluluğu ile karşılanabilir. Oysaki kamu kesiminde gelirlerin büyük kısmı üretken olmayan kişilerin geçimi için harcanır. Bu yönden ülkelerin kişilerin savurganlıkları değil, kamu israfı ve kötü yönetim olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla devletin iktisadi büyüme açısından en önemli rolü, kamudaki israfın azaltılması ve iyi yönetim olmaktadır (Bulut, 2009: 18).

Adam Smith'in ekonomik büyüme teorisinin en önemli özelliği büyümenin ilk defa incelenmesidir. Bu yüzden bu teoride birçok eksiklik vardır. Ekonomik büyümeyi

açıklamak için işgücü ve işbölümü yetersiz kalmaktadır. Az gelişmiş ülkelerin büyüme unsurlarını açıklamakta da yetersiz kalmış ve gelişmiş ülkelerin büyüme nedenlerini ifade edememiştir. Klasik iktisada göre hükümet adalet, savunma gibi belirli alanlara müdahale etmelidir. Ancak hükümet birçok alana müdahale etmektedir. Aynı zamanda ekonomide tam istihdama ve tam rekabet piyasasına dayalı bir yapı yoktur (Aksu, 2014: 357).

1.2.1.1.2. Thomas Robert Malthus Ekonomik Büyüme Teorisi

Thomas Malthus, ekonomik büyümeyi nüfusu ele alarak açıklamaya çalışmıştır. Teoriye göre yaşam standartlarının yüksek olması nüfusun artmasına dolayısıyla üretim artışına neden olarak büyüme üzerine olumlu katkısı olacaktır. Ancak kaynakların bilinçsizce ve aşırı kullanımı, tüketimi, üretimi negatif yönde etkileyerek ekonomik büyümeyi daraltacaktır. Bu yüzden T. Malthus, nüfustaki artışı, azalan verimler yasasının işlediğini ve kişi başı üretimin düştüğünü belirterek ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceğini ifade etmiştir (Telatar, Terzi 2010: 199).

Thomas Malthus (1798) kaleme aldığı “Nüfusun Prensipleri Üzerine Bir Deneme” adlı kitabında nüfusun ekonomi üzerine etkilerine değinerek nüfus artışının büyümeyi dışsal olarak etkilediğini belirtmiştir. Nüfus artışı, gıda maddelerinden fazla olması, bir kişiye düşecek gıda maddesinin azalması ile sonuçlanır. Bu durum uzun dönemde nüfus ile gıda maddeleri arasındaki dengesinin bozulmasına yol açacaktır. Malthus’un büyüme teorisi, emeğin getirisinin azalması ve nüfus artışı ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemesi olmak üzere iki varsayım üzerine kurulmuştur. Nüfusun artması birçok sorunun ortaya çıkacak ve dünyayı felaketin eşiğine getirecektir. Artan nüfus üretimde azalan verimler yasasının geçerli olması nedeniyle kişi başı üretim azalacaktır. Çünkü nüfus artışı geometrik olarak ölçülürken gıda, üretimi aritmetik olarak ölçülmektedir. Böylece nüfus arttıkça kişi başı düşen gıda azalacaktır. Aynı zamanda bu durum kişi başına düşen gelirin azalmasına neden olarak ekonomide büyümeyi düşürecektir. Yüksek nüfusun büyümeyi azaltacağı varsayımını yapan T. Malthus doğum oranlarının yüksek olduğu ülkelerde doğumların kontrol altına alınması gerektiğini ileri sürmektedir. (Alkin,1992: 27; Arslan, 2007: 10; Polat, 2018: 208-209).

Nüfus. 1700’lü yıllarda önemi bir konu haline gelmiştir. T. Malthus’un görüşünü savunanlara göre tarım ve sanayi devrimi neticesinde nüfus, artan bir iş gücünün meydana getirmiştir. T. Malthus, ABD ile ilgi yaptığı çalışmasında nüfusun geometrik oranla her

yirmi beş yılda bir ikiye katlandığını belirtmiştir. Öte yandan gıda artışı aritmetik olarak gerçekleşmiştir. “Malthus’a göre gıda arzıyla belirlenen nüfus, emek talebi ve gıda arzından daha hızlı büyüdüğü için nüfus artışı yoksulluğu getirecektir. Bu yüzden Malthus, nüfus artışının gıda stoğuna uygun olarak durdurulması gerektiğini savunmuştur.” (Güneş 2009: 134).

T. Malthus, üretimin toprak ve emek ile gerçekleşeceğini savunmaktadır ve toprak arzını sabit kabul etmektedir. Üretim, işgücünün artması tarımda üretimin artmasına yol açsa da toprağın sabit olması, tarım sektöründe azalan verim yasası geçerli olduğunu göstermektedir. Teknolojinin gelişmesi (üretimde makineleşme) ile üretimin artması, mal fiyatlarının düşmesi buna bağlı olarak sermayenin ve gelirin artmasını, kısa dönemde yaşam standardını olumlu yönde etkilemesi ekonomik büyümeye neden olacaktır (Gylfason, 1999: 23; Van Den Berg, 2001:95; Telatar ve Terzi, 2010:199).

“Modele dinamiklik kazandıran özellik, nüfus-ücret ilişkisinde, ücretler artınca nüfusunda artacağı varsayımdır. Ancak günümüzde, Thomas Malthus’un teorisini geçersiz kılan gelişmelerin ortaya çıkması; yaşam seviyesinin ve kişisel gelirin yükselmesi, eğitim oranı artışı, sağlık hizmetlerinin gelişmesi ve genişlemesi, hijyenik bir toplum oluşturma bilinci vb. sosyal gelişmelerin meydana gelmesi, ölüm oranlarının düşmesine, çocuk ölümlerinin azalmasına ve buna bağlı olarak ülkelerde teoride ortaya konan aşırı ve geometrik nüfus artışının ortaya çıkmamasına neden olmuştur. Bu açıdan ortaya konan teorik yaklaşım hem mantıksal, hem de ampirik olarak geçersizdir. Malthus’un kurduğu nüfus teorisinin hem o dönemdeki toplumlarda (Osmanlı İmparatorluğu’nda, Amerikan Yerlilerinde ve Pasifik Ada Topluluklarındaki incelemelerde), hem de günümüz toplumlarında bir evrensel geçerliliğinin olmadığı saptanmıştır. Ayrıca, “ücretlerin tunç yasasında, ücretlerin sadece arz yanlı olarak belirlendiğini açıklaması gerçeklerle uyumsuzdur. Teknolojik ilerlemenin fert başına hasıla düzeyini etkileyeceğini belirtmiş olması da bir başka eleştirilecek durumdur. Günümüzde ücretler, iktisadi büyüme sürecinde ve sanayi yapılanmasının değişmesiyle hem arz, hem de talep tarafından birlikte belirlenmektedir.”(Aksu 2014: 8).

1.2.1.1.3. David Ricarda Ekonomik Büyüme Teorisi

David Ricardo, A. Smith’in ekonomik büyüme modeline tarımda azalan verimleri yasasını ekleyerek kendi modelini geliştirmiş, 1987’de yayınlamış olduğu “Politik İktisadın

ve Vergilendirmenin Prensibi” adlı eserinde bu modele yer vermiş, eserinde değer kavramına değinmiş ve değeri, piyasada alınıp satılan bir meta olarak tanımlamıştır. D. Ricardo’ya göre bir malın değerini yine o malın üretimindeki emek yoğunluğu belirlemektedir. Bu yüzden teori literatüre “ Emek Değer Teorisi “olarak geçmiş ve Karl Marks’ın Artı Değer Teorisinin temelini oluşturmuştur (Bilen; 2010: 10).

D. Ricardo’nun ekonomik büyüme teorisi milli gelirin; işçi, toprak sahiplerinin ve sermayedarların paylarını belirleyen bir dağılım teorisidir. D. Ricardo, gelir dağılımı teorisini bu üç faktör üzerinde birleştirerek ücret, rant ve kar kavramlarına değinmiş bunların büyümeye etkisi açıklamıştır. D. Ricardo büyüme teorisi, kar, sermaye birikimi, tarımda azalan verimler arasındaki ilişkiye dikkat çekmiştir. Bu nedenle teori hem sermaye birikimi için önemli olmuş hem de gelir dağılımı teorisi olarak karakterize edilmiştir (Atılğan ve Köksal, 2010: 373,374).

D. Ricardo, üretim faktörlerinin uzun dönemde milli gelirdeki payları dikkate alındığında ekonomide büyüme ve durgunluk olarak iki süreç oluşacaktır. Ekonomik büyüme aşamasında kar yüksek olduğunda sermaye birikimi ve tasarruf da yüksek olacaktır. Sermaye birikiminin yüksek olması üretimi teşvik edecek, daha fazla üretme isteği işgücü için talebi arttıracaktır. Böylece reel ücretler, kısa dönemde asgari geçim düzeyinin üzerine çıkacaktır ve nüfus artışı yaşanacaktır. Yani nüfustaki artış tarım ürünlerine olan talebi arttıracak, üretimi teşvik edecektir. Dolayısıyla ekonomi büyüme devam edecektir (Bilen; 2010: 10).

Ücretlerdeki artış sonucu nüfusun artması, gıdaya olan ihtiyacı arttıracaktır. Bu ihtiyacı karşılamak için üretimin arttırılması gerekmektedir. Ülkede verimli toprakların sınırlı olması nedeniyle verimsiz topraklar üretime açılacak ve verimsiz topraklardaki üretimin gittikçe artmasıyla ürün fiyatını artacak, üretim maliyetlerini yükseltecek, toprak sahibine ödenen rantı arttıracaktır. Sermaye ve emekte azalan verimler kanunu işlediğinden gereğinden fazla elde edilen karlar normal düzeye inecektir. Karlardaki azalış yatırımın azalmasına neden olacak ve ekonomi durgunluğa girecektir. Öte yandan nüfus artışı uzun dönemde asgari geçimlik ücret düzeyine inmesine yol açacaktır. Burada yenileme yatırımları yapılacak, ücret asgari geçimlik ücret düzeyi ile aynı kalacak ve nüfus azalacaktır, ekonomik büyüme olumsuz etkilenecektir (Berber, 2006: 60;63).

Sermaye birikimini büyümenin yapı taşı olarak gören D. Ricardo, sermayedarların üretimi arttırmaları, sermaye stoğunun artmasını sağlayarak büyüme için itici bir unsur oluşturmaktadır. Sermayedarlar karı, yatırım aracılığıyla sermaye stoğuna dönüştürmesi ve sürekli kar elde etme istekleri ekonomik büyümeyi önemli ölçüde etkilemektedir (Tanyeri, 2000: 14). D. Ricardo, teknolojik gelişmeyi makine kullanımı ile ilişkilendirmiştir. Teoride makineleşmenin hızlanması emeğe olan ihtiyacın düşmesi ile birlikte ücretlerde de azalma yaşanacaktır. Üreticiler için teknolojik verimlilik sonucunda kar ve sermaye artışı ile kısa dönem için büyümeyi arttıracak ancak uzun dönemde sadece rantı etkileyerek büyümeyi düşürecektir (Atılğan ve Köksal, 2010: 378).

D. Ricardo'ya göre teknolojik gelişme işgücüne olumsuz etkisi vardır. Ancak bilim ve teknolojinin yeni gelişmiş ülkelerin hızlı ekonomik gelişimi üzerindeki etkisini açıklayamamıştır. Ekonominin durağan olması mümkün değildir, çünkü ülke ekonomileri durağan duruma ulaşması pek mümkün değildir. D. Ricardo teorisi öncelikle azalan getiri yasasına dayanmaktadır, "... büyüyen bir ekonomide faktör paylarının trendini ve sürece dayalı bir büyüme modeli kurabilmek açısından yetersizdir." (Aksu, 2014: 9). Bu teoriye göre ekonomi tam istihdamda ve tam rekabet koşulları görüşü kabul edilmektedir. Gerçekte hiçbir ekonomi tam rekabette tam istihdamda değildir. Faiz oranını ihmal eder ve faiz oranını bağımsız bir sermaye ödülü olarak görmez, ancak karlara dahil eder. Kapitalist ve girişimci arasında ayrım yapmaz. <http://egyankosh.ac.in/bitstream/123456789/23034/1/Unit-16.pdf>.

1.2.1.2. Schumpeter Ekonomik Büyüme Teorisi

İnovasyonun ekonomik büyüme üzerine etkisi Joseph Alois Schumpeter tarafından, 1911'de yayınlanan "Ekonomik Kalkınma Teorisi" adlı çalışması ile gündeme gelmiştir. Schumpeter ekonomide yenilik terimini ele almış ve girişimcinin ekonomik büyüme açısından önemini yeni bir model ile değerlendirmiştir. Bu değişimler tedarik, üretim teknikleri, yenilik vb. gelişmelerdir. Ancak en temel gelişme girişimciliktir. Yenilik, Schumpeter'e göre süresiz bir değişim ve varolan dengeyi sonsuz anlamda değiştiren bir olgudur. Bu yüzden değişimin dinamik sürecin temel unsuru olduğunu ve bu değişikliklerin yenilik şeklinde olduğunu varsaymıştır. Bu teori, temel olarak yeniliklerin ve teknolojik değişikliklerin olduğu oluşan dinamik sürece dayanmaktadır. Ekonomide yenilikler veya değişiklikler gerçekleştiğinde, sabit denge veya dairesel akış yer değiştirir ve ekonomik büyüme gerçekleşir (Langroodi, 2017: 2). Teknik temelli ve yeni kaynakların keşfi olarak

tanımlanan yenilikler Schumpeter'e göre Şu Şekilde sıralanmaktadır (Özgüven, 1988:137; Aksu, 2014: 14; Langroodı, 2017: 4):

- Yeni bir hammadde kaynağının keşfi,
- Yeni bir ürün ortaya çıkarmak veya var olan bir ürünün özelliklerini geliştirmek,
- Yeni üretim yönteminin uygulanması,
- Yeni pazarların arayışı,
- Yeni bir endüstriyel organizasyonun kurulmasıdır.

Schumpeter'in ekonomik büyüme teorisinin ana ilkeleri Őunlardır (Schumpeter, 1961):

- 1) Dairesel Akış
- 2) Girişimcinin Rolü
- 3) Döngüsel Süreç veya İş Döngüsü
- 4) Kapitalizmin Sonu

Schumpeter'e göre, ekonomik büyüme teorisinde dairesel bir döngü vardır. Bu döngüye göre ekonomide sürekli ve aynı bir üretim ve ekonomik faaliyetler vardır. Bu, arz ve talebin her zaman dengede olduğu anlamına gelmektedir. Aynı zamanda burada rekabetçi denge söz konusudur. Schumpeter bu dengeyi, her yıl insan vücudunda kan dolaşımıyla aynı sistemde yeniden canlanmaya devam eden döngüye benzetmiştir.

Schumpeter, ekonomik büyümeye yol açan teknolojik ve diğer ekonomik ve ekonomik olmayan kaynaklardaki gelişmeler yoluyla yeni ürünlerin tanıtımına vurgu yapmaktadır. Schumpeter'in teorisindeki gelişimin itici gücü girişimcidir ve tüm yenilikleri girişimci yapmaktadır (Lavrov ve Kapoguzov, 2006). Schumpeter, (1961) girişimcinin iki fonksiyonu olduğunu belirtmiştir. 1) Girişimcinin ürünler için teknik bilgiye sahip olması ve geliştirmesi. 2) Yeni ürünlerin üretilmesi. Girişimcinin yeni ürünler üretebilmesi için finansman ihtiyacı duymaktadır. Bu yüzden bankalar tarafından sağlanabilecek kredi ve sermaye şeklinde girişimciyi desteklemektedirler. Dolayısıyla bankaların girişimciye finansman sağlama açısından ekonomik büyüme üzerine oldukça önemli katkısı vardır (Langroodı, 2017: 4-5).

Schumpeter'e göre gelişimin bir sonraki bileşeni iş döngüsüdür. İş döngüsü hem ekonomik faktörlerin hem de ekonomik olmayan faktörlerin bir sonucudur. Banka kredisi, Schumpeter modelinin önemli bir unsurudur. Bu kredi ekonomideki para gelirlerini ve fiyatlarını hızlandırdığı varsayılmaktadır. Ekonomide kümülatif bir genişleme yaratan kredi tüketicilerin satın alma gücündeki artışla birlikte, fiyatları yükselir ve kar oranları artar, üreticileri bankalardan borç alarak yatırımları artırmaya teşvik etmektedir. İş dünyasındaki aşırı iyimserlik durumu ve spekülasyon da refahı daha da arttırabilmektedir. Yeni girişimcilerin ortaya çıkmasıyla birlikte piyasada yeni ürünler ortaya çıkmaya başlar. Bu ürünler eskilerin yerini alır ve böylece pazardaki taleplerini azaltır. Sonuç olarak, eski ürünlerin fiyatları, stoklarını tasfiye etmek amacıyla düşer, eski firmalar mallarını düşük bir fiyata satmaya başlar ve bu nedenle firmaların çoğu zarar görür. Yatırım azalır ve işsizlik artar, bu da toplam talebin düşmesine neden olur. Girişimciler banka kredilerini geri ödemeye başladıkça, dolaşımdaki para miktarı azalır ve fiyatlar düşmeye başlar. Karlar azalır, belirsizlik, risk artar ve ekonomi olumsuz etkilenir. Schumpeter (1961) kapitalizm kendi kendini yok edeceğini ve yerini sosyalizme bırakacağını belirtmiştir. Kapitalizmin çökmesi şu faktörleri içermektedir (Langroodı, 2017: 5-7).

1. Girişimci çöküşü,
2. Burjuvazi parçalanması ve
3. Kapitalist toplumun kurumsal çerçevesinin yıkımı.

“Schumpeter, iktisadî büyümenin temel hareket noktasının teknoloji olduğunu belirtir. Bunun, kişi başına bilgi ile ölçülen, emekten veya sermayeden tasarruf sağlayacak zamanlar arası dışsallık etkisiyle uzun dönemde kişi başına gelir büyümesi üzerinde gerekli önkoşul olduğunu düşünmektedir. Teknolojiye ‘dışsal bir unsur’ olarak yaklaşmakta ve ‘belirsizlik’ özelliğini vurgulamaktadır. Schumpeter, Neoklasiklerle aynı görüşü savunur. Söz konusu firmalar teknolojik yenilikleri takip ederek kendilerine uygun olan teknolojileri satın alırlar. Schumpeter, Neoklasik yaklaşımdan farklı olarak teknolojik yenilik kavramının alanını genişletmiş, teknolojik yenilik kavramını sadece üretim sürecinde yeni bir tekniğin kullanılması olarak değil; aynı zamanda yeni bir malın üretilmesi, yeni pazarların açılması, yeni pazar örgütlenmelerine gidilmesi, yeni hammadde kaynaklarının bulunması gibi süreçleri de kapsayan 4 temel görüşe dayanan bir kavram olarak tanımlamış ve bunun üzerine teknolojik yenilik fikrini oluşturmuştur. Marx’ın görüşünden ayrıldığı nokta ise,

işçilerin refah seviyelerini arttırarak sürdüreceğini, ancak işçilerin güçlü örgütlenmesi ve aydınlarla birlikte hareket etmesi, sermaye ve müteşebbis kesime karşı güçlenerek sosyal siyaset politikaları izlemeleri sonucu çatışma olmadan (Marx'dan ayrılarak) sosyalizme geçileceğini belirtmesidir.” (Aksu, 2014: 18).

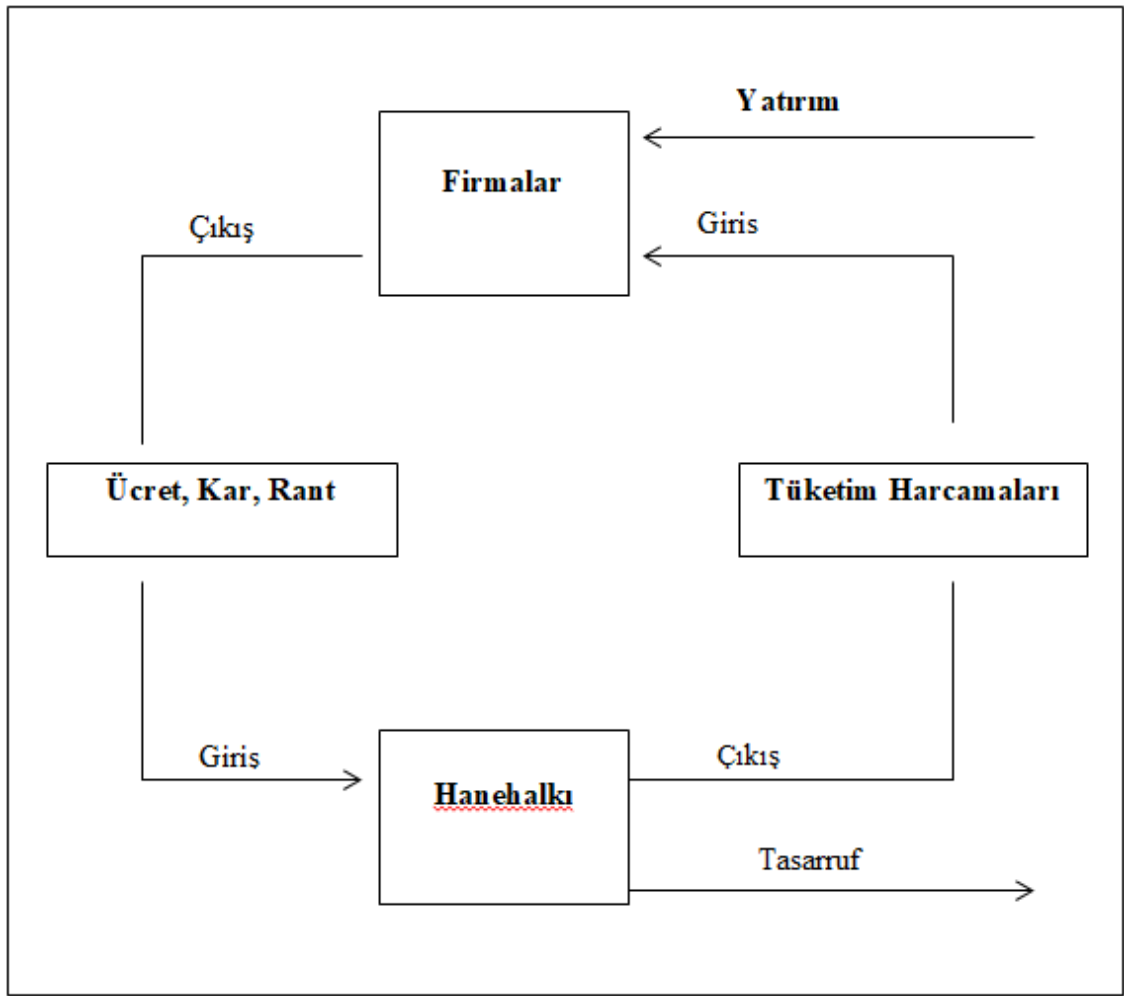
1.2.1.3. Keynes ve Neokeynes Ekonomik Büyüme Teorileri

“İstihdam Genel Teorisi, Faiz ve Para” adlı eseri Keynesyen büyüme teorilerinin temelini oluşturmaktadır. Keynesyen modelde yatırımın toplam talep arasındaki ilişkiye değinmiş ancak yatırımların sermaye birikimi üzerine etkisini dikkate almamıştır. Ekonomide durgunluk ve işsizliğin artması sırasında gelirin azalmasının tüketim, tasarruf ve yatırımlarda azalmaya neden olduğunu belirtmiştir. Yatırım, geliri artıran (çarpan etkisi) veya gelir artışı ile birlikte hızlandırıcının etkisi altında artan ekonomik büyümenin ana faktörü olarak kabul edilmiştir. (Shaipov, 2005:764)

1929 ekonomik kriz ile birlikte sanayileşmiş ülkelerde yüksek işsizlik, milli gelirdeki düşüş Keynes ve Keynes teorisinin uzantısı olan Harrod Domar ekonomik büyüme teorisi oluşmasına zemin hazırlamıştır. Piyasaların tam istihdamı sağlayamamasını açıklayan Keynes'in ekonomik büyüme teorisine dayanan bu teori Harrod (1939) ve Domar (1947)'in bağımsız olarak geliştirdikleri modellere rağmen benzer özellikleri nedeni ile tek başlıkta birleşmiştir (Parasız, 2008: 89). Bu benzer özellikler kısaca şu şekildedir; emek-sermaye arasında ikamenin olmaması, büyümenin nedeni sermaye birikimi olması ve tasarruf oranının büyük sermaye-gelir oranının küçük olması ekonomik büyümeyi arttırmasıdır (Fidan, 2019: 32).

Harrod Domar ekonomik büyüme teorisi Klasik ve Keynesyen teorilerinin entegre halidir. Bu teoride sermaye birikimi ekonomik büyüme sürecinde çok önemli bir rol oynamaktadır. Hem Klasik ekonomistler hem de Keynesçiler, ekonomik büyüme sürecinde sermaye birikiminin kritik rolünü kabul etmişlerdir. Ancak Klasik iktisatçılar, sadece sermaye birikiminin kapasitesini göz önünde bulundurmuşlar ve arzın kendi talebini yarattığına inanarak talep tarafına dikkat etmemişlerdir. Öncelikle kısa dönemle ilgili olarak, yalnızca talebin yeterliliğini göz önünde bulundurmuşlar ve uzun vadede yatırım yoluyla kapasitedeki artış sorununu ihmal edilmiştir. Keynes'in bu eksikliği Harrod Domar teorisinde giderilmektedir. Bu teoriye göre yatırımlardaki artış kapasite ve talep etkisine neden olmaktadır. Talepteki meydana değişimler tüketim ve yatırım harcamalarını

arttıracaktır. Yatırımlardaki artış oranı gelirdeki artış oranına eşit olduğunda ekonomide dengeli büyüme gerçekleşecektir. Bu durumun gerçekleşebilmesi için mal piyasasında arz ve talep ile tasarruf ve yatırım dengede olmalıdır. Ekonomide bahsedilen dengeleri sağlayabilen bir büyüme oranı vardır. Dönem başındaki tasarruflar ile planlanan yatırımlar dönem sonunda dengeye ulaşacaktır. Yalnız kapitalist sistemde bu şartlar sağlansa bile mal ve işgücü piyasasında büyüme gerçekleştirecek mekanizma yoktur. Dolayısıyla ekonomi bıçak sırtı dengededir. Eğer planlanan yatırımlar gerçekleşen yatırımlardan büyükse talep fazlası olacak ve ekonomide enflasyon yaşanacaktır. Tersi bir durumda ise ekonomide deflasyon görülecektir (Yüksel, 2020: 17;18).



Kaynak: Debraj R. (1998), Development Economics

Şekil 1.5. Harrod-Domar Ekonomik Büyüme Modeli

Harrod-Domar büyüme teorisinin temelinde büyümenin, tasarruflar sonucunda yatırımların oluşacağı düşüncesi yatmaktadır. Bu nedenle yapılan yatırımların sermaye malları aracılığı ile üretim ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttıracaktır. Şekil 1.5’de

gösterilen bu durum şu şekilde açıklanmaktadır. Yatırım yapılan firmalardan çıkan ücret, kar ve rant hane halkının cebine girmektedir. Hane halkı elindeki ücret, kar ve rantın bir kısmını tasarruf etmekte, bir kısmını da tüketim harcamalarına ayırmaktadır. Tüketim harcamaları vasıtası ile firmalardan çıkan ücret, kar ve rant firmaya girmektedir. Bu döngünün gerçekleşebilmesi için firmalara yapılan yatırımın hane halkının tasarrufları neticesinde olması gerekmektedir.

İki modelin farklı yönleri şöyledir: Domar'ın modeli, sermaye birikimi ile tam istihdam büyüme oranı arasındaki teknolojik ilişkiyi açıklamaktadır. Harrod modeli, sermaye birikimi ile tam kapasite büyüme oranı arasındaki davranışsal veya psikolojik ilişkileri göstermektedir. Domar'ın analizi çarpan prensibine dayanırken, Harrod'un analizi hızlanma prensibine dayanmaktadır. Domar yatırım talebi ve arzı arasında bir bağlantı kurarken, Harrod tasarruf talebi ve arz arzını eşitler. Domar modeli, bir büyüme oranına dayanmaktadır. Ancak Harrod üç farklı büyüme oranı kullanır: Gerçek oran garanti edilen oran ve doğal orandır. Domar, yatırımın üretim kapasitesi üzerinde çarpan etkisi yapacağı ancak Harrod hızlandıran kat sayısını kullanmaktadır. Domar sermaye birikimi ile üretimin ardından gelen tam kapasite büyümesi arasındaki teknolojik ilişkiyi gösterirken, Harrod ayrıca bir yandan talep artışı ve dolayısıyla bir yandan cari üretimdeki sermaye birikimi ile diğer yandan sermaye birikimi arasında davranışsal bir ilişki göstermektedir (Chand: 2014)

Harrod Ekonomik Büyüme Modeli: Roy Forbes Harrod, eksik istihdamın, tam istihdam düzeyine çıkarken büyümeyi dikkate almadıkları, bu nedenle enflasyon ve deflasyona maruz kalacağını belirtmiştir. Harrod, Keynes'in ekonomik büyüme teorisinden yararlanmış ve Keynes gibi yatırımın tasarruf tarafından belirlenmediğini, yatırım ve tasarruf arasındaki denge çoğaltan mekanizması ile gerçekleştiğini ifade etmiştir. Teoriye göre denge sağlanması sürecinde de meydana gelen planlanmış yatırımlar ve sonucunda tasarrufların yaratılacaktır. Harrod'a göre dengeli büyüme talep üretim ve yatırım arasındaki ilişkiye bağlıdır. Yatırımların artması, üretim artışını destekleyerek talepte artışa neden olacaktır. Böylece ekonomik sistemde üretimde denge sağlanması; arz ile talebin, yatırım ile tasarrufun dengelenmesi dengeli ekonomik büyümeyi neden olacaktır. Ayrıca büyümede sağlanan denge istihdam, gelir gibi diğer makro değişkenlerde denge olacak ve uzun dönemde dengeli büyüme gerçekleşecektir (Kaynak, 2009: 65).

Harrod, yatırımın üretim üzerine etkisini ele alarak tasarruf ve sermayenin marjinal verimliliği ile yatırım, kar, tasarruf, teknoloji unsurlarının uzun dönemde ekonomik

büyümenin nasıl gerçekleştirileceğini açıklamıştır. Teoride gelir dağılımı tasarruf–yatırım dengesiyle para talebinin belirlenmesi açısından önemli bir yere sahiptir (Kutlu ve Horvath, 2017:104).

Harrod’a göre üç büyüme oranı vardır. Bunlar; doğal büyüme oranı, gerekli (garantili) büyüme oranı ve fiili büyüme (gerçek) oranıdır. Tam istihdam tavanı da adı verilen doğal büyüme oranı istihdamın artmasıyla GSYİH’daki oransal artıştır. Gerekli büyüme, üretimin gerçekleşmesi için sermayenin tam olarak kullanılmasıdır. Fiili büyüme ise fiili olarak meydana gelen üretiminin ifade edilmesidir. R. Harrod'un teorisindeki gerçek büyüme oranı, işgücü ve sermaye verimliliğinin büyüme oranları ile belirlenir. Gerçek büyüme oranı garantili ile çakışırsa, ekonomi sürdürülebilir bir sürekli kalkınmaya sahip olacaktır. İşgücünün tam kullanımı ile mümkün olan en yüksek ekonomik büyüme oranına R. Harrod'un teorisinde doğal oran denir. Ekonomik sistemin istikrarlı dinamik dengesi, tam istihdam koşullarında garantili ve doğal büyüme oranının eşitliği ile sağlanır (Berber, 2006: 96,97).

Domar Ekonomik Büyüme Modeli: Evsey Domar modelini Keynes büyüme teorisine dayandırdığı ancak Keynes’e göre yatırımı daha geniş olarak ele aldığı modeldir. Domar’a göre yatırımın gelir etkisi ve üretim kapasitesini arttırmaması şeklinde iki etkisi vardır. Ekonomik denge yatırım için hem gelir hem de üretim etkilerin birbirine denk olması ile oluşacaktır. Bir dönem gerçekleşen yatırımların önceki dönem göre daha fazla olması, yatırımın gelir arttırıcı etki yaparak ekonomik büyümeyi olumlu etkileyecektir. Ters durumda ise yatırımlar gelir arttırıcı etki göstermeyecektir. Ekonomide tam istihdam varsayımı ile istihdamın dengede olabilmesi amacı ile üretim kapasitesinin etkin bir şekilde kullanılması gerekmektedir. Ekonomik büyümeyi sağlamak için yatırımın hangi hızda büyümesi gerektiğini açıklayan bu teori, tasarrufların milli gelirdeki payına ve yatırımların ortalama verimliliğine doğrudan ilişkilidir. Bu bağlamda sürekli büyüyen sermaye birikimi, yani yatırım büyümesi, ekonomiye toplam talep ve toplam arz arasında dinamik bir denge sağlar. Yatırımların dengeli bir şekilde büyümesini sağlamak için devlet, tasarrufların milli gelirdeki payını veya teknolojik ilerleme oranını etkileyebilir, böylece sermayenin verimliliğini belirleyebilir (Shapiraov, 2005:765,766).

“Bu modele yönelik bir takım eksiklikler ve eleştiriler getirilmiştir. Harrod-Domar iktisadî büyüme modelinde, Keynes’de görülen eksiklik bu modelde de mevcuttur. Beşeri sermaye (nitelikli emek) ve teknolojik yenilik kavramları yoktur, sadece sermaye kavramını

Üretim artışıını sağlayan araç olarak görülmüstür. Bu model gelişmiş ülkeler için kurmuşlardır. Bu modelde kullanılan kavramlardan olan tasarruf eğilimi, sermaye hasıla oranı ve sermayenin verimliliğini hesaplamak zordur. Çünkü bunlar soyut kavramlardır. Modelde sabit katsayılı üretim fonksiyonu kullanıldığı için, büyüme çok iyimser olarak sisteme etki eden parametrelerin dengeyi sağlayacak şekilde kendiliğinden oluşmasına bağlıdır ki; burada ciddi eleştiriler almışlardır. Ayrıca, sermaye-hasıla oranının sabit kabul edilmesi yine iktisatçılar tarafından eleştiri getirilmiştir. Ayrıca bu durum sürekli bir dengesizlik manasına gelmektedir. Harrod-Domar büyüme modelinde, dış tasarruflara hiç değinilmemiştir. Modelde büyümenin ortaya çıkmasında yaratılan hasılanın içeriğinde bir değişken olarak dış tasarrufların olmayışı bir eksiklikdir. Ayrıca modelde, nötr teknolojik gelişme oranından bahsetse de, ülkenin elindeki teknolojik durumun koşullarına ve özelliklerine, bununla birlikte teknolojinin büyüme üzerindeki hızlandıran etkisine değinilmemiştir. Bu modelde sermaye üretim artışıını sağlayan tek faktör olarak dşnlmş, nitelikli emek ve teknolojik gelişmeler yok sayılmıştır. Emek miktarının sınırsız olduğu varsayımı altında azalan verimler kanununu içermediğinden kısa vadeli bir büyüme analizi olarak kabul edilmiştir. Tasarruf eğilimi ve sermaye-hasıla oranının kısa ve uzun dönemler itibariyle birbirine eşit ve sabit kabul edilmesi yanlış bir varsayımdır. Sermaye oranının sabit kabul edilmesi üretim faktörlerinde bir ikame durumunun ve teknolojik gelişmenin olmadığı anlamına geldiğinden, modelin en önemli eksik yanını oluşturmaktadır.” (Aksu, 2014: 19).

1.2.1.4. Solow Ekonomik Büyüme Teorisi

Robert M. Solow, 1956 tarihinde yayımlanan “Ekonomik Büyüme Teorisine Bir Katkı” adlı çalışması ve 1957 senesinde yayımlanan “Teknik Değişim ve Bütüncül retim” adlı çalışması ile Neoklasik büyüme modelinin ileri gelen temsilcisi olmuştur (Erdoğan ve Canbay, 2016: 34). Solow’a göre büyüme tasarruf, nüfus ve teknolojik gelişmelere bağlı olarak gerçekleşecektir. Solow’un ekonomik büyüme teorisinin ana varsayımları aşağıdaki gibidir (Jones, 2001, 18-19; Barro ve Sala-i Martin, 2004, 25):

- Ekonomide homojen ve tek ürün üretilir.
- Uluslararası ticaret yoktur, çünkü sadece tek ve tek ticaret vardır.
- Ekonomi kapalıdır.
- Emek ve sermaye arasında ikame mümkündür.

- Emek, Harrod Domar'ın modelinden farklı olarak bir üretim faktörü olarak da kabul edilmektedir.
- Tasarrufçu ve yatırımcı aynı kişidir.
- Ekonomi istikrarlıdır.
- Modele harici olarak teknoloji eklenmektedir.

Solow'un modeli Cobb-Douglas üretim fonksiyonuna dayanmaktadır. Üretim fonksiyonunda üretimi (Y); fiziki sermayeyi (K) ve işgücünü (L) ile ifade etmektedir.

$$Y = f(K, L; t)$$

Solow'un modelinde "t", fonksiyonda zamana bağlı olarak gerçekleşen değişmeyi ifade eder ve "teknik değişme" olarak adlandırılır. Kullanılmış olan teknik değişme ifadesi aslında üretim fonksiyonundaki herhangi bir değişmeye ithafen kullanılabilir. Örneğin, işgücü eğitimindeki iyileşmeler de bu bölüme dâhildir. Kısa bir ifadeyle "t" üretimi etkileyen, emek ve sermaye dışındaki diğer faktörleri temsil eder. Teknik değişmenin dışsal olduğu varsayıldığında (Solow, 1957: 312):

$$Y = A(t) f(K, L) = AK^\alpha L^{1-\alpha}$$

Bu eşitlikte A(t), zaman içerisinde oluşacak emek ve sermaye dışındaki tüm değişiklikleri barındırmaktadır. A; K ve L'den bağımsız olarak zaman ile değişmektedir ve $1 > \alpha > 0$ 'dır. Solow'un büyüme modeli ölçüğe göre sabit getiri varsayımına dayanmaktadır.

Solow'un büyüme modeli, Harrod'un bıçak sırtı dengesine karşı tepki olarak ortaya çıkmıştır (Solow, 1956: 65). Harrod - Domar tarzı büyüme modelleri kapalı bir ekonomi için analiz edilerek tanımlanmıştır. Bu modelde, sermaye/hasıla oranı sabit varsayılmaktadır. Marjinal sermaye hasıla oranı büyümenin belirlenmesindeki en önemli unsurdur. Harrod - Domar modelinde her an bozulabilecek bir dengeden bahsedilir. Buna "Bıçak Sırtı Denge" adı verilmiştir. Dengenin her an bozulabilecek şekilde olmasının nedeni ise ekonomik birikimlerin her an değişecek şekilde olması ve buna bağlı olarak hızlandıran mekanizmasının çakışmasıdır. Harrod büyüme modeli dengeli ve aynı karar bir büyümeden bahseder. Dengeli ve aynı karar bir büyümenin olabilmesi için girişimcilerin üretimle ilgili aldığı kararlara bakarak büyüme oranını belirlemeye çalışmaktadır (Alkin, 1987:172-187; Kaynak, 2009: 66-88).

Neoklasik yaklaşım içerisinde Solow'un çalışması, teknolojik gelişmenin modelleme sürecine dahil edilen ilk çalışmadır. ABD ekonomisi verilerinden yola çıkarak 1957 senesinde bir çalışma yapan Solow, iktisadi büyümenin teknolojik ilerlemeden kaynaklandığı kanısına varmıştır (Solow, 1957: 312). Solow, teknolojiyi cennetten düşen bir meyve olarak betimlemesinin yanısıra dışsal bir faktör olarak ele alan Solow, teknolojiyi, iktisada hızla uyum sağlayabilen bağımsız bir etken olarak tanımlamıştır. Bunun yanında teknolojinin daha gelişmiş düzeyde olması işgücünün de üretkenliğini artırabildiğini ifade etmiştir (Jones, 2001: 33). Solow, teknolojik ilerlemelerin, üretimde bir patlama etkisiyle büyümeyi sağlayabileceğini ve bu patlama sonucundaki ürün artışlarının ise tasarruf ve yatırımları artırarak büyümeyi daha da artabileceğini belirtmiştir (Solow, 1956: 85).

Solow'un büyüme teorisindeki işgücü ve sermaye artışı dışında kalan ekonomik büyümenin açıklanamayan kısmı literatüre "Solow Artığı" adıyla geçmiştir. Solow iktisadi büyümenin açıklanamayan kısmının teknolojik gelişmeden dolayı oluştuğunu öne sürerek iktisadi büyümenin temel kaynağını teknolojik gelişme olduğunu belirtmiştir. Neoklasik görüş, uzun vadeli büyümeyi teknoloji temelli açıklamaya çalışmış olsa da klasik yaklaşımda olduğu gibi teknolojiyi dışsal varsaymıştır. Solow büyüme modeli iktisadi büyümenin artması için teknolojik gelişmenin gerekli olduğunu belirtirken; teknolojik gelişmenin nasıl olabileceği konusuna herhangi bir çalışmaya yer vermemiştir (Erdoğan ve Canbay, 2016: 35).

1.2.1.5. İçsel Büyüme Ekonomik Büyüme Teorileri

1980'li yıllarda iktisat alanında birtakım gelişmeler yaşanmış ve yeni teoriler ortaya çıkmaya başlamıştır. İçsel büyüme teorileri denilen bu modeller; bilgi, Ar-Ge çalışmaları, beşeri sermaye, teknolojik gelişme, ölçek ekonomileri gibi geleneksel büyüme modellerindeki dışsal olan bu faktörleri içsel hale getirmiştir. Bunun yanında içsel büyüme teorileri diğer teorilerdeki pasif devlet anlayışını terk ederek Ar-Ge faaliyetlerini önemseyen, eğitimi teşvik eden ve maliyetleri minimum düzeye çeken aktif devlet anlayışını kabul etmiştir (Çiftçi ve Aykaç 2011: 162).

Yeni büyüme teorileri içsel yani kendi kendini besleyen büyümeyi, teknoloji dışsallıklarından diğer firmalar etkilenmektedir. Ancak bazı firmalar bilgi gerektiren bu duruma gönüllü olmamakta ve piyasada aksaklıklarına yol açmaktadır. Firmalarda bilgi taşımanın dikkate alınması ölçeğe göre sabit getiri varsayımından vazgeçildiğini, aksine

ölçeğe göre artan getiri şartlarını oluşturmaktadır. Diğer yandan teknoloji ve eğitimin ekonomik açıdan ele alınması içsel büyüme teorilerinin ortaya çıkmasında önemli rol oynamıştır (Kibritçioğlu, 1998: 216).

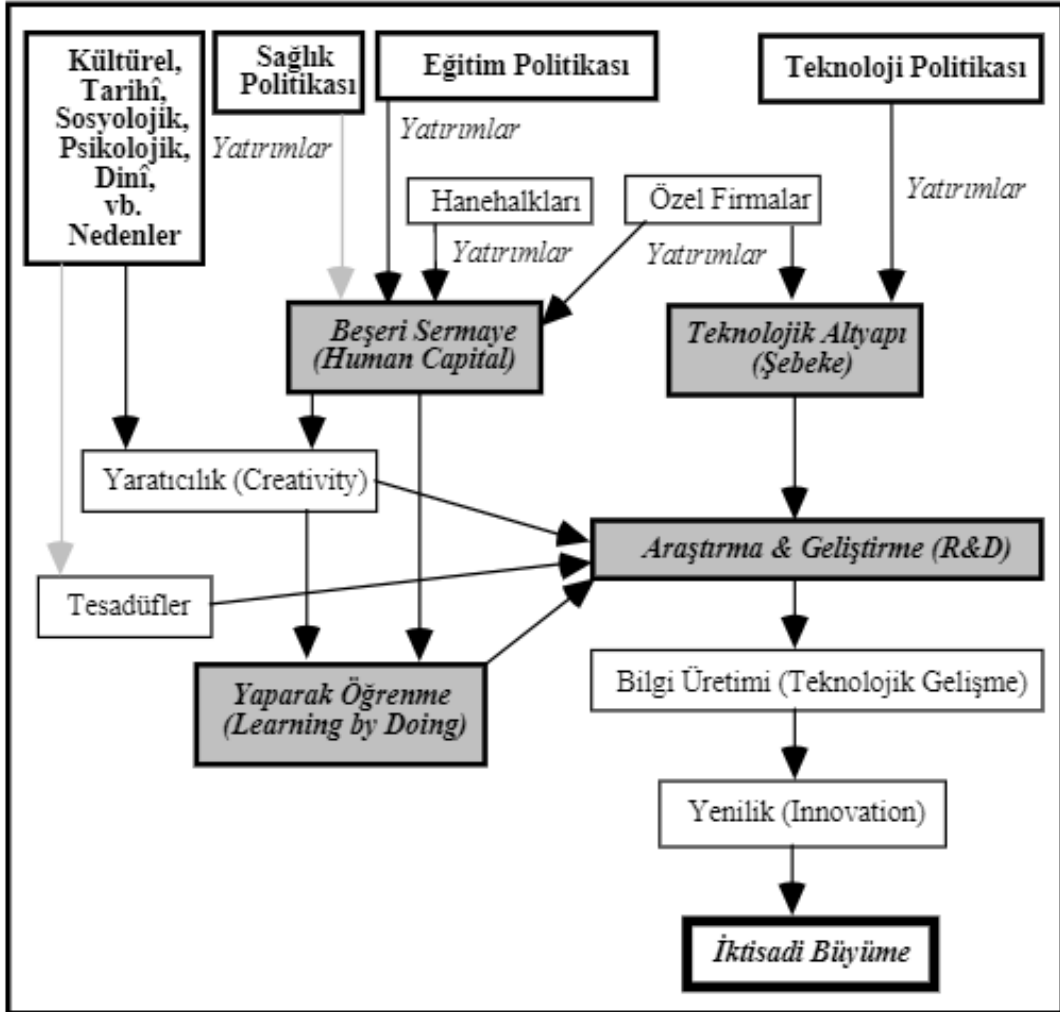
Neoklasik Büyüme Teorisi, teknoloji unsurunu analize dahil edilmemesi sebebiyle ekonomik büyümenin açıklaması eksik kalmıştır. Bu eksikliğin ortadan kaldırılması için yapılan araştırmalar ile içsel büyüme teorileri ortaya çıkmıştır. Neoklasik büyüme teorisinin devamı niteliğinde olan ve P. M. Romer (1986) - R. E. Lucas (1988) katkıları ile geliştirilen içsel büyüme teorileri ekonomik büyümeyi açıklamada içsel etkenlerin (AR-GE, beşeri sermaye, bilgi ve kamu politikası vb.) önemli rol oynadığı teorilerdir. Uzun dönemde büyümenin nasıl gerçekleşeceğine değinen bu teori teknoloji ile birlikte modele eklenmesiyle içselleştirilmiştir.

Neoklasik Büyüme Modelinde, ekonomik büyüme tasarruf oranları ve sermaye birikimi ile belirlenir. Teknolojik ilerlemenin bu büyüme sürecinde etkin değildir ve bu nedenle modelin dışında belirlenen dışsal bir faktör olarak alınmaktadır. Bununla birlikte, Aghion ve Howitt'e (1998) göre, teknolojik ilerlemenin ekonomik ajanların, ekonomik kararların üzerine etkisi olabileceğini savunmuştur. İçsel büyüme teorilerinde teknoloji ilerleme, Neoklasik Teori'nin hesaplayamadığı uzun vadeli ekonomik büyümelerin temel belirleyicisi olarak görülmektedir. Bu nedenle, içsel büyüme modellerinde teknolojik ilerleme içsel hale gelmektedir. (Onyimadu, 2015). İçsel ekonomik büyüme teorisinde büyümenin itici gücünü oluşturan üç önemli unsurlar vardır (Ehrlich,1990: 3):

- Nüfus artışı ve beşeri sermaye,
- Bilimsel, teknolojik ve ekonomik gelişmede kamunun rolü,
- Teknolojik gelişmeyi etkileyen girişimciler.

Şekil 1.6'daki içsel büyüme teorilerinin belirleyicilerinde sağlık, eğitim, teknoloji politikaları ve dolaylı olarak kültürel, tarihi, sosyolojik unsurların ekonomik büyümede temel faktör olduğu görülmektedir. Hükümetlerin sağlık, eğitim, teknoloji politikaları beşeri sermayeyi ortaya çıkarmakta ve AR-GE faaliyetlerini ortaya çıkarmaktadır. Bunun yanında ülkelerin sahip olduğu din, kültür gibi özellikler tesadüf ile yaratıcılık sonucuyla da AR-GE faaliyetlerine sebep olmaktadır. Bunlar sonucunda bilgi üretimi ve yenilikle yeni ürünler ortaya çıkmakta, var olan ürünün farklılaştırılmakta, daha verimli üretim yöntemleri

gelişmektedir. Tüm bu süreç sonunda da ekonomik büyüme gerçekleşmektedir (Berber, 2006: 174).



Kaynak: Kibritçiöğlü, A. (1998). İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri. AÜ Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 217

Şekil 1.6. İçsel Büyüme Teorilerinin Belirleyicileri

1.2.1.5.1. ARGE'ye Dayalı İçsel Büyüme Teorisi

Pauly Romer 1986 yılında “ Artan Getiriler ve Uzun Dönem Büyüme ” adlı eserinde ekonomik büyümeyi farklı boyutlardan incelemiş ve bu eserle içsel büyüme teorilerinin temeli atılmıştır. 1990 yılında “İçsel Teknolojik Değişim” adlı eserinde ise P. Romer Ar-Ge'nin önemine dikkat çekerek ekonomik büyümenin kaynağı olduğunu ileri sürmüştür. Ar-Ge ve beşeri sermaye faaliyetleri neticesinde ortaya çıkan yeni ürün veya üretim yöntemi P. Romer'ın büyüme teorisinin temel faktörleridir.

P. Romer'ın AR-GE'ye dayalı ekonomik büyüme teorisi Arrow'ın yaparak öğrenme modeline dayanmaktadır. Arrow modelinde, az maliyet ile nitelikli üretim yapılması ekonomide gelişme sağlanacağı düşüncesi yatmaktadır. Romer bu modeli geliştirmiş, büyümenin kaynağını bilgi olarak kabul etmiş ve kendi teorisini ortaya atmıştır. Romer Neoklasik büyüme teorisinin dışsal kabul ettiği teknolojiyi içselleştirerek teknik bilginin maliyetsiz olduğu ve tekrarı durumunda ek bir maliyet olmadığı bu yüzden üretim maliyetlerinin düştüğünü ve üretimde niteliğin arttığını ifade etmiştir. P. Romer'ın teorisine göre;

- Üretim sürecinin sonunda fiziki çıktı ile birlikte teknik bilgide üretilmektedir.
- Teknik bilginin maliyeti çok az veya teknik bilgi bedavadır.
- Üretim düşük maliyetle ve yüksek kalite ile yapılmaktadır.
- Teknik bilginin üretimi diğer firmalara yayılmakta ve teknolojinin içselleştirerek kullanması ekonomide gelişme sağlayacaktır.

Romer rekabete dayalı büyüme için dışsallık, artan verim, bilgide azalan getiri olmak üzere üç unsur vardır. “Bilgiye yapılan yatırım doğal bir dışsallığa sahip olduğu için, bir firmanın ürettiği yeni bilgi diğer firmaların üretim imkanlarını da olumlu yönde etkilemektedir. Romer'e göre bunun nedeni yeni bilginin mükemmel biçimde gizli tutulamamasıdır.” (Yardımcı, 2006: 43; 44).

Teoride firmaların yatırım için aldıkları kararlar üretimde teknolojinin değişmesine neden olmuştur. Bu değişim sermayeyi olumlu etkilemiş, sermayenin etkilenmesi de teknolojiye artan verimliliğe sebep olmuştur. Yani üretimdeki artış teknik bilginin gelişmesini tetiklemiştir.

Ekonomik büyüme oranı beşeri sermayeyi belirleyecektir. Romer'a göre teknolojik gelişme ve AR-GE'nin etkinliği firmaların hem pazar hem de kar oranlarını olumlu etkileyerek piyasalarda söz sahibi olacak ve ekonomik büyümeyi arttıracaktır. Nitekim yüksek nüfusa sahip olmak büyüme için yeterli bir unsur olmayacaktır

“Burada önerilen model, uzun vadeli büyüme beklentilerine alternatif bir bakış açısı sunmaktadır. Tam olarak belirlenmiş bir rekabet dengesinde, kişi başına düşen üretim, muhtemelen zaman içinde artan bir oranda, bağlı olmadan büyüyebilir. Yatırım oranı ve sermaye getirisi oranı, sermaye stokundaki artışlarla azalmak yerine artabilir. Farklı

lkelerdeki kişi başına düşen üretim seviyesinin bir araya gelmesi gerekmez; daha az gelişmiş ülkelerde büyüme sürekli olarak daha yavaş olabilir ve hatta hiç gerçekleşmeyebilir. Bu sonuçlar, dışsal olarak belirtilen teknik değişikliklere veya ülkeler arasındaki farklılıklara bağlı değildir. Tercihler ve teknoloji sabit ve aynıdır. Nüfusun büyüklüğü bile sabit tutulabilmektedir. Tüm bu sonuçlar için çok önemli olan, azalan getirilerin olağan varsayımından ayrılmaktır. Dışsal teknolojik değişim göz ardı edilirken, buradaki model, uzun vadeli büyümenin öncelikle ileriye dönük, kar maksimize edici ajanlar tarafından bilgi birikimi tarafından yönlendirildiği endojen teknolojik değişimin bir denge modeli olarak görülebilir. Temel sermaye biçimi olarak bilgiye yapılan bu odaklanma, standart büyüme modelinin formülasyonunda doğal değişiklikler olduğunu göstermektedir.” (Romer, 1986: 1003).

Böylelikle Romer, azalan getiriler varsayımını reddetmiş ve yakınsama tahminine karşı çıkmıştır. Bu kapsamda yoksul ülkeler zengin ülkeleri yakalaması mümkün olmayabilmektedir.

1.2.1.5.2. Beşeri Sermayeye Dayalı Ekonomik Büyüme Teorisi

Lucas (1988) “ Ekonomik Kalkınma Mekaniiği zerine ” adlı çalışmasında beşeri sermayenin ekonomik büyümenin itici gücü olarak göstermiştir. Lucas beşeri sermaye ve fiziki sermayeyi üretim faktörü olarak kabul etmiştir.

Lucas’ın beşeri sermayesi tanımı işgücünün eğitim düzeyiyle ilgilidir. Lucas’a göre beşeri sermaye, yatırımları düzenli eğitim ve işyerinde mesleki eğitim alanlarına yapılan yatırımlar olarak ifade edilmektedir. Beşeri sermaye ekonomik büyüme üzerindeki etkiyi içsel ve dışsal etki olmak üzere iki yol ile açıklamaktadır. İçsel etki, bireyin yaparak öğrenme metoduyla üretkenliğini ve verimini arttırmasıdır. Dışsal etki ise beşeri sermaye üretim faktörlerinin üzerindeki etkidir. Bu modelde beşeri sermaye yaparak öğrenme ile ekonomik büyümeyi içsel hale getirmiştir. Beşeri sermayenin dışsal olması bilginin yayılmasıyla ülkeleri gelişimini etkileyerek ekonomik performansında farklılaşma nedenidir (ğt, 2002: 29).

Lucas, büyüme teorisinde bireyin yetenek ile bilginin önemine değinmiş, fiziki sermayeyi ihmal etmemiş bu yüzden teoride hem beşeri hem de fiziki sermaye modele dahil edilmiştir. Teoriye göre fiziki sermaye beşeri sermayeye göre ekonomik büyümeyi daha fazla etkilemektedir. Fiziki ve beşeri sermaye bir ekonomide başlangıçta düşük ise yüksek

olan ekonomileri göre devamlı olarak düşük olacaktır. Bunun nedeni zengin ülkelerde beşeri sermaye yüksek ve getirisi de yüksektir. Dolayısıyla zengin ülkelerdeki işçiler yoksul ülkelerdeki işçilerle kıyasla daha fazla ücret alacaklardır. Bu çerçevede Lucas ülkelerin gelir düzeylerine ve ekonomik büyüme oranları bakımından beşeri sermayeyi teorik olarak açıklamaya çalışmıştır (Yüksel, 2020: 20-21). “Diğer taraftan Lucas beşeri ve fiziksel sermaye faktörlerinin uluslararası hareketliliğine göre, marjinal verimliliklerindeki değişmelerin büyüme oranı farklılıklarını açıklayabileceğini ileri sürmektedir. Örneğin fiziksel sermaye hareketleri serbest fakat beşeri sermaye ve emek faktörü hareketli değilse, fiziksel sermayenin getiri oranlarının ülkeler arasında eşitlenmesi beklenmektedir. Buna karşılık beşeri sermayenin getiri oranlarının eşitlenmesi mümkün olmamaktadır.”(Yardımcı; 2006: 49).

Lucas, beşeri sermayenin diğer üretim faktörlerinin verimliliğini de arttırdığının ifade etmiştir. Beşeri sermaye üretim için önemlidir. Beşeri sermayenin eğitim ve sağlık harcamaları ile oluşturulabileceği gibi üretim aşamasında yaparak-öğrenme ile bilgi oluşumu olarak kendiliğinden de meydana gelecektir. Şirketlerdeki personeller için bir eğitim sağlansa da diğer bireylere eğitim sağlamak hükümetin görevidir. Hükümetin eğitimi sağlama görevini yerine getiremediği takdirde bireyler kendi kendine eğitim sağlayacak ve kendilerine daha az yatırım yapmış olacaklardır. Her bireyin eğitim alabilmesi için ve beşeri sermaye birikimine katkıda bulunan politikalar ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemiştir (Bilen; 2010: 31;32).

1.2.1.5.3. Kamu Politikalarına Dayalı Ekonomik Büyüme Teorisi

Robert J. Barro (1990) “ Basit Bir İçsel Büyüme Modelinde Kamu Harcaması “ adlı eserinde kamu politikalarını ekonomik büyüme üzerine etkilerini açıklamıştır. Barro kendisinden önceki büyüme teorilerine ölçeğe göre sabit getirisi olan büyüme modeline kamu politikalarını eklemiştir. Bununla beraber Barro verimli alanlara kamu harcamaları ve yatırımları ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceğini öne sürmüştür (Fidan, 2019: 46).

Barro’ya göre sektör kamu malı üretiminde etkin değildir. Bu yüzden kamu özel sektörün etkinliğini arttırıcı AR-GE çalışmaları, alt yapı yatırımları, haberleşme gibi faaliyetlerin yürütülmesi gerekmektedir. Kamunun uygulamış olduğu politikalar, birey faydasına yönelik olduğundan ekonomik büyümeye katkısı olumlu olacaktır. “Vergilerle

finanse edilen kamu harcamaları kişi başına büyüme oranı üzerinde önemli etkilere sahiptir. Sermaye diğer içsel büyüme modellerinde olduğu gibi geniş kapsamlı tanımlanmaktadır. Kamu harcamaları ekonomide bir üretim girdisi olarak ele alınmakta ve modelde verimli ve verimsiz kamu harcamalarının ülkelerin ekonomik büyüme oranlarını etkilediği tahmin edilmektedir. Bu yüzden model, kamu harcamaları politikasının ekonomik büyümeyi etkilediği bir içsel büyüme yaklaşımı sunmaktadır.” (Yardımcı; 2006: 53).

Bu teori, hükümetin özel sektör için sağlamış olduğu hizmetler talebi ve özel sektör yatırımlarını teşvik etmesi bakımından önemlidir. Özel sektörün gerçekleştirdiği yatırımların artması; hükümetin vergi gelirini, sermaye stoğunu arttırmaktadır. Teorinin denk bütçe varsayımından dolayı vergi gelirlerindeki yükseliş kamu harcamalarını yükselmesine neden olacaktır. Bu durum içsel bir büyümeyi gerçekleştirecektir (Erkök ve Yılmaz, 2010: 2-10).

Barro (1991) hükümetin sağladığı mal ve hizmeti üretim faktörü olarak ele almış ve bu faktörlerin getirileri kamu politikalarınca gerçekleştiğini ifade etmiştir. Bu mal ve hizmet üretim ve yatırımındaki pozitif dışsallık, beşeri sermayenin önemi, ekonomik istikrar vb. kamu politikalarının sonuçlarıdır. Gelişmekte olan ülkelerde, kamu politikalarının teknolojik gelişmeleri teşvik etmesi bu ülkelerde öğrenmenin yüksek olduğu sektörler var olması nedeniyle kamu harcamaları verimli olacak ve ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Ayrıca az gelişmiş ülkelerde de kamu harcamaları eğitim, sağlık, finansal kalkınma gibi alanlarda gerçekleştirilmesi ekonomik büyümeyi arttıracaktır (Bilen, 2010: 29).

Teori, kamu politikaları ekonomik büyümeyi uzun dönemde etkileyerek, ülkede ekonomik büyümeyi sağlamak amacıyla etkin iktisadi politikaların uygulanması gerektiğini savunmaktadır. Hükümetler, kamu ve özel sektör için kaynak dağılımında etkinlik, vergi uygulamaları ve desteklemelerin üretimi arttırması, iktisadi gelişme üzerinde kalıcı bir etkiye sahiptir. Teknolojinin gelişmesi ve bilgi artışının önemli hal alması hükümetlerin uygun politikalar üretmesi gerekmektedir.

1.2.2. Faizin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi

Ekonomi üzerinde güçlü bir etkiye sahip olan faiz, bir ülkenin özellikle tasarruf ve yatırımı üzerinde büyük bir etkisi olduğu kabul edilmektedir. Ayrıca faiz oranı, para politikasının belirlenmesinde ve finansal piyasalar için önemli bir göstergedir. Bununla birlikte faiz oranları, ekonomik faaliyetler arasındaki ilişkilerin belirlenmesinde oldukça

önemlidir. Çünkü faiz oranı, bir ülke ekonomisinin büyüme modelini değiştirebilen ve yeniden yönlendirebilen temel makroekonomik değişkendir (Abiodun, 1998).

Oliver, (2016) faiz oranının mevcut fonların talebi üzerinde bir etkisi olduğunu belirtmiştir. Faiz borç verenler ve borçlular arasında para hareketini kolaylaştırmaktadır. Bu borçlanmanın maliyeti olurken, borçlunun parayı kullanmak amacıyla borç veren için bir kazanç sağlayacaktır. Bu bağlamda faiz oranları, kredinin ekonomiye akışını kolaylaştırmakta ve finansal kuruluşların işlemlerinde önemli rol oynamaktadır. (Eregba, 2010). Bu herhangi bir ekonomide ekonomik faaliyetler büyük ölçüde faiz oranlarından etkilendiği anlamına gelmektedir.

Ekonomik büyümeyi etkileyen önemli unsurdan birisi olan faiz, ekonomik büyümeyi dolaylı olarak tasarruf, yatırım kanalı ile etkilemektedir (Acha ve Acha; 2011). Bu çerçevede tüketimin için üretimini olması gerekmektedir. Üretim için de yatırımın gerçekleşmesi zorunludur. Yatırımlar için de sermaye birikimi tasarruflar ile sağlanmaktadır.

Genel olarak faiz, ödünç alınan paranın getirisi olarak düşünülebilir ve bu açıdan faiz, paranın zamansal değerini veya bireylerin genellikle paraya sahip olmayı tercih ettiği ilkesini yansıtır (Oladipo vd., 2017). Ayrıca ulusal ve uluslararası finansal piyasaların gelişmesiyle faiz getirisi elde etmek isteyen yatırımcılar faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde tasarruflarını finansal piyasalara aktarırlar. Bu fonlar firmaların yatırımı için bir kaynak oluşturarak ekonomik büyümeye hızlandırıcı bir etkiye sahip olacaktır. Bu bağlamda faiz oranı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki, faiz oranlarındaki artış, tasarrufları artarak sermaye birikimini sağlayacak ve ekonomik büyüme hızlanacaktır. Ayrıca yükselen faiz oranı ile birlikte finansal sisteme akışı sağlanan tasarrufların kredi yoluyla yatırımı finanse etmesi ekonomik büyümeyi sağlayacaktır.

Faiz oranındaki değişikliklerin ekonomik ajanların karar vermesinde önemli etkileri olduğu için, makroekonomide ana politika değişkenlerinden biri olmuştur. Faiz oranları enflasyon üzerinde yüksek bir etkiye sahiptir. Tasarruflardan faiz getirisi elde etmek için faiz oranının enflasyondan yüksek olması gerekmektedir. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde düşük ve orta gelirli kesim, faiz oranlarının enflasyondan düşük olacağı düşüncesiyle tasarrufların finansal araçlara yönlendirmekten ziyade harcama yoluna giderek, tüketim harcamaları artacaktır. Dolayısıyla talebin artması enflasyonun daha da

yükselmeye neden olacaktır. Böylelikle düşük ve orta gelirli kesim tasarruf etmekten vazgeçecek ve yatırımlar için gerekli olan kaynakların azalması ile sonuçlanacaktır. Daha yüksek faiz oranları, maliyeti arttırdığı için yatırım yapmaktan kaçacaklardır. Başka bir deyişle, faiz oranları arttığında, yatırımlar aşağı iner, çünkü borç almak daha pahalı ve para kazanmak daha cazip hale gelir. Yüksek gelire sahip kesim ise enflasyon dönemlerinde zenginliği artacağı daha fazla tasarruf edecektir. Fakat enflasyon nedeniyle reel faiz oranı düşük olması tasarrufların finansal araçlardan altın, arsa gibi menkul kıymetlere kaydıracaktır. Sonuç olarak enflasyon dönemlerinde tasarruflar azalacak buna bağlı olarak da yatırımlar azalacak ve üretimi azaltacak, enflasyonu dahada arttıracaktır (Eregha, 2010; Haji, 2012: 9; Bocutoğlu, 2014: 96- 97).

Tüketim gelire, yatırım ise karlılıkla ilişkilidir. Tüketim harcamaları gelirdeki artışla mümkün olacaktır. Gelir de yatırımın artmasına bağlıdır. Yatırım kararlarının alınmasında faiz ve sermayenin marjinal verimliliği olmak üzere iki unsur etkilidir. “Yatırımların kârlılığı, sermayenin marjinal verimliliği ile faiz oranları arasındaki farkın büyüklüğüne bağlı olarak değişmektedir. Bu bağlamda sermayenin marjinal verimliliği sabitken faiz oranlarında meydana gelen bir düşüş yatırımların kârlılığını artıracığından yatırımların, üretimin dolayısıyla ekonomik büyümenin artmasına neden olacaktır.” (Demirgil; 2017: 61).

Faiz oranlarının yükselmesi sıcak para girişini artırarak döviz miktarının artmasına ve kurunun düşmesine sebep olacaktır. Bu durum yurt içinde ithal malların (tüketim-üretim için ara mallar) daha ucuz olması nedeniyle ithalatı artırırken, yurt içinde üretilen malların yurt dışı için pahalı olması nedeniyle ihracat azaltacaktır. Bunun doğal sonucu olarak da dış ticaret dengesi olumsuz etkilenerek ekonomik büyümeyi azaltıcı bir etki oluşturacaktır. Faiz oranlarının düşmesi durumunda ise ülkeye sıcak para girişi azalacak, döviz miktarı azalacaktır ve kur artacağı için ithalat azalacak, ihracat artacaktır. Dış ticaret dengesinin nasıl etkileneceği ithal ve ihraç edilen malların talep esnekliğine bağlıdır. Bu nedenle dış ticareti dolaylı yoldan etkileyen faizin yükselmesiyle döviz kurunun düşmesinden dolayı ithalatın artması ve ihracatın azalmasında ya da tersi durumda dış ticaret dengesi değişecektir. Sonuç olarak faiz oranı ile ekonomik büyüme arasında farklı görüşler vardır.

Faiz oranı ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki literatürde önemli bir tartışma konusu olmuştur. Keynesyen yaklaşımın desteği ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde düşük faiz oranları yatırımı ve ekonomik büyümeyi hızlandırmış 1970'lere kadar bu değişkenler arasında olumlu ilişki genel olarak kabul görülmüştür. Fakat 1973 yılında

Mckinnon ve Shaw çalışmalarıyla yüksek faiz oranlarının yatırıma finanse eden tasarrufları arttırarak büyümeyi hızlandıracağını açıklamışlardır. Bunu nedeni Mckinnon ve Shaw'a göre gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi yavaşlatan unsur tasarrufların yetersizliğidir ve dolayısıyla yüksek faiz oranları tasarrufu teşvik ederek yatırıma ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttıracaktır (Türkay ve Demirbaş, 2012:8).

Faiz oranı ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik yapılan çalışmaların zeti izelge 2.5'te sunulmuştur. İncelenen çalışmalara göre ilgili değişkenler arasında farklı etkiler olduğu görülmektedir.

Çizelge 1.2. Faiz ve Ekonomik Büyüme Literatür Özeti

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Blanchard ve Summers (1984)	1979-1982 ABD	Zaman Serisi Analizi	Faiz oranları ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir.
Barro ve Sala-i-Martin (1990)	1840-1963 ABD 48 Eyaleti ve 20 OECD Ülkesi	Panel Veri Analizi	Faiz oranının küresel yatırım talepleri ile istenen tasarruf arasındaki etkileşim yoluyla belirlendiği küresel bir sermaye piyasası olduğu öne sürülerek faiz oranının tasarruf-yatırım dengesindeki etkiyi incelemişlerdir. Borsayı, gelirlerdeki değişiklikleri ve istenen tasarrufları hesaba katmak için yatırım talebindeki değişimler ve petrol fiyatlarındaki değişiklikler için modele dahil etmişlerdir. Araştırma bulgularına göre reel faiz oranı, reel ekonomideki değişikliklerin bir işlevidir ve para veya maliye politikası için çok az rol vardır.
King ve Levine (1993)	1960-1989 80 ülke	Panel Veri Analizi	Daha iyi bir finansal sistem için faiz dışında farklı bileşenlerin olması gerektiği belirtilerek faiz oranı ile ekonomik büyüme arasında bir ilişkiye rastlanmamıştır.
De-Gregorio ve Guidotti (1995)	1950-1985, 12 Latin Amerika ülkesi	Panel Veri Analizi	Faiz oranı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin finans sektörünün verimliliği ile ilgili olduğu belirtilmiştir.
Kuttner ve Mosser (2002)	1950-2000 ABD	Zaman Serisi Analizi	Reel faiz ile ekonomik büyüme arasında olumlu bir olduğu saptanmıştır.
Nasir ve Khalid (2004)	1971-2003 Pakistan	Zaman Serisi Analizi	Nasir ve Khalid, Pakistan için tasarruf ve yatırım eğilimlerini incelemişlerdir. Bütçe açığının, devlet yatırımının ve faiz oranının tasarrufun önemsiz belirleyicileri olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca, devlet yatırımlarının getirisinin tasarruf üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını tespit etmişlerdir. Bununla birlikte, kamu harcamaları, GSYİH'daki büyüme, tasarrufları en üst düzeye çıkarmaktadır. Kredi ve yabancı sermaye büyüme üzerinde olumlu ancak önemsiz etkileri olduğu, iç tasarruf ve faiz oranının yatırım üzerinde olumlu önemli etkileri olduğu sonucuna varmışlardır.
Akpan (2004),	1970-2002 Türkiye	Zaman serisi analizi	Endojen büyüme modelini kullanarak finansal liberalleşmenin reel faiz oranlarındaki artış ve finansal derinleşmenin ekonomik büyüme oranı üzerindeki etkisini yıllık veriler ile zaman serisi analizi vasıtasıyla incelenmiştir. Analiz sonucuna göre faiz oranlarının serbestleştirilmesinin olumlu bir etkiye sahip olmasına rağmen ekonomik büyümeyi hızlandırma etkisinin tek başına yeterli değildir.
Desroches ve Francis (2006, 2010),	1970-2004 35 ülke	Panel Veri Analizi	Yıllık veri ile reel faiz oranları ve yatırım ilişkisini incelenmişlerdir. Yatırımın ana belirleyicileri olarak işgücü büyümesindeki, borsa getirilerindeki ve finansal deregülasyondaki değişikliklere önemli olduğunu belirtmişler, tasarrufların nüfusun yaş yapısı, petrol fiyatları, devlet mali dengeleri ve gelirdeki kısa vadeli dalgalanmalar ile ilgili olduğunu ifade etmişlerdir.
Odhiambo (2009)	1969-2006 Zambiya	Zaman Serisi Analizi	Faiz oranlarının serbestleştirilmesinden kaynaklanan finansal derinleşmenin ekonomik büyümeye neden olduğunu bulmuştur.

Çizelge 1.2. Faiz ve Ekonomik Büyüme Literatür Özeti (Devamı)

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Obamaui ve Olaeranfemi (2011)	1970-2006 Nijerya	Zaman Serisi Analizi	Faiz oranının serbestleştirilmesi ile finansal reformların Nijerya'daki ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olduğu sonucuna varmışlardır. Ancak tasarrufların büyüme üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu öne sürerek, faiz oranının serbestleştirilmesinin büyüme üzerindeki olumlu etkisinin başka bir kanaldan olduğunu ima etmişlerdir.
Udoka ve Roland (2012)	1970-2010 Nijerya	Zaman Serisi Analizi	Faiz oranındaki artış GSYH azaltacağını tespit edilmiştir.
Mushtaq ve Siddiqui (2016)	2005-2013 17 İslami inancına sahip olmayan ülke 17 İslam ülkesi	Panel Veri Analizi	İslam ülkelerindeki insanların tasarruf üzerindeki faiz oranından etkisinin çok az olduğunu ancak İslam dışı ülkelerde Faiz oranının, kişi başına düşen gelirin ve enflasyonun önemli olumlu etkileri olduğunu ve ulusal harcamaların tasarruf üzerinde önemli bir olumsuz etkisi olduğunu göstermektedir.
Harswari ve Hamza (2017)	2006-2015 20 ülke	Panel Veri Analizi	Faiz oranının GSYH ve enflasyon üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu ve doğrudan yabancı yatırım üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu göstermişlerdir.
Drobyshevsky vd. (2017)	2010-2015 Rusya	Zaman Serisi Analizi	Drobyshevsky vd. sıkı para politikalarının analiz ederek, yüksek nominal ve reel faiz oranlarının düşük enflasyon beklentileri, ekonominin yabancı yatırımcılara çekiciliği, teknoloji transfer etkisi, iç tasarruf birikimi nedeniyle ekonomik büyümeyi arttıracak sonucuna ulaşmıştır. Genel olarak, Rusya Merkez Bankası'nın mevcut sıkı para politikası, oldukça değişken bir döviz kurunun yanı sıra ekonomik ajanların yüksek enflasyon beklentileri arasında yeterince makul görünmektedir ve bu nedenle ekonomik büyümeyi engellemektedir.
Lee ve Werner (2018)	1957-2008 Birleşik Krallık, Almanya, ABD ve Japonya	Panel Veri Analizi	Ekonomik büyüme, İngiltere, Almanya ve Japonya'da faiz oranına neden olduğu sonucuna varılmış, ABD'de ise iki değişken arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi saptanmıştır.
Moyo ve Ruox (2018)	1990-2015 10 ülke	Panel Veri Analizi	Faiz reformları tasarruf ve yatırım yoluyla ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Sonuçlar, daha yüksek reel mevduat oranlarının, Mckinnon (1973) ve Shaw (1973) hipotezine uygun olarak faiz oranının tasarruflar üzerinde olumlu ve önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır.
FK (2018)	1980-2016 Svaziland	Zaman Serisi Analizi	Mevduat faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı ve GSYH üzerine etkisi incelenmiş ve faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerin GSYH olumsuz etkilediği, enflasyon oranını ise olumlu bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Faiz oranındaki artış kredi maliyetini arttırdığı için GSYH azaltacaktır.
Taderera vd. (2021)	Güney Afrika Gümrük Birliği ülkeleri 1991-2018	Panel Veri Analizi	Analiz sonuçlarına göre enflasyonun ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi vardır. Faiz oranının ekonomik büyüme üzerinde hiçbir etkisi yoktur. Analize göre enflasyonun yüksek tutulmasının arzu edildiğini göstermektedir. Faiz oranının bu ülkelerde ekonomik büyüme üzerinde hiçbir etkisi olmadığı tespit edildiğinden, büyümeyi sağlamak için enflasyon arttırılabilir veya azaltılabilir.

2. FİNANSAL LİBERALİZASYON KAVRAMI ve MCKİNNON SHAW HİPOTEZİ

2.1. Finansal Liberalizasyon Kavramı

Liberalizasyon; serbestleşme anlamına gelen, ekonomik olarak hükümetin ekonomi politikaları üzerinde etkisi azaltılması ve piyasa ekonomisinin önem kazandığı politikalar bütünü şeklinde tanımlanmaktadır. Bir başka tanıma göre liberalizasyon, “mallar, hizmetler, kişiler ve sermayenin ülkeler arasında serbest dolaşımını engelleyici nitelik taşıyan ve rekabeti olumsuz yönde etkileyen ulusal kısıtlamaların kaldırılmasıdır” (Doğan, 2014: 18). Liberalizasyon, siyasi-yönetmelik mekanizmalar, ticari ve finansal piyasa müdahalelerin kaldırılması sonrasında piyasa ekonomisini temel alan, devlet unsurunu etkinliğini azaltarak ülke ekonomilerinin uluslararası entegrasyonu amaçlamaktadır. 1970’li yıllar ile 1980 yılı sonrasında yayılan liberalizasyon uygulamaları; ülkelerin ulusal mal piyasası ve finansal piyasalarını, gelişen teknolojinin katkısıyla bütünleşik hale getirerek devletlerin piyasa ekonomisine dayalı ekonomik gücü ortaya çıkarmada önemli rol almıştır (Dağdelen, 2004: 5).

Finansal liberalizasyon, genel olarak gelişmiş ülkelerde uluslararası finansal işlemlerin yine bu ülkeler için cazip kılmak amacıyla finans ve banka sistemlerinde kontrollerin, kısıtlanmaların kaldırılması veya azaltılması ile ortaya çıktığı, ülkelerin uluslararası sermaye hareketliliğinin başladığı bir süreç olarak belirtilmektedir (Durusoy, 2000: 15).

Finansal liberalizasyon dar anlamda finans sektöründeki hükümet kontrollerinin kaldırılması olarak tanımlanmaktadır. Geniş anlamda ise döviz giriş-çıkış denetlemelerinin hafifletilmesi ya da kaldırılması, yabancı kuruluşların finansal sisteme girişlerindeki kontrollerin azaltılması, yurtdışı kuruluşların uluslararası finansal piyasalara girişlerine olanak sağlanması, finansal kazançlardaki vergilerin azaltılması gibi faktörleri içermektedir (Williamson ve Mahar, 2002:9). Finansal işlemleri daha etkin hale getirmek ve kaynak tahsisini kolaylaştırmak amacıyla fon akışının düzenlenmesi ve piyasa güçleri tarafından finansal işlemlerin serbest olduğu politika sürecidir (Johnston ve Sundararajan,1999: 2-3). Aynı zamanda bu süreç, düzenleyici mekanizma çerçevesi içinde serbestleştirilmiş piyasa odaklı bir sisteme ulaşmak amacıyla finansal sistemi ve yapısını kısıtlamaların kaldırılması veya azaltılması olarak görülmektedir (Agnali ve Mequery, 2015: 3). Kaminsky ve

Schmukler'e (2003) göre finansal liberalleşme, yabancı sektörün sermaye hesabının, yerli finans sektörünün ve yerli finans sektöründen ayrı olarak görülen borsa sektörünün deregülasyonundan oluşur (Kılıç, 2012:111-112).

Finansal baskının ortadan kaldırılması ve finansal derinleşmenin gerçekleşebilmesi için etkin kaynak dağılımı neticesinde ekonomik büyümenin hızlanmasını sağlayan finansal liberalleşme, genel olarak aşağıdaki uygulamaları kapsamaktadır (Williamson ve Mahar, 2002:8; Beim ve Calomiris 2011:119; Beju ve Ulici, 2012: 793).

- Faiz kontrollerinin ortadan kaldırılması,
- Kredi kontrolünün kaldırılması,
- Kamulaştırılmış bankaların özelleştirilmesi,
- Yabancı banka rekabetinin önem kazanması,
- Sermaye hareketlerinin liberalizasyonudur.

Finansal liberalleşme politikaları ilk olarak 1970'li yıllarında sonlarında Güney Amerika'da, Arjantin, Uruguay ve Şili'de uygulanmıştır. Bu ülkelerde faiz oranındaki kısıtlamalar kaldırılmış, bankalar özelleştirilmiş ve rekabete açık hale gelmişlerdir. Bunların yanında sermaye hareketlerinde de liberalleşme gerçekleştirilmiştir. Bu ülkelere önemli ölçüde sermaye girişi olmuş ve hızlı borçlanma ile sonuçlanarak ülkeler kriz ile karşı karşıya kalmışlardır (Williamson ve Mahar, 2002:7). Yaşanan krizler sonucunda liberalleşme politikalarını sorgulanmasına yol açmış ve uygulamaların yanlış sıralamaya dair olabileceği öne sürülerek yeni bir literatür gelişmiştir. "Bu literatürde hakim olan görüşü, yurt içi finansal sistemin deregülasyona tabi tutulmasından evvel, reel sektör reformlarını tamamlama, ölçülü denetimin olduğu sağlam bir sistem geliştirme ve makroekonomik ortama istikrar kazandırmanın gerekliliğini öne sürmeye bağladı. Bu temel oluşturulduktan sonra, politika yapıcılara, rekabetin aşırı faiz oranlarını önleyeceği ve kredileri (etkin bir şekilde) dağıtacağına güvenilerek, piyasaya dayalı faiz oranlarını yürürlüğe koymaları ve krediler üzerindeki kontrolleri kaldırmaları önerildi."(Dağdelen: 2004: 22-23). Bunların yanında sermaye hareketlerinin liberalizasyonu da sürecin sonuna eklenmesi belirtilmiştir. 1900'lü yıllarda ülkelerde finansal liberalleşme politikaları bu adımlar dahilinde uygulanmıştır. Dolayısıyla finansal liberalleşme süreci finansal sektör politikaları üzerindeki kısıtlamaların azaltılmasını içeren iç sektörün liberalleşmesi, daha sonra ticaret ve dış sermaye hesabı açıklığı ile takip edilmekte ve dış finansal liberalleşme

ile sona ermektedir (Williamson ve Mahar, 2002:9; Mishkin, 2006: 53 Ahmed ve Islam 2009;).

2.1.1. İç Finansal Liberalizasyon

İç finansal liberalizasyon, yurt içindeki finansal sektör üzerindeki devlet kontrolün ve sınırlamaların kaldırılmasını ifade etmektedir. Finansal kontrolün ortadan kalması ile birlikte Merkez Bankası, açık piyasa işlemleri, reeskont ve zorunlu karşılıklar politikası gibi geleneksel para politikası araçlarının önemini yitirdiği ana politika aracı olan mevduat faiz oranını arz ve talebe göre belirlenmesine izin vermektedir. Bununla birlikte kredi faiz oranları da piyasa tarafından belirlenmektedir. Bu kapsamda oluşan faiz oranı piyasa denge faiz oranıdır (Öztürk ve Kuşçu, 2011:13,14).

İç finansal liberalleşme sürecinde banka sektörünün liberalleşmesi önemli bir faktördür. Bankaların kredi vermesinde devlet yönlendirmesi devam ettiği sürece finansal araçların kredi portföyünde gelişme sağlanamayabileceği ileri sürülmektedir. Dolayısıyla bu süreçte kamu bankaları özel finans kuruluşlarına göre daha az etkin olması kamu bankalarının özelleştirilmesi işlemi gereğini doğurmuştur. “Bankacılık sisteminde yapılan özelleştirmelerin temel amacı, sistemde devletin yaratacağı düşünülen çarpıklıkları minimum düzeye indirmek ve ekonominin gidişatını piyasa koşullarına bırakmaktır. “(Yaşgöl, 2003: 10).

İç finansal liberalleşme ile ilgili diğer unsurlar aşağıdaki gibidir (Zhang, 2019):

- Finansal ajanlar için faiz ve getiriler üzerinde kontrollerin azaltılması veya kaldırılması,
- Bankaların özelleştirilmesi, sektörlere daha fazla kredi olanağı verilmesi,
- Finansal piyasalara giriş ile finansal işlemler için gerekli şartların uygun hale getirilmesi,
- Finansal sistem için denetleyici ve düzenleyici kurumların etkinliğinin sağlanması, (Ghosh, 2005: 2,3)
- Firma ve finansal araçlar için fon kaynaklarının sağlanması ve finansal araçların sayısını arttırmaktır (Ghosh, 2005: 2,3).

2.1.2. Dış Finansal Liberalizasyon

Dış finansal liberalizasyon, uluslararası finansal piyasalar için kontrolün kaldırılması ya da hafifletilmesidir. Ülke yerleşiklerinin hem yurt içi hem de yurt dışı piyasalarda kolaylıkla işlem yapma imkanı vermektedir. Kazgan (2003) 'a göre yurt içinde yaşayanların yurt dışı piyasalara sermayelerini transfer etmesi ve ülke yerleşigi olmayanların ise iç finansal piyasalara sermaye aktarmasını olanaklı kılması ödemeler bilançosunun sermaye kaleminin serbestleşmesini belirtmektedir. Yurt içi ve yurt dışı sermaye transferlerinin yanında yurt içinde yaşayanların işlemlerini döviz aracılığı ile yapması dış finansal liberalizasyonu oluşturmaktadır (Cicioğlu, 2009: 97). Dış finansal liberalizasyon unsurları şu şekildedir (Ghosh, 2005:3,4):

- Yabancı sakinlerinin yerli finansal varlıkları tutmasına izin verilmesi ve yeni finansal firmaların girişine ilişkin kontrollerin seyretilmesini veya kaldırılması,
- Yurt içinde yaşayanların yabancı finansal varlıklara sahip olmalarına kolaylık sağlanması,
- Dövizlerin piyasalarda serbestçe tutulması ve işlem görmesine yönelik çalışmaların yapılmasıdır.

İç finansal liberalizasyon bankacılık sektörünü ve sermaye piyasalarını içerirken, dış finansal liberalizasyon öncelikli olarak sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasını kapsamaktadır (Agnali ve Mequery, 2015:3).

Dış finansal liberalizasyon sürecinde sermaye giriş ve çıkışlarında birtakım ön koşullar belirlenmiştir. Sermaye girişlerindeki kısıtlamaların kaldırılmasındaki ön koşullar aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Williamson ve Mahar, 2002: 59):

- Sermaye kontrolleri kaldırılmadan en az iki yıl önce ticari liberalizasyonun başlatılması,
- Kontrollerin kaldırılmasına kadar olan üç yıl içinde, ortalama mali açığın GSYH'nin %5'inden daha az olması,
- En az iki yıl önce yurt içi finansal liberalizasyonun başlatılması ve yerli-yabancı bankaların bankacılık sektörüne girişlerinin serbestleştirilmesi,

- Bankacılık sektöründe kamu mülkiyetinin, kontrollerin kaldırılmasından en az iki yıl önce %40'ın altına düşürülmesi,
- Piyasa esaslı bir finansal sisteme göre uyarlanması, ölçülü bir denetleme sisteminin oluşturulmasıdır.

Sermaye çıkışındaki ön koşullar ise şu şekildedir (Williamson ve Mahar, 2002: 61):

- Yurt içi faiz oranlarının liberalizasyonu,
- Sürekli olduğu algılanan bir politik rejim (Sermaye hareketlerindeki liberalleşmenin gerçekleştiği dört yıl içinde sermaye hareketlerini kısıtlayıcı bir politika uygulanmamasın içermemesidir.)
- Kontrollerin kaldırılmasından önceki üç yılda GSYH'nin %5'inden daha az mali açık olarak tanımlanan mali disiplin,

2.3. Finansal Liberalizasyonun Etkileri

2.3.1. Olumlu Etkileri

Finansal liberalleşme ile faiz oranlarının yükselmesi tasarruf hacminde artışa yol açarak yatırım için fonların kullanılabilirliğini arttırmaktadır. Ayrıca finansal liberalleşmenin finansal piyasadaki rekabeti arttırmaktadır. Böylece finansal sistem gelişerek daha fazla finansal aracılık hizmeti ve finansal araçların oluşmasına önem rol oynamaktadır. Finans sisteminde ulusal tasarruflar kadar uluslararası tasarrufların yer alması finansal derinleşmeyi göstermektedir ve finansal aracılık hizmetlerinin artışı finansal sistemdeki fonların reel sektöre aktarılma olarak tanımlanan finansal derinleşmenin gerçekleşmesinde etkili olmuştur. Dolayısıyla finansal sistemdeki fonlar reel sektöre ne kadar çok akışı sağlarsa o kadar finansal derinleşme büyük olacak ve ekonomik büyüme hızlanacaktır (Bakan, 2017: 8).

Finansal liberalleşme, finansal araçların ve kurumların sayısındaki artış, finansal piyasaların genişlemesine ve finansal derinliğe katkıda bulunmaktadır. Para ve sermaye piyasalarının gelişmesine yol açarak tasarruf hacmini, sermaye birikimini ve yatırım fırsatlarını artırarak istihdama ve büyümeye katkıda bulunur. Finansal yeniliklerin çeşitliliği ve finansal hizmetlerin kalitesi ve işlevselliği, piyasada yaratılan fonların reel sektöre etkin bir şekilde aktarılmasını sağlar. Yatırımcıların likidite yaratma ve tasarruflarını verimli

yatırım alanlarına yönlendirme yeteneklerinin, piyasa risklerini azaltarak ülke ekonomisini güçlendirdiği belirtilebilir (Erkişi ve Ceyhan, 2019:100)

Finansal liberalizasyonun en önemli etkisi sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Sermaye hesabının serbestleşmesiyle bir ülkede ulusal paranın dönüştürülebilirliği bu sürece dahil olacak, finansal derinleşme sağlanarak ekonomik büyümeyi hızlandıracağı beklentisi olacaktır (Kırman, 2017: 20).

Sermaye hareketlerinin liberalleşmesiyle birlikte banka ve finans kurumları herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmadan yurt dışından borçlanabilmektedir. Borç alma veya vermede döviz kuru sermaye akımları tarafından yönlendirilmiş, ulusal para kısa dönemde önem kazanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde liberalleşme hareketleri; sermayenin kıt olması, ülke risklerinin yüksek olması gibi nedenlerle yurt içerisindeki faiz oranlarının uluslararası faiz oranı düzeyinin çok üstüne çıkmasıyla sonuçlanmış, uluslararası sermaye girişlerine yol açarak finansal piyasaların entegrasyonu ve piyasalarda rekabeti sağlamıştır (Bakan, 2017: 8-9).

Finansal liberalizasyon politikalarıyla, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalara girişi tasarrufların, gelişmiş ülke piyasalarından gelişmekte olan ülke piyasalarına aktarılmasına olanak sağlamıştır. Böylelikle gelişmekte olan ülkeler için de büyüme kaynağı sağlanmış olmaktadır (Kırman, 2017: 30).

Finansal liberalleşmenin bir başka etkisi sermaye girişinin hızlanmasıyla ülkede üretimin artması, yeni teknolojik gelişmeler, bilgi akışı, uzmanlık, rekabet edebilme gücü ve döviz girişinin yükselmesini sağlamaktadır. Sonuç olarak finansal liberalleşme ülkeye sermaye girişini olanaklı hale getirmesi reel sektör açısından uzun dönemli, düşük maliyetli bir üretim sürecini mümkün kılmaktadır (Kırman, 2017: 20-21).

Finansal hizmetleri gerçekleştiren piyasalar ve kurumlar, finans sektöründe verimliliğin artmasına neden olmaktadır. Finansal liberalleşme, tasarrufları teşvik ederek ve tasarrufların verimli kaynak tahsisi yoluyla üretken alanlara yönlendirilmesini sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunur. Ayrıca, finansal liberalleşme beşeri sermaye ve yeni üretim teknolojilerindeki gelişmeler sonucunda gelişmekte olan ülkelerin uzun vadeli ekonomik performansını olumlu yönde etkilemektedir (Erkişi ve Ceyhan, 2019:100).

Diğer yandan sermaye hesabı liberalizasyonu ile ekonomik büyümeyi artırmak, kaynakların etkin dağılımı ve ulusal finansal sistemi üzerinde olumlu etkileri vardır. Genel olarak finansal liberlizasyon politikaları ile özellikle sermaye hesabının serbestleşmesi maddeler halinde açıklanabilir (Ishii vd., 2002: 7):

- **Uluslararası Tasarruf Dağılımı:** Sermaye hareketliliği ile tasarruflar hem yurtiçinde hem de yurtdışında en yüksek getiri oranlarına sahip olan yatırımların finansmanı için kullanılmaktadır. Yatırımların fon ihtiyacını karşılayan kredilere yönelik müdahalelerin kaldırılması, sermaye akışlarını hızlandırmıştır. Finansal serbestleşme sonucu uluslararası sermaye hareketleri tasarrufların ve doğrudan yabancı yatırımların verimliliği için önemli rol oynamaktadır. 1980’de yaşanan kriz sermaye akışlarının yapısı değiştirerek banka kredilerinden daha çok doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırım etkili olmuştur. Portföy yatırımları hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetlere yapılan yatırımlardır. Liberalleşmeyle 1980 sonrasında doğrudan yabancı yatırımlar ise ülkeye sermaye girişini sağlayarak arzın artması ve faizin düşmesine neden olmuştur. Yatırımları artmasıyla işgücü talebi ve ücretlerde artış yaşanmıştır (Gür, 2014:21). Hanehalkı ve firmalar için risk paylaşımı sağlayan sermaye hareketliliği ülke teknolojinin gelişmesi, uzmanlaşma, istihdamı olumlu yönde etkileme açısından önemlidir.
- **Teknoloji Transferi:** Teknolojinin aktarılması, teknolojiyi üretme ve daha iyi yönetim uygulamalarını iletmek doğrudan yabancı yatırımı için bir kanaldır. Doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyümeyi arttırırken aynı zamanda teknolojinin aktarılmasında önemli bir etkendir. Bu ekonomik kalkınma verimliliği arttırmak ve ekonomik büyümeyi artırma teknoloji ve know-how transferi, toplam üretkenliği arttırır ve ekonomik büyümenin artmasına yardımcı olmaktadır (Prasad vd. 2004: 36).
- **Finansal Sistemin Gelişmesi:** Uluslararası portföy hareketliliği hem finansal piyasalardaki likiditeyi hem de kurumlardaki yabancı ortaklığı arttırabilmektedir. Bununla birlikte ilk olarak, yabancı bankaların farklı ülke ekonomilerinde katılımı uluslararası finansal piyasalara erişimi kolaylaştırabilir. İkincisi, yerli bankacılık sektörünün düzenleyici ve denetleyici çerçevesini geliştirmeye yardımcı olabilir. Yabancı bankalar genellikle çeşitli yeni finansal araçlar ve teknikler sunar ve ayrıca iç pazarlarda teknolojik gelişmeleri teşvik eder. Yabancı bankaların girişi, rekabeti

artırma eğilimindedir ve bu da yerli finansal hizmetlerin kalitesini artırabilir (Prasad vd. , 2003: 23). Finansal liberalizasyon hem yurt içinde hem de yurt dışında, rekabeti güçlendirerek ve finansal derinliği artırarak finansal sistemin verimliliğine ve finansal piyasaların gelişimine katkıda bulunur.

- **Likidite ve Dalgalanmaların Yumuşatılması:** Sermaye hareketliliği, özellikle piyasada dalgalanmaların olduğu dönemlerde likidite sıkışıklığını azaltarak finansal istikrara katkıda bulunur.
- **Risk Çeşitlendirmesi ve Şoklara Karşı Dayanıklılık:** Sermaye hesabının liberalleşmesiyle sermaye girişlerinin artması, yatırımı ve ekonomik büyümenin gerçekleşebilmesiyle fon kullanılabilirliğini arttırmaktadır. Bu durum firmalar için finansman maliyetlerinin azalmasına ve dolayısıyla yatırımların artmasıyla sonuçlanacaktır. Ayrıca, finansal liberalleşme, bankalar gibi finansal kurumlar tarafından risk çeşitlendirme olanaklarının artmasını da olumlu yönde etkilemektedir. Bu aynı zamanda kredi maliyetini ve sermaye maliyetinin azalmasına, yatırım ve büyümenin artmasına neden olmaktadır. Yabancı ve yerli yatırımcılar arasında artan risk paylaşımı fırsatları, risklerin çeşitlendirilmesine yardımcı olabilir. Bu çeşitlendirme, firmaları daha fazla toplam yatırım yapmaya teşvik eder ve böylece büyümeyi artırır. (Hermes ve Lensink, 2008:1-2).
- **Daha Fazla Pazara Yönelim:** Finansal liberalizasyonla birlikte ülkelerin uluslararası piyasalara açılması fonları sınırların ötesine taşıma imkanları risk yönetimiyle birlikte makroekonominin daha iyi yönetilmesine katkı sağlar ve daha genel olarak ekonomik reformları teşvik edebilir. Uluslararası finansal entegrasyon, hükümetin gelecekteki bir politika seyrini güvenilir bir şekilde taahhüt etmesi üzerindeki etkisi sayesinde bir ekonomideki verimliliği artırabilir. Bir başka değişle finansal entegrasyonun disipline edici rolü, bir ekonomideki yerli yatırımın dinamiklerini, makroekonomik politikalardaki değişikliklere yanıt olarak sermayenin daha üretken faaliyetlere yeniden tahsis edilmesine yol açabilir. Bunun yanı sıra hükümetlerin sermaye üzerine vergi politikaları yatırımların azalmasına ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceği eğilimindedir (Prasad vd. 2004: 15).

- **Daha Yüksek Yatırım ve Daha Yüksek Büyüme:** Finansal liberalizasyonla ülkeye yabancı sermaye girişi kaynak artışını sağlayarak, kaynakların doğru yönetimi verimli yatırımları finanse ederek daha yüksek büyümeye yol açmaktadır.
- **Kaynak İsrafını Azaltmak:** Sermaye hesaplarının serbestleştirilmesi, sermaye kontrollerinin uygulanması ve rüşvetçilik fırsatlarını, yolsuzluğu yok ederek gereksiz kaynak kullanımı azaltmaktadır. Finansal gelişme, birikmiş sermaye için erişilebilir kaynaklarda bir artış sağlar. Böylece, finansal sistemdeki gelişmeler ekonomik büyüme oranını arttırır. Ayrıca finansal liberalleşme, bankalar gibi finansal kurumlar tarafından risk çeşitlendirme olanaklarının artmasına katkıda bulunmaktadır. Bu aynı zamanda kredi maliyeti ve firmalar için sermaye maliyetinin azalmasına olanak sağlayarak büyümenin artmasına neden olmaktadır

Sonuç olarak finansal liberalleşme ile birlikte finansal işlemlerin artması ve hızlı hale gelmesi; kurumların etkin çalışarak uzmanlaşmayı teşvik etmesi, rekabet nedeniyle yurtiçindeki finansal sektörde verimlilik artışı, tasarrufların verimli yatırımlara yönelmesi ve ülke vatandaşlarına ürün çeşitliliği ile riskten korunmayı sağlamıştır (Aslan; 1997: 61).

2.3.2. Olumsuz Etkileri

Finansal liberalizasyon sonucu tasarruf ve yatırımın artmasıyla ekonomik büyümenin gerçekleşmesine rağmen kısa vadeli yatırım ve finansal istikrarsızlık sonucuyla finansal krizlerin meydana gelebilecektir (Özşahin, 2011: 46). Başta Kaminsky ve Reinhart (1999), Deminguc-Kunt-Detragiache (1998) çalışmaları olmak üzere finansal liberalizasyon politikaları, finansal sektördeki gelişmeyi olumsuz etkileyerek, banka sisteminin kırılganlığını arttıracakları sonuçlarına ulaşmışlardır. Finansal deregülasyonun gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık krizine katkıda bulunduğu görüşü Sundararajan ve Balino (1990) tarafından da desteklenmektedir. Sundararajan ve Balino (1990) çalışmasına göre finansal deregülasyonun banka sisteminin etkileme kanalları aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Bankacılık sektörüne girişin kolaylaşması ve faiz oranlarının uygulanmasının kaldırılması, deregülasyon politikasına uyulmaması, bankacılık denetim ve düzenlemenin güçlendirilmesi durumunda aşırı risk alınmasına neden olabilir.
- Bankacılık sisteminin kurumsal yapısı, bankacılıkta tekelcilik, ahlaki tehlike, olumsuz seçim nedeniyle piyasa başarısızlığına karşı savunmasız olan borç verme sistemlerine yol açabilir.

- Finansal sektörün deregülasyonu, finansal olmayan sektör firmalarının yeterli olmayan yükümlülük yapısı ile birlikte kredi talebinde aşırı artışa neden olarak enflasyon gibi makroekonomik değişkenleri olumsuz etkileyebilir.
- Finansal deregülasyonun ardından, kredi piyasalarındaki istikrarsızlık sadece esnek olmayan bir kredi talebinden değil, aynı zamanda yüksek bir kredi oranı nedeniyle kredi rasyonlamasından da kaynaklanabilir.
- Deregüle edilmiş bir finansal sektör ortamı ile başa çıkmak için uygun denetim mekanizmasının oluşturulması gerekmektedir. Buna ek olarak, zayıf denetim-düzenleme ve siyasi müdahaleler ile takip edilirse yetersiz denetimle başarısız sonuçlanacak, daha fazla finansal deregülasyon politikasına yol açabilecektir.

Finansal liberalleşme sonucu yüksek miktarda sermaye girişi yerli paranın değer kaybetmesine neden olmakta, ihracatçı sektörün rekabet gücünü kırarak dış ticaret dengesini olumsuz etkilemekte ve ülkeyi ithalata bağımlı hale getirmektedir. Ayrıca, aşırı sermaye girişi ile birlikte cari açığın artması, yabancı yatırımcılarda güven bunalımı ve devalüasyon beklentisi içine girilmesi ani sermaye çıkışlarına yol açmaktadır. Bu nedenle reel ekonomik sektörler bir düşüş sürecine girmektedir. İç ve dış piyasalar arasındaki faiz oranlarındaki farklılık, uluslararası borç verenler ve yatırımcılar yurtdışından yoğun bir şekilde borç almaktadır. Bu nedenle, tüm gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin, reel ekonominin durgunlaşmasına, borsa spekülasyonlarına neden olabilmektedir. (Ghosh, 2005: 13).

Finans piyasasında spekülasyon, özellikle işlemlerde artışlar ulusal paranın değerini etkilemektedir. “Sermaye hareketleri özellikle kısa vadeli spekülatif sermaye hareketleri şeklinde gerçekleştiğinde piyasalarda istikrarı bozarak para politikasının güvenilirliğini azaltmaktadır. Bu süreçte Merkez Bankalarının para otoritesi işlevi giderek kısıtlanmakta, ulusal ekonomilerin para piyasaları da dışsal ögelerin spekülatif dalgalanmaları altında kontrolden çıkmaktadır. Böylece ulusal ekonomilerin reel sektörleri ve finans kesimi birbirinden giderek uzaklaşmakta ve aynı zamanda spekülatif kazançları besleyerek gelir dağılımında bozulmaya yol açmaktadır.”(Bilir, 2006: 35). Diğer olumsuz etkiler ise şu şekilde sıralanabilir (Soyak, 2002: 17):

- Kısa vadeli yabancı yatırımlar sırasında ülkeye giren yabancı paralar, ülke parasının girişi, para birimlerinin değerini değiştirmektedir.
- Uluslararası piyasalarda dalgalanmalarda daha hassaslık meydana gelecektir.

- Daha önce de belirtildiği gibi, ulusal ekonomi politikalarının etkinliği azalmaktadır.
- Finansal piyasalarda fiyatlar aniden yükselebilmekte ve dalgalanmalara yol açabilmektedir.
- Fiyatlar genel düzeyinde yükseliş olabilmektedir.
- Ulusal şirketler yabancı şirketlere karşı cephe alan faaliyetlerde yer almaktadır.

2.4. Finansal Baskıdan Finansal Liberalleşmeye

Finansal baskı, bir ülke ekonomisinde finansal piyasalar üzerindeki hükümet kısıtlamaları, kontrolleri olarak ifade edilmektedir. Bu kavram ilk defa Ronald Mckinnon ve Edward Shaw tarafından kullanılmıştır. Mckinnon finansal baskıyı, fiyat kontrolleri ile finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasına izin verilmemesi durumunda finansal sistemin müdahaleci bir mekanizmaya maruz kaldığını belirtmiştir. Finansal baskı politikaları Finansal liberalleşme öncesi dönemde ülke ekonomilerine fayda sağlayacağı düşüncesiyle uygulanmıştır. “Finansal serbestleşme uygulamalarına karşı olan finansal baskı politikalarının faydaları çeşitli noktalarda tartışılmaktadır. Finansal baskı politikaları hükümetin para arzını ve faiz oranını daha iyi kontrol etmesini sağlayarak yatırım miktarını ve böylelikle de ekonomik büyümeyi arttıracaktır. Finansal baskı politikalarının yararından bahseden bir diğer tartışmaya göre ise sermaye kıt ekonomilerde gayri resmi piyasalar üzerinde hükümet denetiminin gerekliliğinden ileri gelmektedir. Finansal baskı mekanizması faiz oranları ve döviz kuru politikalarına dayanmaktadır. Finansal baskı politikalarından finansal serbestleşmeye geçiş ekstra bütçe ölçüleri gerektirecek, bütçe sorunlarına sebebiyet verebilecektir. Zira finansal serbestleşme ile birlikte mali açıklar artabilecek, hükümetin senyorej gelirleri azalacak ve borçlarını piyasada belirlenen faiz oranları üzerinden ödemek zorunda kalacaktır. “(Çetin, 2010: 72).

Finansal baskı, ekonomide bir dizi hükümet düzenlemesinin finansal sistemin ve araçlarının tam kapasitede çalışmasını engellediği politikalar. Bir diğer ifade ile finansal liberalizasyonun temelini oluşturan finansal baskı gelişmekte olan ülkelerde hükümetlerin finans sektörüne uyguladığı, finansal varlık fiyatları, faiz oranlarını ve döviz kurlarını bozan ve finansal araçların faaliyetlerini tam potansiyellerinde engelleyen bir dizi politika, resmi düzenlemeler ve gayri resmi kontrolleri ifade eder (Roubini ve Martin, 1995; Denizer vd., 1998:2).

Finansal baskı, hükümetlerin, bankacılığa giriş kısıtlaması, yüksek rezerv oranı, banka kredileri ve faiz oranları ile ilgili yasal tavan, selektif kredi uygulamaları politikalarıdır. Finansal baskı bazen nispeten yüksek rezerv gereksinimleri (veya likidite gereksinimleri), menkul kıymet işlem vergileri yasaklanması ile ilişkilidir. Finansal baskının ana hedeflerinden biri, faiz oranlarını daha rekabetçi piyasalarda olduğundan daha düşük tutmaktır. Diğer deyişle belirli bir borç stoku için hükümetin faiz giderlerini azaltmasıdır. Yani finansal baskıyla negatif reel faiz oranı hükümetin borç miktarını azaltmaktadır. (Reinhart, 2012: 38; Jafarov vd., 2019: 7).

Finansal baskı uygulamalarının gerekçeleri şu şekildedir (Roubini ve Sala-i-Martin 1992; Ullah ve Hashmi, 2018: 276):

- Bankacılık sisteminin sıkı kontrolü ve düzenlenmesinin para otoritelerinin para arzı üzerinde daha iyi bir kontrol sağlanması,
- Hükümetlerin piyasalardan ve özel bankalardan tasarrufların optimal tahsisinin ya da sosyal açıdan ne tür yatırımların az ya da çok arzu edildiğine dair bilgi sahibi olması,
- Bütçe açıklarının krediler ile tahsis edilmesi nedeniyle kredilerin verimsiz kullanılması,
- Selektif kredi uygulamasıyla özellikle sanayi sektörü için hükümetin bir banka gibi hareket etmesi, kredi tahsisinin verimliliğini önemli ölçüde artırabileceğini belirterek yönlendirilmiş kredi programlarının belirli alanlarda kullanılmasına dayalı politikaların üretimi ve verimliliği arttıracığı düşüncesi,
- Finansal baskı politikası uyarınca, reel faiz oranlarını piyasa denge seviyelerinin altında tutarak kamu finansmanı sağlamak,
- Rekabetten korunan öngörülebilir bir kredi ortamı yaratarak orta vadede finansal istikrarı korumaktır.

Mckinnon ve Mathieson (1981) finansal olarak bastırılmış ekonomilerin dört özelliğini açıklamaktadır. İlk olarak, iç finans sektörü, sermaye hesabının sıkı kontrolüne bağlı olması nedeniyle dış piyasalardan izole edilmiştir. İkincisi, birincil piyasalar genellikle önemsizdir ve para sistemi, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında bir köprü olarak önemli bir rol oynamaktadır. Üçüncüsü, hükümetler istenen harcama seviyesinin

gerçekleştirilmesi için gerekli kaynakları sağlamak amacıyla gelir elde etmek için müdahale edilmektedir. Son olarak, düşük faiz rejimi altında, yetkili makamlar kredi sübvansiyonları sağlar ve kamu finansmanındaki açığı kapatmak için yeterli kaynak sağlanmazsa, enflasyonda bir artış muhtemeldir (Özdemir, 2013: 9-10).

1960'lı yıllarda devalüasyonu önlemek, uluslararası büyümeyi desteklemek için doların altına sabitlenmesi, diğer para birimlerinin dolara sabitlendiği ve İkinci Dünya Savaşı sonrasında belirlenen ilk döviz kuru sistemi olan Bretton Wood sistemi uluslararası düzeyde finansal sistemi düzenlemeyi amaçlamıştır. Bu sistem ile birlikte Dünya Bankası ve İMF kurulmuş, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra da finansal sistemlerin gelişmesinde önemli rol oynamıştır. 1946 - 1973 yıllarını kapsayan Bretton Woods sisteminde, döviz kurundaki değişimin sebebi, ülkelerin sadece ödemeler dengesinde açık ya da fazlalık vermesi ile alakalı olacağını ve bu açık ya da fazlalık verme durumu ancak uluslararası müzakere süreci ve rekabet ortamı yaratmadan düzenlenmesini amaçlamıştır (Eğilmez 1997: 18-19). Bu kurumun asıl amacı finansal gelişmişliğe dayalı ekonomik büyümeyi sağlayarak, uluslararası sermaye hareketlerini kontrol etmektedir. 1973'de dolara dayalı kurun çökmesiyle uluslararası düzeyde kurun oynaklığı petrol krizi ile birlikte sermaye hareketleri başlamıştır. Sermayenin daha çok finans alanında yer alması nedeniyle sermaye, GÜ'lerden ekonomik sıkıntı içerisinde olan GOÜ'lere kaymaya başlamıştır. Finansal baskının yavaş yavaş ortadan kalkmasıyla Dünya'da finansal sisteme dayalı yeni bir düzen yaratılmış ve bu yeni düzenin fırsatlarından faydalanmak isteyen ülkeler devlet müdahalesinin bulunmadığı finansal baskı ortamı yerini finansal liberalleşmeye bırakmaya başlamıştır (Tuncel, 2010: 5,6).

Serbestleşme politikalarının çoğu 1980'lerin sonundan ve 1990'ların başında uygulanmaya başlanmıştır. Bu süreçte değişen sistem için IMF ve Dünya Bankası, GOÜ için bir dizi yapısal uyum plan uygulamıştır. Dikkate alınan temel politika reformlarına dayalı faiz oranı kontrolleri kaldırarak, kredi kontrolleri rahatlatıcı, yurtiçi ticari bankalar, bankacılık sektöründeki ihtiyati düzenlemeler ve denetimi, sermaye hesabı ve finansal kurumlar, menkul kıymetler piyasası ve finansal sisteme serbest giriş ve çıkış üzerindeki kısıtlamaları azaltılmaya çalışılmıştır. Zorunlu karşılık oranının belirlenmesinde, bankaların kredi verme kararlarında hükümet müdahalesinin azaltılmıştır. Bu tür reformlar, finansal sistemde daha iyi kaynak tahsisini teşvik etmek; döviz ve kredi sistemlerinin piyasa ekonomisini geliştirmek, finansal kurumlar ve piyasalar için rekabeti artırmak amacıyla

denetim ve düzenlemelerini güçlendirmeyi içermektedir (Beju ve Ulici, 2012: 793; Ullah ve Hashmi, 2018: 276: 277).

GOÜ'lerde banka sistemi gelişmiş olmaması, finans mekanizmalarının yetersiz oluşu veya sığılı nedeniyle finansal liberalizasyon politikaları bu ülkelerde etkileri daha fazla hissedilmektedir. Hisse senedi piyasalarının gelişmemiş olması, gelişmekte olan ülkelerdeki şirketler, yatırım ve büyüme için gerekli sermayeyi sağlamak amacıyla bankalara güvenmektedirler. Bankacılık sektöründeki gelişmelerin hız kazanması, petrol fiyatındaki artışlar uluslararası sermaye hareketlerinde katkıda bulunarak önemli gelişmelerin yaşanmasına sağlamıştır. Finansal işlemlerin küreselleşmeye katkısının bir diğer unsuru da emeklilik sistemidir. Emeklilik fonları yatırım fonlarının ve benzerlerinin daha büyük önemine yol açan, tasarrufların yanı sıra daha yüksek getiriler şeklinde daha fazla çeşitlilik için artan talepler anlamına gelmektedir. 1980 yılı ve sonrasında artan finansal işlemler uluslararası sermaye hareketliliğinde önem kazanmış özellikle GOÜ sermayeyi kendi ülkelerine çekmek için finansal sektörde serbestleşmeye gidilerek birçok yenilik yapılmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımların artması ve tasarrufların kullanımı finansal liberalleşmeyle bankacılık ve finans kurumlarının esnekliğini arttırmış hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetler yerine swap, VDMK gibi çok daha farklı finansal enstrümanların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu finansal araçlarda riskin çok yüksek olmasına rağmen daha fazla getiriye sahip olmaları, bankaların ve diğer aktörlerin kar elde etmesine, risk paylaşımına ve çok daha yeni finansal aktörlerin sisteme girişine neden olmuştur (Ghost, 2005: 9-11).

Finansal liberalleşmede faiz oranı kanalının önemi, yurtiçi finansal piyasalar geliştikçe artacak ve hem firmalar hem de hane halkı, harcamalarını. yatırımlarını yerli para birimi ve tahvil piyasalarında veya banka kredisi yoluyla daha uzun vadelerde daha büyük ölçüde finanse etmesidir. Bu da, başta merkez bankalarının ticari bankalara kısa vadeli borç verme faiz oranları olmak üzere piyasaya dayalı dolaylı araçların rolünü artıracak ve piyasa tarafından belirlenen döviz kurları için koşulları yaratacaktır. Finansal sistemlerin serbestleştirilmesi, finansal sistemin gelişimini daha da teşvik edecektir (Gudmundsson, 2017) Özetlemek gerekirse finansal liberalleşme süreci şu şekilde gösterilebilir.

Çizelge 2.1. Finansal Liberalleşme Süreci

Finansal Baskı (1950-1980)	<ul style="list-style-type: none">•Faiz oranının kamu kurum ve kuruluşlarınca belirlenmesi,•Finansal ve bankacılık sistemindeki kısıtlamalar,•Uluslararası sermaye hareketlerine hükümetin müdahale etmesi.
Finansal Liberalizasyon (1980-1990)	<ul style="list-style-type: none">•Faiz oranlarının piyasa tarafından belirlenmesi,•Uluslararası sermaye hareketlerinin yaşanması,•Bankacılık sisteminin iyileştirilmesi•Finansal piyasaların düzenlenmesi.
Finansal Liberalizasyon Gelişmeleri (1990 ve sonrası)	<ul style="list-style-type: none">•Kontrol mekanizmalarının oluşturulması,•Kamu otoritelerinin ve uluslararası kuruluşların düzenleme ve denetimsine sağlayacak uygulamalar.

Kaynak: Tuncel (2010), Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler makalesinden yararlanılmıştır.

2.5 Türkiye’de Finansal Liberalleşme Süreci ve Türkiye Ekonomisi

2.5.1. 1980 Öncesi Dönem

1980 yılından önce ekonomide uygulanan politikalar, kalkınma planları doğrultusunda belirlenmiştir. Bu kalkınma planları 1963-1967 dönemi Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, 1968-1972 yılları arasında İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, 1973 – 1977 dönemi için Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı ve 1979- 1983 döneminde ise Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı’dır. Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı Türkiye ekonomisini genel anlamda şekillendiren bir plan olmuş ve diğer planlar gibi hedefi ekonomik büyümeyi sağlamaktır. “1970 – 1980 yıllarını içeren dönem 1950’li yıllardan beri süregelen ithal ikameci politikaların devamı niteliğindedir. 1970’li yılların sonunda ağır sanayi ve sermaye mallarının üretiminde yerli sanayinin payını arttırmak amacıyla devlet eliyle yatırım programlarının uygulanmasına çaba gösterilmektedir. 1970 ve 1980 yılları arası Türk finansal piyasasındaki uygulamalar da, benimsenen ekonomik politikalar doğrultusunda gerçekleşmektedir.” (Başer. 2013: 61).

1980 öncesinde finansal sektör, devlet müdahalesi ve yoğun bir denetime tabii idi. Hükümet, nominal faiz oranları düşük tutarak yatırımın teşvik edilmesi ve kamu borcunun azaltmak amacıyla mevduat faiz oranlarına tavan faiz belirlemiş, gelir elde etmek amacıyla da finansal sektöre vergi uygulaması getirmiştir. Bunların yanında hükümet finansal aracılıkta yüksek maliyetler, yüksek banka rezervleri, sermaye giriş-çıkışındaki kısıtlamalar, kredi tayinlaması ve önemli görülen sektörlerle kredi verilmesi Türkiye için finansal baskı unsurları olmuştur (Alp, 2011: 252). Yine bu dönemde finansal sektör, uygulanmakta olan politikalar dahilinde biçimlenmiş ve Mckinnon ve Shaw'ın finansal baskı şartlarını taşıyan bir ülke görüntüsünü vermiştir (Çetin, 2010: 84).

1980'ler öncesi Türkiye finansal piyasalarında mevduat ve kredi faiz oranlarına müdahale edilmiş, döviz kuru işlemleri oldukça kısıtlanmış ve bireysel portföylerinde stokta döviz kurları olması yasaklanmıştır; rezerv oranı, likidite oranı ve enflasyon yüksek ve ekonomi istikrarsızlaşmıştır. Ayrıca, finansal sistemde kurumsallığın olmaması nedeniyle, yerli ve yabancı bankaların sisteme katılım oranı çok düşük olması 1980 yılı öncesinde Türkiye ekonomisinde finansal sektör reel sektörün finansmanı şeklinde kullanılması ve finansal sektörün reel sektöre göre ikinci planda kalmasıyla sonuçlanmıştır. Bu nedenle finans sektörü o dönemde gelişim gösterememiştir (Turgut, 2006: 170). 1980 öncesinde finansal piyasalar şu şekilde özetlenebilmektedir (Binay ve Kunter: 1998: 5; Oksay, 2000: 3):

- Faiz oranları hükümet tarafından belirlemiştir. Enflasyon oranını yüksek olması nedeniyle bu oranlar genellikle negatifti ve 1979 yılında -%31.7'ye düşmüştür.
- Hem banka hem de mevduat sahiplerinin döviz ile ilgili işlemlerine kısıtlamalar getirilmiştir.
- Bireyler dövizlerini finansal kurumlarda tutma zorunluluğu getirilmiştir.
- Bankalar tarafından yönlendirilmiş kredi, düşük faiz oranı ile öncelikli sektörlerle kaynak sağlanmıştır.
- Bu dönemde Türkiye kurumsallaşan bir finansal sisteme sahip değildi.
- Bankacılık sistemine girişlere müdahale edilmiştir. Bankalarda maliyetlerin olması ve alternatif sermaye piyasasının olmaması banka sektöründe yoğun olmasına neden olarak banka sistemini yormuştur.
- Bankalardaki dispoñibilite ve zorunlu karşılık oranları yüksek tutulmuştur.

- Türkiye’ de şirketler, finansal piyasaların gelişmemiş olması sebebi, menkul kıymet aracılığı ile finansman sağlayamamışlardır ve tek kaynağı bankalar tarafından verilen kredilerdir.

2.5.2. 1980 Sonrası Dönem

2.5.2.1. 1980-1989 Dönemi

1970’li yılların sonlarına doğru, Türkiye’de enflasyon ve ödemeler dengesinin bozulmasından kaynaklanan makroekonomik sorunlar, giderek daha ciddi hale gelmiştir. Sonuç olarak, Türkiye kaçınılmaz olarak bir dizi ekonomik önlem almak zorunda kaldı. İthal ikameci ile korumacı politikalardan vazgeçerek Türkiye, IMF tarafından 1980 yılında desteklenen kemer sıkma önlemleri ve Yapısal Uyum düzenlemeleri de dahil olmak üzere tam bir makroekonomik reform programı olan 24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe giren, 24 Ocak kararları olarak anılan bir ekonomi politikası uygulamaya konulmuştur. Bu program ile Türkiye, ihracata yönelik sanayileşme modeline ve serbest piyasa ekonomisine geçiş yolunda ilk adımları atmış, ithal ikameci model terk ederek dışa açık bir büyüme modeli uygulamaya konmuştur. Bu bağlamda, 1980 Türkiye ekonomisi için bir kilometre taşı olmuştur (Koska, 2005; Kazgan, 2008; Thomas ve Marois, 2012; Haluk Haksal, 2017).

Ekonomik istikrarı amaçlayan serbest piyasa ekonomisine geçişte önemli bir adım olan ve Türkiye için finansal liberalleşme sürecinin başlangıcı denilebilen, IMF, OECD ve Dünya Bankası’nın desteklediği 24 Ocak 1980 kararları ile yeni bir politika uygulanmıştır. Bu politikanın temelinde, ekonomideki istikrarsızlık ve özellikle enflasyonun aşırı talepten meydana geldiğini ve bunun için önlemlerini daha çok talebin ve kamu harcamasının azalması yatmaktadır (Çeçen vd., 1996: 111-112). Bu kararlar çerçevesinde enflasyon düşürücü önlemlerin alınması, ödemeler bilançosundaki açığın kapatılması, faiz üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ve sonucunda tasarruf artışının sağlanması Türkiye için yapısal uyum politikası ile uzun vadede iktisadi rekabet ve büyüme hedeflenmiştir (Mangır, 2006: 463). Ayrıca 24 Ocak kararları ile ithal ikameci politikalar terk edilmeye başlarken ihracata dayalı politikalar için önemli adımlar atılmıştır.

“24 Ocak Kararları ile uygulanmaya başlanan programın ilk aşaması, 1980-1983 yılları arasında tipik bir istikrar programı niteliğinde ve askeri rejim denetimi ile uygulanmıştır. İkinci aşamada genel olarak ekonomiyi ve özelde mal ithalatını serbestleştirmek söz konusu olmuş ve bu amaca yönelik politikalar 1984 yılından itibaren

uygulanmaya konulmuştur. Üçüncü aşamada ise TL'nin konvertibilitesi, mali piyasaların serbestleştirilmesi, özelleştirme ve küreselleşmeyle birlikte 1989 yılından itibaren serbestleşme süreci tamamlanmıştır.“ (Bakan, 2017: 52).

24 Ocak kararlarının ana düşüncesi serbest piyasa çerçevesinde fiyatların piyasalar tarafından belirlenmesi ile dışa açık politika uygulamalarıdır. 1980 yılında Türkiye'nin finansal reformları; faiz oranına müdahalenin kaldırılması ile banka sistemine girişin teşvik edilerek rekabetin artırılması için finansal sistemde verimlilik, güvenlik artışı sağlanması, tahvil ve hisse senedi işlemlerinin banka sistemin dışında da uygulanabilir hale getirilerek sermaye piyasasında etkinliğin artırılması, yurtiçindeki finansal kaynakların ihtiyaç duyulan alanlara yönlendirilmesiyle ekonomik büyümeye katkı sağlaması amaçlarını kapsamaktadır. Bu hedeflerin yerine getirilebilmesi için ilk olarak faiz oranında tavan yükseltilmiş ve 1981'de hükümet kontrolü tamamıyla kaldırılmış ancak çeşitli uygulamalar ile zaman zaman faiz oranlarını hükmedilmiştir. Bunların yanında finansal piyasalara birtakım reformlar yapılmış ve şu şekilde özetlenebilir (Keskiner Musullugil, 2007: 128):

- Faiz oranlarının liberalizasyonu,
- Döviz kurundaki değişiklik,
- Sermaye Piyasası Kanununun çıkarılması ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması,
- Kamu kağıtları işlemlerinin baslayışı,
- TCMB'nin piyasaya açılması ile ilgili reformlar,
- Sermaye hesaplarının liberalizasyonu,
- Mevduat munzam karşılıkları ile dispoñibilite oranlarının düşürülmesi, faiz oranlarına uygulanan tavanların kaldırılması, selektif kredi politikalarına son verilmesini kapsayan bankacılık sektörü ile ilgili reformlar ve düzenlemelerdir.

1980'lerden önce, hükümet öncelikle mevduat ve kredilerdeki faiz oranlarını kontrol etmiştir. Bu nedenle reel faiz oranları, 1980 ve 1981 yıllarındaki negatif reel faiz oranının sebebi, devalüasyon sebebiyle enflasyondaki hızlı artıştır. Negatif reel faiz oranı uygulaması ile 1970 yılında %-0,7 olan faiz oranı 1975 yılında %-3,6, 1981 yılında %-6'dır. (bkz. Çizelge 2.2)

2.5.2.1.1. Faiz Oranlarında Düzenlemeler

Türkiye'nin finansal sistemini serbestleştirmeye yönelik girişimleri, 1980 yılında başlatılan Yapısal Uyum Reform programı ile birlikte gerçekleşmiştir. 1980 öncesinde finansal sistem, negatif reel faiz oranları, finansal kazançlar üzerindeki yüksek vergi yükü ve yüksek likidite ve rezerv gereksinimi oranları ile finansal baskının tüm özellikleri taşımaktadır. Sermaye ve borsa piyasalarının az gelişmiş ve parçalanmış yapısı nedeniyle şirketler, işletme sermayesini finanse etmek için hisse senedi ihraç etmek yerine banka kredilerine aşırı güvenmek zorunda kalmışlardır. Mali açığı çoğunlukla Merkez Bankası aracılığıyla doğrudan para ile finanse edilmeye çalışılmıştır.

Kaynakların verimli kullanılması düşüncesiyle, finansal serbestleşme gerekli hale gelmiştir. Finansal liberalizasyon politikaları aşamalı olarak uygulanmıştır. Bu politikanın ilk aşaması faiz oranlarının serbestleşmesidir ve 24 Ocak 1980 tarihinde mevduat ve kredi faiz oranlarındaki tavan uygulamasına son verilmiş, tasarrufların finansal sisteme çekilmesi, finansal derinleşme ile rekabetin artması amaçlanmıştır. Pozitif reel faiz oranıyla tasarrufların arttırılması böylelikle finansal sisteme aktararak finansal derinliğin oluşturulması, yatırım için kaynak sağlanması ve sonucunda ekonomik büyümenin gerçekleşmesi amacıyla ülkedeki faiz oranı uygulamaları Mckinnon Shaw hipotezine dayanmaktadır. Faiz oranlarını liberalleşmesi ile finansal kurumlar arasındaki rekabeti teşvik etmek, reel faiz oranı vasıtasıyla amaçlanmıştır. Bu düzenlemelerle 1980 yılına kadar tavan uygulamasıyla negatif reel faiz oranı pozitif değere sahip olmuştur (Oktayer, 2009: 75). 1980 yılındaki %33 olan mevduat faizi 1985 yılına gelindiğinde %55 çıkmıştır. Pozitif reel faiz oranı uygulamalarıyla 1981 yılındaki %-6 faiz oranı, 1982 yılında %69' a ulaşmış dalgalı bir şekilde 1985 yılında %21 olarak gerçekleşmiştir.

Faiz oranının yanında tasarruf oranını arttırmak, finansal sektörü derinleştirmek için ve ilk kez serbest faiz oranı belirlenen mevduat sertifikaları tanıtılmaya başlanmıştır. Bankalar çıkarmış olduğu mevduat sertifikaları, bankerlerin gelişmesinde önemli bir unsur olmuştur. Çünkü bu finansal aracın alım-satımında vergi avantajı nedeniyle bankerler işlem yapmıştır. Bu uygulamada hükümetin amacı tasarrufların finansal sisteme çekip, rekabeti arttırmaktır. Çizelge 2.2'ye göre faiz oranlarının yükselmesiyle 1980 yılındaki tasarrufların GSYH içindeki payı %27 iken 1986 yılında ise %38 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde yatırımların GSYH içindeki payında çok fazla değişim görülmemektedir ve 1980'de %18 iken 1986'a %25'dir. Bunlara paralel olarak da büyüme hızında da artış gözlemlenmiş ve

1980'deki büyüme hızı %-2 iken 1987 yılında %9 olmuştur. Ancak tabloya bu değerlerde 1987 ve sonrası düşüş görülmektedir. Bu durum nedeni olarak 1988 yılında meydana gelen finansal krizin etkisini göstermesi olarak söylenebilir.

Pozitif reel faiz politikasındaki hedef, tasarrufları ve yabancı sermaye girişleri arttırmak, finansal gelişmeyi sağlamaktır. Ancak faiz oranlarını serbestleştirilmesiyle büyük bankalar potansiyel pazar payını almak amacıyla mevduat için rekabet etmeye başlamışlardır. Fakat rekabet, faiz oranları serbestleştirilmesine rağmen, mevduat faiz oranlarındaki artış, büyük ticari bankalar arasındaki “Centilmen Anlaşması” nedeniyle sınırlı olmuştur. Ancak daha küçük bankalar, brokerlere indirimli olarak mevduat sertifikası vermeye başladı. Daha sonra, brokerler mevduat sertifikalarını daha yüksek faiz oranlarında halka teklif ettiler, çünkü mevduat sertifikası rezerv gereksinimi ve finansal vergilerden arınmıştı. Bu durum bankaların ve serbest piyasanın belirlediği ikili faiz yapısı ortaya çıkarmıştır. Piyasa tarafından belirlenen faiz oranı banker adı verilen kişi ve kuruluşların çoğalmasına neden olmuş ve banker aralarında rekabet etmişlerdir.

1982'nin ortalarında spekülatif ataklar, bankalar yeni mevduat sertifikası vermeyi bıraktığında kriz patladı ve daha sonra bazı bankalar ve brokerler taahhüt edilen ödemelerini telafi edemedi. Böylece faiz oranları artış göstermiş 1982 yılında “ Bankerler Krizi ” adı verilen kriz ortaya çıkmıştır. Yaşanan bu kriz finansal liberalizasyon uygulamaları sekteye uğratmış, uygulanan birçok politika başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu krizden sonra hükümet, en büyük dokuz bankaya faiz oranlarını belirleme yetkisi vermiş ve daha küçük bankaların prim ödemesine izin vermiştir. Bununla birlikte, bu bankalar aynı zamanda enflasyona göre yüksek mevduat faiz oranları belirleme eğilimindeydi. Sonuç olarak, Aralık 1983'te Merkez Bankası mevduat faiz oranlarını belirlemeye ve enflasyona göre düzenli olarak gözden geçirmeye başladı. Ekim 1988'den bu yana, bankalar her türlü mevduatta faiz oranlarını belirlemek için serbest bırakılmıştır. Mevduat oranları serbestleştirilmesine rağmen, borç verme oranları 1984'ün başına kadar uygulanmıştır. 1984'de krediler ve finansal işlemler üzerindeki vergiler ve harçlar önemli ölçüde azaltıldı ve daha sonra oranlar serbestleştirildi. Kredilerin sübvansiyon unsuru 2001 yılından bu yana bütçe tarafından finanse edilmektedir (Koska, 2005: 2-8; Yükseler, 2005: 3-5; Oktayer, 2009: 76).

“Ayrıca, 1980-1988 yılları arasında, enflasyon ve işsizlik gibi geleneksel makro ekonomik sorunların yanı sıra, artan kamu açıkları sonucu doğan genişletici para politikası ortaya çıkmıştır. Bu dönemde dış borç, özellikle kısa vadeli borçlanma oranının yüksekliği,

devalüasyon beklentisinin kırılmaması, dış ticaret dengesi, karaborsa ve resmi döviz kuru arasında açık meydana gelmiştir. Bu arada, 1988'de doğan krize karşı uygulanan stabilizasyon politikası, resmi ve resmi olmayan döviz kurları arasındaki açığı kapatmasına rağmen, iç ve dış dengesizlikleri azaltmak için, uygulanan kısıtlayıcı para ve maliye politikası sonucu enflasyon oranlarının yükseldiği görülmüştür.” (Bayar, 1996:4).

2.5.2.1.2. Döviz Kurundaki Düzenlemeler

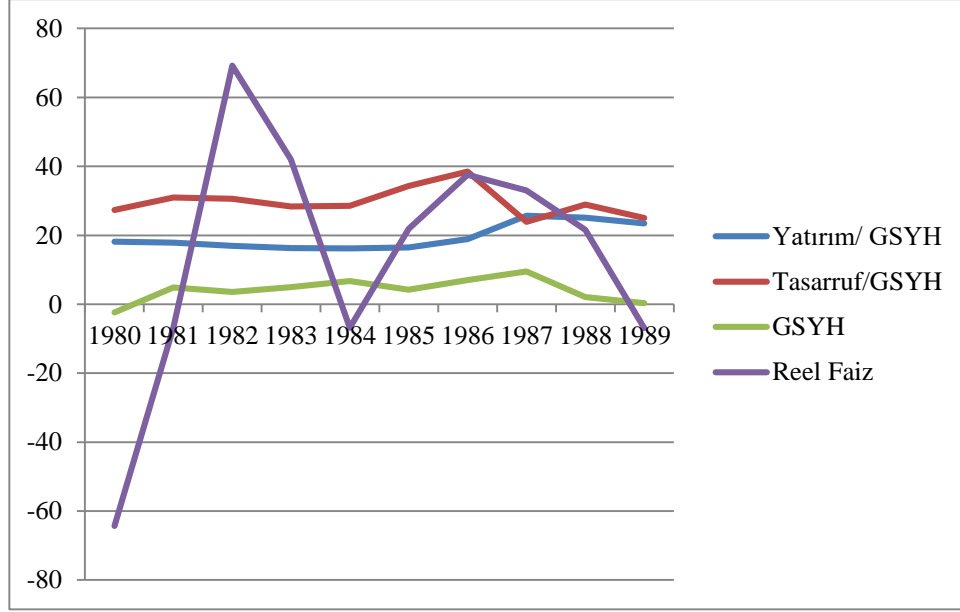
1980 yılı öncesine kadar ekonomik şartların değişmesi ve kur üzerindeki müdahaleler TL'nin değerlenmesine neden olmuştur. Bu sebeple 1980 yılında uygulanan istikrar programıyla, esnek döviz kuru rejimine geçilmiş ve TL'nin değeri önemli ölçüde düşürülmüştür. Karaborsayı engellemek için bir sistem uygulanmıştır. 1981 yılında TCMB'nin günlük olarak açıkladığı bir kur ayarlaması yapılmıştır. 7 Temmuz 1984 tarihinde 30 sayılı kararnameyle döviz kurunda önemli miktarda liberalleşmiştir. 1980'de döviz kuru 76.62 TL/\$ iken 1984'de 368.16 TL/\$ gerçekleşmiştir.

1980-1989 döneminde bankaların daha fazla döviz tutmasına izin verilmiş, aynı zamanda özel firmaların Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı izni ile yabancı para ile borçlanma imkanı sağlanmıştır. Yine bu dönemde ticari bankaların döviz pozisyonlarına sahip olmalarına izin verildi ve ticari bankalarla ilgili düzenlemeler 1988 yılına kadar devam etmiştir. Uygulanan politikalarla faiz oranları düşmüş, 1983 yılındaki %31 gerçekleşen enflasyon oranı 1984 yılında %48'e çıkmıştır ve reel faiz oranı ise %42'den %-6'ya düşerek tekrar negatif reel faiz oranı uygulanmıştır.(bkz Çizelge 2.2)

Çizelge 2.2. Temel Makroekonomik Göstergeler

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
GSYH (TL)	7,200	10,876	14,443	19,142	30,281	48,312	70,315	102,862	177,890	312,934
GSYH Büyüme (%)	-2.4	4.9	3.6	5	6.7	4.2	7	9.5	2.1	0.3
TÜFE (%)	94.26	37.61	29.14	31.39	48.39	44.96	34.61	38.86	68.81	63.27
Mevduat Faizi	33	35	50	45	45	55	48	52	83.9	58.83
Reel Faiz (%)	-64.31	-6.77	69.22	42.02	-6.87	21.84	37.6	32.98	21.62	-6.91
Yatırım/ GSYİH	18.16	17.87	16.95	16.29	16.18	16.51	18.85	25.67	25.14	23.47
Tasarruf/GSYİH	27.3	30.93	30.63	28.33	28.59	34.28	38.45	23.9	28.89	25.05
Dış Ticaret Dengesi (Milyon Dolar)	-4.603	-3.864	-2.628	-2.99	-2910	-2976	-3018	-3206	-1813	-4190
İç Borç (Milyon TL)	721.20	990.90	1,340.80	3,172.60	4,634.40	6,972.60	10,514.50	17,218.50	28,458.10	41,934.10
Dış Borç (Milyon TL)	15734	16627	17858	18814	20823	25660	32206	40326	40722	43910
Döviz Kuru (TL/\$)	76.62	112.45	164.07	228.43	368.16	524.72	680.42	860.51	1430.78	2125.07
Cari Açık Dengesi (Milyar Dolar)	-3.408	-1.936	-952	-1.923	-1439	-1013	-1465	-806	1596	938
Uluslararası Rezervler (Milyon Dolar)	1209	1726	2027	2252.5	3899	3654.7	4423.5	5494.1	6596	9313.5
M2 Para Azı (Milyon TL)	924	1637.191	2554.14	3288.447	5178.997	7706	9237	12833	18313	35650
Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)	0	0	0	0	0	0	146.00	307.00	1,184.00	1,445.00
Doğrudan Yatırımları (Milyon Dolar)	18	95	55	46	113.00	99.00	125.00	115.00	354.00	663.00
KKBG/GSYH	6.61	3.00	2.65	3.68	4.04	2.68	2.72	4.54	3.59	4.02

Kaynak: TCMB, Kalkınma Bakanlığı, World Development Indicators (2021) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.



Kaynak: TCMB EVDS (2021) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

Şekil 2.1. Yatırım/GSYH, Tasarruf/GSYH, GSYH, Reel Faiz

Yabancı yatırımları çekmek için sermaye hareketlerinin kısmi liberalizasyonu ile birlikte döviz kuru rejimi geniş ölçüde serbestleştirilmiştir. Bu dönemde yerli bireylerin döviz hesapları açmasına ve döviz işlemlerini sürdürmesine izin verilmiştir. (Yükseler, 2005:9,10) 1984'deki gelişmeler şu şekilde özetlenebilir (TCMB, 2002: 11-12).

- Bireylerin döviz, döviz mevduatı tutmalarına ve döviz üzerinden ödeme yapmalarına izin verildi.
- Bankaların yurt dışından döviz mevduatlarını kabul etmelerine, yurt dışında döviz tutmalarına ve döviz işlemlerine katılmalarına izin verildi.
- 29 Temmuz 1985 tarihi itibarıyla bankalar kendi döviz kurları ile ticari, ticaret olmayan ve bankalar arası işlemlerini yapmalarına izin verilmistir.
- Her türlü menkul kıymetin ithalatına ve ihracatına izin verildi. Türkiye'de ihraç edilen yabancı para cinsinden menkul kıymetlerin yerleşik olmayanlara satılmasına izin verildi.
- Bankalar TCMB'nin belirlemiş olduğu sınırlar çerçevesinde kendi döviz kuru oranını belirleyebilecektir.
- Yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'de gayrimenkul ve gayrimenkul satın almalarına, döviz dönüştürmelerine ve tüm gelirleri bir banka aracılığıyla aktarmalarına izin verildi.

- TCMB, külçe altını ihraç ve ithal edebilecek, diğer bankalar da yurtiçinde külçe altın satabileceklerdir.
- Yurt dışı yerleşiklerin yatırım yapmasına, ticari faaliyetlerde bulunmasına, hisse satın almasına ve ortaklıklar kurmasına, şubeler, temsilcilikler ve ajanslar açmasına, gerekli sermayeyi döviz cinsinden getirmesine izin verildi.

Merkez Bankası'nın para arzı üzerindeki kontrolünü artırmak için getirdiği yeni enstrümanlar, zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemeleri kaldırılmış ve zorunlu karşılık oranı düşürülmüştür.

Türkiye ekonomisinde 1980'li yıllarda yabancı sermaye girişi hız kazanmıştır. TL'nin yabancı paralar karşısında değerinin düşürülmesi ve döviz kuru sürekli artışlar ihracatı artmış ve 1980 yılında -4.603 milyon dolar olan dış ticaret açığı 1989 yılına gelindiğinde -4.190 milyon dolar olmuştur. Yabancı sermaye daha çok ithalat için kaynak oluşturmuş ve bu nedenle hem dış ticaret dengesi hem de cari açığı etkilemiştir. Böylelikle 1980 yılındaki cari açık -3.408 milyar dolar iken 1989'da 938 milyar dolar olmuştur. Bununla birlikte Ayrıca cari açığın GSYH içindeki %3.40 oranında azalmıştır.

Türkiye'nin dış borç değerlerine göre 1980 ve 1989 dönemi artış göstermektedir. Bu durum Türkiye'nin geçmiş dönem borçlarının dolar cinsinden olması ve değişen faiz oranına göre ayarlanması dış borcun artışına yol açmıştır. Bu nedenle döviz kurundaki artışlar ve faiz oranlarındaki liberalleşme uygulamaları artan borç miktarının nedeni olarak gösterilmektedir.

1985-1989 döneminde hükümet, menkul kıymetleri, bankalararası piyasalar oluşturmak ve bu dönemde artan likidite oranı ile uyumlu olarak özel sektöre tahvil ihraç ederek iç piyasalarda borç alma durumunu kolaylaştırmak için haftalık olarak bir yıllık vadeyle sınırlandırılmıştır. Bu dönemde, banka alanında pek çok uygulamalar gerçekleşmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu, sınırlı mevduat sigortası düzenlemeye başlamıştır. Bankaların vatandaşlardan döviz mevduatlarını kabul etmelerine ve yabancı işlemlere katılmalarına izin verildi. Kredi piyasasında, Merkez Bankası'nın ticari bankalar üzerindeki kontrolü, likidite ve rezerv gereksinimi sisteminin gözden geçirilmesiyle basitleştirilmiştir. Mevduat oranları serbestleştirilmesine rağmen, borç verme oranları uygulanmıştır. Krediler ve finansal işlemler üzerindeki vergiler ve harçlar önemli ölçüde azaltıldı ve daha sonra faiz oranları serbestleştirildi. 1985 yılına kadar tam olarak

liberalleşemeyen Türkiye ekonomisi 1985 yılından itibaren birtakım kararlarla önceki yıllara göre daha liberal hale gelmiştir.

Çizelge 2.3. Mevduatlar

	Tasarruf Mevduatı (Bin TL)	Kurumlar Mevduatı (Bin TL)	Döviz Mevduatı (Bin TL)	Toplam Mevduat (Bin TL)
1980	342.6	402.8	0	745.4
1981	832.2	677.3	0	1509.5
1982	1353.1	1004.4	0	2357.5
1983	1757.6	1325.5	0	3083.1
1984	3030.8	1950	0	4980.8
1985	4848.7	3209.3	1183	9241
1986	5725.762	5020.737	2719.882	13466.381
1987	6891.466	8181.967	5550.487	20623.92
1988	12609.284	11704.686	9411.841	33725.811
1989	22812.92	19137.984	14036.947	55987.851

Kaynak: TCMB EVDS (2021) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

Çizelge 2.3'e bakıldığında döviz mevduatlarının kabulü ile 1985 yılından itibaren artış meydana gelmiştir. "1985" in sonunda spekülasyon döviz işlemlerinde artış olmuştur. Bunun üzerine döviz işlemleri ve ticari banka mevduatlarına bazı kısıtlamalar getirilmiştir. Bu kısıtlamalarla bankalar döviz gelirlerinin bir kısmını Merkez Bankası'na satmak zorunda kalmıştır. Faiz oranları bir kez daha deregüle edilerek arttırılmıştır. " (Tokgöz, 2001:210). Ayrıca 1986-1988 döneminde enflasyon, mevduat faiz oranı artmıştır. Faiz oranlarındaki artış ile uluslararası rezervlerde de artışlar meydana gelmiştir. Yine bu dönemde enflasyon orandaki %34 artmış, ekonomik büyüme hızı ise %5 düşmüştür. Bu durumun nedeni olarak kriz nedeniyle sıcak paranın ülkeden çıkmasının engellemesi için faiz artışı sürdürülmesi gösterilebilir (Karluk, 2014: 421).

2.5.2.1.3. Banka Sektöründe Düzenlemeler

Faiz ve döviz serbestleşmesinin yanı sıra bankacılık sistemi ile ilgili bazı gelişmeler olmuştur. Türkiye ekonomisinde finansal piyasalarda banka sektörü hakim olmuştur ve bu yüzden bankalarla ilgili düzenlemeler önem kazanmıştır. 1985 yılında Bankacılık Kanunu kabul edilmiştir ve banka sektöründeki problemlerin çözümünde düzenleme ve denetleme sisteminin oluşturulması amaçlanmıştır. Bu kapsamda bankalarda tek tip bir muhasebe ve raporlama sistemi geliştirildi, iç denetim standartları geliştirildi ve sistemin denetimi için Yeminli Banka Denetçileri bulundurulma zorunluluğu getirilmiştir (Keskiner Musullugil, 2007: 136). Diğer gelişmeler ise şu şekilde sıralanabilir.

- Yabancı bankaların Türk bankalarıyla aynı haklara sahip şubeler açmasına izin verildi. Bu nedenle, yabancı bankaların sayısı, pazar payı oldukça düşük kalsa da, 1980'den önce sadece dört olan bu sayı 2001'de on yediye çıkmıştır. Bununla birlikte, uluslararası arenadaki deneyimleri, vasıflı personelin mevcudiyeti ve yenilikçi karakterleri bankacılık sistemine şiddetli bir rekabet getirilmiştir.
- Merkez Bankası, sadece bankacılık sistemi içindeki fonların verimli akışını değil, aynı zamanda bankacılık sisteminin genel rezerv seviyesini izlemek için güçlü bir araç oluşturan yeni pazarları düzenledi. Bunun ardından, Merkez Bankası tarafından 1984'te Bankalararası Para Piyasası kurulmuş ve 1986'da faaliyete geçmiştir.
- Haftalık olarak yapılan ihalelerle devlet menkul kıymetlerinin satışı 1985 yılında başladı. Devlet menkul kıymetleri, vergiden muaf faiz sağlama ve risksiz bir araç olma konusundaki çekiciliği nedeniyle finansal ve finansal olmayan kurumlar için hızla alternatif bir yatırım haline geldi.
- Merkez Bankası açık piyasa faaliyetlerine başladı ve yapısı, işlem gören araçlar ve işlem türleri Haziran 1986'da Merkez Bankası Yasasında bir değişiklik ile belirlendi. Bu işlemlerle Merkez Bankası, bankacılık sisteminin likiditesini kontrol etmek için güçlü bir para politikası aracı kazanmıştır.
- Temmuz 1988'de kurulan Döviz Ve Yabancı Banknot Piyasaları Ağustos 1988'de faaliyete geçti. Döviz piyasalarının ana katılımcıları ticari bankalar, özel finans kurumları ve Hazine Müsteşarlığı tarafından yetkilendirilen kurumlardı (Özer, 2004: 8)
- 1987 yılında Merkez Bankası, açık piyasa faaliyetlerine başlayarak parasal araçlarını çeşitlendirdi.
- Sermaye piyasasını düzenlemek ve denetlemek amacıyla 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 1985 yılında yeniden açılmış ve 1986 yılında faaliyete geçmiştir.
- 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yaklaşık olarak 80 şirketin hisse senetleri ile açılmış ve borsa girişi teşvik etmesi için vergi indirimleri uygulanmıştır.

Bunların yanı sıra fiyat istikrarını sağlamak için değişim politikaları uygulanmaya başlanmış, Ekim 1988'de, bankalar her türlü mevduatta faiz oranlarını belirlemek için serbest bırakılmıştır. 1986-1989 yılları arasında Merkez Bankası, bankaların kendi cari hesaplarına sahip olmalarını ve piyasa odaklı politikaların baskın olmasını ve atıl tasarrufları sisteme dahil etmeyi ve alternatif yatırım alanları yaratmayı amaçlayan uygulamalar gerçekleşmiştir. Bu nedenle 1986 yılında Bankalararası Piyasalar ve bankalar Denetim Müdürlüğü kurulmuş ve bankalar Hazine ve Merkez Bankası tarafından belirlenen kurumların bağımsız denetimine tabi tutulmuştur. 1987 yılında yapılan açık piyasa işlemleri, devlet menkul kıymetlerinin ikincil piyasasının genişlemesine neden oldu.

1988 yılında resmi döviz piyasası ve 1989 yılında karşılıklı döviz altın piyasası kurulmuştur. Döviz mevduatları rezerv gerekliliklerine tabi tutulmuş ve döviz mevduatlarından elde edilen faiz kazançları %5 vergilendirmeye tabi tutulmuştur. Bu vergilendirme oranı, döviz ikamesini önlemek için 1988 yılında %10'a yükselmiş ve piyasalardaki arz ve talep koşullarına göre TL döviz kurunun belirlenmesine izin verilmiştir. 1988 yılında döviz kurunun piyasalar tarafından belirlenmesini kolaylaştırmak amacıyla TCMB Bankalar arası Döviz ve Efektif Piyasası'nı kurmuş ve piyasada bankalar ve yetkilendirilmiş döviz büroları bulunmaktadır. Bu piyasa ile birlikte bankaların döviz rezerv yönetimi etkin hale getirilmiştir. Buna ek olarak, Merkez Bankası, piyasa koşullarına bağlı olarak belirlenmezse büyük dalgalanmaları önlemek için faiz oranlarının alt ve üst sınırını belirlemiştir (Koska, 2005: 10).

2.5.2.1.4. Sermaye Hesabındaki Düzenlemeler

“Sermaye hareketleri, yatırım amacıyla bir ülkedeki yerleşik kişi veya kurumların bir başka ülkedeki yerleşik kişi veya kurumlara fon aktarması veya göndermesi ile ortaya çıkmaktadır.”(Uzunoğlu vd., 1995: 34). Türkiye'deki sermaye giriş çıkışının serbestleşmesi Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin ülkede tahvil ve hisse senedi alıp finansal piyasaları aktifleştirdiği ve ülke sakinlerinin diğer ülkelerde işlem yapabilmesine olanak sağlamasıdır.

Sermaye hareketlerindeki liberalizasyon ülke ekonomisini krizlerin oluşmasına ortam hazırlamıştır. Arın (2000) finansal olarak dışa açılma olumlu bir durum olarak görülse bile ekonomideki istikrarsızlar sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun uygun olmadığı ve bu ortamın krizleri doğuracağını belirtmiştir. 1989 yılı sonrasında 1994, 1998, 2000-2001 ve 2008 krizleri bu duruma örnek gösterilebilmektedir.

“Sermaye hareketlerindeki kısıtlamanın kaldırılmasının nedeni bilhassa 1985 yılının sonrasında daralan büyümenin dış borçlanmalarla gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Bu sebeple enflasyon kontrol altında tutulmak istenmiş, ithalatın finansmanı için sermaye girişi sağlanmış, ülke içindeki tüketim ve yatırımlar canlanmıştır. Sermaye girişi yerel paranın değeri artmış ve enflasyon azaltılmaya çalışılmıştır.”(Alper ve Öniş, 2001: 207)

Sermaye giriş-çıkışındaki liberalleşme, finansal piyasaları spekülative ataklara maruz bırakmıştır. Ekonomideki makroekonomik istikrarsızlık en küçük bir etkiyle ülkeden çıkabilecek para akımları kriz göstergesi olmuş ve 1989 yılı sonrasında yaşanan krizlerin meydana gelmesinde önemli neden olmuştur. Bunların yanında siyasi istikrarsızlık da hükümetin müdahalesini zayıflatarak yabancı sermayenin spekülative davranması Türkiye ekonomisinde istikrarsızlaştırıcı bir etkisi olmuştur. (Arın, 2000: 270).

Sermaye hesaplarının kısmi serbestleştirilmesinden sonra, Ağustos 1989'da 32 sayılı Kararname ile sermaye hesaplarının tam serbestleştirilmesi tamamlanmıştır. “Türkiye 1989 yılında uygulamaya koyduğu 32 Sayılı Karar ile sermaye hareketlerini serbestleştirmiştir. Böylece Türkiye'ye dış kaynak girişinin önü açılmıştır. Yurt dışından kaynak girişi üç ana kanaldan gerçekleşmektedir. Bunlar; mal ve hizmet üretmek üzere gelen doğrudan yabancı yatırımlar, paradan para kazanmak için hisse senedi ve tahvillere gelen portföy yatırımları ve faiz kazanmak amacıyla verilen Türkiye'ye verilen kredi ve dış borçlardır.” (EBSO, 2016: 40).

1980-1989 yılları arasında gerekli tüm finansal düzenlemeler yapılmış ve piyasa ekonomisine entegrasyon tamamlanmıştır. 24 Ocak 1980 tarihli kararlarla, yatırımların artırılması ve istikrarın sağlanması için çeşitli politikalar uygulanmış ve sonucunda ekonomide bir iyileşme gözlemlenmiştir. Bu gelişme, 32 No Kararnamesinin yürürlüğe girmesiyle başka bir aşamaya geçmiştir. 1989'da liberalleşme reformlarını, liberalleşmenin ileri seviyesi olarak görülebilen finansal liberalleşme adımları ile devam etmiştir (Ünsal, 2003: 191). 32 sayılı Kararname ile ilk olarak tüm döviz kontrolleri yapılmaya başlamış ve bu nedenle uluslararası sermaye akışları iç piyasalarda etkili olmaya başlamıştır (Kar ve Tatlısoz, 2008: 4). 1984 yılında, 1567 sayılı Kanun ile ilgili 30 sayılı Kararname ile bir yönetmelik, döviz kuru için yarı kontrol rejimi başlattı ve bu rejim 1989'a kadar sürmüştür. 32 sayılı Kararname ile 1989 yılında bu dönüşüm tamamlanmış ve iç piyasalarda sermaye dolaşımının serbestleşmesine yönelik tüm engeller kaldırılmıştır (Tutulmaz ve Doğan, 2015: 8).

1980’li yıllarda enflasyon oranını yükselmesi, kamu kesimi borçlanma gereğinin artması ve ekonomideki istikrarsızlık büyüme için yurtiçi kaynaklarla sağlanamayacağı, kamu kesimi açıklarının finansmanında yurtdışı kaynaklarının gerekliliği düşüncesi önem kazanması yeni politikaların zorunluluğunu ortaya koymuştur. Finansal liberalizasyonda ikinci aşama olan dış finansal liberalizasyon ile ilgili politikalar uygulanmaya başlanmış ve 1989 yılında kabul edilen 32 sayılı kararnameyle sermaye hareketleri tam olarak liberalleşmiştir. Bu kanun kabul edilmesindeki önemli faktör dış kaynakların ekonomik büyüme için gerçekleştirileceği görüşüdür. Kamu kesiminin finansmanı için yabancı sermayenin ülkeye girişi sermaye hareketinin tanınmasında etkili olmuş ve ekonomik büyüme için şartlar oluşturularak 1990’lı yıllarda Türkiye ekonomisi dışa açık hale gelmiştir (Şengönül vd., 2007:36).

32 sayılı Kararname uyarınca, yerli para biriminin değerini korumak için Türk lirasının yabancı para cinsinden değeri belirlenmiştir. Ayrıca, hem ulusal hem de uluslararası perspektifte hem yabancı hem de yerli para birimi ile tasarruf hem sermaye hareketleri hem de döviz işlemleri üzerinden belirlenecektir. Dolayısıyla bu durum ekonomide finansman olarak dış sermayenin de kullanılmaya başlandığı bir süreç olmuştur (Saracoğlu 1997: 14-5; Koska, 2005: 10-12).

32 Sayılı Kararname ile kambiyo işlemleri üzerindeki denetimler tamamen kaldırılmış, sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiştir ve Türk lirasının dönüştürülebilirliği için önemli adımlar atılmıştır. Bu kararlardaki temel amaç ülke ekonomisinin diğer ülke ekonomileri ile entegre olmasıdır (Yükseler, 2005: 4-5). Kambiyo hareketlerindeki denetimlerin kaldırılmasıyla finansal piyasalardaki gelişmeler uluslararası sermaye giriş çıkışında önemli rol üstlenmeye başlamıştır. “Türk finans sisteminin sermaye hareketlerinin etki alanına girmesini sağlayan düzenleme ilk olarak 1984 yılında çıkarılan “1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu’na ilişkin 30 Sayılı Karar” ile başlayan yarı açık kambiyo rejimi 1989 yılına kadar sürmüştür. Daha sonra 1989 yılında yürürlüğe giren “1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu’na ilişkin 32 Sayılı Karar” ise Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu’yla ilgili olarak kur rejiminde liberalizasyona gidilmesi en önemli adımlardan biri olarak kabul edilmektedir.” (Doğan, 2014: 62).

Türkiye alınan bu karar ile sermaye hareketleri hızlanmasıyla en liberal ülkelerden biri haline gelmiştir. 1990 yılının başında IMF, TL’in konvertibleteye geçişini kabul

etmiştir. Kontrollerin faiz oranları ve kredi üzerinden serbestleştirilmesi, kredi tahsisinin verimliliğini artırabilmektedir. Bu, bankaların en yüksek getiri oranını üretebilen borçlulara doğru kredi yönlendirmelerini sağlayabilmektedir. Bankalar tarafından kredi tahsisinin verimliliğindeki artışın ana kısıtlaması makroekonomik istikrarsızlık olmuştur. Finans sektörü reformlarının başlamasından bu yana özel sektöre banka kredileri çok düşük seviyelerde kalmıştır (Brownbridge ve Gockel, 1996). Bununla birlikte, sermaye hesabının serbestleştirilmesi ve 1989'da ülke para biriminin tam dönüştürülmesiyle birlikte, iç ekonomiye büyük bir kısa vadeli sermaye girişi olmuştur. Bu dönemde resmi olarak ifade edilen döviz kuru yönetimi politikası olmamasına rağmen, hükümet enflasyonist beklentileri kontrol etmeye çalışırken döviz kurunu nominal çapa olarak kullanılmıştır (Fanelli ve Frenkel, 1993).

Serbestleşme sürecinden sonra sermaye hareketleri makroekonomik göstergeleri etkileyen temel unsurlardan biridir. Finansal serbestleşme sürecinde yüksek faiz oranlarıyla sıcak para girişinde etkili olmuş ve düzenlemeler bu yönde yapılmıştır. Uzun vadeli fon veya doğrudan yabancı yatırım girişlerini sağlayacak politikaların yapılmayışı uluslararası kısa vadeli yabancı sermaye girişine bağımlı hale getirmiştir. 1980 yılında alınan kararlar, ekonomik büyüme hedefini gerçekleştirmiş ancak finans sektöründe tam olarak liberalleşme sağlanamaması, doğrudan yabancı yatırımların kısa vadeleri yatırımların çok gerisinde kalması yani ekonominin kısa vadeli yabancı sermaye ile yapay büyümesi ülkenin bu yatırımlar için çekici bir ülke konumuna getirmiştir. Ülke ekonomisinin kısa vadeli yabancı yatırım ile büyümesi krizler için risk taşımaktadır. Bu nedenle Türkiye ekonomisinde meydana gelen ekonomik kırılganlıkların çoğu, uluslararası kısa vadeli yabancı sermaye giriş-çıkışından kaynaklanmıştır. Ayrıca bankaların açık pozisyonları, döviz talep ederek krizlerin yaşanmasına yol açmıştır. Bu durum 1994 ile 2001 krizlerinde yaşanmıştır (Doğan, 2014: 63 64).

Özetle 1980-1989 dönemi Türkiye serbestleşme uygulamaları şu şekildedir:

Çizelge 2.4. 1980-1989 Dönemi Türkiye Serbestleşme Uygulamaları

Dönem	Finansal Piyasalar	Faiz Oranı	Döviz ve Sermaye Hesabı Politikası
1980	Özel sektör tahvilleri çıkarma uygulamaları düzenlendi.	Faiz oranı tavanı arttırıldı.	TL'nin devalüasyonu gerçekleşmiştir.
1981	Sermaye piyasası kanunu kabul edildi.	Faiz oranı tavan uygulaması kaldırıldı.	Döviz kurunda günlük düzenleme yapıldı.
1982	Sermaye piyasası kurulu kuruldu.	-	-
1983	İkincil piyasa düzenlendi.	Model bankacılık yasası oluşturuldu.	-
1984	-Bazı özel finans kurumlarının faaliyete başladı. -Hazine senetleri çıkarıldı. -Gelir paylaşımı sertifikası çıkarılmaya başlandı.		Yabancı para bulundurulmaya başlandı.
1985	-Bankacılık kanunu kabul edildi. -Devlet tahvilleri için açık arttırma başlatıldı.		
1986	-İMKB tekrar açıldı. -Interbank para piyasası kuruldu. -Açık piyasa işlemi başlamıştır. -Hazine senetleri düzenli ve sürekli hale gelmiştir.		
1987		Bir yıllık mevduat faiz oranları serbestleştirildi.	
1988		-Mevduat faiz oranı tavanları arttırıldı. (Şubat) -Bir yıllık mevduat faizi tavanı koyulmuştur. (Şubat) -Mevduat faiz oranı tavanı kaldırıldı. (Ekim) Tavan uygulaması tekrar düzenlendi. (Kasım)	
1989	-TCMB orta vadeli reeskont işlemlerini kaldırmıştır. -Değişken faiz oranlı mevduat başlamıştır.		-TL'nin konvertibilitesi gerçekleşmiştir. -Sermaye hareketleri serbest hale gelmiştir.
1990			Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi (32 sayılı Kararnamede değişiklik) (Mart)
1991	Tahvil piyasası İMKB himayesinde başladı. (Mayıs)	Mevduat faiz oranları serbestleştirildi. (Şubat.)	
1992	Repo, ters Repo ve varlık destekli Güvenlik konularına ilişkin yönetmelik kabul edildi. (Haziran)		
1993	İMKB'de repo ve ters Repo işlemleri başladı. (Şubat)		
1994		Krizlerden sonra faiz oranları Merkez Bankası tarafından belirlenmiştir.	

Kaynak: Yülek, M., A. (1996). Financial Liberalization And Real Economy: The Turkish Experience, Ankara, 13.

2.5.2.2. 1990-1999 Dönemi

1990-1999 dönemi makroekonomik göstergelerin yer aldığı çizelge 2.5'e göre, büyüme hızı 1989 yılında % 0.3 iken 1990 yılında %9.26, enflasyon oranı ise % 63.27'den % 60.30'e gerilemiştir. Bunun yanı sıra yüksek bütçe açıkları, kontrolsüz liberalleşme denemeleri ve yüksek reel faiz politikası, yabancı sermayenin çekmek için aşırı piyasa oynaklığı ile makroekonomik göstergelerin kötüleşmesine ve enflasyonun artmasına neden olmuştur.

Sermaye hesabının tamamen serbestleştirilmesi ve 1989'da TL'nin konvertibilitesiyle birlikte, iç ekonomiye yüksek miktarda kısa vadeli sermaye girişi olmuştur. Bu dönemde resmi olarak ifade edilen döviz kuru yönetimi politikası olmamasına rağmen, hükümet enflasyonist beklentileri kontrol etmeye çalışmış, döviz kurunu nominal çapa olarak kullanılmıştır. Bununla birlikte, döviz kurunun bu şekilde kullanılması reel ekonomide önemli dalgalanmalara yol açmıştır (Fanelli ve Frenkel, 1993). Döviz kuru 1988 yılındaki değeri 1430.78 TL/\$ olan dolar kuru Çizelge 2.5'de görüldüğü gibi 1989 yılından itibaren daha fazla bir artış eğilimine girmiştir. 1993 yılındaki dolar kurundaki artış dikkat çekmiş ve 11057.73 TL/\$'ye ulaşmıştır. Çizelge 2.5'de görüldüğü gibi, bu durum dış ticareti olumsuz etkilemiştir. Döviz kurundaki değişme ve dış ticaret olumsuz etkilenerek daha fazla açık vermiştir. 1990 yılındaki -9448 milyon dolar dış ticaret açığı 1993 yılında 14081 milyon dolar olmuştur. Bu durum cari açığı olumsuz etkilemiştir. "İhracattaki duraksama ve ithalattaki artışlar sonucu dış ticaret açığı sürekli yükselirken cari işlemler açığı o zamana kadar ki en yüksek değere; 1993 yılında 6433 milyar dolara kadar ulaşmıştır." (TÜİK, 2014).

Yabancı sermayeyi çekmek amacıyla mevduat ve reel faiz oranlarının artışı görülmektedir. Bu artış dış borcun iç borçlanma ile kapatılmasını sağlamaktadır. Türkiye'ye yabancı sermayenin girişi, hükümetlerin finansman kaynağı olarak görülmüş ve bu nedenle sürdürülebilir bir makroekonomik ortam için gerekli olan birtakım uygulamalar gecikmiştir. Kamu borçlanmasında devam eden bir artışın ardından hükümet, 1993 yılında hükümet faiz ödemesini düşürmek amacıyla 1993 yılında iç borçlanma stratejisini değiştirdi. Bu politika, piyasalardaki belirsizliği arttırarak, tahvil ve bono talebinin azalmasına neden olmuştur. Uygulanan politika başarısızlıkla sonuçlanmış ve 1990 yılındaki iç borç 10,205 milyon TL iken, 1993'te 105,386 milyon TL, 1995'te ise 377,598 milyon TL olmuştur.

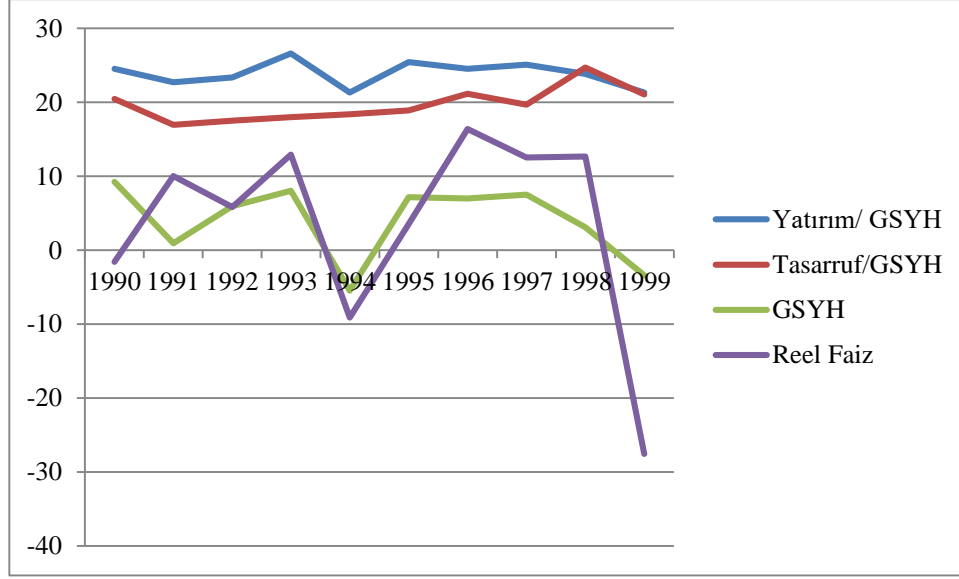
1993 yılının ikinci yarısında büyük bir politika değişikliği yaşanmış, hükümet tarafından en önemli kısa vadeli politika hedefinin, nominal faiz oranlarını düşürerek faiz ödemelerinin kısa vadeli borç üzerindeki payının yükünü azaltmak olduğu ifade edilmektedir. Bundan sonra, 1994'in Tansu Çiller başbakan olmuştur. Bu arada, başlangıcına kadar, bu soruna yol açan temelleri düzeltmeye çalışmak yerine, hükümet faiz oranlarını kontrol etmeye çalışmıştır. Bunun yanında TCMB kaynaklarının yoğun bir şekilde kullanılması ülkede krizin yaşanmasına neden olan bir başka unsur olmuştur. Finansal baskı hali olan ekonomide uygulamaların yetersiz kalmış ve bu nedenle özellikle piyasalarda çok fazla etkilenecek finansal sistemde gelişme sağlanamamıştır.

Finansal sektörün iyi düzenlenmemiş olması, kamu sektörünün finansal piyasalardaki payı yüksek olmasına neden olmuştur. Şirketlerin finansman davranışı önemli bir değişiklik göstermemiş ve bankacılık sektöründen kredi finansmanı ve şirketler arası borçlanma devam etmiştir. Ayrıca, özel sektör menkul kıymetlerinin toplam finansal varlıklar içindeki payı düşmüştür. Bu nedenle, doğrudan menkul kıymetlerin GSMH'ye oranının gözlenen yükseliş eğilimi, kamu sektörü menkul kıymetleri ve hazine bonolarının doğrudan yeni sorunlarından kaynaklanmıştır. Döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki istikrarsızlık, ekonomiyi daha da istikrarsızlığa sürüklemiştir. Bu uzun süren istikrarsızlık, 1993 yılının dördüncü çeyreğinde, döviz değerlemesi ve bunun sonucunda ortaya çıkan cari açıkların benzeri görülmemiş seviyelere yükseldiği doruğa ulaşmıştır. Ocak 1994'ün başında kısa vadeli fonların azalmasıyla, üretim kapasitesi daraldı ve ardından sanayi sektöründe de üretim azalmıştır. Bu daralma ile birlikte, 1994 sonrası kriz yönetimi, gelir dağılımında önemli kaymalara ve ekonomik fazlalığın özellikle ücretli emekten ve genel olarak endüstriyel/reel sektörlerden finansal sektörlerle doğru devam eden süreçlerinin yoğunlaşmasına yol açmıştır. (Balkan ve Yeldan, 2002: 39-42).

Çizelge 2.5. Temel Makroekonomik Göstergeler

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
GSYH (TL)	541,086	867,419	1,505	2,728	5,325	10,685	20,335	39,695	71,892	107,164
GSYH Büyüme (%)	9.26	0.93	5.98	8.04	-5.46	7.19	7.01	7.53	3.09	-3.39
TÜFE (%)	60.3	65.98	70.08	66.09	105.21	89.11	80.41	85.67	84.64	64.87
Mevduat Faizi (%)	59.35	72.7	74.24	74.76	95.56	92.32	93.77	96.56	95.5	46.73
Reel Faiz (%)	-1.56	10.04	5.86	12.92	-9.09	3.56	16.41	12.57	12.68	-27.54
Yatırımı/GSYH	24.55	22.71	23.36	26.62	21.32	25.47	24.55	25.11	23.86	21.34
Tasarruf/GSYH	20.46	16.98	17.54	18.01	18.38	18.9	21.16	19.7	24.72	21.1
Dış Ticaret Dengesi (Milyon Dolar)	-9448	-7290	-8076	-14081	-4167	-13152	-10264	-15048	-13927	-9667
İç Borç (Milyon TL)	57,180	97,647.8	194,236.6	357,346.6	799,309	1,361,007	3,148,985	6,283,425	11,612,885	22,920,145
Dış Borç (Milyon TL)	52380	53622	58595	70511	68704	75947	79298	84355	96351	103123
Döviz Kuru (TL/\$)	2611.51	4183.63	6888.16	11057.73	29848.02	45952.03	81795.5	152804.88	262232.97	422152.48
Cari Açık Dengesi (Milyar Dolar)	-2625	250	-974	0	2631	-2339	-2437	-2638	2000	-925
Uluslararası Rezervler (Milyon Dolar)	11411.1	12253.4	15253.7	17762.1	16519.1	23336.4	25054.1	27212.5	29551	33911.8
M2 Para Azı (Milyon TL)	58854	90414	148958	229351	450336	957984	1894326	3925731	7874247	15886455
Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)	681.00	714.00	3,165.00	4,480.00	1,123.00	703.00	1,950.00	2,344.00	-5,089.00	4,188.00
Doğrudan Yatırımlar (Milyon Dolar)	684.00	810.00	844.00	636.00	608.00	885.00	722.00	805.00	940.00	783.00
KKBG/GSYH	5.52	7.45	7.90	7.65	4.61	3.74	6.52	5.83	7.15	11.64

Kaynak: TCMB, Kalkınma Bakanlığı, World Development Indicators (2021) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.



Kaynak: TCMB EVDS (2021) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

Şekil 2.2. Yatırım/GSYH, Tasarruf/GSYH, GSYH, Reel Faiz

1990-1994 yılları arasında tasarrufun GSYH içindeki payda düşüş görülmektedir. 1994 kriz yönetim uygulamalarıyla 1998 yılına kadar artış göstermiş ve %24.72 gerçekleşmiştir. 1998 Rusya krizinin etkisiyle 1999 yılında %21.1' a gerilemiştir. Bu durumun bir diğer nedeni olarak faiz oranlarındaki değişimler gösterilebilir. Yatırımın GSYH içerisindeki payı 1990 yılında %24,55 iken 1993'de %26,62 gerçekleşmiştir..

Çizelge 2.5'e göre kriz sonrasında dış borçlarda bir artış görülmektedir. 1994'teki 68704 milyon TL iken 1996'da 79298 milyon TL, 1999 yılında 103123 milyon TL olmuştur. "Dış borçlanmanın başlıca nedenleri ise genel olarak; kaynak ve tasarruf açığı, dış ticaret ve ödemeler dengesi açığı, bütçe açıklarının giderilmesi, savunma giderleri için finansman sağlanması, ekonomik dengeyi sağlayıcı ve koruyucu etkiler, büyük yatırım ve reformların finanse edilmesi, kaynak dağılımı ve kullanımında etkinlik sağlayıcı etkiler yaratılması, tasarrufların belirli yatırımlara kanalize edilmesinin amaçlanması, vadesi gelmiş borçlara finansman sağlanması, olağanüstü harcamaların (doğal afetler, savaş vb.) karşılanması ve devletin milli paranın değerini korumak için gerekli rezerv ihtiyacı içinde olması şeklinde sıralanabilir."(Adıyaman, 2006: 22-23).

Bu dönemde dış borçtaki artışlar döviz gerekliliğini göstermektedir. "1990"lı yıllarda, döviz ihtiyacına paralel artan dolarizasyon hareketleri bankacılık sektörünün dövize dayalı mevduatlarının artmasına olmuştur. Bu artış, Merkez Bankası kaynaklarının yoğun kullanımını ve dövize olan bağımlılığı göstermiştir." (Bulut, 2016: 51-52).

Ekonomik istikrarı sağlamak ve sermaye girişini özendirmek için faiz oranları arttırılmıştır. Yüksek faiz oranları, hükümetin faiz ödemelerini arttırarak daha fazla borca neden olmuştur. 1993 yılında hükümet iç borcu düşürmek amacıyla faiz oranı düşürücü birtakım politikalar uygulamıştır. Ancak etkili olmayan politikalar ve devlet kağıtlarına %5 oranında vergi uygulaması, iç piyasayı kötü etkilemiştir. Faiz oranlarının düşürmek için hükümet daha çok TCMB'dan borçlanmayı tercih etmiş, 1993 yılında TBMM kararıyla kısa vadeli avans miktarı yükseltilmiştir. Faiz oranlarındaki artış, yüksek enflasyon, yüksek cari açık ve yüksek bütçe açığının olduğu bir ortamda devalüasyon beklentisi arttırarak yerli paraya güven azalmış ve dövize yönelim meydana gelmiştir. Bu sebeplerle iç borçlanma artmıştır. Kısa vadeli avans miktarın daha fazla arttırılarak iç borcun finansmanında kullanılması piyasada gereğinden fazla likiditenin birikmesini yol açmıştır. 1994 yılında Hazine, bütçe açığını finanse etmek için TCMB'nin kısa vadeli avans faiz oranında düzenlemeye gitmiş ve piyasadaki aşırı likidite hemen döviz üzerinde spekülasyon bir saldırıya dönüşmüştür. 1993 yılında 1105 TL/\$'ye çıkmıştır. Kısaca dış ticaret açığı, yüksek kur, devalüasyon beklentisi, döviz talebi sebepleriyle 1993'teki 17762.1 milyon dolar olan uluslararası rezervler 1994 16519.1 milyon dolar düşmüştür (DPT, 1994).

1990 yılında meydana gelen ve Türkiye ekonomisini ilk dış etkenlerden kaynaklanan Körfez krizi ekonomiyi olumsuz etkilemiştir ve büyüme hızı 1990 yılında %9.26'lık büyüme hızı 1992 yılında % 5.98'e düşmüştür. 1993 yılında ülke ekonomisinde önemli ölçüde büyüme kaydedilmiştir. 1994'de büyüme hızı %8.04' ulaşmıştır. Bu durumun nedeni olarak ülkedeki iç talebin artmasıdır. İç talepteki genişleme görülmesi, bütçe açığının GSMH içerisindeki payının yükselmesi, yurt dışından sermaye sağlayan bankaların kredilerindeki artışlar ile finansman desteği, TL değerinin artmasıyla büyüme ve yatırım talebindeki artıştan kaynaklanmıştır. Bu durum sonucunda dış sermaye ihtiyacı artarak cari açık 1990 yılında -2625 milyar dolar iken 1993 yılında rekor seviyeler ulaşarak -6433 milyar dolar olmuştur (Utkuseven, 2004:155-156).

Finansal sektörün iyi düzenlenmemiş olması, kamu sektörünün finansal piyasalardaki payı yüksek olmasına neden olmuştur. Şirketlerin finansman davranışı önemli bir değişiklik göstermemiş ve bankacılık sektöründen kredi finansmanı ve şirketler arası borçlanma devam etmiştir. Ayrıca, özel sektör menkul kıymetlerinin toplam finansal varlıklar içindeki payı düşmüştür. Bu nedenle, doğrudan menkul kıymetlerin GSMH'ye oranının gözlenen yükseliş eğilimi, kamu sektörü menkul kıymetleri ve hazine bonolarının

doğrudan yeni sorunlarından kaynaklanmıştır. Döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki istikrarsızlık, ekonomiyi daha da istikrarsızlığa sürüklemiştir. Bu uzun süren istikrarsızlık, cari açığı olumsuz etkileyen unsurlar arasında yer almıştır. Ocak 1994'ün başında kısa vadeli fonların azalmasıyla, üretim kapasitesi daraldı ve ardından sanayi sektöründe de üretim azalmıştır. (Balkan ve Yeldan, 2002: 2-5).

Faiz oranlarındaki artışlar ülkeye kısa vadeli sermaye çekilmiştir. Doğrudan yatırımlarda 1992 yılında 844.00 milyon dolar iken 1994 yılında 608.00 milyona düşmüştür. Kısa vadeli ve yüksek riske sahip olan portföy yatırımları 1990 yılın 681.00 milyon dolar iken 1993 yılında yaklaşık 4,480.00 milyar dolara yükselmiştir. “Kısa vadeli sermaye girişi, ithalatın finansmanı ve aynı zamanda kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılması için kullanılmıştır.”(Karluk, 2014).

1993 yılına kadar yükselen portföy yatırımları spekülasyon hareketleri de artmıştır. Portföy yatırımlarının düşürmesi, ekonomide istikrarsızlığı engellemek için TCMB faiz oranlarını düşük tutmayı denemiştir. “Bu denemenin altında yatan başlıca nedenler; 1990 yılındaki Körfez savaşının ve 1991 yılındaki erken genel seçimlerin kamu açıkları ve bankacılık sektöründe kalıcı olabilecek bir krize yol açması ve döviz kuru ve faizlerin yükselmesine zemin hazırlamasıdır. ” (Karluk, 2014). TCMB döviz satarak da kuru dengede tutmaya çalışmıştır. Sonuç olarak uluslararası rezerv ve TCMB'nin döviz rezervlerinde düşüş yaşanmıştır. Döviz kurundaki sürekli artışı engellemek için döviz talebi kısılmaya çalışılmış, TL mevduatlarının geri çekilmesine neden olmuş ve sistemde genel bir likidite krizine yol açmıştır. Bankalar, döviz pozisyonlarını kapatmak için çok fazla döviz ile işlem yapmış, Merkez Bankası pariteyi piyasa oranının altında tutarak TL'nin daha fazla değer kaybetmesini engellemeye çalışmıştır. Bu da Merkez Bankasının rezervlerinin yarısını kaybetmesine ve ticari bankaların kısa pozisyonlarını kapatmasına neden olmuştur. Rezerv ve likidite gereksinimi TL'nin döviz cinsinden tutulması lehine revize edilmiş ve genel olarak oranlar artmıştır.

1989-1993 döneminde Türkiye ekonomisindeki yaşanan bu sorunlar 1994 krizinin temelini hazırlamıştır. Bu dönemde ülkede finansal sektörün liberalleşmesi hükümetin finansal piyasalar üzerindeki kontrolün azalmasına neden olmuş ve ekonomiye yön vermesi zorlaşmıştır. Türkiye'nin liberalleşen ekonomisi ile örtüşmeyen politikalar, sermaye hareketlerindeki spekülasyon atakları ile ekonomiyi olumsuz etkilenmiştir (Yıldırım, 2012: 39).

2.5.2.2.1. 1994 Krizi

1990'lı yıllardaki ekonomik sorunlar 1980'lerde başlayan liberalizasyon uygulamalarının olumsuz sonuçlarıdır. Türkiye'nin dış finansal liberalleşme sürecindeki ilk krizi 1994 yılında meydana gelen krizdir (Akdiş, 2000:144). 1994 krizinin temelde iki nedeni vardır. Birincisi sermaye giriş-çıkışındaki kısıtlamaların kalkması ve bankaların dış kaynak ile Hazineye fon aktarması, Merkez Bankası'nın enflasyon oranını düşürmek için TL'nin değerini yükseltme çabası bankalardaki açık pozisyonlar şeklin sonuç göstermesidir. İkincisi ise iç talebin artmasıdır. Bunların yanında monetarist ekonomi politikalarından Keynesçi ekonomi politikalarında geçişte yanlışlıkların yaşanması krizin sebepleri şeklindedir (Binay ve Kunter, 1998: 32)

Ekonomideki bozulmaların önüne geçmek için 5 Nisan kararları adı verilen bir program uygulanmıştır. "Hiperenflasyon ve durgunluğun birlikte yaşandığı bir konjoktüre ekonomiyi sokmamak, enflasyonu düşürmek, TL'ye istikrar sağlamak kazandırmak, ekonomik ve sosyal kalkınmayı sosyal dengeleri de gözeterek bir temel oluşturarak istikrarı sürekli kılabilecek yapısal reformları gerçekleştirmek gibi amaçlarla, 5 Nisan 1994 tarihinde on dört aylık bir ekonomik önlemler paketi uygulamaya konulmuştur."(Kaya,2013: 17-18).

1980'li yılların sonralarına doğru hızlanan finansal liberalleşme, mal piyasasının yanında para ve döviz piyasasındaki liberalleşme ile diğer kararlardan ayrılan 5 Nisan kararlarındaki temel amaç kamu açıklarını azalmaktır. Bu sebeple özelleştirmeler başta olmak üzere desteklemelerin ve ücretlerin azaltılması, vergilerin arttırılması gibi birçok önlemler alınmıştır (DPT, 1994).

"5 Nisan kararları çerçevesinde; TL'nin değeri %39 oranında düşürülmüş ve TL'yi daha cazip hale getirebilmek için hazine bonusu tahvil ve repo gelirlerinden alınan %5 vergi kaldırılmıştır. Bankaların topladıkları para üzerinden devlete vermek zorunda oldukları munzam karşılıklar sıfırlanmıştır. Bir defalık ek vergiler (ekonomik denge vergisi, net aktif vergisi ve ek taşıt vergisi) getirilerek 70 trilyon liralık gelir hedeflenmiş ve vergi iadesi sistemi yıllığa dönüştürülmüştür. Döviz kurları serbest bırakılmış, Merkez Bankası'nın kur belirleme sistemi değiştirilmiş, TL cinsinden tasarruf mevduatı ve döviz tevdiat hesaplarının sigorta kapsamı 50 milyondan 150 milyon liraya çıkarılmıştır. Daha sonra mevduata sınırsız güvence getirilmiş, 10 yıl aradan sonra ilk defa IMF ile destekleme düzenlemesi yapılmıştır.

Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ve Tekel ürünleri çok büyük oranlarda pahalılaştırılmış ve akaryakıtta ilişkin kesintiler yükseltilmiştir.“(Karluk, 2014; 425).

Kamu gelirinin artması amacıyla yapılan uygulamalar istenilen sonuca ulaşamamış ve borçlanma devam etmiştir. 1993 yılındaki iç borç stoğu 357,346.60 milyon TL iken 1994’de 799,309.00 milyon TL, dış borç stoğu ise 1993’te 70511 milyon dolar olurken 1994 yılında 68704 milyon dolar, 1995 yılında 75947 milyon dolar, 1998 yılında 96351 milyon dolar ulaşmıştır. Bunun yanında kamu harcamalarındaki sınırlama ve KİT ve tekel ürünlerinin fiyatlarındaki artış KKBG/GSYH 1993 yılında %7,65 den 1994’te %4.61, 1995’te %3,74’e kadar düşmüştür.

Çizelge 2.5’e göre kriz öncesi yüksek büyüme verilerine sahipken, enflasyon oranı 1993’te %66,09 iken 1994’te %105,21 yükselmiştir. Bu durum zamların artması, vergi talep yetersizliği ve üretimin düşmesine sebep olmuştur. “Enflasyonun bu derece artmasında (%106,3); döviz kurlarındaki hızlı yükselişin ithalat ve üretim maliyetlerini arttırmasının, faizlerdeki yükselişin üretim maliyetlerini olumsuz etkilemesinin, iç talebin gerilemesi sonucu düşen üretime karşı kapanmamak için fiyatlarını ölçsüz arttıran üreticinin etkisi vardır”. (Karluk, 2014, 425- 426).

Kriz sonrasında yürürlüğe koyulan 5 Nisan kararları kısmen hedefine ulaştığı görülmektedir. 1995 yılında enflasyon oranı %89,11 iken 1998’de %84.64’e gerilemiştir. Ancak programın %50 olan enflasyon hedeflenmesi gerçekleşmemiştir. Bunun yanında döviz kurunda bir artış söz konusu olmuştur. TL’nin reel değerindeki artış reel faizlerde yükselişe neden olmuştur. 17 Ağustos 1999 depreminin yaşanması rağmen sermaye girişinin yükselmesinin nedeni de bu olmuştur. (Kazgan, 2008, 258-261). 1994’te reel faiz %-9.09 iken 1998’de %12.68 olmuştur. Mevduat faizinde de 1997 yılına kadar bir artış görülmektedir. Bu yüksek faiz oranlarıyla Türkiye’ye kısa vadeli yabancı sermaye girişi ile ilişkilendirilmiştir. Yatırımlarda ciddi değişimler meydana gelmiştir. Bu doğrultuda portföy yatırımlarında 1995’te 703.00 milyon dolar, 1997 yılında 2,344.00 milyon dolar gerçekleşmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlarda 1997 yılında 805.00 milyon dolar olmuştur. 1998 Rusya krizinin Türkiye ekonomisine olumsuz etkileri görülmektedir. Portföy ve doğrudan yabancı yatırımlarda bir gerileme görülmektedir. Ekonomik büyüme ise 1997’e kadar artış gösterirken 1998’de %3.09, 1999 yılında %-3.39 düşüş yaşanmıştır. Ekonomideki bu yavaşlamada hem Türkiye hem de dünyadaki talep yetersizliği etkili olmuştur (Bulut, 2016: 58).

1994 krizi için alınan 5 Nisan kararları istikrarsızlaşan banka sektörü üzerine bir etkisi söz konusu olmamış, dahası yeterli denetimin ve şeffaflığın sağlanamadığı ortamda önemli ölçüde kredi kullandırılmaya devam edilmiştir. Bu da KKBG/GSYH' i yükseltmiş ve 1999 yılında %11.64 olmuş, finansal sistem üzerindeki baskıyı arttırmıştır. Ayrıca M2 para arzında sürekli bir artış görülmekte ve 1999 yılında 15 milyon TL olmuştur.

Bankacılık sektörünün yapısal zayıflıkları, para birimi uyuşmazlıkları durumu yoğunlaştırdı. Sonuç olarak, cari açığın artması ve hükümetin özelleştirme operasyonlarının başarısızlığı, yatırımcıların para biriminin korunmasına olan güvenine güvenmemesine yol açmaktadır (Ekinci ve Ertürk, 2007).

Çizelge 2.5'te görüldüğü gibi 1994'teki -4167 dış ticaret dengesi 1997'de -15048 olmuştur. 1998 yılında petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle 1998'de dış ticaret dengesini -13927 milyon dolar iken 1999 yılında -9667 milyon dolar düzeyde gerçekleşmiştir. "Dış ticarete 1994 yılında yüksek devalüasyon nedeniyle dışarıda bir artış ve dışarıda bir yavaşlama görülürken 1996'da dış ticaret açığı olağanüstü büyümüştür. 1994 Nisan'ı sonrası dövize olan yoğun talebi durdurmak için 1996 yılına kadar faizlerde artma gözlenirken, 1996'da bunun tersi bir eğilim gözlenmiştir. Çünkü böyle yüksek oranda bir faiz ödemesi kamunun yatırım harcamalarından neredeyse tümüyle vazgeçmesine ve diğer cari harcamaların kısılmasına neden olmaktadır. " (Turan, 2011: 63).

1994 krizi sonrasında cari açıkta 1998 yılına kadar açık vermiştir. 1998 yılında cari açık 2000 milyar dolar fazla vermiştir. "Bu fazlanın gerçekleşmesinde, imalat sanayiinde kapasite kullanım oranının %79'dan %77'e gerilemesinin ve üretim endeksinin de (1997=100) 1998 başında %104,4'ten yılın ortasında 102,3'e gerilemesinin payı vardır."(Kazgan, 2008: 258).

1995 yılının son aylarında, siyasi belirsizlik ve faiz oranı politikasında sık sık artışlar olmuştur ve bu durum 1996'nın büyük bir kısmı boyunca devam etmiştir. Bu olumsuz koşullara rağmen, finansal krizin önlenmesinde diğer iki faktörün de önemli olduğu söylenebilir. İlk olarak, 1995'ten sonraki cari işlemler açığı 1993'te ulaşılan seviyenin çok altındaydı. Bununla ilgili olarak, uluslararası rezervler 1995'in sonunda tarihi zirveye ulaştı. Merkez Bankası, 1995'in başından bu yana döviz rezervleri biriktiriyordu. Bonolardaki faiz oranlarını düşürmeye yönelik geçici girişimler hariç, döviz rezervlerinin birikmesi ve dönemin büyük bir kısmı için faiz oranlarının esnekliği, Merkez Bankasının

1998'deki Rus krizine kadar önemli döviz rezerv kayıpları olmaksızın döviz spekülatif saldırılarını önlemesini sağlamıştır (TCMB, 2002: 32-33).

Çizelge 2.5'te 1998 Rusya krizinin ilk etkisi İMKB üzerinde olmuş ve 8 Temmuz 1988'de 5.321 puandan 31 Aralık 1998'de 3.697 puan düşmüştür. Bunun yanında kriz etkisiyle ülkeden büyük miktarda sermaye çıkışı, TCMB döviz rezervinin azalmasına yol açmıştır. Ağustos 1998'de, Asya Mali krizi Türkiye ekonomisini vurdu ve Türkiye ekonomisindeki olumsuz makroekonomik koşulları daha da kötüleştirmiştir. Asya mali krizinden sonra cari işlemler açığı, enflasyon oranı ve işsizlik oranları önemli ölçüde artmıştır. Bu gelişmeler sonucunda hükümet, 1999 yılında IMF ile döviz kuru temelli yeni bir anlaşma kararlaştırmışlardır. Ancak hükümet, 1999 IMF stand-by Anlaşması'nın önlemlerini etkin bir şekilde uygulayamamıştır.

İkinci bankalar yasası Haziran 1999'da yürürlüğe girmiştir. 1999 Bankalar Yasası esas olarak bankaların finansal yapılarını ve denetim mekanizmasını güçlendirmek için daha geniş önlemlerden oluşuyordu. Dolayısıyla, örgütsel ve mali açıdan özerk bir organ olarak ise, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, bankacılık sektörünün verimliliğini, rekabet gücünü ve sağlamlığını, kamu güvenini korumak ve ekonominin bankacılık sektörüne gelen potansiyel riskleri en aza indirmek geliştirmek amacıyla kurulmuştur. 1999 tarihli bankalar Yasası, bankaların kurulması ve işletilmesi için daha katı kurallar ve düzenlemeler getirmiştir.

1999 programı tüm ekonomi için bir çare olarak tasarlandı, ancak yeterli yapısal uygulama olamamıştır. Her şeyden önce, finansal reformlar şirketlerin finansal sistemde önemli bir değişiklik ile uygulanmadı ve verimsiz yatırıma neden oldu. Finansal işlemler, , asimetrik bilgilerden kaynaklanan tutarsızlık ve kurumların eksikliği ile yurtiçi reel sektör yatırımları için kredi kısıtlamalarına yol açarak öncelikle iç borç piyasasına odaklanmıştır. Bu aynı zamanda kriz öncesi dönemde finans sektörünün, özellikle de bankacılık sektörünün, ekonomiye söz konusu dönemde ihtiyaç duyduğu finansal gücü sağlama konusundaki önemini yitirdiği anlamına gelir. Buna ek olarak, finans sektörü, ekonomideki değişen rolüyle, kamu sektörünün finansal ihtiyaçlarını karşılamaya yönelmiş, devlet borçlanma araçları finansal piyasalara hakim olmuş ve finansal piyasada temel bir üretim artışı yaratmıştır (Günçavdı, Küçükçifçi: 2005).

1980'lerdeki finansal liberalleşme ile birlikte Türkiye uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanması, diğer ülkelerde meydana gelen krizlerden etkilenmesine neden olmuştur. Örneğin 1997 Asya ve 1998 Rusya'da ortaya çıkan ekonomik krizler globalleşme nedeniyle Türkiye'yi de etkilemiştir. Özellikle Rusya'daki kriz Türkiye'de yabancı sermaye girişi olumsuz etkilemiştir. Bu durumda uluslararası rezervleri azaltmış ve 29551 milyon dolar olmuştur. 1998 yılında meydana gelen kriz İMKB'de hisse senedinin fiyatlarında düşüş yaşanmıştır. Borsada para çıkışını azaltmak amacıyla Hazine bonosu ve tahvillerin faiz oranı düşürülmüştür. Ekonomik ortamda kriz kaynaklı belirsizlik oluşması tüketim harcamalarının azaltmıştır. Ayrıca krizden etkilenen sanayi sektöründe önemli ölçüde üretim azalmıştır. Bu durumların hem de 1999 depreminin yaşanması ekonomide büyümeyi olumsuz yönde etkileyerek eksi değerlere ulaşmasına neden olmuştur. 1998 krizinin ülke ekonomisinden kaynaklanan bir kriz olmayışı bu krizini önemli bir özelliği olmuştur. 1998 krizinin etkilerinin azaltılması amacıyla birtakım önlemler alınmıştır. Daha çok finans sektörünü etkisi altına alması nedeniyle bankacı sektörü için kararlar alınmıştır. Bu kararlar daha çok banka sektörünün denetimi yönünde olmuştur. Hem Türkiye'nin hem de diğer ülkelerin banka sektöründe etkin denetimi için birçok karar alınmıştır. Türkiye'nin de uluslararası sahada bu sektöre uyum sağlaması amacıyla Haziran 1999 yılında yeni bir Banka Kanunu kabul edilmiş ve karar sonucunda Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) kurulmuştur. Dolayısıyla Bakanlar Kurulu'nun yerine getirmiş olduğu birçok bankacılık işlemleri BDDK'ya aktarılmıştır. 1990'larda enflasyonu kontrol altına alınması için bir dizi önlemler alınmıştır. Türkiye 1998 yılında IMF ile Yakın izleme anlaşması imzalamış ve birçok politika uygulamıştır. Ancak siyasi belirsizlik, geçmiş dönem ekonomi politikalarının uygulamadaki başarısızlığı, 1999 yılında meydana gelen deprem, Asya ve Rusya'daki kriz nedeniyle uygulanan politikalar başarısızlıkla sonuçlanmıştır (Keskiner Musullugil,2007: 146-148).

2.5.2.3. 2000 - 2009 Dönemi

“1989 yılında yürürlüğe giren 32 sayılı karara bağlı olarak Türkiye'de yaşanan ya da uluslararası düzeyde ortaya çıkan ve Türkiye ekonomisini derinden sarsan 1994,1997-1998 en son 2000-2001 krizleri sonucunda IMF gözetiminde yeni bir istikrar programı uygulamaya koyulmuştur.”(Doğan, 2014: 70).

Hükümet yüksek enflasyonu ortadan kaldırmak için Nisan 1998 ve Aralık 1999'da IMF'ye iki niyet mektubu sunmuştur. IMF bu mektuplara yanıt olarak, para sözü

vermemesine rağmen, üç yıllık bir düzenlemeyle enflasyonu düşürme programı desteklemiştir. 1999 yılında kamu maliyesindeki olumsuzluklar ve yüksek faiz oranları için 1999 yılı sonunda 2000-2002 dönemini kapsayan “ 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı” adı altında makroekonomik program başlatılmış ve IMF bu program için 4 Milyar \$ ile destekte bulunmuştur. “Enflasyonu Düşürme Programı olarak uygulamaya konulan kararlarla tüketici enflasyonunun 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılı sonunda %7’ye indirmek hedeflenmiştir. Reel faiz oranlarını düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak, programın genel çerçevesi belirlemiştir.”(Karluk, 2014: 444- 445) Programın diğer hedefleri ise şu şekilde özetlenebilir:

- Reel faiz oranlarını düşürmek,
- Ekonomik büyümeyi arttırmak,
- Sıkı para ve maliye politikaları uygulamak,
- Özelleştirmeyi arttırmaktır.

Programın enflasyonun ortadan kaldırılmasına odaklanarak reel faiz oranlarının kabul edilebilir seviyelere indirilmesine ve ekonominin büyüme potansiyelinin artmasına katkıda bulunacağı ve kaynakların daha verimli ve adil bir şekilde dağıtılmasına yol açacağı hedeflenmiştir. Enflasyonla mücadele programının temeli sıkı bir maliye politikası, hedeflenen enflasyona uygun bir gelir politikası ve azalan enflasyona uygun olarak formüle edilen para ve döviz kuru politikalarıydı. Önceden belirlenmiş bir döviz kuru stratejisi, aksi takdirde oldukça Ortodoks bir enflasyon istikrar programının tek yeni unsurunu oluşturuldu. Program ayrıca, vergilendirme, özelleştirme, bankacılık düzenlemesi ve tarımsal fiyat destek planlarının reformu gibi kilit alanlardaki temel yapısal sorunları ele almaya çalışılmıştır (Öniş, 2003: 22).

Enflasyon programının anahtarı, ilk kritik 18 aylık dönemden sonra esnek bir döviz kuruna kademeli ve yumuşak bir geçiş öngören, önceden ilan edilen bir döviz kuru ve yerleşik bir çıkış stratejisi ile karakterize edilen yeni bir döviz kuru rejiminin tanıtılmasıydı. Program, sıkı para ve maliye politikasının yanı sıra yapısal reformların uygulanmasını da içermekteydi. Tüm yapısal reformların arasında en önemlisi bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasıyla ilgiliydi. Kasım krizi için bazı önemli sonuçlar doğurdu. İstikrar programının en büyük sonucu, bankacılık sektörünün savunmasızlığını arttırmasıydı. Ana etkisi faiz oranlarında keskin bir düşüş oluşudur. Bu düşüş banka bilançolarını iki ana

şekilde etkiledi. İlk olarak, faiz oranlarındaki düşüş, kredi genişlemesinde ve toplam talepte önemli bir artışa neden oldu. İstikrar programının ilk dokuz ayında bankaların tüketici kredileri üçe katlandı. Aynı zamanda, yabancı kaynaklardan banka borçlanması rekor seviyelere ulaştı. İkinci olarak, faiz oranları düştükçe, bazı bankalar enflasyona paralel olarak beklendiği gibi düşmeden önce aşırı miktarda uzun vadeli devlet menkul kıymeti satın almak için kısa vadeli yabancı krediler kullandılar. Bu bankalar, uzun vadeli getiriler için kısa vadeli dış finansmandan yararlanmaya çalıştılar ve bu nedenle kısa vadeli iç finansmana (repo) giderek daha fazla güveniyorlardı (Tunç, 2003: 37).

2.5.2.3.1. 2000 Krizi

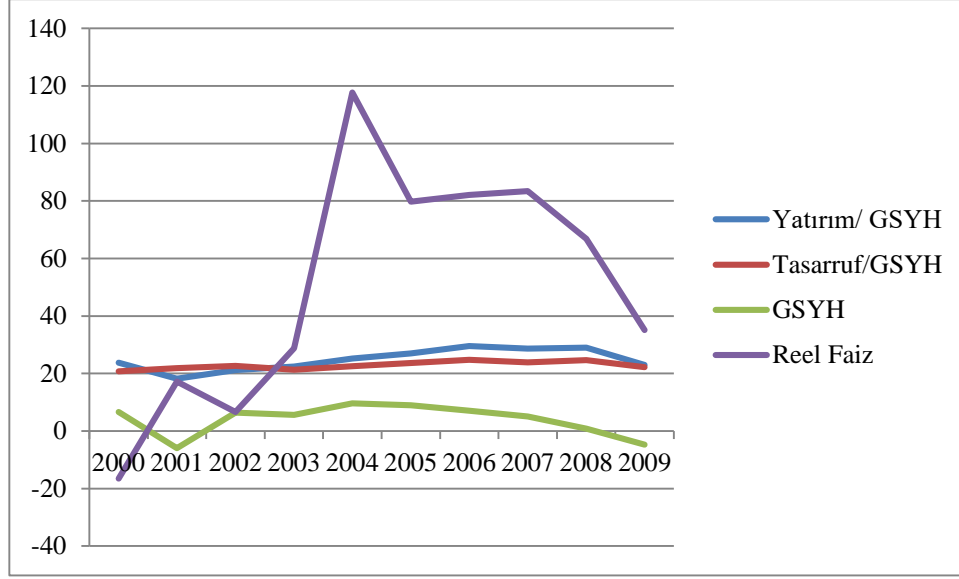
Finansal liberalleşmenin ülke ekonomisine etkileri 2000-2001 yıllarında da sürmüştür. İstenildiği gibi ülkeye yabancı sermayenin çoğu borçlanma yoluyla girmiştir. (Uygur, 2001: 17). Kontrolsüz sermaye girişleri 2000 yılında ekonomide yapay büyümeye neden olarak balon etkisi yaratmıştır. Yapay büyüme ve para arzındaki artışlar enflasyonu arttırarak borsayı spekülatif olarak yükseltmiştir. Ayrıca para arzındaki artış, piyasada artışla birlikte TL'nin değeri yükselmiş, ithalat artmıştır. Türkiye'de hem sıcak para girişi hem de portföy yatırımlarının artması neticesinde dış ticaret açığı ve bütçe açığını kapatmak amacıyla dış borçlanma zorunlu bir hal almıştır. İleriki yıllarda da denge kurulamayan iç ve dış borçlanma sürekli artış göstermiş ve ekonomik sorunlardan kaçınılamaz hale getirmiştir (Doğan, 2014: 69-70).

2000'li yılların başında, döviz kuruna dayalı enflasyondan arındırma programı iki ardışık ekonomik krizle Türkiye ekonomisi karşı karşıya kalmıştır. Finansal sektörün zayıf yapısı, krizleri ve sermaye çıkışını önlemek için yeterli fon sağlayamaması ve yetersiz düzenleyici önlemler nedeniyle bu krizler için temel faktör olarak düşünülebilir. Bununla birlikte, 1999 programı ile hükümet, finansal reformları başlatmayı, enflasyonu düşürmeyi, yerel tasarrufları etkile alana yönlendirecek ve ekonomik büyümenin yanı sıra daha fazla üretimle, etkile bir finansal yapı yaratmayı amaçladı. Bununla birlikte, beklenen sonucun ekonomik krizler, üretimdeki düşüşün ve tüm ekonomiye olumsuz yansımalar olmuştur (Günçavdı, Küçükçifçi: 2005).

Çizelge 2.6. Temel Makroekonomik Göstergeler

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
GSYH (TL)	170.666	245.428	359.358	468,015	577.023	673.702	789.227	880.46	994.782	999.191
GSYH Büyüme (%)	6.6	-6	6.4	5.6	9.6	9	7.1	5	0.8	-4.7
TÜFE (%)	54.92	54.4	44.96	21.6	8.6	8.18	9.6	8.76	10.44	6.25
Mevduat Faizi (%)	45.64	63.9	48	28.1	19.9	15.5	18.3	16.9	18.1	8.8
Reel Faiz (%)	-16.59	17.15	6.6	28.75	117.75	79.76	82.12	83.47	66.9	35.15
Yatırım/ GSYH	23.8	18.14	21.24	22.47	25.21	27.03	29.57	28.71	28.94	23.02
Tasarruf/GSYH	20.7	21.89	22.7	21.36	22.59	23.63	24.71	23.86	24.68	22.23
Dış Ticaret Dengesi (Milyon Dolar)	-21,959	-3,282	-6,404	-13,411	-22,438	-32,936	-40,894	-46,831	-52,917.00	-24,762.00
İç Borç (Milyon TL)	36,420,620	122,157,260.00	149,869,691	194,386,700	224,482,922	244,782,000	251,470,000	255,310,000	274,827,296	330,004,579
Dış Borç (Milyon TL)	118601	113591	129601	144178	161159	170779	208006	249931	280417	268425
Döviz Kuru (TL/\$)	626,711.58	1,231,322.05	1,513,102.41	1,500,269.07	1,429,201.65	1.35	1.44	1.31	1.3	1.55
Cari Açık Dengesi (Milyar Dolar)	-9920	3760	-626	-7554	-14198	-20980	-31161	-36946	-39425	-11360
Uluslararası Rezervler (Milyon Dolar)	34,375.90	30,353.40	38,074.20	44,963.60	53,756.90	69,994.40	92,336.30	110,992.70	116,916.80	112,226.00
M2 Para Azı (Milyon TL)	24,953,488	39,406,292	53,226,221	69,790,567	98,037,041	237,948,998	297,481,073	345,028,428	434,205,424	494,024,148
Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)	1,615.00	-3,727.00	1,503.00	3,851.00	9,411.00	14,670.00	11,402.00	2,780.00	-3,770.00	2,938.00
Doğrudan Yatırımlar (Milyon Dolar)	982.00	3,352.00	1,082.00	1,702.00	2,785.00	10,031.00	20,185.00	22,047.00	19,851.00	8,585.00
KKBG/GSYH	8.68	11.80	9.74	7.11	3.52	-0.07	-1.76	0.07	1.55	4.81

Kaynak: TCMB, Kalkınma Bakanlığı, World Development Indicators (2021) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.



Kaynak: TCMB EVDS (2021) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

Şekil 2.3. Yatırım/GSYH, Tasarruf/GSYH, GSYH, Reel Faiz

Türkiye, IMF destekli bir dönem izlemesine rağmen, biri Kasım 2000'de, diğeri Şubat 2001'de iki önemli kriz yaşadı. Kasım 2000'de, Türk finansal piyasaları, uluslararası finansal piyasalardaki iç olumsuz etkiler nedeniyle bir kriz yaşadı ve piyasa katılımcılarının döviz talebindeki ani sıçrama nedeniyle iç para piyasalarında ortaya çıkan likidite sıkışmasıyla karşı karşıya kaldı.

Uygulanan program enflasyon ve reel faiz oranlarının düşürülmesi amacıyla nominal çapa olarak döviz kuru kullanılmıştır ve enflasyon hedefine uygun olarak 1 USD + 0.77 Euro'dan oluşan döviz kuru kabul edilmiştir. Bu kurun seçilmesinin nedeni TL'nin değer kaybetmesinin yavaşlaması ile enflasyonun önüne geçilmesidir. Programın başlamasından hemen sonra, faiz oranları 1999'da %46.73 olan faiz oranı 2000'de % 45.64 inmiştir

1999 yılında olan doğrudan yabancı yatırımlar 783 milyon dolar, 2000 yılına gelindiğinde 982 milyon dolar olduğu görülmektedir. Bu duruma neden olarak yine bu yıllardaki döviz kuru artış olarak düşünülmektedir. Ayrıca bu durumdan ekonomik büyümedeki 2000 yılındaki % 6.6'lık artış bu durumu tetiklemiştir.

Enflasyonla mücadele programının önemli unsuru olan düşük faiz oranları, öngörüldüğü gibi üretken sektörde tasarruf ve yatırımları etkisi az olmuştur. Faiz oranlarındaki düşüşün ve TL değerlenmesinin bir sonucu ithal malların alımını daha cazip hale getirerek ihracattaki rekabet gücünü azaltmıştır. Ülkede bir devalüasyon beklentisi oluşmuştur. Bu nedenle kredilerde azalma meydana gelmiştir. Böylece, yaklaşık 4 milyar

800 milyon dolarlık portföy yatırımı ülke dışına kaçmış ve bankaların devalüasyon beklentisiyle açık pozisyonlarını kapatmak için döviz talebini artırmasıyla piyasada bir likidite sorunu ortaya çıktı. Artan likidite talebi karşısında, Merkez Bankası, döviz rezervlerini asgari düzeyde tutmak ve net yabancı varlıklardaki artışa ayak uydurabilmek için parasal tabanı artırmak için IMF programının hedeflerini karşılamak için Piyasaya likidite sağlamamıştır. Faiz oranlarını yükselterek artan döviz talebini frenlemek için bir çaba vardı. 22 Kasım'da, Bankalararası gecelik faiz oranı %110.8'e yükseldi ve maksimum %210 değerine ulaştı. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 100 Endeksi 4 Aralık'ta aşağı inerek 7329'a gerilemiştir (Törüner, 2001) Panik havasını temizlemek için Merkez Bankası sonunda piyasaya para pompalamak zorunda kaldı. Böylece, Kasım 2000 krizi, bankacılık sektöründeki düşük likidite oranları ve sıkıntılardan kaynaklanarak bankacılık krizi meydana gelmiştir (Yurdakul, 2014: 898).

Fiyat artışlarını döviz kurunun artmasına neden olmuştur. 1999 yılındaki kur 422152.48 TL/\$ iken 2000 yılında 626,711.58 TL/\$ olmuştur. Buna karşılık, Türk Lirası daha da değerlenmiş ve ithalat–ihracat oranında daha fazla dengesizliğe yol açmıştır. 1999'daki dış ticaret dengesi -9667 milyon dolar olurken 2000'de -21,959 milyon dolar olmuştur. Cari açık ise 1999 yılında -925 milyon dolar, 2000 yılında -9920 milyon dolar olmuştur. Cari açığı artıran önemli etkenlerden biri de portföy yatırımlarının azalmasıdır. 1999'daki portföy yatırımı 4,188 milyon dolar iken 2000 yılında 1,615 milyona düşmüştür. Bu durumun nedeni olarak döviz kuru çıpasının kullanılması, beklenen enflasyonun hayal kırıklığına uğratması, uluslararası piyasalarda faiz oranlarının değişiklik göstermesi sebebiyle bankalar ucuz olarak dış borçlanmakta, bu borçları da ülkede TL cinsinden yüksek faizle kredi olarak kullandırmalarıdır. “Başka bir ifadeyle, 2000 yılının son aylarında bankaların likidite sıkışıklığı artmıştır. Bu noktada, yabancı yatırımcıların yatırımlarını çekmeleri sonucu ülkeden çıkan önemli orandaki portföy yatırımlarının etkisi likidite sıkıntısının altında yatan önemli bir neden olmuştur. “ (Bulut, 2016: 63). Çizelge 2.6'e göre cari açık artarken dış borçta artış görülmektedir. 1999 yılındaki 103123 milyon TL dış borç 2000 yılında 118601 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Likidite sıkışıklığı ile bankaların borçları artmıştır. “Bankaların borçlarını kapatmak için TL”den kaçması ve döviz alımlarının artması sonucu net uluslararası rezervler 2000 yılının Eylül ve Kasım ayları arasında 5,5 milyar dolar kadar düşmüştür.” (TCMB, 2001). “ TCMB”nin IMF ile yaptığı anlaşma gereği döviz rezervlerini minimum düzeyde tutmak

zorunda kalması sonucu döviz talebindeki artış faiz oranları arttırılarak indirilmek istenmiştir. Sonuç olarak, Kasım ayında gecelik ortalama faizler (Ağustos'ta %35) %80,5'e, en yüksek olarak da %316'ya fırlamıştır." (Kazgan, 2008, 264). Döviz rezervlerinde 29 milyar dolarlık bir düşüş gerçekleşmiştir (TCMB, 2001).

"Kasım 2000 krizinin derinleşmesini IMF'den sağlanan 7,5 milyar dolar tutarındaki ilk rezerv kolaylığı ve rezervlerden 5,5 milyar dolarlık satış önlemiştir. Krizin temel kaynağı, TL'deki darlık ve iç faiz artışı iken, likidite darlığı ticari bankaları sarsmıştır." (Ongan, 2005). Yabancı sermaye çıkışı ekonomiyi önemli ölçüde olumsuz etkilemiştir. Bu nedenle, bankacılık sektöründeki bu düşük tasarruf seviyesi ve yüksek devlet borç piyasası seviyesi, Türk ekonomisini olumsuz yönde etkileyen kredi açığını telafi etmek için yabancı kredilere bağımlılığı kolaylaştırmıştır. (Günçavdı, Küçükçifçi: 2005).

2.5.2.3.2. 2001 Krizi

2000 Kasım krizinin etkileri azalmaktayken 19 Şubat 2001 tarihinde Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasındaki siyasi tartışma nedeniyle spekülasyon bir saldırı ile döviz krizi meydana gelmiştir.

Şubat ayında sermaye çıkışıyla TCMB uygulamış olduğu para politikası çerçevesinde likiditeyi daraltmıştır. Bu nedenle faiz oranlarında yükselmiş, gecelik faiz oranı yaklaşık olarak %4000 seviyelerine ulaşmıştır. 22 Şubatta dezenflasyon uygulamasından vazgeçildiği hükümet tarafından duyurulmuş, döviz saldırmıştır. TCMB döviz rezervlerini kullanarak piyasaya müdahale etmiştir. TCMB dövizleri 16 Şubatta 27,94 TL/\$ iken 23 Şubat'ta 22,58 TL/\$'a düşmüş ve rezerv kaybı 5,36 milyar \$ olmuştur. Bundan dolayı TCMB bu saldırıya dayanamamış dalgalı kura geçildiğini belirtmiştir. (Uygur, 2001: 23).

Dalgalı kura geçiş ile birlikte 2000 yılındaki döviz kuru 626,711.58 TL/\$ iken 2001 yılında 1,231,322.05 TL/\$'a yükselmiştir. Mevduat faiz oranı 2000'de %45.64 iken 2001 yılında %63.9 çıkmış, reel faiz oranı ise 2000 yılında %-16.59 iken 2001 yılında %17.15 olmuştur. Uygulanan enflasyonu düşürme programı döviz artışı ile sona ermiş ve yaşanan bu Şubat 2001 kriz bir döviz krizi olarak yer almıştır. Reel faiz oranındaki artışlar banka sektöründe bozulmalara yol açarak kredilerin azalması üretimin aksaması, işsizliğin artması ile sonuçlanmış, reel sektörü olumsuz yönde etkilemiştir. Üretimin azalması kamu

gelirlerini düşürmüş, faiz oranlarının artışı kamu açığının finansmanını güçleştirmiştir (Alper ve Öniş, 2001, 218).

Çizelge 2.6’de 2000 yılına göre enflasyon oranı aynı düzeyde kaldığı görülmektedir. Dış ticaret ihracatın artışına bağlı kalarak dış ticaret dengesinde önemli miktarda düşüş olmuştur. 2000 yılında gerçekleşen dış ticaret açığı -21,959 milyon dolar olurken 2001 yılında -3,282 milyon dolara düşmüştür. Cari açık ise yaklaşık %2 oranında fazla verdiği anlaşılmaktadır. 2000 yılındaki cari açık -9920 milyon dolar, 2001’de 3760 milyon dolar gerçekleşmiştir. İç borç stoğu yaklaşık 4 kat artarak 2001 yılında 122,157,260 milyon TL’ye ulaştığı görülmektedir. Dış borç stoğu ise bir önceki yıla göre düşüş gerçekleşerek 2000’de 118601’den 2001’de 113591 milyon TL’ye inmiştir. Yatırımı/ GSYH oranı 2001 yılında düşerken, Tasarruf/GSYH oranı yükselmiştir. Ekonomik büyüme oranı 2000 yılında %6.6 iken 2001 yılında %-6 gerçekleşmiş ve 2001 yılına kadar ilk defa bu kadar bir düşüş gözlemlenmiştir. TL’nin değer kaybetmesiyle kısa vadeli yatırımları düşürmüş ve 2000 yılındaki portföy yatırımı 1,615 milyon dolar iken, 2001 yılında -3,727 milyon dolara kadar inmiştir. Doğrudan yatırımlar ise kur etkisiyle 2000 yılına göre artış göstermiş ve 2001 yılında 3,352.00 milyon dolar gerçekleşmiştir. 2001 şubat krizine spekülasyon uluslararası rezervlerin düşmesine neden olmuştur. bunun yanında hükümet krizin önüne geçebilmek için piyasaya önemli miktarda para arzı gerçekleştirmiştir. Son olarak da bir önceki yıla göre KKBG/GSYH oranında artış görülerek 2001 yılında % 11.80’e ulaşmış ve en yüksek değerini kaydetmiştir.

Ekonomideki olumsuzluklar nedeniyle 2001 krizinde hükümet ekonomide istikrarı sağlamak için “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını uygulamıştır. “Güçlü ekonomiye geçiş programı kapsamında ve kamu maliyesinde etkinliğin artırılması ayrıca mali sektörün güçlendirilmesiyle ekonominin rekabet gücünün artırılmasını hedefleyen politikalar başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Bu politikaların en önemlisi Türk Lirasının (TL) yabancı paralar karşısında serbest dalgalanmasına izin verilmesidir. Mevcut siyasi iktidarın göstermiş olduğu siyasi istikrar sayesinde ülkemizin içinde bulunduğu kriz ortamı yavaş yavaş yok olmuştur. Uygulanan yapısal reformların yanı sıra, sıkı maliye ve para politikaları kısa sürede ekonomide olumlu sonuçların gözlenmesini sağlamıştır.”(Turan, 2015: 234). Kısaca güçlü ekonomiye giriş programı şu şekilde özetlenebilir (Taşar, 2010) :

Çizelge 2.7. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Programın Unsurları	Programın Hedefleri	Programın Uygulama Araçları	Programın Sonuçları
Yapısal Yenilemeler	TCMB'nin özerkliği ve piyasa ekonomisinin düzenlenmesi	TCMB Kanunu, doğal tekellere ve ağ endüstrilerine yönelik düzenleyici kurum yasaları	Telekomünikasyon, Tütün, şeker Üst Kurullarının oluşturulması
Bankacılık Sistemi Reformları	Sağlam bankacılık sistemi rasyolarının oluşturulması	Bankacılık kanunu	BDDK'nın kurulması, TMSF'ye işlerlik kazandırılması
Faiz ve Kambiyo Politikaları	Yatırımcılar için orta vadeli perspektif sağlanması	Kur sistemleri	Dalgalı kur sistemine geçilmesi, yönetimli dalgalanma, örtülü kur çıpasının uygulanması
Ekonomik Büyüme Stratejileri	Sıkı maliye politikası, anti enflasyonist yaklaşım, istikrarlı ekonomik büyüme	Yüksek Oranlı Faiz Dışı Fazla, Cari Açık/Milli Gelir Oranın kontrolü ve finansmanı	Düşük kur politikasıyla oluşan cari açığın dış borçlanma rakamlarına yansması

Kaynak: Taşar, M., O. (2010). Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi, Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, 82.

Güçlü ekonomiye geçiş programının enflasyonu düşürme programından farkı dalgalı döviz kuru çerçevesinde uygulanmasıdır. “Enflasyonu Düşürme Programı”nın önemli bir kalemini döviz kuru ve para politikalarındaki değişiklikler oluşturmuştur. Döviz kurlarının nominal çıpa olarak kullanılması kararlaştırılırken, Merkez Bankası, kur politikasını enflasyon hedefine göre uygulamıştı. Ayrıca kurlardaki değişiminin çapraz kurlardaki hareketliliğe göre belirlenmesi ve aylık olarak kurun sabit kalması hedeflenmiş ve 2001 Haziranında kademeli olarak kurun dalgalanmaya bırakılması kararlaştırılmıştır. Para politikası alanında ise Merkez Bankasının net iç varlıklarına sınırlama getirilmiştir. Net iç varlıklar sınırı 1,2 trilyon TL olarak belirlenmiş ve net iç varlıkların döviz girişi oranında artırılması kararlaştırılmıştır. Döviz girişine bağlı olarak iç borçlanmanın azaltılması ve piyasaya TL sunulmasıyla likiditenin artırılmasına ve faiz oranlarının düşürülmesine karar verilmiştir.”(Karluk, 2014, 444-445).

Güçlü ekonomiye geçiş programı ile birlikte ülke ekonomisinde büyüme 2001 yılına göre % 6.4 oranında artış görülmektedir. 2004 yılına kadar artış gösteren ekonomik büyüme 2007 yılında %7,1’den %5’e düşmüştür. Cari açık dengesi 2001 yılında 3760 milyon dolar, 2002 yılında -626 milyon dolar, 2004 yılında -14198 ve 2006 yılında -31161 milyon dolar yükselmiştir. “Bu durumda, TL’nin değerlenmesi, gümrük birliğinin etkileri ve sanayinin yapısında dış bağımlılığı arttıran dönüşümlerin etkisi vardır. ” (Boratav, 2009, 197).

Çizelge 2.6’de yer alan verilere göre tasarruf ve yatırımlarının GSYH içerisindeki payı 2008 yılı krizi öncesinde artış göstermiştir. Ancak tasarruflar yatırımlardan düşük olması cari açığın artmasında etkili olmuştur. Cari açık dengesi 2001 yılında 3760 milyon dolar, 2002 yılında -626 milyon dolar, 2004 yılında -141 milyon dolar ve 2006 yılında -311 milyon dolara yükselmiştir. Cari açıktaki bu artışı bir başka nedeni faiz oranlarındaki artış ile birlikte yabancı sermayenin ülkeye girişi ve dış borçlanmanın artışı büyüme için kaynak olarak kullanılmasıdır.

Dış borç stoğu istikrarlı bir artışla 2006 yılında 2080 milyon TL ulaşmıştır. Bu artış dış ticaret açığı, yurtiçi tasarrufların yetersizliği, kur artışı, cari açıktaki artıştan kaynaklanmaktadır. İç borçta yine dış borç gibi artış eğilimindedir. 2001 yılındaki 122 milyon TL iç borçlar 2006 yılında 251 milyon TL seviyesini görmüştür. Dış kaynaklı borçlanma imkanlarının zorlaşması, yanlış politikalar, faiz oranlarındaki değişiklikler, yaşanan bankacılık krizinin ardından banka sektörü yapılandırılması için bankalara ihraç edilen kıymetler iç borçlanma için önemli sebeplerdir.

İç ve dış borç verilerine bakıldığında borç yönetiminde değişiklik söz konusu olmuştur. İç borçlanma ulusal para cinsinden gerçekleşmesi ve sabit faizli araçlarla yapılması ve vadelerin uzatılması borçlanma dış borçlanmadan iç borçlanmaya doğru kaydığı görülmektedir. (Yılmaz ve Cural, 2010: 6).

Çizelge 2.6'ye göre reel faiz oranı 2002-2006 genel anlamda artış görülen faiz oranı 2002 yılında %6,6 iken 2006 yılında %82,12'ye yükselmiştir. Mevduat faiz oranında ise 2007 yılına kadar düşüş eğiliminde olup 2007 yılında %16.9 olmuştur. Faiz oranlarından etkilenen portföy yatırımları 2008 krizine kadar artış görülmektedir.

Doğrudan yatırımlarda önemli göze çarpmaktadır. Hükümetin 2003 yılında çıkarılan ve yatırım için kolaylık sağlanan 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ile ülkeye yabancı sermayeyi çekmeyi başarmıştır. Bunun yanında 1954 yılında çıkarılan 6224 sayılı Yabancı Sermaye Teşvik Kanunu yürürlükten kaldırılmıştır. 2003'teki doğrudan yabancı sermaye yatırımı 1,702 milyon dolar iken 2006 yılında 20 milyon dolara ulaşmıştır. Bu durumun bir başka nedeni olarak düşen enflasyon oranı ve döviz kuru olarak gösterilebilir. Ayrıca yabancı sermaye cari açık ve rezerv birikiminde kullanılmaktadır.

2000 ve 2001 krizinden oldukça etkilenen dış ticaret dengesi kur artışı nedeniyle hızla artmış 2002 yılında -6,404 milyon dolar, 2004 yılında -22,438 milyon dolar ulaşmıştır.

KKBG/GSYH oranı Çizelge 2.6'de anlaşığı üzere 2008 krizine kadar düşüş görülmektedir. 2004 yılında %3.52 iken 2006 yılında %-1.76 olmuştur. M2 para arzı göstergesi sürekli artış eğilimindedir. Ancak bu artış finansal derinleşmeyi gerçekleştirecek kadar olmamıştır.

2000 ve 2001 krizleri banka alanındaki bozulmalar finansal sektörün gelişmesine rağmen giderilememiştir. 2005 yılı ve sonrasında TCMB bankaların zorunlu karşılık tutma uygulamasına son vermesiyle para arzı hızlı bir şekilde artmış, TL ve açık enflasyon hedeflemesi ekonomide hareketlilikle birlikte finansal derinleşmede 2006'dan itibaren bir artış yaşanmıştır. Ekonomideki belirsizlik ile riskin azalması tasarrufların bankalara aktarılması finansal derinleşmeyi olumlu yönde etkilemiştir. Finansal derinleşmedeki pozitif görünüm finansal sistemde olmamıştır. Çünkü yurtiçi tasarrufların yetersiz olması, reel faiz oranının yüksek olması ve yabancı sermayenin cari açıkta kullanılması finansal sistemin gelişmesinde engel olmuştur (Bulut, 2016: 67-68).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri, finansal nitelikte olup likidite krizi olarak adlandırılmaktadır. Bu krizlerin diğer krizden farkı olarak ekonomide uygulanan programlar esnasında ortaya çıkmalarıdır. Yalnız 2000 ve 2001 krizleri sermaye çıkışına neden olmuş, borsa, döviz ve faizlerde panik ortamı oluşturduğu, yaşanan şoklar ile ekonomik büyüme üzerine olumlu yönde etkisi olduğu söylenebilir. Bunların yanında 2001 krizi ülke ekonomisinde özellikle bankacılık sektöründe birçok yeniliğin nedeni olmuştur. Kriz sonrasında birçok reformlar gerçekleştirilmiştir. Reformlara rağmen krizler banka sektörünü ağır etkilemiş, 2000-2005 döneminde birçok banka sistemden çıkmış, banka birleşmesi ve devralması artarken, banka sayılarında düşüşler yaşanmıştır (Seven, 2009: 57).

Sermaye giriş-çıkışının tümüyle serbestleşmesi, borçlanma ülkenin kısa vadeli yabancı sermayenin ile giderilmeye çalışılmıştır. Bunun bir sonucu olarak ülke krizlerle karşı karşıya gelmiştir. 1989 ve 1994 döneminde sıcak para girişi çok fazla olmuştur. Bu süre sonunda hükümetin döviz kuruna müdahalesi ile 1993 yılında 6.4 milyar dolar cari açığın rekor seviyede olmuş, 1994, 2000, 2001 krizlerinde çok fazla sıcak para çıkışı gerçekleşmiştir (Karluk, 2014, 440-441).

Sıcak para hareketleri arbitraj nedeniyle ülkeyi krize sürüklenmiştir. 2002 yılından sonra dalgalı döviz kuruna geçiş, spekülasyonlar yaşanması ani para çıkışlarının önüne geçilememiştir. Dolayısıyla ülke 1994, 2000, 2001 krizlerini yaşamıştır. “Her üç krizin de belirleyici nedeni sermaye hareketlerindeki giriş ve çıkışların aşırı dengesizliğidir. Faiz oranları ve kur arasındaki yüksek arbitraj beklentisi ile gelen, enflasyonla karşılaştırıldığında döviz ucuzlatan katkılar yaparak parasal genişlemeye ve talep artışlarına ve büyümeye yol açan sermaye hareketleri ekonomide başlangıçta olumlu bir havaya neden olur. Ancak, giderek büyüyen cari işlemler açıkları, bankalar sisteminde artan riskler, dış borç göstergelerindeki bozulmalar sonunda kar beklentileri olumsuzlaşır ve sermaye girişleri tersine döner. Önce sıcak paranın, sonra da diğer sermaye türlerinin ekonomiyi terk etmesi ile başlayan sermaye çıkışları, döviz piyasalarında ve bankalar sisteminde istenmeyen boyutta şoklar ve çöküntülere yol açtığı zaman ekonomik ve finansal krizler olmaktadır.”(Boratav,2009, 183).

1994 krizi öncesinde yabancı sermaye girişi 12079 milyon dolar iken krizin meydana geldikten sonra -3925 milyon dolar olmuştur. 2000-2001 krizinde ise yabancı sermaye girişi 15726 milyon dolar iken krizli yıllarda ise -3837 milyon dolar gerçekleşmiştir. Burada 1989 yılında serbestleşme uygulamaları ülkeyi ekonomik büyümeyi istikrarsız hale getirmiştir.

Örneğin 1987’de %9.5, 1994’de %-5.46, 2006’da %9’a yükselmiştir. Bu veriler ışığında istikrarsız olan ekonomik büyüme yabancı sermaye hareketlerine bağlılığını göstermektedir (Bulut, 2016: 70).

Çizelge 2.8. Yabancı Sermaye Hareketleri, Cari Açık ve Büyüme (%)

Yıl	Yabancı Sermaye/GSMH	Cari denge/GSYH	Büyüme Hızı
1984-1988	2.2	-0.8	6.2
1989-1993	3.3	-1.2	5
Kriz:1994	-4.8	2	-6.08
1995-1997	3.4	-1.4	7.7
1998-1999	3	0.3	-1.2
2000	8.1	-4.9	6.3
Kriz:2001	-1.7	2.6	-9.5
2002-2007	9.8	-5.8	7.2

Kaynak: Boratav, 2009,194

Yukarıdaki tabloya göre ekonomik büyümedeki inişler ve çıkışların nedeni yabancı sermaye hareketidir. Çünkü 1984-1988, 1994 yılları arasında yabancı sermaye girişinin azaldığı görülmektedir. Bu dönemde ekonomik büyümede de azalış görülmektedir. Yabancı sermaye girişi 1995-1997, 2001 krizine kadar artmış, ekonomik büyümede de artış gözlemlenmiştir. Ayrıca kriz yıllarında cari açık/GSYH oranı pozitif değerde olduğu görülmektedir.

2.5.2.3.3. 2008 Krizi

Finansal piyasalarda, son dönemlerde önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Teknolojinin gelişmesi ile bilgiye ulaşımın kolay ve maliyetinin az olması, bilgi kullanımındaki verimlilik risk ve getiri beklentilerini etkilemesi birçok finansal ürün çeşitliliğini etkilemiştir. Finansal araçların çeşitliliği risk paylaşımı, katılımcıların artması ve dolayısıyla finansal piyasaların büyümesine olanak sağlamıştır. Banka aracılığı ile finansal piyasalarda işlem yapılması finans sektörünün gelişmesini sağlamıştır ve 24 saat işlem gerçekleştirilen, herhangi bir coğrafi sınırı olmayan ve ABD piyasalarını da kapsayan küresel bir piyasa sistemi doğmuştur. Bu durum herhangi bir piyasadaki sıkıntıyı birçok bölgede etkisini göstermektedir. ABD’deki 2008 yılında ortaya çıkan krizin dünyanın önemli bir bölümünü etkisi altına alması örnektir (Demir vd., 2008).

2008 krizi mortgage krizi ve bulaşıcılığı nedeniyle de 2008 küresel olarak anılmaktadır. ABD’de düşük tutulan faiz oranlarıyla sermayenin artması, tüketim harcamalarının artmasına neden olmuştur. Özellikle konut satın almak isteyen bireyler ödeme için finansal kuruluşlara başvurmuşlardır. Müşteri ile finansal kuruluş arasındaki

imzalan emlak poliçeleri yatırım bankalarına göndermişlerdir. Yani konutlar için kullanılan poliçeler, menkul kıymete dönüşmüştür. Konut kredilerinin yanında kredi kartı, öğrenci borçları gibi birçok borçlanma da bu duruma eklenmiştir. Tüm bu borçlanma senetleri Lehman Brothers gibi büyük bankalara ihraç edilmiştir. Büyük bu bankalarda almış oldukları menkul kıymetleri uluslararası piyasalarda kullanmıştır. Finansal kuruluşlar bu süreçte müşteri bulabilmek için rekabet girmiş ve yaklaşık olarak 2 trilyon dolar getiriye ulaşmışlardır. Finansal kuruluşlar müşterilerin riskini dikkate almamışlar, krediye dayalı konut satışlarına hız kesmeden devam etmişler, risk durumu artmışlardır. “1950 ile 2004 yılları arasında ortalama yıllık %2,5 oranında artan ev fiyatları 2004 yılı sonrası ortalamanın üzerine çıkarak 2007 yılının son çeyreğine kadar %4,75 oranında artış göstermiştir. 2008 yılı son çeyreğinde önemli yatırım bankalarından Lehman Brothers ve önemli sigorta şirketi AIG batmış, Bear Stearns ve Merrill Lynch’in satışa zorlanmasıyla birlikte ABD finansal piyasasında sıkıntılar baş göstermiş ve ev fiyatlarında %17’lik ve emlaka dayalı varlık fiyatlarında %37’lik düşüşler gözlenmiştir.”(Kabadayı, 2013: 122). FED, 2004 yılında enflasyon için faiz oranlarının yükseltmesi düşük gelire sahip bireyler sub-prime mortgage kredilerinin yani düşük gelir grubuna verilen krediler ödenmesinde sorunlar yaşamaya başlamıştır. Dolayısıyla borçların ödenememesi, gelirlerin reel olarak azalması konut fiyatlarının düşmesi ile sonuçlanmış, ABD krizi ile karşı karşıya gelmiştir. Krizin nedenleri şu şekilde ifade edilebilir (Engir ve Göllüce, 2016: 29-31):

- Düşük faiz oranları nedeniyle konut kredileri talebindeki artışlar ve risk unsurlarının dikkate alınmadan bankaların kredi kullandırması,
- Enflasyon oranının artması, konut fiyatlarındaki düşüşler,
- Borç senetlerinin menkul kıymetlendirilmesi ve herhangi bir denetime tabi olmaması,
- Kredi kuruluşlarının menkul kıymetleri yanlış değerlendirmeleri,
- Para politikalarındaki zamanlama yanlışları,
- Finansal sistemdeki eksik denetim,
- Rekabetten doğan risk unsurudur.

“2008 ekonomik krizi, finans temelli bir krizdir. Amerika Birleşik Devletleri’nde, bankaların yanlış kredi uygulamaları ve konut piyasasında dağıtılan kredilerin geri dönmesinde yaşanan sıkıntılar, krizin temelini oluşturmuştur.”(Özatay, 2009: 22).

2007 yılının Ağustos ayında kendini hissettiren ve ciddi anlamda 2008 yılında etkileri olan subprimemortgage kredilerinin tetiklemiş olduğu krizi kısa sürede tüm Dünya'yı etkilemiştir. Özellikle Türkiye gibi GOÜ büyük ölçüde etkilemiştir.

“ABD merkezli küresel kriz ilk yılı boyunca Türkiye ekonomisini fazla etkilememiştir. Bu sürede, Batı ekonomilerinin durgunlaşması ithalat taleplerindeki azalmanın ihracatçı ülkelere ve Türkiye'ye yansımalarının sınırlı kalmasına sebep olmuştur. “(Boratav, 2011).

Çizelge 2.8'e göre döviz kuru 2006 yılında 1.44 TL/\$ iken 2007 yılında 1.31 TL/\$, 2008 yılında 1,30 TL/\$'a düşmüştür. Burada net dış kaynak çıkışı olmadığını dolaylı olarak göstermekte ve önemli miktarda sermaye çıkışı da olmamıştır. Doğrudan yatırımlar 2006 yılında 20 milyon dolar, 2007'de 22 milyon dolar ve 2008 yılında 19 milyon dolar gerçekleşmiştir. Ülkenin önemli ölçüde krizden etkilenmesiyle 2009 yılında doğrudan yatırımlar 8 milyon dolar kadar düşmüştür. Portföy yatırımları ise kriz ve döviz kuru etkisi ile belirgin bir azalma gerçekleşerek 2008'de 3 milyon dolar, 2009 yılında da 2 milyon dolar olmuştur. Uluslararası rezervler ise 2008 yılına kadar artış göstermiştir. Kriz nedeniyle 2009 yılında 112 milyon dolara düşmüştür.

2006-2008 döneminde döviz kurundaki düşüş ithalat hacmini arttırmış, dış ticaret dengesini olumsuz etkilemiştir. 2007'deki dış ticaret dengesi -46 milyon dolar iken 2008 yılında -52 milyon dolara ulaşmıştır. 2009 yılında kriz etkisiyle dış piyasadaki daralma, döviz kurundaki %25 oranındaki artış dış ticaret dengesini olumlu etkilemiş ve -24,762 milyon dolara düşmüştür. 2001-2008 döneminde dış ticaret açığının hızla arttığı görülmektedir. Dış ticaretteki bu artışın nedeni ülke ekonomisinin yabancı sermaye girişi ve yabancı sermaye girişini sağlamak amacıyla yüksek faiz oranı, düşük döviz kuru uygulamasının ihracatı olumsuz, ithalatı olumlu yönde etkilemesidir.

2008 krizine kadar dış ticaret dengesindeki artış cari açık dengesini de olumsuz etkilemiştir. 2007 yılındaki cari açık -36 milyon dolar, 2008 yılında -39 milyon dolar'a kadar yükselirken 2009 yılında -11 milyon dolara düşmüştür. Cari açık dengesindeki değişiklikler ekonomik büyümeyi olumlu etkilemediği görülmektedir. 2007'de büyüme %5 iken, 2008'de %0,8'e, 2009 yılında da %-4.7'ye gerilemiştir. Bu gerilemenin nedenleri, sermayenin daralması, kriz etkisiyle gelişmiş ihracatın azalması, tasarrufun yatırımlardan düşük kalması ve yabancı sermayenin cari açık finansmanı olarak kullanılmasıdır. “2009

yılındaki iyileşmeden sonra cari açık 2010 yılından itibaren artış eğilimindedir ve bunun nedeni Türkiye’de tasarrufların yatırımlardan sürekli düşük kalması, TL’nin değerlenmesi ve büyümenin dışa bağımlılığa ve yabancı sermaye girişine bağlı olmasıdır. ” (Boratav, 2011).

2008 küresel krizinden sonra Türk ekonomi politikası finansal içerikli olmuştur. Reform uygulamaları hem kamu hem de özel ticari bankaların hakim olduğu finans sektörünün talepleri doğrultusunda şekillenmiştir. 2000’li yıllarda toplumun düşük gelirli kesimlerinin finans sektörüne dahil edilmesine zemin hazırlamıştır. Piyasayı geliştirmek için kurumsal çerçevenin iyileştirilmesi, son Sermaye Piyasası reformlarının temelini oluşturmaktadır. Bu nedenle, Türkiye'deki finansal dönüşüm yaşanmıştır.

Çizelge 2.7’ye göre tasarrufun GSYH içerisindeki payı kriz etkisi ile 2009 yılında %22’ye düşmüş, yatırımın GSYH içerisindeki payı ise %23 düzeyine düşmüştür. Mevduat faiz oranı 2007 yılında %16.9, 2008’de %18.1 ve 2009 yılında %8.8’e kadar düşmüştür. Reel faiz oranında da düşüş yaşanmış 2009 yılında %35.15 olmuştur. 2009 yılındaki faiz oranı düşüşlerine rağmen yatırımlarda azalma meydana gelmiştir. Bunun nedeni olarak yatırımı sadece faiz oranının etkilememesi, beklenti, piyasalar gibi faktörlerden de etkilenmesidir. Türkiye ekonomisinde yatırımların tasarruflardan yüksek kalması Türkiye’yi yabancı sermaye ve dolayısıyla yüksek faiz oranlarına doğru itmiştir.

Çizelge 2.7’ye göre enflasyon oranında talebin azalması ve petrol fiyatlarındaki düşüş 2007’deki %8.76 enflasyon oranını gıda ve petrol fiyatlarının artmasıyla 2008 yılında %10.44’lere kadar yükselmiş, krizin etkisiyle 2009’da %6.25’e düşmüştür.

İç borçlar 2000-2009 döneminde de istikrarlı bir şekilde artmaya devam etmiştir. Artış nedeni olarak dış kaynaklı borçlanma imkanlarının zorlaşması, yaşanan bankacılık krizinin ardından banka sektörü yapılandırılması için bankalara ihraç edilen kıymetler, bütçe açığı, faiz oranı politikaları, hükümetin borçlanma talebi ve finansal kriz gösterilebilir. Yine bu dönemde dış borçlarda da artışlar meydana gelmiştir. Ancak 2008’deki dış borç 280 milyon TL iken 2009 yılında 268 milyon TL olmuştur. bu düşüşün nedeni olarak 2009 yılında cari açığın ve bütçe açığının bir miktar azalması, portföy yatırımını artması, dış ticaret açığı, faizin düşmesi ile açıklamak mümkündür.

Kamu kesimi borçlanma gereğinin GSYH içerisindeki payı 2007 ve sonrasında arttığı görülmekte ve 2009 yılında bu oranı %4.81’e ulaşmıştır ve ekonomik büyüme

rakamlarındaki düşüşler Türkiye ekonomisini 2008 küresel krizden etkilendiğini göstermektedir.

2.5.2.4. 2010 - 2020 Dönemi

Gerçekleştirilen reformların ve uygulamaya konulmuş olan makroekonomik politika önlemlerinin desteğiyle ve uluslararası piyasalardaki likidite bolluğunun katkısıyla küresel krizi görece olarak daha hafif atlatan Türkiye ekonomisi, son sekiz üç aylık dönem boyunca dikkat çekici bir hızla büyüme göstermiştir. 2010 yılında %8,5 'lik bir büyüme yaşamıştır. Ancak ekonomik büyüme giderek daha etkili bir biçimde, iç tüketim ve yatırım talebi ve bu parametrelerin şekillendirdiği ithalat hacmi ile beslenen bir yapıdadır.

2010-2020 döneminde sürdürülebilir büyümenin gerçekleşemediği görülmektedir. Çizelge 2.10'e göre 2010 yılına göre 2011 yılında %3 oranında artış yaşanmıştır. Bu yıllarda büyümenin motoru özel sektörün genişlemesi, yatırım harcamalarındaki artış ve iç talebin artışıdır. 2012'deki %4.8 büyüme oranı, 2014'de %5.2'e yükselmiştir. 2016 yılında gerçekleşen olumsuzlukla sonuçlanan 15 Temmuz darbe girişimi büyümeyi olumsuz etkilemiş ve %3,2'ye düşmüştür. "Türkiye ekonomisi, ekonomiyi canlandırma amacıyla uygulamaya konulan mali teşvikler, destekleyici makro ihtiyaç politikalar, Kredi Garanti Fonu aracılığıyla sağlanan krediler ve olumlu dış konjonktürün etkisi ile 2017 yılında yüzde 7,4 ile güçlü bir büyüme performansı göstermiştir. Bu büyüme performansı ile Türkiye G20 ülkeleri arasında en hızlı büyüyen ülke olmuştur. " (HMB, 2017: 26). 2018 yılında TL'nin değer kaybetmesi, faiz oranı, enflasyon ve borçlanmadaki artışlar büyümeyi olumsuz yönde etkileyerek %3'e düşmüştür.

2006-2008 döneminde döviz kurundaki düşüş ithalat hacmini arttırmış, dış ticaret dengesini olumsuz etkilemiştir. 2007'deki dış ticaret dengesi -46 milyon dolar iken 2008 yılında -52 milyon dolara ulaşmıştır. 2009 yılında kriz etkisiyle dış piyasadaki daralma, döviz kurundaki %25 oranındaki artış dış ticaret dengesini olumlu etkilemiş ve -24 milyon dolara düşmüştür. 2001-2008 döneminde dış ticaret açığının hızla arttığı görülmektedir. Dış ticaretteki bu artışın nedeni ülke ekonomisinin yabancı sermaye girişi ve yabancı sermaye girişini sağlamak amacıyla yüksek faiz oranı, düşük döviz kuru uygulamasının ihracatı olumsuz, ithalatı olumlu yönde etkilemesidir.

2010-2020 dönemi döviz kurundaki artışlar ihracat arttırmış, dış ticaret dengesinin olumlu yönde etkilemiştir. 2011'deki dış ticaret dengesi -89 milyon dolar iken 2015'de -49

milyon dolar, 2020 yılında -37 milyon dolara düşmüştür. Dış ticaret dengesinde olumlu gelişmeler cari açık dengesini de olumlu yönde etkilemektedir. 2010 yılında cari açık dengesi -44 milyon dolar, 2015 yılında -27 milyon dolar, 2019 yılında ithalatın önemli ölçüde azalmasıyla 8 milyon dolar gerçekleşmiştir.

Çizelge 2.8'e göre doğrudan yatırımlarda istikrarlı bir görünüm yoktur. Doğrudan yatırımların en fazla görüldüğü 2015 yılı 19 milyon dolardır. Bu artış TL'nin değer kaybetmesi, enflasyon oranı, büyüme oranından kaynaklanmaktadır. 2015 yılı sonrasında doğrudan yatırımlar düşüş eğilimindedir ve 2020 yılında Covid-19 virüsünün dünya ekonomisini etkilemesiyle 7 milyon dolara kadar düşmüştür. Portföy yatırımları ise 2010-2011 yıllarında aynı düzeyde kalmış, 2012 yılında yaklaşık 18 milyon dolar artmıştır. "Genel Hükümetin yükümlülük artışının neredeyse tamamı portföy yatırımlarının alt kalemi olan borç senetlerindeki, bir başka deyişle yurt dışı yerleşiklerce satın alınan Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)'ndeki artıştan kaynaklanmaktadır."(TCMB, 2012: 10). Bu artış ayrıca döviz kurunda etkili olmuştur.

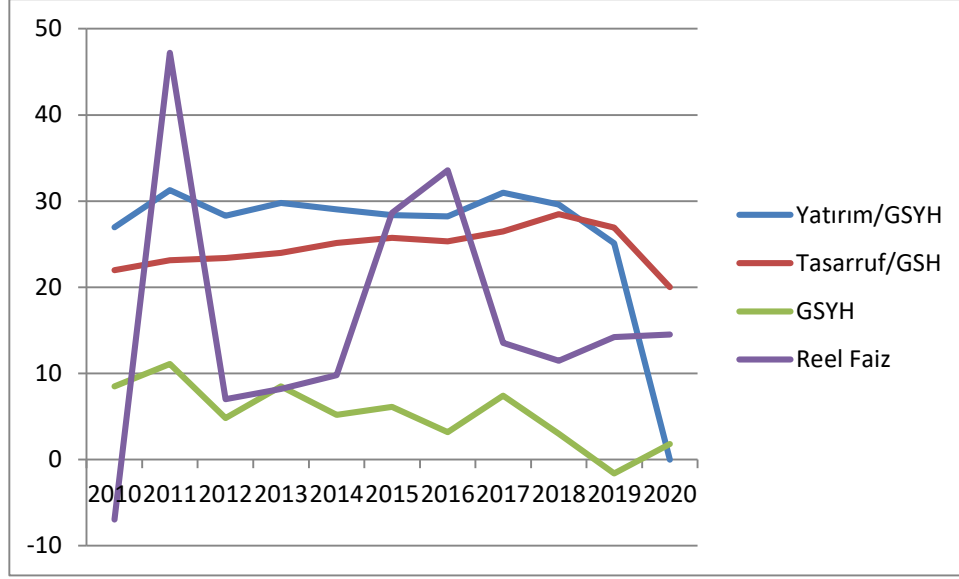
Portföy yatırımları 2015 yılına gelindiğinde -9 milyon dolar olduğu görülmektedir. Bu durum faiz oranı, döviz kuru kaynaklanmaktadır. "Diğer taraftan, Türkiye'nin uzun yıllardır en önemli dış kaynağı olan yabancı portföy yatırımları, daha popüler ifadesiyle sıcak para, 2015 yılında giriş yerine çıkış yapmayı tercih etmiştir. Nitekim yılın 11 aylık bölümünde yabancılar Türkiye'den yaklaşık 8 milyar Dolarlık sıcak parayı geri çekmişlerdir. Bu durum Türkiye'ye yönelik risk algısının artması kadar FED'in faiz politikalarıyla da ilgilidir." (EBSO, 2015: 69).

"Küreselleşme sürecinin ön plana çıkan sonuçlarından biri de dünya genelinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarına hız kazandırmasıdır. Yıllık bazda 1,4 trilyon Dolara ulaşan doğrudan yatırım hareketi, onun çok çok üstünde olan portföy hareketleri daha çok gelişmiş ülkelere gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere doğru olmaktadır. Böylece dünya genelinde yatırım, üretim ve finansman kartları yeniden dağıtılmaktadır. Ancak ABD'de Donald Trump'ın başkan seçilmesi sonrasında ilan ettiği ve uygulamaya koymaya çalıştığı politikalar, devam etmesi halinde, bu hareketlerin sınırlanması, en azından dünyanın en büyük sermaye ihracatçısı ABD için söz konusu olabilecektir. Türkiye'de hızlanan bu sermaye hareketlerinden daha çok sıcak para yani portföy yatırımları kanalından faydalanmıştır."(EBSO, 2016: 86).

Çizelge 2.9. Temel Makroekonomik Göstergeler

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GSYH (TL)	1,160	1,394	1,569	1,809	2,044	2,338	2,608	3,104	3,758	4,320	5,047
GSYH Büyüme (%)	8.5	11.1	4.8	8.5	5.2	6.1	3.2	7.4	3	-1.6 0,9	1.8
TÜFE (%)	6.40	10.45	6.16	7.40	8.17	8.81	8.53	11.92	20.30	11.84	14.6
Mevduat Faizi (%)	7.9	10	9.59	8.19	9.82	10.15	10.72	12.79	18.32	17.48	16,85
Reel Faiz (%)	-6.97	47.22	7.02	8.2	9.8	28.63	33.56	13.54	11.48	14.23	14.5
Yatırım/GSYH	26.97	31.27	28.3	29.77	29.03	28.36	28.23	30.99	29.58	25.09	27,3
Tasarruf/GSH	21.97	23.13	23.39	23.97	25.15	25.75	25.34	26.48	28.48	26.92	20.03
Dış Ticaret Dengesi (Milyon Dolar)	-56,325	-89,160	-65,367	-81,885	-66,572	-49,009	-39,923	-58,575	-40,767	-16,647	-37,834.00
İç Borç (Milyon TL)	352,841	368,778,4	386,541,676	403,006,9	414,648,522	440,124,283	468,644,329	535,447,618	586,142,000	755,051,843	1,060,353,52 9
Dış Borç (Milyon TL)	291,401	305,086	341,972	394,756	407,482	399,745	408,872	454,762	443,844	437,621	431,033
Döviz Kuru (TL/\$)	1.51	1.68	1.8	1.91	2.19	2.72	3.03	3.65	4.82	5.68	6.63
Cari Açık Dengesi (Milyon Dolar)	-44,620	-74,402	-47,960	-55,858	-38,848	-27,314	-26,849	-40,584	-20,745	8,895	-19804
Uluslararası Rezervler (Milyon Dolar)	110,011	110,504	137,493	147,881	141,818	128,042	129,525	136,158	130,426	144,840	126376.6
M2 Para Azı (Milyon TL)	587,814,547. 00	665,642,351. 00	749,111,748. 00	910,052,031. 00	1,018,546,16 4.00	1,195,810,09 4.90	1,406,729,18 7.90	1,624,675,29 9.50	1,940,589,52 2.50	2,457,542,71 6.60	3,325,045,85 7
Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)	19,617.00	19,516.00	38,372.00	21,419.00	20,962.00	-9,220.00	8,083.00	23,857.00	88.00	3,256.00	-5,236.00
Doğrudan Yatırımlar (Milyon Dolar)	9,099.00	16,182.00	13,744.00	13,563.00	13,337.00	19,263.00	13,835.00	11,042.00	12,822.00	9,266.00	7,833.00
KKBG/GSYH	2.24	0.13	0.88	0.39	0.53	0.03	1.06	1.81	2.47	3.25	6.11

Kaynak: TCMB, Kalkınma Bakanlığı, World Development Indicators (2021) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.



Kaynak: TCMB EVDS (2021) verilerinden tarafımızca hazırlanmıştır.

Şekil 2.4. Yatırım/GSYH, Tasarruf/GSYH, GSYH, Reel Faiz

2017’de gerçekleşen 23 milyon dolarlık portföy yatırımı son dönemlerin en fazla olduğu miktar olmuştur. 2018, 2019 yıllarında da kur etkisi ve Covid-19 pandemisi, siyasi olaylar nedeniyle düşüş gözlemlenen portföy yatırımı 2020 yılında -5,236 milyon dolar kadar gerilemiştir.

Enflasyon oranı 2011 yılında %4,05 oranında arttığı gözlemlenmektedir. Bu artışın temelinde 2011 yılı seçimlerini kazanan hükümetin yüksek kur-düşük faiz politikasını uygulamasıydı. Kurdaki artışla birlikte TL’nin değer kaybetmesi ithal malların fiyatını arttırmış ve maliyet enflasyonuna neden olmuştur. Ayrıca ithal edilen enerjinin fiyatı yükselmesi ve tütün ürünleri için vergi oranlarının artırılması enflasyon oranının artmasına yol açmıştır. 2011 yılından sonra TCMB sıkı para politikasını uygulamış, faiz oranı arttırılmış, sermaye giriş-çıkışında ani değişimleri engellemek için esnek likidite yönetim stratejisi uygulanmıştır. Bu uygulama ile enflasyon oranı 2017 yılına kadar tek haneli gerçekleşmiştir. 2017’de kontrolden çıkan enflasyon oranı döviz kuru ve emtia fiyatlarının artışıyla yaklaşık 3 puan yükselerek %11.92’ye ulaşmıştır. 2018 yılındaki ABD ile siyasi-ekonomik gerilim döviz kurunun yükseltmiştir. Enflasyon oranı bu durumdan etkilenecek % 20’lere çıkmıştır. Döviz kurlarındaki yüzde 40’ı aşan bu artış fiyatlara yansiyip enflasyonun yükselmesine yol açmıştı. Enflasyondaki bu yükseliş de satın alma gücünü düşürüp iç talebi aşağı çekerek ekonominin resesyona girmesine neden olmuştu. 2020 yılında enflasyon oranı %14,60 olarak gerçekleşmiş ve Covid-19 nedeniyle azalan talebin, düşük faiz oranlı kredi kullanılması oranının artmasının temeli olmuştur.

Çizelge 2.8'e göre iç borçlanma devamlı artmış, 2010 yılında iç borçlanma 352 milyon TL, 2020 yılında 1 milyar 60 milyon TL'yi bulmuştur. On yıllık dönemde 2017 ve 2020 yıllarında keskin bir artış görünmektedir. 2017 yılındaki artış ülkenin içine girmiş olduğu olağanüstü durum, 2019 yılında Covid-19 virüsünü yayılması ile açıklamak mümkündür. Ayrıca son yıllarda artan yatırım projelerinin artması iç borcun artmasında etken olmuştur. Dış borçlanma 2017 yılına kadar artış gözlemlenmiş 454 milyon TL olmuştur. 2018 yılından sonra düşüş eğilimine geçen dış borçlanma 2020 yılında 431 milyon TL gerçekleşmiştir. Bu durum dış ticaret ve döviz kurundan kaynaklandığı söylenebilir.

Yatırımın GSYH içindeki payı incelendiğinde 2017 yılına kadar artış görülmüş ve %30 ulaşmıştır. Hükümetin uygulamış olduğu teşvikli yatırım politikaları etkili olmuştur. 2017 yılından bu yana düşen yatırımın GSYH içindeki payı 2020 yılında %13.5 gerçekleşmiştir. Bu gerilemenin kaynağı döviz kuru ve Covid-19 pandemisidir. Tasarrufun GSYH içerisindeki payı ise düşük düzeyde artış göstermiştir. Türkiye ekonomisinde yatırımların tasarruflardan yüksek kalması Türkiye'yi yabancı sermaye ve dolayısıyla yüksek faiz oranlarına doğru itmiştir.

Kamu kesimi borçlanma gereğinin GSYH içerisindeki payı 2016 yılına kadar düşük seyretmiştir. 2017 yılından sonra bu oranda artış görülmektedir. Bu durumun nedeni olarak bütçe açığı ve ekonomik büyümenin daralması gösterilebilir.

Türkiye ekonomisi, finansal liberalleşmenin gerçekleştiği 1980'lerden bu yana önemli değişimler geçirmiştir. Bu değişikliklerde, finansal liberalleşmeyi sağlamak için uygulamaya konan faiz, döviz kuru ve sermaye hareketlerini serbestleştirmeye yönelik politikalar etkili olmuştur. Serbestleşme döneminde uygulanan politikaların bir sonucu olarak, Türkiye ekonomisi bazı dönemlerde yüksek büyüme oranlarına ulaşmış, ancak diğer dönemlerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi nedeniyle finansal krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Türkiye ve birçok gelişmekte olan ülkede, finansal liberalleşme ile birlikte artan sıcak para hareketleri ekonomi için önemli seviyelere ulaşmıştır. Bununla birlikte, artan sıcak para hareketleri de belirsizlikler getirmiştir. 1980-1990'lı yıllarda liberalleşme politikalarını uygulamaya çalışması, diğer ülkelerin kazançlı yatırım alanları araması sonucu spekülasyon; enflasyona ve buna bağlı olarak yüksek faiz oranına, menkul kıymet borsalarının yetersizliği, tasarrufların yetersiz olması, tüketimin yüksek olması gibi nedenlerle ülkeye girmiştir. Türkiye bu küresel iklim ve konjonktürden; yüksek faiz

ödemesi, 2000-2008 döneminde IMF çıpa uygulaması, AB ile müzakere süreçleri, Katar, B. Arap Emirlikleri gibi körfez ülkelerle olan ekonomik ilişkilerin yoğunlaşması, Merkez Bankası brüt rezervleri yüksek görünmesi yani Türkiye hem karlı olduğu, hem de geri ödeme imkanlarına sahip olmasıyla dış kaynak girişi çok fazla olmuştur. Böylelikle faiz avantajı nedeniyle dış kredi/kaynak kullanımını da arttı, reel kurlar geriledi, iç talep daraldı, çok sık seçim/referandum yapıldı ve seçim ekonomisi uygulandı, dış ticaret ve cari denge açığı büyümüş, dış borçlar artmıştır. Üretim, tüketimin dengesizliği ve dış girdi-ürün bağımlılığı nedenleri ile gelişmekte olan ülkelere önemli ölçüde akmıştır. Sonuç olarak Türkiye’de, yaşanan gelişmeler ve krizler dikkate alındığında, 1989’da gerçekleştirilen ileri düzeydeki finansal serbestleşmenin “prematüre” nitelikte olduğu söylenebilir. Bu serbestleşme ülkenin makroekonomik koşullarında geçici iyileşmeler sağlayabilmekle birlikte bir süre sonra dengeleme/düzeltilme zorunluluğu doğmakta ve ülke adeta düzenli olarak döviz kaynaklı finansal krizler yaşamaktadır. 2018 Ağustos’ta yaşanan durum buna örnektir. Ülkeye likit olarak giren fonlar vb. ekonomideki belirsizliklere, farklı ülkelerdeki fırsatların ortaya çıkmasına, politika ve güvenlikteki belirsizliklere ve ülkelerin finansal piyasalarını kırılgan hale getirmeye hızlı tepki vermiştir. Kırılgan ülke mali piyasaları nasıl Türkiye’de krizler de göstermiştir (Bakan vd., 2017).

“Türkiye ekonomisinde, diğer gelişmekte olan ülkeler gibi, yapısal olduğu kadar uzun yıllardır çözülememiş olması nedeniyle “yapısallaşmış” nitelikte sorunlar bulunmaktadır. Bu sorunların çözümü ise, iyiniyetli plan-programlara rağmen, 2010’lı yıllarda politik konjonktürün bir şekilde hep yüksek düzeyde seyretmesine de bağlı olarak, kalıcı bir şekilde çözülememiştir. Küresel iklimin daha uygun olduğu likidite bolluğu dönemlerinde aşılacak bazı sorunların ötelenmesinin tercih edilmesi de, gelinen noktada çok farklı ve zorlu bir zemine evrilen dünya ekonomisi koşulları nedeniyle, çözümü daha da zorlaştırmıştır.”(EBSO, 2019:134).

2.6. Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme

GOÜ’lerde temel amaç ekonomik kalkınmayı sağlayarak ekonomik büyümeyi sağlamaktır. 1980’li yıllardan itibaren AGÜ ve GOÜ’lerde uygulanan finansal liberalleşme politikalarının temelinde finansal gelişmeyi sağlayarak ekonomik büyümeyi arttıracığı beklentisi vardır. Az gelişmiş ülkelerinde finansal liberalleşme sürecine katılmaları yararlı olacaktır. Bu düşünceye göre ülkelerin uluslararası piyasalarda yer almasının yararları vardır. İlk olarak sermayenin yetersiz olduğu ülkelerin dışa açılmayla ülkeye yabancı

sermaye girişi yurtiçi yatırımları arttıracığıdır. Bir diğer ifade ile finansal liberalizasyon sonucu finansal piyasalardaki rekabet faiz oranlarını arttırdığı ve bu da daha yüksek tasarrufu neden olmaktadır. Bu da yatırım için kaynak miktarını arttırmaktadır. İkinci olarak finansal liberalleşme, bankalar gibi finansal kurumların etkinliği arttırmakta ve risk çeşitlendirme olanaklarının artmasına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca finansal araçlarda çeşitlilik oluşturacaktır. Bunların yanında portföyleri zenginleştirme, finansal araçlarla risk paylaşımı, riskten korunmayla tasarruflar verimli alanlarda kullanılabilirken, yatırım karlılıkları da artacaktır. Bu aynı zamanda sermaye maliyetinin düşmesine ve yatırım ve büyümenin artmasına neden olur (Hermes & Lensink, 2008: 166; Bakan, 2017: 39-40).

Finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi doğrudan ve dolaylı kanal olmak üzere iki yol ile etkilemektedir. Finansal liberalizasyon ulusal tasarrufların yükseltilmesi, sermaye maliyetinin azaltılması, teknoloji transferi ve finansal sektörün gelişmesi yoluyla ekonomik büyümeyi doğrudan etkileyen kanallar iken, uzmanlaşma-daha iyi politikaların uygulanabilmesi için teşvikler ve dolayısıyla iyi politikaların sinyalleri aracılığıyla sermaye girişlerinin yükselmesi finansal liberalleşmenin ekonomik büyümeyi dolaylı yoldan etkileyen kanallardır (Bakırtaş ve Karbuz, 2004: 94; Dinar, 2012: 113; Prasad vd. , 2004: 24).

Finansal liberalleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki arasındaki ilişkinin yönü H.T. Patrick(1966) tarafından arz-talep yönlü yaklaşım olarak araştırılmıştır. Arz yönlü yaklaşım, Mckinnon (1973), King ve Levine (1993), Neusser ve Kugler (1998) tarafından ortaya atılmıştır. Bu yaklaşım finansal liberalleşme ile birlikte finansal araçların, hizmetlerin ve verimliliğin artmasıyla ekonomik büyümenin hızlanacağını öne sürmektedir. Arz yönlü yaklaşımda tasarruflar ve rekabet iki önemli unsurdur. Finansal serbestleşmeyle tasarrufların finans sektörüne aktarılıp piyasada etkin kaynak dağılımıyla tasarruf ekonomik büyümeyi arttıracaktır. Bir diğer unsur olan rekabet ise yurt dışındaki kurumların iç piyasaya girişiyle iç piyasadaki firmaların sermaye maliyetini azaltıp yatırımın artması sayesinde ekonomik büyümeyi sağlamaktadır. Ayrıca ülkedeki finansal alanda kalkınma söz konusudur. Rekabetin artmasıyla hem teknolojinin gelişmesi hem de banka sektörünün etkinliği artmaktadır ve dolayısıyla ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır. (Onur,2005:138. Kargbo ve Adamu, 2009: 36).

Talep yönlü yaklaşım ise Jung(1986), Gurley- Shaw(1967), ve Goldsmith(1969) ortaya koymuştur. Bu yaklaşım finansal liberalleşmenin ekonomik büyümeyi azaltacağını

savunmaktadırlar. İlerleyen dönemlerde finansal liberalleşme reel ekonomide genişleme görülürken finans sektöründe etkinliği azalabilmektedir. Jung, Gurley- Shaw ve Goldsmith'e göre finansal liberalleşme ekonomik büyümeyi şu nedenlerle azaltmaktadır (Onur,2005: 139-140):

- Finansal liberalleşme borçlanma maliyetini arttırarak kısa dönemde ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir.
- Yeterli üretimin olmaması, rant kollama ve kredide spekülatif faaliyetler verimsiz dağılımı ortaya çıkarmaktadır.
- Sermaye hesabının liberalleşmesinde karşılaştırmalı üstünlüğü bulunan ülkede sermaye sektörlerine etkin bir şekilde dağıtılamayacaktır.
- Finansal sektörde asimetrik bilgi nedeniyle finansal işlemler kısıtlı olacak ve ekonomik büyüme olumsuz etkilenecektir.
- Finansal serbestleşmeyle piyasalar uluslararası boyutlara ulaşmasıyla piyasaların bölünmesine yol açarak iç piyasadaki likiditenin ülke kalkınmasını olumsuz etkilemektedir.
- Ülkelerdeki finans kurumların iflası, hükümet uygulamalarının uygun olmaması ve finansal krizler gibi nedenlerle finansal liberalleşme makroekonomik düzeyde istikrarsızlığa neden olarak ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilerin olacağı öne sürülmektedir.

Mckinnon (1973) ve Shaw (1973) konuyla ilgili yapmış oldukları teorik çalışma, daha sonra yapılan birçok çalışmaya öncü olmuştur. Yapılan ampirik çalışmalarda teorik çalışmaları destekleyen sonuçlara ulaşıldığı gibi teoriden farklı sonuçlara da ulaşılmıştır. Teoriden sapan sonuçlar ise genellikle teorilerde baz alınan ülkelerin özel durumlarından ve ekonomilerindeki farklı uygulamalardan kaynaklanmaktadır. Yapılan çalışmalarda genellikle finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye katkı sağlayacağı yönündedir ve seçilmiş ampirik literatür özeti çizelge 2.11'de sunulmuştur.

Çizelge 2.10. Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkin Literatür Özeti

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
King ve Levine (1993)	1960-1989 80 ülke	Panel Veri Analizi	Finansal liberalleşme sermaye birikimi ile ekonomik büyümeyi olumlu etkisi olacağı sonucuna ulaşmıştır.
Quinn (1997)	1958-1989 64 ülke	Panel Veri Analizi	Finansal liberalizasyon ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyeceğini tespit edilmiştir.
Gürsoy ve Müslümov (1998)	1981-1994 20 ülke	Panel Veri Analizi	Finansal sistemin gelişmişliği borsayı etkileyerek GOÜ'lerde ekonomik büyümeyi arttırdığını gözlemlemiştir.
Agrawal (2000)	1965-1999 5 ülke	Panel Veri Analizi	1980 öncesi DYSY ekonomik büyümeyi olumsuz etkilerken 1980 sonrası sermaye hesabının serbestleşmesi ile DYSY ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemeye başladığı tespit edilmiştir.
Edwards (2001)	1975-1997 21 ülke	Panel Veri Analizi	Sermaye giriş-çıkış finansal gelişmenin ve araçların artmasıyla ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
Özatat ve Sak (2002)	1990-1999 Türkiye	Zaman Serisi Analizi	Finansal liberalleşme politikaları ekonomik büyümeyi sınırlı olarak olumlu etkilemiştir. Bu politikalar tasarrufları finans sistemine çekmeyi başarırken kredi stoğunda bu başarı gözlemlenememiştir. Çünkü finans sistemindeki risk unsuru faiz, döviz kuru ve ekonomik büyümenin dalgalı olmasına neden olarak kredi arzını olumsuz etkilemiştir.
Galindo vd. (2007)	1990-1998 12 ülke	Panel Veri	Finansal liberalizasyon yatırımları arttırdığı için ekonomik büyümeyi de arttıracığı sonucuna ulaşılmıştır.
Onur (2005)	1980-2003 Türkiye	Zaman Serisi Analizi	Finansal liberalizasyon GSMH azalttığı, finansal kalkınma GSMH'yi azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca finansal liberalizasyon, finansal kalkınma ve dışa açıklıktan GSMH'ye bir nedensellik ilişkisi elde edilmiştir.
Keskiner Musullugil (2007)	1981-2005 Türkiye	Zaman Serisi Analizi	Sermaye hesabının liberalleşmesi ekonomik büyümeyi pozitif etkileyecek fakat borçlanmayı arttırması nedeniyle krizlere açık hale getirdiği sonucuna ulaşılmıştır.
Odhambo (2009)	1968-2004 Kenya	Zaman Serisi Analizi	Faiz oranının serbestleştirilmesinin, finansal derinleşme üzerindeki etkisi nedeniyle Kenya'daki ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.
Altıntaş ve Ayriçay(2010)	1987-2007 Türkiye	Zaman Serisi Analizi	GSYH ile finansal gelişme, reel faiz oranı, dışa açıklık arasında uzun dönemde bir ilişki tespit edilmiştir. Bunun yanında reel faiz oranındaki artış tasarrufu artırıcı etkisi bulunarak yatırımı artırıcı özelliği olduğunu tespit edilmiştir.
Vergil ve Karaca (2010)	1980-2005 GOÜ	Panel Veri Analizi	Uzun vadeli sermaye yatırımları ekonomik büyümeyi olumlu etkilerken kısa vadeli sermaye yatırımları ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceği sonucuna ulaşılmıştır.

Çizelge 2.10. Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkin Literatür Özeti (Devamı)

Çalışma	Dönem ve Ülke	Yöntem	Sonuç
Bashar ve Khan(2012)	1974-2007 Bangladeş	Zaman Serisi Analizi	Bangladeş'teki uzun vadeli ekonomik büyümenin büyük ölçüde hem fiziksel hem de beşeri sermaye, ticarete açıklık ve mali ve sermaye hesabı serbestleştirmesine yapılan yatırımlarla açıklandığını göstermiştir. Nedensellik, sermaye hesabının serbestleştirilmesi ile ekonomik büyüme çift yönlü iken kısa vadede fiziksel sermaye ve finansal serbestleşmeden ekonomik büyümeye yalnızca tek bir yöndedir. Ekonomik büyüme kısa vadede ticaret açıklığından etkilenmemektedir. Ticari liberalizasyon ve sermaye hesabı serbestleştirmesinin uzun vadede ekonomik büyüme üzerinde önemli olumlu etkileri olurken, finansal serbestleşmenin etkilerinin önemli ölçüde olumsuz olduğu görülmüştür. Bu, finansal serbestleşmenin başarısı için bir ön koşul olarak reel sektör gelişiminin sağlanması ihtiyacını vurgulanmıştır.
Okore ve Onoh (2013)	1971-2011 Nijerya	Zaman Serisi Analizi	Sermaye hesabı serbestleştirmesinin Nijerya'daki ekonomik büyüme üzerinde olumlu ve önemli bir etkiye sahip olduğunu, dolayısıyla sermaye hareketiyle ilgili uluslararası işlemlerden kısıtlamaların kaldırılmasının ekonomik büyümede artışa yol açtığı ortaya koyulmuştur.
Tuncay ve Demir (2017)	2005-2015 GOÜ	Panel Veri Analizi	Sermaye hareketlerindeki kontrollerin kalkmasıyla GOÜ enflasyon oranında düşüş yaşanırken, cari açık dengesi olumsuz etkilenmiştir.

2.7. Mckinnon Shaw Hipotezi

Faiz oranı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki Mckinnon Shaw hipotezinin temelini oluşturmaktadır. Mckinnon ve Shaw finansal liberalleşmenin faiz oranlarını yükselterek tasarruf ve yatırımı arttırıp ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceğini öne sürmekte ve büyüme süreci açısından farklı yaklaşımlarla ele almışlardır. Bu başlıkta Mckinnon ve Shaw yaklaşımları ayrı ayrı ele alınmıştır.

2.7.1. Mckinnon Hipotezi

Mckinnon finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi para ve fiziki sermaye birikimi arasındaki etkileşimi ele alan tamamlayıcılık modeli ile açıklamıştır. Tamamlayıcılık hipotezi faiz oranlarının artması para talebini ve yatırım miktarını arttıracakını ifade etmektedir. (Ghatak, 1995). Mckinnon, GOÜ'lerde finansal piyasaların gelişmemiş ve bölünmüş bir yapıya sahip olması sebebiyle para ve fiziki sermaye arasında tamamlayıcılık ilişkisi olduğunu ileri sürmektedir. Finansal liberalleşme politikaları ile yükselecek olan faiz oranı para talebini arttıracak ve daha fazla yatırıma neden olacağını belirtmektedir (Işık vd. 2005: 2).

Mckinnon tamamlayıcılık hipotezi aşağıdaki varsayımlara dayanmaktadır (McKinnon, 1973: 56):

- Üretim süreçlerinde çoğu zaman yüksek bir yatırım gerektirir ve fiziki sermaye yatırımlarının bölünemezliği önemli kabul edilmiştir. Bu nedenle, yatırımcılar yatırım projelerine başlamadan önce yatırım yapmak için yeterli miktara sahip olana kadar finansal varlıklar şeklinde para biriktirmektedirler.
- Ekonomik birimlerin dış finansmana erişimi yoktur, otofinansmana dayanmaktadır. Yatırımcıların yatırım projelerini finanse etmek için borç almasına izin verilmez.

Mckinnon, ekonominin kendi kendini finanse ettiğini ve yatırım harcamalarının bölünemeyeceği özelliğinden bahseder. Gelişmekte olan ülkelerde, organize sermaye ve para piyasalarının yetersiz olması nedeniyle, bireylerin servetlerini biriktirmeleri için geniş bir finansal araç yelpazesi yoktur. Ayrıca, bilgi eksikliği nedeniyle para dışındaki finansal araçlar kolayca pazarlanamaz. Bu etkenlere bağlı olarak Mckinnon gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının düşük olması ödünç alınan fonların kıt olduğu varsaymıştır.

Dolayısıyla borç alma imkanının olmadığı durumda yatırım yapılmadan önce yatırımcılar, gerekli olan birikimi yapması gerekmektedir. Bir diğer ifade ile harcamalar birey ve firmaların kendi serveti ile sınırlıdır ve yatırımlar gerekli tasarruf birikimi ile gerçekleşmektedir. Mckinnon'a göre, yüksek faiz oranları politikası tasarrufları harekete geçirmeye ve onları daha verimli yatırım fırsatlarına yönlendirmektedir. Faiz oranı ne kadar yüksek olursa tasarrufların artışını o kadar teşvik edecektir. Mckinnon'a göre, yüksek faiz oranı politikası tasarrufları harekete geçirmeye ve tasarrufların daha verimli yatırımlara yönlendirmektedir. Mckinnon fiziki yatırım için finansal servetin biriktirilmesi gerektiğini belirtmektedir. Fiziki sermaye yatırımları bir diğer ifade ile yatırımın getirisi arttığı için tutulmak istenen para miktarının artması para ve fiziki sermaye yatırımları arasındaki tamamlayıcılık ilişkisini doğurmuştur. Para ve fiziki sermaye arasındaki tamamlayıcılığın nedenini Mckinnon şu şekilde açıklamıştır. “...geleneksel portföy yaklaşımı, birikim sürecinin ihmal edildiği statik bir anlayış içinde para ile fiziki sermayeyi servet tutmanın alternatif varlıkları olarak dikkate almaktadır. Buna karşın para, birikim sürecinde alternatif bir varlık yerine bir kanal olarak görülürse para talebi, fiziki sermayenin verimliliğiyle birlikte artacaktır.”(Mckinnon 1973: 60, Aktaran, Işık vd. 2005: 3) Bu nedenle, Mckinnon, Neo-klasik para talebi ile fiziki sermaye yatırımları arasındaki ikame ilişkisi görüşüne karşı çıkararak para talebi ile fiziki sermaye yatırımları yatırımları arasında tamamlayıcılık ilişkisi olduğunu öne sürmektedir (Mckinnon, 1973: 59; Molho, 1986: 102; Fry, 1988: 20-22; Thornton ve Poudyal, 1990; McPherson ve Rakovski 1999:5; Odhimabo, 2004; Elsayed, 2013: 22; Üçler ve Özşahin, 2014:3). Mckinnon para ile fiziki sermaye arasındaki ilişkiyi şu şekilde açıklamıştır (Mckinnon, 1973):

$$\frac{M}{P} = L\left(Y, \frac{I}{Y}, d - \pi^*\right) \quad (1.1)$$

$$\frac{\delta\left(\frac{M}{P}\right)}{\delta\left(\frac{I}{Y}\right)} > 0 \quad (1.2)$$

Denklemden M/P reel para talebi, Y reel GSYH, I yatırımları, d mevduat faiz oranını, π^* beklenen enflasyon oranını ve $d - \pi^*$ reel faiz oranını ifade etmektedir. Denklemin bütün kısmi türevleri pozitif değer almaktadır. Bu durum para ve fiziki sermaye yatırımları fiziki sermaye yatırımları arasında tamamlayıcılık ilişkisini yansıtmaktadır. 1.1'nolu denklem finansal baskı ortamında para talebi ve fiziki sermaye yatırımları arasındaki tamamlayıcılık ilişkisini göstermektedir.

1.1 nolu göre para talebi; reel GSYH (Y), gayrisafi yatırımların GSYH oranı (I/Y) (Yatırım fonksiyonu), reel faiz oranının bir fonksiyonudur (Fry, 1988: 21).

Mckinnon' a göre para tutmanın reel getirisi arttığında yatırım için iç finansman kullanımı daha da artacaktır. "Sermayenin ortalama getirisindeki bir artış, para talebi fonksiyonunda arzulanan reel nakit miktarını arttırırken, paranın reel getirisi otofinansman şeklindeki gerçekleştirilecek olan yatırımları da pozitif etkileyecektir."(Ağır 2013: 23). "Yatırımlar sermayenin ortalama getirisine (r_t) ve reel faiz oranı haddine bağlıdır. Reel faiz oranı yatırım oranını ve para talebini etkilemektedir."(Özdiç, 1994: 15). Yatırım fonksiyonu aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$\frac{I}{Y} = f(r_t, d - \pi^e) \quad (1.3)$$

$$\frac{\delta(\frac{I}{Y})}{\delta(d - \pi^e)} > \quad (1.4)$$

Yatırım fonksiyonu ise fiziki sermayenin ortalama reel getirisi ve banka mevduatları reel faiz oranının pozitif bir fonksiyonudur. Mckinnon'a göre reel faiz oranı, finansal varlık talebini arttırdığından ve finansal varlıklar ile yatırımlar birbirleriyle tamamlayıcı olduklarından, yatırım oranını da arttırmaktadır. Yani para talebi, yatırım talebi arttığında artar, yatırım talebi ise reel faiz oranı arttığında artar.

"Mckinnon, yatırımların GSYIH içerisindeki payının artırılması kadar yatırımların kalitesinin de üzerinde durulması gerektiğini ve sermayenin verimliliğine yeterince önemin verilmediğini belirtmiştir. Yatırımın kalite yönünden gelişmesi finansal aracılığın güçlenmesi ile gerçekleşmektedir. Çünkü gerçekte finansal araçlar yatırım projelerini değerlendirirken, projelerin marjinal verimlilikleri ile değil, kredilerin geri dönüş riski ile ilgilenmektedirler. Reel faizlerin yükselmesi ile girişimciler faiz maliyetinin üzerinde getiri sağlayacak alanlara yönelmek isteyecekler ve ancak bu verimli yatırımlar ile mümkün olabilecektir. Bu durumda finansal kuruluşlar da yüksek kâr getirecek verimli yatırımlara kaynak aktaracaklardır." (Keskiner Musullugil, 2007: 35-36).

Mckinnon'ın tamamlayıcılık modelinde yatırımcıların yatırım için kredi kullanmadıkları görüşü hakimdir. Bu yüzden model, içsel para kullanıma dayanmaktadır. Otofinansman olduğu için kredi kullanılmaz. Özel sektörde borçluluk ve finansal aracılık

yoktur. Bu nedenle firmalar ve bireyler harcamalarını sadece kendi servetleri ile gerçekleştirmektedir. Bu görüş Mckinnon'ın modelini Shaw'ın modelinden ayırmaktadır (Erpekin, 2004: 23-24; Keskiner Musullugil, 2007: 30).

“Kısacası Mckinnon, bireylerin para talebinin gelir, faiz oranı ve sermayenin ortalama getirisi ile pozitif olarak ilişkili olduğunu ileri sürmektedir. Eğer ortalama getiri oranı yükselirse, sermaye talebi artacak ve bu da daha büyük sermaye stokunu finanse etmek için daha yüksek bir para talebi ile sonuçlanacaktır. Benzer bir şekilde, eğer reel faiz oranı artarsa, bireyler nakit tutmak için teşvik edilmiş olacak ki bu otofinsmanla gerçekleştirecek yatırım olanaklarını artıracaktır. Artan nakit tutmaları, bankalar aracılığıyla daha yüksek tasarruflara yol açabilir, çünkü yatırımları finanse etmek için gerekli büyüklükte tasarrufa ulaşana kadar nakit biriktirmek zorundadır. Dolayısıyla finansal liberalizasyon faizleri yükselterek, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, bankalar aracılığıyla daha yüksek tasarruflara, daha yüksek yatırımlara ve daha güçlü büyüme performansına katkıda bulunmaktadır.”(Ağır, 2009: 24).

2.7.2. Shaw Modeli

Shaw'ın ileri sürmüş olduğu borç aracılık görüşünün şekillenmesi Gurley ve R. Shaw (1955) çalışmasına dayanmaktadır ve bu iktisatçılara göre ekonomik büyümenin sağlanması, borç ve finansal sistemin gelişimine bağlı olarak finansal araçların çeşitlilik göstermesi ile alakalıdır. Bu görüşe göre finansal sektördeki gelişmeler ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Aradaki köprüyü kuran finansal araçlar, finansal araçların çeşitliliği sayesinde ekonomik aktörlere kazanç sağlayacak, maliyeti düşürmesi açısından finansal araçlarda çeşitlilik ve kurumların borç verme imkanlarını arttırıp ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır (Özşahin, 2010: 56-57).

Shaw (1973), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki finans sektörünün farkına odaklanan borç aracılık görüşüne vurgu yapmaktadır. Borç aracılık görüşü, sermaye birikimi için dış faktörlere odaklanmaktadır. Shaw (1973), paranın özel sektöre üretken yatırım kredileri ile desteklendiği bir parasal model oluşturur. Ek olarak, bu para stoğu ekonomik faaliyet seviyesine göre ne kadar büyük olursa, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasındaki bankacılık sistemi aracılığıyla finansal aracılık kapsamı da o kadar büyük olur. Shaw (1973), finansal aracılık için gerekli fonların kaynaklarını oluşturan mevduatların rolüne odaklanarak, yüksek mevduat faiz oranının, bir ekonominin üretken sektörlerinin

finansal ihtiyaçları nedeniyle gerekli kredi arzının genişletilmesi yoluyla yatırımları teşvik edebileceğini savunmaktadır. Shaw (1973), finansal liberalleşme (daha yüksek reel faiz oranları) ve finansal gelişmeden kaynaklanan tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasındaki genişletilmiş finansal aracılığın, tasarruf ve yatırım teşviklerini artırdığını savunmaktadır, aynı zamanda yatırımın ortalama verimliliğini de artırır. Ekonomik faaliyetle ilgili para stoğu yüksek olduğundan, finansal aracılığın büyüklüğü de bankacılık sistemi aracılığıyla tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında yüksek olacaktır Mckibbin 2005: 8-9; Özdemir, 2013:17). Finansal araçlar, kredi kullanımı için düşük faiz oranı uygulaması, tasarruflular için de cazip mevduat faiz oranları önerebilmektedirler. Dolayısıyla fazla kredi arzıyla, finansal araçlar yatırımı teşvik edilmektedir. Bu durumda Shaw tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasındaki arabuluculuk yani borçlanma maliyetini düşüreceğini, yatırımların ortalama etkinliğini artacağını ileri sürmektedir. Shaw'a göre azalan borçlanma maliyetinin düşmesi yatırımı teşvik edilmekte, borçlanma ve borç verme yoluyla ekonomik büyümeyi hızlanmaktadır (Astiyah, 2001: 85).

Edward Shaw'da Mckinnon gibi hem GÜ hem de GOÜ için hükümet müdahaleleri ve düzenlemeleri, finans sektöründe rekabeti kısıtladığını savunmaktadır. Çünkü finansal baskı ortamında finansal araçlar tam kapasitelerinde çalışmamakta ve tasarrufları etkin bir şekilde yatırıma yönlendirmekte başarısız olmakta, böylece genel ekonomik sistemin gelişmesini engellemektedir. Bu yüzden finansal liberalleşme ile birlikte finansal sistemde meydana gelecek değişimler ekonomik büyümeyi destekleyecektir. Öte yandan Shaw (1973), finansal derinleşme için finansal liberalleşmenin önemini ve yüksek faiz oranlarının yatırım yapmak için tasarrufun önemini vurgulamaktadır. Daha yüksek reel faiz oranlarından kaynaklanan bankacılık sisteminin artan yükümlülükleri, bankacılık sisteminin daha verimli bir şekilde verimli yatırımlar için daha fazla kaynak ödünç vermesini sağlar. (Hassan, vd., 1993: 79; Kargbo 2001; Mckibbin 2005: 8-9).

Shaw modelinde dışsal parayı kullanmaktadır. Yani finansman kredilerden oluşmaktadır. Finansal liberalleşme tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında fonları daha verimli bir şekilde kanalize edecek olan banka ve finansal araçlar kredi piyasalarının daha iyi entegrasyonuna yol açacaktır (Abdus Samad and Faridul Islam, 1993: 79). Bu nedenle finansal sistemdeki fonlar kredi olarak verilmektedir. Ekonomik faaliyetle ilgili olarak krediler ne kadar yüksek olursa, finansal sistemler aracılığıyla tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasındaki finansal aracılık derecesi o kadar büyük olacaktır. Bu yüzden Shaw

için para talebi ile fiziki sermaye yatırımı arasında tamamlayıcılık ilişkisini söz konusu değildir (Astiyah, 2001: 85; Erpekin, 2004: 24; Ang, 2007: 54; ; Ağır, 2009: 25; Moore, 2010: 266; Elsayed; 2013: 25; Omofa, 2016: 41).

Finansal araçlar Shaw'un modelinde önemli bir rol oynamaktadır Shaw'a göre tasarruf sahibi ve yatırımcılar arasındaki borçlanma maliyetini aşağı çeken finansal araçlar aşağıdaki hizmetleri sunmaktadırlar. Bunlar (Fry, 1995; Keskiner Musullugil, 2007: 41; Elsayed; 2013: 25):

- Likidite sağlayarak ve finansal çeşitlendirme yoluyla riski en aza indirmek ve borç verme sürecinin verimliliğini borçlanma maliyetini azaltmak,
- Finansal uzmanlık yoluyla, tasarruf sahiplerine ve yatırımcılara bilgi maliyetini düşürerek operasyonel verimliliği teşvik etmek,
- Ekonomiyi yatırımların finansmanını sağlayacak duruma getirmek,
- Sermaye kaynaklarının daha etkin tahsisi ve yatırım verimliliğini sağlamaktır.

Mckinnon'ın tamamlayıcılık modeli para talebi ile fiziki sermaye yatırımına dikkat çekerek yatırım finansmanını içsel olduğunu, Shaw'ın borç aracılık modelinde ise finansal araçların finansal sistemde önemini vurgulayarak, dışsal finansmanın üzerinde durması bu modellerin farklı yönünü oluşturmaktadır. Molho (1986) buna rağmen bir yatırımın finansmanında hem içsel hem de dışsal borçlanma yoluyla finanse edilmesi iki modelinde birbirlerini tamamlayıcı özellik taşıdığını göstermektedir. Ayrıca Mckinnon'ın tamamlayıcılık modeli ve Shaw'ın borç aracılık modeli finansal baskıya karşı finansal liberalleşmenin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceği görüşlerinin aynı olması bu modellerin Mckinnon Shaw hipotezi olarak anılmasına neden olmuştur (Ağır, 2009: 25).

2.7.3. Mckinnon Shaw Hipotezi

Finansal liberalleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki ilk olarak Schumpeter (1911), ekonomik gelişme için finansal aracılık açısından ele alınmış, Goldsmith (1969) finansal sistemin ekonomik büyümeyi etkileyebileceğini ifade etmiş, finansal gelişme ve yatırımların etkinliği üzerine durmuştur. Ancak finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ilk defa sistematik olarak Stanford Okulu'ndan Ronald Mckinnon(1973) "Money and Capital in Economic Develepment" ve Edward Shaw (1973) "Financial Deeping in Economic Develepment" birbirlerinden bağımsız olarak yayımlanan

çalışmaları ile ele alınmış Bu çalışmalarda GOÜ'lerde, finansal baskılama ve kısıtlayıcı politikaların GOÜ üzerine etkilerini analiz ederek finansal baskı politikaları sonucunda düşük veya negatif bir reel faiz oranının tasarrufları engellediğini, kredili fonların kullanılabilirliğini azalttığını, yatırımı kısıtladığını ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceğini ileri sürülmüş, finansal baskı politikaların terk edilmesi gerektiğini önermişlerdir. İki çalışma bir arada değerlendirilmesi ve ortak özelliğinin baskılayıcı politikaların ekonomik büyümeyi engellediği görüşü nedeniyle literatürde Mckinnon Shaw hipotezi olarak geçmiştir. Finansal liberalizasyonun teorik temelini meydana getiren bu çalışmalarla finansal baskı, finansal liberalizasyon kavramları literatürde yerini almıştır. Mckinnon Shaw hipotezi, finansal baskılama ekolu ya da finansal liberalizasyon hipotezi olarak da anılmaktadır (Mutında 2012:16; Sowah ve Kirikkaleli 2020:5-6).

Mckinnon Shaw hipotezi, finansal liberalleşmeyi, kıt kaynakların verimli bir şekilde tahsis edilmesini sağlamak için ekonomik sistemin piyasa güçlerinin serbest hareketleri tarafından belirlenmesi gereken bir yaklaşım olarak tanımlarlar. Bu kaynakları verimli bir şekilde tahsis ederek, en verimli yatırımlara yönlendirilirler. Bu bağlamda, finansal liberalleşme, bir yandan reel faiz oranlarını artırarak tasarruf ve yatırımlarda bir artış sağlayacak; diğer yandan yatırımların verimliliğinde bir artış ile ekonomik büyümeyi teşvik edecektir.

Mckinnon Shaw hipotezi, Keynesyen ve Neoklasik faiz teorisine karşı çıkararak, düşük faiz oranının yatırım ve ekonomik büyümeyi teşvik ettiği neoklasik görüşün aksine, Mckinnon-Shaw, yüksek bir reel faiz oranının tasarruf ve yatırımın artmasıyla ekonomik büyümenin artacağını savunmaktadır. Buna bağlı olarak hipoteze para ile sermaye birikimi açısından bir tamamlayıcılık özelliği taşımaktadır. Mckinnon Shaw hipotezi, Neoklasik iktisat faiz politikalarına karşı çıkmış olsa da Neoklasik iktisat bakış açısına sahip bir hipotezdir.

Neoklasik iktisat teorisinde ekonomik faaliyetler mükemmel piyasada gerçekleşmekte, firma ve yatırımcılar tam rekabet piyasasında işlem yapmaktadır. Piyasaya giriş ve çıkışların serbest olduğu piyasa bölünebilir özellik göstermektedir. Fiyatlar piyasada önceden belirlenmektedir. Ekonomik aktörler arasında tam bilgi vardır. Ekonomik aktörlerin bilgiye ulaşması maliyetsizdir ve aktörler eşit bilgiye sahiptir. neoklasik iktisat teorisinin uzantısı olan Mckinnon Shaw hipotezi piyasaların kendi haline bırakılmasıyla işleyeceğini, faiz oranlarının dergeülasyonu tasarruf - yatırım eşitliği sağlanacaktır. Her İki yaklaşım

hükümet piyasalardaki müdahalesinin kaldırılmasıyla piyasalarda etkinliğin sağlanacağını öne sürmektedir (Erpekin, 2004: 26-27).

Mckinnon Shaw hipotezine göre finansal baskı uygulamaları GOÜ'lerde tasarrufları azaltmış, finansal aracılık işlemlerinin maliyetini arttırmış ve ülkeden yüksek sermaye çıkışına neden olmuştur. Bu yüzden sermaye, marjinal verimliliği düşük olan yatırımlar için kullanılmış, tasarruf sahipleri üretken olmayan altın, arsa gibi aktiflere yönlendirilmiş, sermaye birikimi ve tahsisinde daha fazla verimlilik yoluyla ekonomik büyümeyi arttırmak için finansal baskının kaldırılması gerektiğini savunmuşlardır (Peter ve Temidayo, 2017:10).

Mckinnon ve Shaw dikkat çektiği finansal baskının olumsuz etkileri şu şekilde ifade edilebilir (McKinnon, 1973: 164- 167; Soydemir, 1998: 9; Gündem ve Tunç, 2010: 1329):

- Örgütlenmiş bankacılık sisteminde ödünç verilebilir fonlar azalmakta bu nedenle yatırımcılar daha çok iç finansman kullanacaklardır.
- Bankalar, imtiyazlı ve imtiyazlı olmayan projeler için bankaların kendi isteğine göre farklı faiz oranı uygulayabilmektedirler.
- Faiz oranlarının negatif olması bireylerin veya firmaların iç finansman kaynaklarının biriktirmesini önleyerek firmaların finansman ihtiyacı olumsuz etkileyecektir.
- Finansal baskı politikalarının uygulanması esnasında enflasyonun yüksek olması nedeniyle finans sektöründe derinleşme gerçekleşmemektedir.

Mckinnon ve Shaw yaptığı çalışmalarla oluşturulan hipotezinin önemli özellikleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Mckinnon, 1973: 71-77; Shaw, 1973: 81-87; Fry 1997, 755; Kilindo, 2002: 69; Kandemir ve Kandemir, 2003: 12; Özer, 2004: 15-16; Gürbüz, 2006: 17; Emek, 2007: 69).

- Finansal piyasalarda bilgiye herkes ulaşabilmekte, işlemler aynı anda yapılabilir. Bu nedenle finansal piyasalar etkindir ve tam rekabet söz konusudur.
- Tasarruf, reel faiz ve reel çıktı oranı ile pozitif yönlü bir ilişkiye sahiptir. Finansal liberalleşme politikalarıyla faiz oranlarının yükselmesi tasarruf-yatırım dengesinde önemli bir unsur haline gelerek finansal ve reel piyasalar için gösterge niteliğinde

olacaktır. Faiz oranlarındaki artışla tasarruflar artacak böylece yatırım için gerekli olan kaynakları arttırarak ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyecektir.

- “McKinnon-Shaw”ın modelinde bankalar kredi dağıtımında yatırımların beklenen getiri oranı değil, işlem maliyeti ile beklenen risk düzeyini dikkate alırlar. Kredi tahsisini etkileyen diğer faktörler ise teminatın güvenilirliği, politik baskılar, kredi büyüklüğü ve kredi veren kurumun örtük getirileri olarak sıralanabilir. Rastgele yapılmış kredi tahsisi durumunda bile kredi tavan oranının düşmesi sonucunda düşük getirili yatırımlar kazançlı olmaya başlayacak ve bunun sonucunda da yatırım ortalama etkinliği azalacaktır. Girişimciler bu durum sonunda bankalardan kredi almaktan vazgeçerek piyasaya giriş yapacaklardır. “ (Kölemen, 2019: 14).
- Finansal liberalizasyonla faiz oranları piyasalar tarafından arz-talep koşullarınca belirlenmektedir. Bu yüzden sermaye finansal sistem vasıtasıyla etki bir şekilde dağıtılmakta, kullanılmaktadır. Kısaca Tasarruflarda meydana gelen artışlar bireylerin tüketim harcamalarını düşmesine yol açarak enflasyon ortamından uzaklaşılacaktır. Bir diğer yandan faizlerdeki yükselişler verimli olmayan tasarrufların verimli olanlara akmasıyla hem kaynakların etkin dağılımı hem de etkin kullanımı söz konusu olacaktır. Krediyi hem yüksek getiri sağlayacak yatırımcılar hem de düşük getiri sağlayacak girişimciler kullanabilmektedir. Kredi kullananlar sermaye ağırlıklı proje tercih etmiş olmaktadır. Düşük reel faiz oranları sermayenin marjinal verimliliğini etkilemektedir. Düşük faiz sonucunda cari tüketimin artması ve tasarrufların azalması ile düşük yatırım verimsiz projeler sonuçlanmaktadır. Buna ek olarak girişimciler faizlerin düşük olması nedeni ile emek yoğun projelerden ziyade sermaye yoğun proje tercih etmektedirler. Ayrıca finansal baskının ortadan kalkması ile finansal ürünlerin çeşitlerinin artması finansal sektörün gelişmesinde önemli rol oynamıştır. Tüm bunların sonucunda finansal piyasalarda rekabeti ortaya çıkararak teknolojinin gelişmesi, hizmet üretimi-kalitesi, bankacılık sistemlerindeki gelişmeler bankaların aracılık faaliyetlerinde verimliliği sağlamıştır (Venet, 2003; Gündem ve Tunç, 2010: 1329-1330; Kılıç, 2012:114-118).
- Tasarruf sahiplerinin tasarruflarını düşük getiriye sahip banka mevduatı kullanmasına karşılık daha fazla getiriye sahip varlıklarda değerlendireceklerdir. Böylelikle finansal liberalleşme, finansal derinleşmeye yol açacak, finansal

araçların çeşitlenmesine olanak sağlayarak, finansal sektörün gelişmesine katkı sağlayacaktır.

Mckinnon (1973) ve Shaw (1973)'in çalışmaları sonucunda finansal liberalizasyon şu maddeler dahilinde belirlenebilir (Çolak ve Öztürkler, 2012: 6; Özdemir, 2013: 59; Orji vd. 2015: 664)

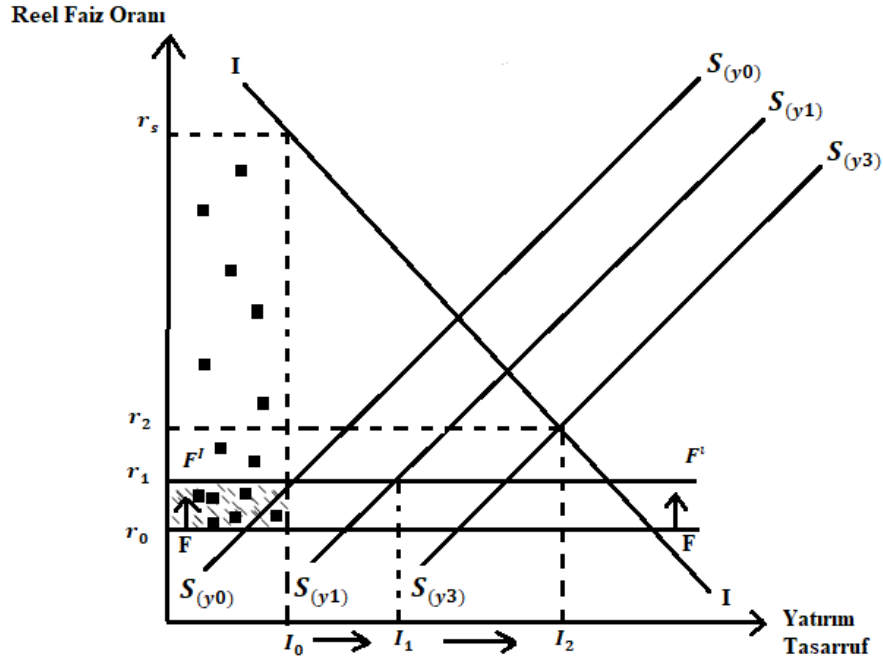
- Faiz oranı deregülasyonu,
- Krediye yönelik uygulamaların kaldırılması,
- Bank otonomisi ve bankaların finansal sisteme giriş çıkışın serbestleşmesi,
- Bankalar için özel mülkiyet,
- Sermaye hareketlerindeki liberalleşmedir.

Kısaca bu altı madde ile finansal liberalizasyon reel faiz oranlarını artışı sağlayarak tasarruf ve yatırımın artmasına öte yandan yatırımların verimliliği arttırarak ekonomik büyümeyi gerçekleştirecektir.

Mckinnon (1973) ve Shaw (1973), hükümetlerin finansal piyasalar üzerindeki müdahaleler ve yoğun denetimleri içeren finansal baskı politikaları düşük faiz oranı, düşük tasarruf ve verimsiz yatırımların temel sebebi olarak görmüşlerdir. GOÜ'lerde finansal sektör kamu tarafından müdahale edilmiş, faiz oranları kararlarla piyasadaki değerinin altında tutulmuştur. Yine bu ülkelerde ekonomik büyümenin sağlanamaması tasarrufların ve yatırılabılır fonların yetersiz oluşudur. Bu duruma yol açan finansal baskı politikaları nominal faiz oranlarının piyasada oluşacağı değerden daha düşük belirlenmesi olarak ortaya çıkmıştır. Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde bu uygulamalar çerçevesinde düşük veya negatif reel faiz oranının oluşmasına sebep olmuştur (Öçal ve Faruk, 1999: 273). Finansal sistemin gelişmemiş olması nedeniyle tasarruf araçları azdır ve finansal araçlar, yatırım için finansman kaynaklarının etkin bir şekilde dağıtamamaktadırlar. Dolayısıyla finansal sektör için uygulanan politikalar, yatırımların getirisini düşürmüş ya da yatırımları istikrarsızlaştırarak firmaların yatırımdan vazgeçmesine yol açmıştır. Bu yüzden Mckinnon Shaw, finansal baskılamaya karşılık finansal sektörde birtakım yeniliklerin olması gerektiğini öne sürerek finansal liberalizasyonun gerçekleşmesi gerektiğini ifade etmiş ve kaynakların verimli alanlara dağılacığını savunmuşlardır. Finansal liberalleşmenin gerçekleşmesiyle yapay olarak tutulan reel faiz oranı piyasalar tarafından arz talebe göre

daha yüksek olarak belirlenecektir. Gelişmekte olan ülkelerde, özellikle faiz oranı serbestleştirildiğinde, reel faiz oranının artmasına yol açacağını, bu da tasarrufların artmasına, yatırımların teşvik edilmesine ve nihayetinde ekonomik büyümeye yol açacağını öne sürmüşlerdir (Arestis ve Demetriades, 1999: 442; Demetriades ve Hussein, 1996:389; Odhiambo, 2009; Berkman,2011: 263, Orji vd. 2015: 664).

Mckinnon Shaw daha çok faiz oranına odaklanmış, finansal sistemi baskılayıcı politikaların ekonomik büyümeyi üç nedenden dolayı olumsuz etkileyeceğini belirtmiştir. İlk olarak düşük veya negatif reel faiz oranı cari tüketimi arttırarak tasarrufların finansal varlıklardan gayrimenkul gibi reel varlıklara yönlendirmektedir. Çünkü reel varlıklar finansal varlıklardan enflasyon karşı daha fazla koruma sağlamaktadır. İkincisi düşük veya negatif reel faiz oranı yatırıma dönüştürülebilir fonlar daha fazla talep oluşturacak, böylece kredi tayinlaması, rant kollama sorunları ortaya çıkacaktır. Üçüncüsü ise düşük veya negatif reel faiz oranı verimsiz yatırımlara neden olacak, ülkelerin üretim faktörlerine uygun olmayan sermaye yoğun yatırımlarına yönlendirecektir. (Kilindo, 2002: 69-70; Ayadi ve Hyman, 2006: 559; Kılıç, 2012: 20-21). Bu nedenlerle finansal baskı politikalarının düşük veya negatif bir reel faiz oranının tasarrufları engellediğini ve bu nedenle kredili fonların kullanılabilirliğini azalttığını, yatırımı kısıtladığını ve ekonomik büyüme oranını düşürdüğünü göstermektedir (Sowah ve Kirikkaleli, 2020: 5-6). Ayrıca finansal piyasalardaki müdahaleci uygulamalar, tasarruf ve yatırım sahiplerini baskı altında tutarak durgunluğa neden olacağı belirtilmektedir. Ülkede yüksek enflasyon eşliğinde faiz oranı, borçlanma oranı, borçlanma miktarının sınırlandırılması gibi uygulamaların varlığı reel faiz oranı negatif ve istikrarsız olacaktır. Finansal baskı düzenlemeleri tasarruf ve sermayenin yapılanmasını olumsuz etkileyerek ekonomik büyümeyi azaltacaktır (Kilindo, 2002: 70).



Kaynak: Fry, M. J.(1978). Pitfalls in Partial Adoption of the McKinnon-Shaw Development Strategy: The Nepalese Experience. The Bangladesh Development Studies. 6(3), 257-270.

Şekil 2.5. Mckinnon Shaw Hipotezi: Faiz Oranının Tasarruf ve Yatırım Üzerine Etkisi

Mckinnon Shaw hipotezi ödünç verilebilir fonlar teorisi üzerine kurulmuştur. Ödünç verilebilir fonlar teorisine göre reel faiz oranındaki artış tasarrufların artmasına ve yatırımların azalmasına neden olmaktadır. Reel faiz oranındaki düşüş ise tasarrufların azaltmakta, yatırımların arttırmaktadır. Şekil 2.1’de r reel faiz oranını, s tasarrufu, F finansal baskıyı, I yatırımını, y_0, y_1 , ekonomik büyümeyi, S_{y_0}, S_{y_1} ise ekonomik büyümeye neden olan tasarrufu ifade etmektedir. Şekilde yatırımlar faizin azalan fonksiyonu tasarruflar ise faizin artan fonksiyonudur. Finansal baskı politikaları nedeniyle r_0 faiz oranının sabit olduğu varsayımı altında tasarruf miktarı S_{y_0} , yatırımı miktar I_0 ’ a karşılık gelmektedir. Burada faiz oranını düşük olması düşük tasarruf ile sonuçlanır ve düşük getirili yatırımlar tercih edilecektir. Çünkü bu yatırımlar ucuz ve az risklidir. Neoklasik analizin varsaydığı gibi yatırımlar da tasarruf miktarı kadar gerçekleşmiştir. Sonuç olarak tasarruf-yatırım denge noktasından uzak bir noktada gerçekleşen dengede, tasarruflar yatırım talebini karşılamayacaktır. Bununla birlikte hanehalkının tasarruflarını koruyabilmeleri için reel varlıkları tercih edeceklerdir. Bu durum bankalardaki mevduatların azalması ve kredi arzının düşmesine neden olmuş, az ve verimsiz yatırımlar gerçekleşmiş ve ekonomik büyüme olumsuz etkilenmiştir. Kredi faiz oranları yüksek getirili yatırımların büyük bir bölümünü dışlar. Bu nedenle, kredi oranı tavanları uygulandığında gerçekten finanse edilen yatırımlar, şekildeki noktalarla temsil edilmektedir. Hükümet faiz oranı üzerindeki baskıyı

bir miktar arttırıp F^1 konumuna getirdiğinde S_{y0} eğrisi sağa kayacak, yatırım miktarı yükselecektir. Finansal liberalizasyon etkisiyle faiz oranları üzerindeki tavan uygulamasının kaldırılması durumunda tasarruf eğrisi bir miktar daha sağa kayacak ve denge tasarruf-yatırım eğrilerinin kesiştiği noktada oluşacaktır. Sonuç olarak toplam yatırım artacak, milli gelir düzeyi yükselecektir.

Mckinnon ve Shaw'a göre düşük faiz oranlarıyla ilişkili finansal baskının bankacılık sektöründen fonların çekilmesine yol açtığını, tasarrufun caydırıcı olduğunu savunmuşlar, örgütlenmiş para piyasalarının gelişmesi gerektiğini öne sürmüşlerdir. Bankacılık sisteminin daha yüksek faiz oranlarıyla serbestleştirilmesi, verimsiz fonlarını resmi bankacılık sektörüne çekecek ve bu fonları daha üretken sektörlerle aktaracaktır. Bu görüş, Mckinnon Shaw hipotezi için gelişmekte olan ülkelerde daha fazla ekonomik büyüme için bankacılık sisteminin serbestleştirilmesini önermesine yol açmıştır. Bu hipoteze göre bankalar tek organize finansal piyasa olduğu kabul edilmiş ve organize olmayan sektörden daha verimli olduğunu belirtmişlerdir (Cho, 1990: 478). Buna ek olarak, Mckinnon, finansal baskının, sübvansiyonlu finansmana erişimi olan firmalar sermaye yoğun teknolojileri seçebileceklerdir. Bu nedenle, Mckinnon Shaw hipotezi, bir ekonominin sermaye birikimi ve tahsisinde daha fazla verimlilik yoluyla ekonomik büyümeyi deneyimlemesi için faiz oranı ve tavanlar, kredi kontrolü ve diğer kısıtlayıcı finansal mevzuatın kaldırılması gerektiğini savunmaktadırlar. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerdeki para ve kredi piyasalarına aşırı hükümet müdahalesinin kaynaklanan kredi kısıtlama etkisini de dile getirmişlerdir (Peter and Temidayo;2017: 10).

Mckinnon Shaw hipotezine göre faiz oranlarındaki liberalleşme ekonomik büyümeyi iki yol ile hızlandırmaktadır (Özdemir, 2013: 58). “Birinci olarak, faiz oranlarına getirilen sınırlamaların kaldırılmasıyla tasarruflar artmaya başlar ve ekonomik bireyler biriktirdikleri bu tasarruflarla finansal piyasalara yönelerek finansal aktif satın alırlar. Ekonomik bireylerin ellerinde tuttıkları finansal aktiflerin artması likidite ihtiyacının azalmasına yol açar ve yatırımlar için gerekli kredilerin bulunmasını kolaylaştırır. Faiz oranlarının artması girişimcilerin yatırım talebini bir miktar olumsuz etkilese de, ekonomide ödünç verilebilir fonların miktarı yani tasarruflar artacağından yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme artar. İkinci olarak finansal liberalizasyonla birlikte yatırımların finansmanı için, iç ve dış kredi bulma olanakları artar. Bankacılık sistemi, yatırılabilir kaynakların sadece bir kısmını yatırıma dönüştürse bile, tasarrufların yatırımlara dönüşmesinde aktif rol oynamaktadır.

Finansal aracilar, gercekleşme ihtimali yüksek projeleri finanse ettiği sürece, bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabetin artmasıyla birlikte çoğalan, daha verimli hale gelen aracı kurum faaliyetleri getirisi çok yüksek projelerin finanslanmasını sağlarken yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacmi artarak büyüme hızlanmaktadır.“ (Ölmezoğulları, 2012: 299-300; Jafarov vd. 2019: 4-41).

GOÜ'lerde yüksek faiz oranları politikası için en çok tercih edilen gerekçe, özel yatırım kararlarında likidite kısıtlamalarının varlığıdır. Yatırım üzerindeki kısıtlama, finansal kaynakların maliyetinden ziyade miktar olduğundan oranlarındaki bir artış, özel yatırımları finanse etmek için kredi arzını artıracaktır. Faiz oranının özel yatırım üzerindeki etkisi doğrudan tayinleme çerçevesinde değil, finansal tasarruf kanalı üzerinden gerçekleşir Aynı zamanda faiz oran üzerinde sınırlamaların kalkması toplam reel kredi arzı genişleyerek daha fazla yüksek getirili yatırım yapılacaktır. Bu nedenle, ekonomik büyüme sadece artan yatırımlarla değil, aynı zamanda sermaye verimliliğinin artmasıyla da teşvik edilecektir. (Morisset, 1993: 134; Dixon, 1997:752; Thornton, 1994: 41; Kılıç, 2012:114-118).

Bankaların yüksek rezerv ihtiyacı kredi arzının sınırlandırmaktadır. Aksi durumda ise daha fazla kredi arzına neden olacaktır. Buna ek olarak, daha düşük rezerv gereksinimlerinin etkisi, daha yüksek tasarrufun banka kredilerinin arzı üzerindeki etkisini güçlendirirken, yönlendirilmiş kredi programlarının kaldırılması, kredilerin daha verimli bir şekilde tahsis edilmesine yol açacak ve böylece ortalama sermaye verimliliğini daha da artıracaktır (Arestis, 2005:6). Kısaca finansal piyasalardaki serbestlik reel faiz oranı denge seviyesine göre ayarlanırken, tasarruf ve toplam reel kredi arzı genişleyecek ve daha fazla yatırım hacmi yaratacaktır. Düşük getirili yatırım projeleri de ortadan kaldırılacaktır. Bu nedenle, ekonomik büyüme sadece artan yatırımlarla değil, aynı zamanda ortalama sermaye verimliliğinin artmasıyla da teşvik edilecektir.

2.7.4. Mckinnon Shaw Hipotezine Yönelik Eleştiriler

“McKinnon-Shaw hipotezinden etkilenen birçok ülke 1980-1990 döneminde finansal liberalleşme politikaları uygulamış ancak birkaç Güneydoğu Asya ülkesi dışında bu politikaların birçoğu başarısızlıkla sonuçlanmıştır.”(Williamson ve Mahar, 2002: 11). Faiz oranlarındaki kısıtlamaların kaldırılması, uluslararası sermaye hareketleri gibi finansal liberalizasyon uygulamaları özellikle GOÜ'lerde krizlerde neden olmuş ve bu yüzden birçok eleştiriye maruz kalmıştır.

Mckinnon ve Shaw'a göre faiz oranı tasarruf ve yatırımı dengelemektedir. Bu görüşe Keynesyenler karşı çıkmış ve faiz oranı para piyasasında belirlendiği için tasarruf ve yatırımı dengelemek zorunda olmadığını belirtmişlerdir. Bunun yanında gelecek beklentiler ve iç güdüler yatırımları etkileyeceğini ifade etmişlerdir (Özdiç, 1994: 20).

Mckinnon ve Shaw liberalleşme ile faiz oranlarındaki artışlar tasarruf ve yatırım ile ekonomik büyümeyi arttıracaklarını ileri sürmüşlerdir. Keynesyenler bu durumu eleştirilmiş ve faiz oranındaki artış, tasarruf artırır, efektif talebi olumsuz etkileyerek ekonomik büyümeyi durgunlaştıracağını belirtmişlerdir. Ekonomik büyümeyi efektif talep sağlar. Yani tasarruf artışı yatırımın yükselmesine neden olmaz, yatırım talebinden dolayı tasarruf talebi artar. (Gibson ve Tsakalotos, 1997: 607).

Mckinnon ve Shaw'a göre finansal liberalleşme politikalarıyla kredi tayinlaması olmayacaktır. Çünkü faiz oranına getirilen tavan uygulaması fon talebinde kısıtlama yaratır. Bundan dolayı kredi talebi kredi arzından daha fazla gerçekleşecektir ve düşük faiz oranı aynı zamanda firmaların yatırımlarını olumsuz etkilemez. Verimsiz yatırımlar kredi faizini karşılayabildiği kadar kredi kullanabilirler. Keynesyenler göre ise finansal piyasaların mükemmel olmaması, piyasalar rekabetçi olsalar bile yapıları gereği kredilerde tayinlama olacaktır. Kredi tayinlamasının nedeni bilgi eksikliği ile kar-zarar paylaşımının asimetrik olmasıdır. Dolayısıyla borç veren ve alanlar arasında simetrik bilginin olmaması borç veren açısından yatırım kazancı ile bilgiye sahip değildir. Burada bankalar faiz oranlarında serbestleşme meydana gelse bile fon arz-talebi dengeleyen faiz oranından daha düşük faiz oranı uygulayarak kredi tayinlaması yapabilirler (Özdiç, 1994: 21-22).

Finansal liberalleşme ile bankacılık sektöründe sorunların meydana geleceği bu sebeple krizlerin oluşacağı şeklinde eleştiri yöneltilmiştir. Bu sorunlar asimetrik bilgi ve zaman maliyetinden kaynaklanacaktır. Stiglitz ve Weiss (1981), faiz oranlarındaki artışın bankacılık sektörünün kredi portföyünün riskliliğini artıracaklarını ve dolayısıyla bankaların karlılığını azaltacağını savundu. Bu argüman esas olarak bankacılık sektöründeki borç verenler ve borçlular arasındaki asimetrik bilgilerle ilgilidir. Asimetrik bilgilerin varlığı, olumsuz seçim ve ahlaki tehlike sorunları için yollar açmıştır. Bu nedenle, Stiglitz ve Weiss (1981) kredi rasyonelleştirmenin daha uygun olduğunu savunmuştur (Astiyah, 2001: 89). Şeffaflığın olmaması, belirsizlikle birlikte krizler kaçınılmaz olacaktır. Kredi piyasalarında daha yüksek faiz oranları, olumsuz seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını artırarak bankacılık krizinin olasılığını artırabilir.

Studart (1995), finansal deregülasyon politikasının finansal verimlilikle ilgili olduğu fikrini eleştirmiştir. Studart'a göre faiz oranlarının liberalleşmesi, finans kurumları arasında yüksek faiz oranının finanse edebilmek amacıyla kaynak bulabilmek için rekabet yapacaktır. Nitekim yüksek getirili ve riskli yatırımlar gerçekleştirilen finansal kurumlar yeterli denetimin olmamasına temel oluşturacaktır. Bu nedenlerle finansal kırılganlığa neden olup, krizler tetiklenebilecektir.

Finansal liberalleşme ile tasarruflar yatırımlar için kaynak teşkil edemeyecektir. Bu nedenle yatırım sahipleri riskli projelere yöneleceklerdir. "Finansal liberalizasyonla birlikte düşük risk ve düşük getirili yatırım projeleri devre dışı kalacağından geriye iki alternatif kalmaktadır. Bunlar yüksek risk ve yüksek getiri şeklinde olabileceği gibi düşük risk ve yüksek getiri şeklinde de olabilir. Glaber'e göre faiz oranlarının yükselmesi riskli yatırımcıları avantajlı kılar ve kısa vadeli spekülative yatırımlar için olanak yaratır. Faiz oranlarının vadeleri arasındaki fark ise spekülative yatırımlar lehine ortam yaratır. Aradaki farkın büyük olması ise yüksek getiri ve yüksek riskli projeleri daha cazip kılar. Bu durumda uzun vadeli krediler daha pahalı olacağından, yatırımcılar ya kredi taleplerini azaltacak ya da uzun vadeli kredileri kısa vadeli kredilerle finanse ederek faiz riski alacaklar." (Esen, 1998, 28-29).

3. TÜRKİYE İÇİN MCKINNON SHAW HİPOTEZİNİN SINANMASI

3.1. Ampirik Literatür

İkinci dünya savaşından sonra kabul edilen Breton Woods sistemi ilerleyen dönemlerde ülkeler ekonomik sıkıntıya sürüklemiş ve 1973 yılından sonra yeniden şekillenen dünya ekonomisi ile finansal baskının ortadan kalkması dünyayı finansal liberalleşme sürecine itmiştir. Finansal liberalizasyon ile ilgili birçok yaklaşımın öne sürüldüğü bu süreçte Mckinnon – Shaw hipotezi dikkatleri üzerine çekerek birçok araştırmaya konu olmuştur. Literatürde Mckinnon – Shaw hipotezini analiz eden birçok çalışma bulunmaktadır ve bu çalışmalar aşağıdaki gibi sunulmaktadır.

Akthar (1974) Pakistan için 1950-1970 dönemini kapsayan çalışmasında Mckinnon'un tamamlayıcılık hipotezini EKK yöntemiyle incelemiştir. Araştırma sonucuna göre Mckinnon'un tamamlayıcılık hipotezi desteklenmemektedir.

Abe vd. (1977) çalışmasında EKK yöntemiyle McKinnon-Shaw hipotezinin Japonya, Çin Cumhuriyeti, Kore Cumhuriyeti, Pakistan, Tayland ve Türkiye için 1967 - 1973 dönemi verileri ile analiz etmiş, analize göre reel faiz oranı üzerindeki kısıtlamaların kalkması ile tasarruf ve yatırımlar olumlu yönde etkilenmiş ve böylece ekonomik büyüme gerçekleşmesi Mckinnon Shaw hipotezinin geçerli olduğu savına ulaşmıştır.

Fry (1978) ele aldığı çalışmasında EKK yöntemi ile Singapur, Tayvan, Burma, Kore, Filipinler, Hindistan ve Malezya, Sri Lanka, Tayland ve Pakistan ülkeleri için incelemiştir. Reel faiz oranlarındaki artışlar yurtiçi tasarrufları arttırarak ekonomik büyümeye olumlu katkı sağlayacağı belirtmiş fakat para talebi ile yatırım arasında negatif ilişki tespit etmiştir. Ayrıca yapılan ampirik çalışma sonucuna göre McKinnon'un tamamlayıcılık hipotezinin geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Laumas (1990), çalışmasında iki aşamalı EKK yöntemini kullanarak Hindistan için para-fiziksel sermaye arasındaki ilişkiyi Mckinnon'nın tamamlayıcılık hipotezi bağlamında araştırmıştır. Sonuçlara göre Mckinnon'nın tamamlayıcılık hipotezinin geçerli kılınmıştır.

Mwega, Ngola ve Mwangi (1990) yapmış oldukları çalışmada EKK yöntemi ve 1966-1985 dönemini kapsayan veriler ile Kenya için McKinnon ve Shaw hipotezi test etmişlerdir. Araştırma bulgularına göre faiz oranlarındaki artışlar tasarrufları olumsuz

etkilemektedir. Öte yandan yüksek faiz oranları kredi talebini, sermaye oluşumunu, üretim kapasitesini azalttığı belirtilmiş ve Mckinnon Shaw hipotezinin Kenya için geçerli olmadığı kanıtlanmıştır.

Thornton (1990) Hindistan için 1964-1984 dönemi verileri kapsamında Mckinnon hipotezini para ve fiziksel sermaye arasında tamamlayıcılığını EKK yöntemi ile test etmiştir. Analize göre para talebinin tasarruf, yatırım ve ekonomik büyüme üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğu tespit etmiştir.

Thornton ve Poudyal (1990) Nepal için 1975-1987 dönemi verileri, EKK yöntemi vasıta yardımıyla para talebi, tasarruf, yatırım ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırarak McKinnon'nın tamamlayıcılık hipotezinin geçerliliğini ortaya koymuştur.

Watson (1992) 1965-1987 dönemini kapsayan yıllık veriler kullanılarak Trinidad ve Tobago ekonomisi için McKinnon-Shaw hipotezini test etmek amacıyla iki aşamalı EKK yöntemi ile analiz edilmiştir. Ampirik analiz sonucu çerçevesinde hipotezin geçerliliği kabul edilmiştir.

Shahin (1996) makalesinde faiz oranlarının liberalleştirilmesinden sonra ekonomik faaliyetlerdeki değişimin olumlu yönde gerçekleştirildiği sonucu ile Mckinnon Shaw hipotezinin kabul edildiği fakat bankacılık sektöründeki istikrarsızlıklar finansal liberalleşmenin uzun dönemde etkin olamayacağını belirtmiştir.

Khan ve Hasan (1998) 1959-60 ile 1994-95 dönemleri, eşbütünleşme analizi ile Pakistan için Mckinnon'un tamamlayıcılık hipotezi araştırmış ve hipotez Pakistan'da geçerliliği kanıtlanmıştır. Finansal liberalleşme politikalarının finansal derinleşmeye yol açması muhtemeldir. Faiz oranındaki bir artış finansal varlıklar birikmesine yol açacak ve yatırım için kredilerin kullanılabilirliğini artıracaktır.

Laurenceson ve Chai (1998) çalışmasında Çin'in 1978-1996 dönemi için ARDL ve ECM yöntemleri ile finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerine etkisini araştırmış ve analiz sonucuna göre liberalleşmenin büyüme üzerine olumlu etkisi olduğunu ve reel faiz oranının derinleşen finansal sistemde kısa vadeli dalgalanmaların açıklanmasında önemli bir faktör olduğunu ortaya koymuştur. Faiz oranındaki artışlar tasarrufları arttırarak GSYH arttıracığı sonucuna ulaşılmış ve çalışma Mckinnon-Shaw hipotezi geçerli kılınmıştır.

Howard (2001) 1973 – 1997 döneminde Johansen eş bütünleşme ve ECM analizi ile Jamaika'da finansal serbestleşme sürecini ayrı olarak Mckinnon ve Shaw modellerini incelemiştir. Finansal serbestleştirme sürecinde tasarrufları arttırarak Jamaika ekonomisinde önemli rol oynadığını belirtmiş, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi hızlandırdığı sonucuna ulaşarak Mckinnon tamamlayıcılık hipotezinin ve Shaw modelinin uzun dönemde geçerli olduğunu belirtmiş, Mckinnon Shaw hipotezinin kısmen geçerliliğe sahip olduğunu ifade etmiştir.

Akkina ve Çelebi (2002) Türkiye'de hem finansal baskı hem de finansal serbestleştirme yıllarını kapsayan 1970-1996 dönemi için hükümet politikalarının özel sabit yatırım harcamaları üzerine etkisini incelemiştir. EKK yönteminin kullanıldığı çalışmada özel sektöre verilen kredilerin özel yatırım harcamalarının arttırmıştır. Kamu sektörü sabit yatırımlarının özel sabit yatırımlar üzerinde olumsuz etkileri olmuştur. Ayrıca reel faiz oranının özel sabit yatırım üzerindeki etkisi negatif ancak istatistiksel olarak önemsiz bulunmuştur. Bu nedenle Mckinnon Shaw hipotezi kısmen geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Charlier ve Oguie (2002) 1970-1995 dönemini kapsayan 24 Afrika ülkesini incelemiştir. EKK yönteminin kullanıldığı araştırmada yüksek faiz oranlarının yatırımı olumlu etkilediği ve büyümeye katkıda bulunmakta ve Mckinnon Tamamlayıcılık hipotezi kabul edilmiştir.

Dhakal, Pradhan, Upadhyaya (2002), 1970-1999 verilerini kullanarak zaman serisi yöntemiyle Hindistan ve Sri Lanka için Mckinnon tamamlayıcılık hipotezini Johansen eş bütünleşme analizi ile araştırmış ve hipotezin kısmen geçerli olduğunu sonucuna ulaşmıştır.

Kasekende ve Atingi-Ego (2003), Uganda için 1987-1995 dönemi üç aylık GSYH, sanayi sektörüne ticari banka kredisi, döviz kuru, faiz oranı ve enflasyon oranı verileri ile VAR yöntemi vasıtasıyla finansal liberalleşmenin bankacılık üzerindeki etkisini ve reel sektör üzerindeki etkisini incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre finansal liberalleşmenin bankacılık sektöründe verimlilik kazandırdığını ve sonuç olarak finansal liberalleşmenin ardından özel sektöre verilen kredinin ekonomik büyümeye yol açtığını göstermektedir. Bunların yanında çalışmaya göre Mckinnon-Shaw hipotezini destekler nitelikte olduğu belirtilmiştir.

Maswana (2004) makalesinde 5 Mart-22 Mart 2002 dönemi Kongo için uyguladığı anket uygulaması çerçevesinde faiz oranlarının serbestleştirilmesi ile finansal piyasaların etkinliğini ölçen ve portföy yatırımlarına değinmiş ve finansmanın fonlara aracılık etmede, finansal hizmetlere erişim sağlamada nispeten etkili olduğunu gösterilmektedir. Buna ek olarak çalışmanın kısmi olarak Mckinnon Shaw hipotezini desteklediği sonucuna ulaşmıştır.

Nair (2004), 1970/1971-1999/2000 dönemi, Hindistan için VAR modelini kullanarak hanehalkı tasarrufu ile finansal liberalleşme arasındaki ilişkiyi ve finansal liberalleşme endeksi, hanehalkı tasarruflarının diğer belirleyicilerini incelemiştir. Sonuçlara göre finansal liberalleşme endeksinin, finansal liberalleşmenin bir sonucu olarak artan kredi kullanılabilirliğinin tasarruftan ziyade, tüketimde artışa yol açması nedeniyle hanehalkı tasarruf oranı üzerinde olumsuz bir etkisi olmuştur. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlar, finansal liberalleşmenin tasarrufları artırabileceğini ve ekonomik büyümeyi arttıracığını iddia eden Mckinnon-Shaw hipotezini reddetmektedir.

Kadılar, Doğan ve Işık (2005), 1985-2003 dönemi Türkiye için çalışmalarında para talebi, fiziki sermaye ve faiz oranı arasındaki ilişki Johansen eşbütünleşme ve VECM yöntemi ile araştırmıştır. Araştırmanın sonucuna göre değişkenler arasındaki ilişki negatif bulunmuştur. Bu nedenle Mckinnon tamamlayıcılık hipotezinin Türkiye için kabul edilmediği sonucuna ulaşmıştır.

Rehman ve Gıll (2005) 1964-2003 dönemini kapsayan veriler ile Pakistan için VECM modeli vasıtası ile gelişmekte olan ülkelerde Mckinnon tamamlayıcılık hipotezini araştırmış ve elde ettiği sonuçlara göre sermaye birikimindeki (Özel Tasarruflar) bir artış, para talebinin artmasına neden olmaktadır. Yani, sermaye getirisindeki bir artış, birikim amacıyla para tutma ihtiyacının artmasına neden olacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Pentecost ve Moore (2006) Hindistan için para ve sermaye arasındaki tamamlayıcılık hipotezini test etmek için eş bütünleşme ve VECM modellerini kullanarak 1951-1999 dönemi için araştırmış ve Mckinnon tamamlayıcılık hipotezinin Hindistan ekonomisi için geçerli olduğunu kanıtlamıştır. Hindistan'da yatırım ve ekonomik büyümeyi artırmak için daha fazla finansal liberalleşmenin politikalarının gerekli olduğu sonucuna varılmıştır.

Hepsağ (2009) 1980–2007 dönemini kapsayan analizde Dinamik EKK yöntemini kullanarak Türkiye için Mckinnon tamamlayıcılık hipotezini incelemiştir. Analiz sonucunda finansal liberalizasyon uygulamaları çerçevesinde faiz oranlarının yükselmesi tasarrufları

olumlu, yatırımların ise negatif yönde etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. Buna bağlı olarak parasal dengenin yatırımı etkilemediği ve finansal derinleşmeyi gerçekleştiremediğini ifade etmiş ve Mckinnon tamamlayıcılık hipotezinin geçerli olmadığı sonucuna varmıştır.

Kargbo vd. (2009), 1970-2008 dönemini kapsayan, Sierro Leone için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ARDL yaklaşımını kullanarak incelemiştir. Ampirik çalışma sonucuna göre finansal kalkınmanın ekonomik büyüme üzerinde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı bir etki yarattığını ve yatırımın finansal kalkınmanın ekonomik büyümeyi beslediği önemli bir kanal olduğunu göstererek Mckinnon Shaw hipotezinin geçerli olduğunu ortaya koymaktadır.

Altıntaş ve Ayrıçay (2010), 1987-2007 dönemini kapsayan ve ARDL eş bütünleşme yöntemi ile yaptıkları çalışmasında Türkiye için reel GSYH, finansal gelişme, dışa açıklık ve reel faiz oranı değişkenleri ile araştırmışlardır. Araştırma sonucuna göre finansal gelişmişlik ve reel faiz oranı ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilerken dışa açıklık ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Bununla birlikte reel faiz oranının tasarrufları arttıracığı ve ekonomik büyümeyi hızlandıracağı için Mckinnon Shaw hipotezine uygun bir sonuç olduğu belirtilmiştir.

Banam (2010) İran için 1965-2005 dönemi finansa liberalleşme endeksi, faiz oranı, rezerv, kredi ve GSYH verileri ile Johansen eşbütünleşme yöntemi ile araştırmıştır. Analiz sonuçlarına göre finansal liberalleşmenin, İran'daki GSYH ile ölçülen ekonomik büyüme üzerinde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bulgular, finansal liberalleşmenin yatırım ve üretkenliği artırarak ekonomik büyümeyi teşvik edebileceğini savunan Mckinnon (1973) ve Shaw (1973) hipotezini destekler niteliktedir.

Moore (2010), 107 gelişmekte olan ülke için panel veri analize ile Mckinnon tamamlayıcılık hipotezini sınamıştır. Araştırma sonuca göre Mckinnon hipotezi bu ülkelerde geçerlidir. Reel faiz oranlarının para ve yatırım üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu, dolayısıyla Mckinnon'un kalkınma sürecinde finansal koşulların önemine vurgu yaptığını göstermektedir. Kanıtlar, finansal arabuluculuğun rolü ile birlikte kredi bağlantısının gücünü vurgulamaktadır ve yatırımın artması için negatif faiz oranlarının pozitif düzeylere getirilmesi gerektiği belirtilmektedir.

Munir vd. (2010) Pakistan için 1973-2007 yıllık verileri ile Auto Regressive Distributed Lag (ARDL), Johansen eşbütünleşme, CUSUM ve CUSUMSQ kullanılarak test edilmiştir. Yapılan analize göre finansal liberalleşmenin özel kredi ve özel yatırımlar üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu, ekonomik büyümeye yol açan sermaye oluşumunu teşvik etmek için tasarrufların harekete geçirilebilmesi için faiz oranının deregülasyonuna daha fazla ihtiyaç duyulmasını önermiştir. Ayrıca bu çalışma kapsamında Mckinnon Shaw hipotezi desteklenmiştir.

Berkman (2011) Türkiye için yapmış olduğu 1987-2011 dönemini kapsayan çalışmasında finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerine etkisi ve aynı zamanda Mckinnon ve Shaw hipotezi incelemiştir. M2Y/GSYH, ticaret açıklığı oranı, yurtiçi kredi hacmi/GSMH, özel sektör kredi/GSMH, İMKB/GSMH değişkenlerinin yer aldığı, Johansen eş bütünleşme analizi ve Granger nedensellik analizinin kullanıldığı çalışmada BİST'in ekonomik büyüme için önemine dikkat çekmiş ancak çalışma sonucunda İMKB'nin ekonomik büyüme üzerinde negatif etkisi olduğu, dolayısıyla Mckinnon ve Shaw hipotezinin öngörmüş olduğu reel faiz oranının büyümeyi arttırıcı etkisi gerçekleşmemiştir.

Doğan (2011), çalışmasında Kırgızistan için Mckinnon tamamlayıcılık hipotezinin 1996-2009 dönemi için geçerliliği ARDL yöntemi ile incelenmiştir. Ampirik çalışma sonucuna göre para ve fiziksel sermaye arasındaki tamamlayıcılık hipotezini desteklemediğini bulmuştur.

Bouzaid (2012), 1973-2003 dönemi için Tunus, Fas ve Cezayir için Mckinnon'un tamamlayıcılık hipotezi OLS ve VECM yöntemleri ile test edilmiş, sadece Cezayir'de para talebi ve yatırım fonksiyonu arasında olumlu ilişki bulunmuş ve mckinnon tamamlayıcılık hipotezinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca finansal sistemin iyi gelişmiş ve yapılandırılmış olması durumunda hipotezin geçerli olduğu belirtilmiştir.

Osei-Assibey ve Baah-Boateng (2012) Gana için 1970-2005 dönemine ait verilerle eşbütünleşme ve hata düzeltme modeli yöntemini kullanarak Mckinnon Shaw hipotezini test etmişlerdir. Çalışma sonucunda reel faiz oranı - tasarruflar arasında ve banka kredisi - finansal tasarruflar arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunurken, reel faiz oranının yatırım üzerindeki etkisinin negatif olduğu görülmüştür. Bu bağlamda bulgular McKinnon-Shaw hipotezi kısmi olarak geçerliliği tespit edilmiştir.

Sulaiman vd. (2012) 1987-2009 dönemi yıllık verileri ile Nijerya için finansal liberalleşmenin ekonomik büyüme üzerine etkisi Johansen eşbütünleşme ve hata düzeltme yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak GSYH, bağımsız değişken olarak da faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı, finansal derinleşme (M2/GSYİH) ve finansal liberalleşme endeksi kullanılmıştır. Analiz bulgularına göre değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisine rastlanmıştır. Nijerya'da finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde önemli olan çalışmada ortaya çıkan temel bulgu Mckinnon Shaw hipotezini desteklediği ifade edilmiştir. Faiz oranı, tasarruf sahiplerini ekonomik büyümeye katkıda bulunan üretken faaliyetlere katılmak için fonların etkin ve verimli bir şekilde kullanılmasına sağlamaktadır. Döviz kurunun uluslararası piyasa talep ve arz güçleri tarafından belirlenmesi Nijerya ekonomisine büyüme açısından olumlu etkilemiştir.

Nyanzi ve Kaberuka (2013), 1980-2007 dönemi için Engle-Granger eş bütünleşme ve yapısal değişim analizini ile Uganda'da finansal sektörün serbestleştirilmesi, yatırım, tasarruf arasındaki ilişki araştırmışlardır. Çalışma sonucunda Uganda'da finans sektörünün liberalleşmesinin, faiz getirisi, finansal derinleşme ve döviz kuru kanalları aracılığıyla faaliyet gösteren daha yüksek finansal tasarruflara yol açtığını göstermekte ve Mckinnon ve Shaw'un finansal liberalleşme teorisini bir miktar desteklemektedir. Ayrıca yaşam döngüsü modelinde yapılan tahminlerle tutarlı olarak, sonuçlar, gelirdeki daha yüksek büyümenin, ülkenin finansal tasarrufları harekete geçirme yeteneğini güçlendiren özel tasarrufları teşvik ettiğini göstermektedir.

Pal (2014) çalışmasında 1971-2010 dönemi verileri kapsamında EKK yöntemi ile Mckinnon Shaw hipotezini incelemiştir. Para ve fiziksel sermaye arasında temel bir tamamlayıcılığın var olduğunu ve yüksek reel faiz politikasının tasarrufları, yatırımı teşvik edeceğini ve ekonomik büyümeyi destekleyeceğini öngören hipotezin geçerliliğini Hindistan için kanıtlamıştır.

Üçler ve Özşahin (2014), 1998-2013 dönemi verileri ile Mckinnon tamamlayıcılık hipotezinin geçerliliğini ARDL analizi ile Türkiye için incelemiştir. Analiz neticesinde para ve fiziki sermaye arasında pozitif yönlü ilişki bularak hipotezin geçerliliğini doğrulanmıştır.

Azeem ve Mohammad (2015) çalışmasında Mckinnon'un tamamlayıcılık hipotezinin geçerliliğini Türkiye'de ilgili ilişkiyi belirlemeye çalışmak için para talebi, faiz oranı ve yatırım boyutunu incelemek için ampirik olarak test etmişlerdir. Çalışma Türkiye için 1999-

2014 döneminde çeyreklik veriler ile para ve fiziksel sermaye arasındaki ilişki ARDL test yöntemleri ile araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre Türkiye ekonomisinin para ve fiziksel sermaye arasındaki sınırlı tamamlayıcı ilişkiye dayandığını göstermektedir.

Orji vd. (2015) 1981-2012 dönemi için finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklayan çalışmada finansal liberalleşmenin ve özel yatırımın Nijerya'da ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiye sahip olduğu Engle Granger eşbütünleşme analizi ile incelemiştir. Finansal liberalleşmenin ve özel yatırımın Nijerya ekonomisinin, ekonomik büyüme üzerinde önemli olumlu etkileri olduğunu ortaya koymuş ve ampirik analiz sonucunda Mckinnon Shaw hipotezinin kabul edildiği sonuçları bulmuştur.

Doğru, Coskun, Değirmen (2017), 1971-2014 dönemi verileri ile Türkiye için ARDL testi ile Mckinnon Shaw tamamlayıcılık hipotezini analiz etmiştir. Araştırma bulgularına göre yatırımlar, tasarruflar ve reel gelir arasında olumlu ilişki, yatırım ve reel faiz arasında ise olumsuz ilişki bulunması bu hipotezin geçerli olmadığını göstermektedir. Yazarlar 1971-2001 ve 2002-2014 dönemlerine ilişkin iki model oluşturmuşlardır. 1971-2001 döneminde faiz oranı ile ekonomik büyüme arasında negatif ilişki bulunmuştur. Bunun yanında enflasyonist ortamda faiz oranlarının yüksek olması belirsizlik oluşturması nedeniyle firmaların yatırım kararını olumsuz etkilediğini bu nedenle birey ve firmaların tasarruflarını altın, döviz gibi menkul kıymetlerde değerlendirdiğini ve Mckinnon tamamlayıcılık hipotezi geçerli olmadığını tespit etmiştir. 2002-2014 döneminde ise uygulanan ekonomi politikaları dahilinde enflasyonun düşük olmasıyla faiz oranı ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini belirtmişler ve deflasyonist ortamda Mckinnon tamamlayıcılık hipotezinin geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Egbetunde vd. (2017) 1980-2012 dönemini kapsayan ve Sahra Altı Afrika ülkeleri Botsvana, Burundi, Kamerun, Orta Afrika Cumhuriyeti, Çad, Kongo, Gabon, Gambiya, Kenya, Lesotho, Madagaskar, Malavi, Mauritius, Nijerya, Seyşeller, Sierra Leone, Güney Afrika, Sudan, Svaziland, Togo ve Zambiya ülkeleri için Johansen eşbütünleşme ve hata düzeltme yöntemi aracılığıyla GSYH, sermaye hesabı açıklığı doğrudan yabancı yatırımın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı, reel faiz oranı, toplam ticaretin GSYH'ya oranı, ticaret açıklığı değişkenleri ile finansal liberalleşmenin ekonomik büyüme üzerine etkisini araştırılmıştır. Analiz sonuçlarına göre finansal gelişme, yatırımı arttıran ve daha sonra büyümeyi teşvik eden bir durum olarak tespit edilmiştir. Faiz oranı ile ekonomik büyüme

arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Teorik olarak, bu çalışma faiz oranı ile büyüme bağlantısının Mckinnon-Shaw hipotezi ile uyumludur.

Peter ve Temidayo (2017) yapmış olduğu çalışmada Nijerya için 1981-2014 dönemi yıllık veri ile ARDL, Johansen eşbütünleşme yöntemi ve Granger nedensellik testi vasıtasıyla araştırmıştır. Mckinnon Shaw hipotezi politika tutarsızlığı ve gelişmemiş finansal sistem nedeniyle kısa vadede Nijerya’da geçerli olmadığını tespit etmiştir.

Ibhagui (2020) Çin için 1986 2016 dönemi için ARDL yöntemiyle finansal ve sermaye yatırım reformlarının Çin'deki kredi büyümesi üzerindeki etkisini incelemiştir. Ayrıca Mckinnon ve Shaw hipotezinin de sınırdığı çalışmada brüt sabit sermaye oluşumunun kredi büyümesini olumlu yönde etkilemesine rağmen, daha yüksek reel faiz oranının Çin'de kredi büyümesi ile ölçülen finansal aracılık sürecini iyileştirdiği görüşünü destekleyen hiçbir kanıt olmadığını ortaya koymaktadır. Reel faiz oranlarındaki finansal reformlar finansal aracılık üzerinde belirgin bir etki göstermese de, sonuçlarımız finansal aracılık sürecinin son on yılda Çin'in sabit sermaye yatırımlarındaki büyümeyle desteklendiğine dair kanıtlar sunmaktadır. Dolayısıyla Mckinnon ve Shaw hipotezi Çin’de kısmen geçerlidir.

Sowah ve Kırıkkaleli (2020), Liberya ekonomisi için finansal liberalleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Liberya’da Mckinnon ve Shaw'un hipotezi bağlamında 1980-2016 dönemini temel alarak DOLS, FMOLS ve CCR analizleriyle yardımıyla, finansal liberalleşme-tasarruf, finansal liberalleşme-yatırım, finansal liberalleşme-ekonomik büyüme şeklinde üç model olarak incelemiştir. Finansal liberalleşme değişkeni olarak faiz oranını ele alan yazarlar, faiz oranının tasarruf ve yatırım ve büyümeyi olumlu yönde etkilediği için Mckinnon Shaw hipotezini doğruluğunu kanıtlamışlardır.

3.2. Ampirik Analiz

Bu bölümde faiz ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki için Mckinnon Shaw hipotezi ve Engle-Granger Eşbütünleşme testi ve VECM Granger Nedensellik ile araştırılmıştır.

3.2.1. Yöntem ve Veri Seti

Bu çalışmanın temel amacı faiz ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin 2005Q4-2020Q4 döneminde Türkiye için incelemesidir. Yapılan analiz için toplam 4 değişken kullanılmıştır. Bunlar; ekonomik büyüme (2003=100), gayri safi sabit sermaye yatırımı, toplam tasarruf, reel faiz oranı değişkenidir. Ekonomik büyüme, gayri safi sabit sermaye yatırımı ve toplam tasarruf değişkenlerinin logaritması alınmış ve “L” harfi ile gösterilmiştir. Ekonomik büyüme GDP, gayri safi sabit sermaye yatırımı INV, toplam tasarruf TSAV, reel faiz oranı RFO olarak gösterilmiştir. Reel faiz oranının hesaplamasında Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (Akım %) ve TÜFE (2003=100) kullanılmıştır.¹ Analizdeki tüm veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) web adresinden elde edilmiş, ekonomik büyüme ve gayri safi sabit sermaye yatırımı (LINV) değişkenleri mevsimsel etkilerden STL Decomposition yöntemi yardımıyla arındırılmıştır.

Bu çalışma faiz oranındaki değişimin ekonomik büyüme üzerine etkisini Mckinnon Shaw hipotezi için değişkenlerin yönünü belirlemek için VECM Granger (1969) nedensellik yöntemi, değişkenlerin arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı Engle-Granger (1987) yöntemi vasıtasıyla incelenmiştir.

3.2.1.1. Birim Kök Testi

Zaman serileri analizinde en önemli konu olan serilerin trend özelliklerinin bilinmesine bağlıdır. Bazı seriler stokastik trend özelliklere sahipken bazı değişkenler deterministik özelliklere sahiptir. Bu nedenle belirli bir dönem için gözlemlenen bir serinin stratejik bir süreç mi yoksa deterministik bir sürece mi sahip olduğu yapılacak durağanlık testi sonucunda karar verilmektedir.

¹ Reel faiz oranı= (((1+Nominal Faiz Oranı)/(1+Enflasyon Oranı))-1)*100

Zaman serisi analizi yapılırken serilerin durağan olması gerekmektedir. Durağan serilerde serilerin ortalaması ve varyansı zamandan etkilenmeyip sistematik olarak değişmemektedir. Serilerin durağan olabilmesi şu koşullara bağlıdır (Tarı, 2015: 375):

1) Serilerin ortalaması sabit olması,

$$E(Y_t) = 0 \quad (3.1)$$

2) Serilerde sabit varsayansın olması,

$$var(Y_t) = 0 \quad (3.2)$$

3) Gecikme uzunluğunun bütün t değerleri için aynı olması,

$$Y_t = E[(Y_t - \mu)(Y_t - k - \mu)] \quad (3.3)$$

Durağan olmayan zaman serilerinin analizde kullanılması sahte regresyon sorununu ortaya çıkarmaktadır. Sahte regresyon ilk defa Engle ve Newbold (1974) kaleme aldığı Ekonometride Sahte Regresyonlar adlı eserinde geçmektedir ve yazarlara göre sahte regresyonun varlığı, serilerin durağan olmamasına ve analizde doğru sonuçlara ulaşamamaya neden olacaktır.

Analizde kullanılan serilerin durağanlaştırılmaması yani düzey değerinde trend içermesi olarak ifade edilen sahte regresyon problemi analiz sonuçlarını doğru yansıtmamaktadır. Tahmin edilmiş bir modelde R2 değeri yüksek çıksa bile t ve F testleri istatistiki olarak anlamlı çıkmaması sahte regresyon probleminin göstergesidir (Gujarati, 2010). Ayrıca Durbin-Watson değerinin de istatistiki olarak anlamsız çıkması sahte regresyon probleminin varlığına işaret etmektedir. Sahte regresyon probleminin var olduğu bir modelde durağanlaştırma işlemi yapılmaktadır. Durağanlaştırma işlemi serilerin farkının alınmasıdır (Henry, 1986: 202-204).

3.2.1.1.1. Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Bir serinin trendini öngörülebilir hale getirmek için kullanılan ve geliştirilen ilk yöntem Dickey Fuller (DF) yöntemidir. Bu yöntem David Dickey ve Wayne Fuller (1979) tarafından ortaya atılmış ve serilerin durağan olup olmadığını analiz edilmiştir. Serilere uygulanan DF testi, AR(1) sürecinde şu denklemler vasıtasıyla yapılmaktadır (MacKinnon, 2010: 4) :

Sabit ve trendsiz gösterim:

$$\Delta Y_t = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

Sabit ve trendsiz terimli gösterim:

$$\Delta Y_t = a_0 + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

Sabit terimli ve trendli gösterim:

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1 t + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.6)$$

Serilere uygulanmış olan DF testinin sonucu MacKinnon kritik değerleriyle karşılaştırılır ve aşağıda yer alan hipotezlere göre serilerin durağanlığı tespit edilir.

$$H_0: \rho = 0 \rightarrow \text{Seri durağan değildir. (Seri birim köktür.)} \quad (3.7)$$

$$H_1: \rho \neq 0 \rightarrow \text{Seri durağandır. (Seri birim kök değildir.)} \quad (3.8)$$

Eğer DF testinde hata terimleri içsel bağımlı ise yani hata terimlerinde (ε_t) otokorelasyon sorunu mevcutsa 3 nolu denklemin gecikmeli değişken eklenerek içsel bağımsız model elde edilir ve şu şekilde gösterilir.

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1 t + \rho Y_{t-1} + \delta \sum_{i=1}^e \Delta Y_t + \varepsilon_t \quad (3.9)$$

Burada t trend değişkenini, e gecikme uzunluğu ve Δ serilerin birinci farkını ifade etmektedir.

Serilere gecikmeli değerlerin eklenmesi ve otokorelasyon probleminin ortadan kaldırılmasıyla oluşturulan teste Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey Fuller (ADF)) (1981) testi adı verilmektedir. ADF testindeki amaç serilerin durağan olup olmadığı belirlemek ve durağan olmaması halinde serilere fark alma işlemi uygulayarak durağan hale getirmektir. ADF testi de DF testinde olduğu gibi üç regresyon denklemi ile yapılmaktadır (Enders 2014: 207).

Sabit ve trendsiz gösterim:

$$\Delta Y_t = \rho_1 Y_{t-1} + \sum_{i=1}^e b_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.10)$$

Sabit ve trendsiz terimli gösterim:

$$\Delta Y_t = a_0 + \rho_1 Y_{t-1} + \sum_{i=1}^e b_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.11)$$

Sabit terimli ve trendli gösterim:

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1 t + \rho_1 Y_{t-1} + \sum_{i=1}^e b_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.12)$$

Denklemlerdeki a_0 'lar sabit terimi t 'ler ise trend değişkenini, $\sum_{i=1}^e b_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$ ise bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini ifade etmektedir. Bu bilgiler doğrultusunda ADF birim kök testi hipotezleri şu şekilde gösterilebilir:

$$H_0 = \delta = 0 \rightarrow p = 1, \text{ seri durağan değildir.} \quad (3.13)$$

$$H_1 = \delta < 0 \rightarrow p < 1, \text{ seri durağandır.} \quad (3.14)$$

Serilere uygulanmış olan ADF testinin sonucu MacKinnon kritik değerleriyle karşılaştırılarak hipotezlere karar verilir.

Seriler için ADF birim kök testi sonuçları Çizelge 3.1'de sunulmuştur.

Çizelge 3.1. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler		ADF Test Değeri	Kritik Değerler		
			1%	5%	10%
	Sabit	-2.389905 [1]	-3.546099	-2.911730	-2.593551
RFO	Sabit ve Trend	-2.342794 [1]	-4.121303	-3.487845	-3.172314
	Sabit	-5.416513 [0]*	-3.546099	-2.911730	-2.593551
ΔRFO	Sabit ve Trend	-5.378553 [0]*	-4.121303	-3.487845	-3.172314
	Sabit	-8.531124 [0]	-3.546099	-2.911730	-2.593551
LTSAV	Sabit ve Trend	-1.121101 [0]	-4.118444	-3.486509	-3.171541
	Sabit	-8.531124 [0]*	-3.546099	-2.911730	-2.593551
ΔLTSAV	Sabit ve Trend	-8.678289 [0]*	-4.121303	-3.487845	-3.172314
	Sabit	0.105264 [0]	-3.544063	-2.910860	-2.593090
LINVSA	Sabit ve Trend	-3.831772 [4]	-4.130526	-3.492149	-3.174802
	Sabit	-9.475779 [0]*	-3.546099	-2.911730	-2.593551
ΔLINVSA	Sabit ve Trend	-9.460935 [0]*	-4.121303	-3.487845	-3.172314
	Sabit	1.598250 [2]	-3.548208	-2.912631	-2.594027
LGDPSA	Sabit ve Trend	-2.416101 [0]	-4.118444	-3.486509	-3.171541
	Sabit	-9.684651 [0]*	-3.546099	-2.911730	-2.593551
ΔLGDPSA	Sabit ve Trend	-9.813616 [0]*	-4.121303	-3.487845	-3.172314

Not: Δ sembolü serilerin farkının alındığını ifade etmektedir. [] içindeki değerler Schwars bilgi kriterine (Schwars information criterion SIC) göre belirlenen gecikme uzunluğunu göstermektedir. SA serinin mevsimsel etkilerden arındırıldığını göstermektedir. * ve ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde durağanlığı belirtmektedir. LGDPSA ekonomik büyümeyi, LINVSA, toplam yatırımı, LTSAV toplam tasarrufu, RFO reel faiz oranını ifade etmektedir.

Çizelge 3.1’de ADF testinin sonuçları yer almaktadır. Sonuçlara göre seriler düzey değerinde durağan olmadığı yani birim kök içerdiği ve bu nedenle birinci farkları alınarak durağan hale getirilip sabit, sabit-trend testlerinde durağan olduğu yani birim kök içermediği tespit edilmiştir. Dolayısıyla seriler birinci dereceden entegre $I(1)$ seri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.2.1.1.2. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi

Phillips-Perron (PP) birim kök testi, trend içeren serilerdeki durağanlığın test edilmesinde ADF testine göre daha güçlüdür. PP birim kök testi ADF testinin destekler nitelikte olup bu testin sağlaması olarak düşünülebilir. PP birim kök testi şu denklem aracılığıyla yapılmaktadır.

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1 Y_{t-1} + a_2 \left(t - \frac{N}{2} \right) + \varepsilon_t \quad (3.15)$$

Denklemden yer alan t trend değişkeni, N ise gözlem değerini temsil etmektedir.

PP testinin hipotezleri ADF testi ile aynıdır.

$$H_0: \rho = 0 \rightarrow \text{Seri durağan değildir. (Seri birim köktür.)} \quad (3.16)$$

$$H_1: \rho \neq 0 \rightarrow \text{Seri durağandır. (Seri birim kök değildir.)} \quad (3.17)$$

Seriler için PP birim kök testi sonuçları Çizelge 3.2’de sunulmuştur.

Çizelge 3.2. PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	PP Test Değeri	Kritik Değerler			
		1%	5%	10%	
	Sabit	-2.168216 [2]	-3.544063	-2.910860	-2.593090
RFO	Sabit ve Trend	-2.128092 [2]	-4.118444	-3.486509	-3.171541
	Sabit	-5.405273 [1]*	-3.546099	-2.911730	-2.593551
Δ RFO	Sabit ve Trend	-5.378553 [0]*	-4.121303	-3.487845	-3.172314
	Sabit	1.285805 [4]	-3.544063	-2.910860	-2.593090
LTSAV	Sabit ve Trend	-1.121101 [0]	-4.118444	-3.486509	-3.171541
	Sabit	-8.531124 [0]*	-3.546099	-2.911730	-2.593551
Δ LTSAV	Sabit ve Trend	-8.673401 [2]*	-4.121303	-3.487845	-3.172314
	Sabit	0.238705 [1]	-3.544063	-2.910860	-2.593090
LINVSA	Sabit ve Trend	-2.507253 [2]	-4.118444	-3.486509	-3.171541
	Sabit	-9.348668 [2]*	-3.546099	-2.911730	-2.593551
Δ LINVSA	Sabit ve Trend	-9.336850 [2]*	-4.121303	-3.487845	-3.172314
	Sabit	2.140870 [10]	-3.544063	-2.910860	-2.593090
LGDP5A	Sabit ve Trend	-2.416101 [0]	-4.118444	-3.486509	-3.171541
	Sabit	-10.00384 [4]*	-3.546099	-2.911730	-2.593551
Δ LGDP5A	Sabit ve Trend	-10.51337 [5]*	-4.121303	-3.487845	-3.172314

Not: : Δ sembolü serilerin birinci farkı alındığını ifade etmektedir. [] içindeki değerler Newey-West Bandwidth bilgi kriterine göre belirlenen gecikme uzunluğunu göstermektedir. SA serinin mevsimsel etkilerden arındırıldığını göstermektedir. *, %1 anlamlılık düzeyinde durağanlığı göstermektedir. LGDPSA ekonomik büyümeyi, LINVSA, toplam yatırımı, LTSAV toplam tasarrufu, RFO reel faiz oranını ifade etmektedir.

PP birim kök testi sonucuna göre seriler düzey değerinde durağan olmadığı yani birim kök içerdiği ve bu nedenle birinci farkları alınarak durağan hale getirilip sabit, sabit-trend testlerinde durağan olduğu yani birim kök içermediği tespit edilmiştir. Dolayısıyla seriler birinci dereceden entegre $I(1)$ seri olduğu sonucuna varılmıştır. Sonuçlar ADF birim kök testi destekler niteliktedir.

ADF ve PP birim kök testleri sonucunda serilerin aynı mertebeden ($I(1)$) durağan olmaları eş bütünleşme analizi koşulunu sağlamaktadır.

3.2.1.2. Engle Granger Eşbütünleşme Analizi

Eş bütünleşme analizi, durağan olmayan seriler arasındaki uzun dönem ilişkiyi incelemek amacıyla Clive Granger tarafından geliştirilen bir tekniktir. Bu kavram literatüre Engle ve Granger ' ın (1987) "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing" adlı çalışmasıyla geçmiştir (Engle ve Granger, 1987: 251-276).

Düzye değerinde durağan olmayan seriler ile yapılan analizde hem serilerdeki geçmiş dönem şoklarının etkisini yitirmesine hem de serilerin karakteristik özelliklerinin yok olmasına neden olacaktır. Dolayısıyla seriler arasındaki ilişki olduğundan farklı sonuçlar doğuracaktır. Bu durumun olmaması için serilere durağanlaştırma işlemi uygulanmaktadır yani durağan olmayan serilerin farkı alınarak durağan hale getirilir. Bu yöntem ile durağan hale gelen seriler arasında uzun dönem ait veriler kaybolacaktır. (Işık vd., 2004). Uzun dönemde veri kaybını engellemek için eşbütünleşme analizine farkı alınarak durağanlaştırılan serilerin düzey değerleri analize eklenir. Farkı alınarak durağan durağan serilerin bir doğrusal kombinasyonu durağansa, serilerde eşbütünleşme ilişkisi vardır seriler uzun dönemde birlikte hareket ederler (Wei, 2006). Seriler arasında eş bütünleşmenin gerçekleşebilmesi için düzey değerinde durağan olmayan serilerin aynı dereceden durağan olması gerekmektedir. Bir başka ifade ile durağan hale gelen seriler düzey değerinde sahte regresyon sorununu içermeyip doğru sonuçlar elde edilecektir (Ssekuma, 2011).

Engle Granger eş bütünleşme analizinin yapılabilmesi için iki şart vardır. Birinci şart seriler düzey değerinde durağan olmayacaktır. İkinci şart ise seriler birinci düzeyde durağan olacaktır. Bu iki şartı sağlamaları takdirde Engle Granger analizi için ilk adım olan uzun dönem analizi yapılacaktır. Uzun dönem analizinden elde edilen hata düzeltme modeli ile seriler eş bütünleşik olup olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Hata düzeltme terimi istatistiki olarak anlamlı ve negatif değerde olması serilerin eş bütünleşik olduğu yani uzun dönemde birlikte hareket ettiği anlamına gelmektedir. Engle Granger eşbütünleşme yöntemi şu denklemler ile ifade edilmektedir.

$$Y_t = a_0 + a_1X_t + u_t \quad (3.20)$$

$$\Delta u_t = nu_{t-1} + e_t \quad (3.21)$$

Denklemlerde yer alan Y_t ve S_t değişkenleri birinci dereceden durağan olduğu (I(1)) varsayılmaktadır. Ayrıca v_t serilerdeki uzun dönem aracılığı ile oluşturulan hata terimini göstermektedir. Uzun dönem analizinden elde edilmiş olan hata terimine birim kök testi uygulanmakta ve denklemlerde yer alan değişkenler arasında eş bütünleşme varlığı araştırılmaktadır. (3.21) numaralı denklemlerde hata terimi otoregresyon denklemi gösterilmektedir. Denklemlerde $n = 0$, boş hipotezin reddedildiğinde iki değişken eşbütünleşik olarak kabul edilmektedir.

Eşbütünleşme analizinin denklemleri aşağıdaki gibidir:

$$LGDP_{SA_t} = \beta_0 + \beta_1LINV_{SA_t} + \beta_2LTS_{AV_t} + \beta_3RFO_t + u_t \quad (3.22)$$

Çizelge 3.4'deki uzun dönem analizinde En Küçük Kareler yöntemi (EKK) kullanılmıştır. Serilerin düzey değerleriyle yapılan uzun dönem analizinde EKK yöntemi kullanılarak model tahmin edilmiştir. Tahmin edilmiş modelden elde edilen hata terimine ADF birim kök testi uygulanmış ve ADF test istatistiği ile Engle Granger tablo değeri % 1 anlamlılık düzeyi karşılaştırılmıştır. ADF test istatistik değeri Engle Granger tablo değerinden büyük olması ve CRDW test istatistiği, CRDW tablosu %1 anlamlılık düzeyi değerinden büyük olması nedeniyle seriler arasında uzun dönem eşbütünleşme ilişkisi vardır. Bir diğer ifadeyle seriler uzun dönemde birlikte hareket edeceklerdir. İlgili sonuçlar Çizelge 3.4'de sunulmuştur.

Çizelge 3.3. Eşbütünleşme Testi Sonuçları

$ADF_{hesaplanan}$	ADF_{tablo}	$CRDW_{hesaplanan}$	$CRDW_{tablo}$	Karar
-5.53**	3,77	1.36***	0.511	Eşbütünleşme Var

Not: ** ve *** sırasıyla %5 ve %1 anlamlılık düzeyine sahip kritik değerleri göstermektedir.

Çizelge 3.4’de ekonomik büyümenin bağımlı değişken, toplam yatırım, toplam tasarruf ve reel faiz oranının ise bağımsız değişken olduğu eşbütünleşme testi sonuçları verilmiştir. Modelde eşbütünleşmenin varlığına karar verilmiştir. Bir diğer ifadeyle seriler uzun dönemde dengeye gelecektir. Uzun döneme ilişkin sonuçlar Çizelge 3.5’ de sunulmuştur.

Çizelge 3.4. Uzun Dönem Analizi

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata Değeri	T-İstatistiği Değeri	Olasılık Değeri
Sabit Terim	2.908190	0.106535	27.29794	0.0000*
LINVSA	0.331228	0.029241	11.32736	0.0000*
LTSAV	0.525803	0.025117	20.93415	0.0000*
RFO	0.000314	5.82E-05	5.386545	0.0000*
$LGDP_{SA_t} = \beta_0 + \beta_1 LINVSA_t + \beta_2 LTSAV_t + \beta_3 RFO_t + u_t$				
$R^2 = 0.998161$				
$\bar{R}^2 = 0.998064$				
F-İstatistik= 0.000000				

Not: *, %1 anlamlılık düzeyine sahip kritik değerleri göstermektedir. LGDP_{SA} ekonomik büyümeyi, LINVSA, toplam yatırımı, LTSAV toplam tasarrufu, RFO reel faiz oranını ifade etmektedir.

Çizelge 3.5’e göre reel faiz oranlarında ise %1’lik bir değişim ekonomik büyümeyi % 0,0003 oranında pozitif yönde etkilemektedir. Tasarrufların %1 oranında artması ekonomik büyümeyi % 0,52 oranında arttıracaktır. Yatırımlardaki %1’lik bir değişim ekonomik büyümeyi % 0.33’lik bir oranda arttıracaktır. Tüm serilerin pozitif olması teorik beklenti ile uyumludur. Çünkü faiz oranındaki artışlar bireyleri para talebini arattırarak finansal araçlarla finansal sisteme aktarılan tasarrufları arttıracaktır. Finansal sektörde biriken tasarruflar firmaların finansman kaynağını oluşturarak kredi aracılığı ile yatırımların artmasına neden olup üretimin, istihdamın artmasına ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttıracaktır.

Seriler arasında uzun dönem ilişkisi belirlenmişse değişkenler arasında uzun dönemde ortaya çıkarak kısa dönem sapmalarının belirlenmesi gerekmektedir. Eş bütünleşik olduğu tespit edilen serilere kısa dönem analizi yapılarak hata düzeltme modeli elde edilir ve şu şekilde ifade edilir:

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1 \Delta X_t + a_2 u_{t-1} + \epsilon_t \quad (3.23)$$

Denklemdaki ΔY_t ile ΔX_t farkı alınan serileri, u_{t-1} hata düzeltme terimi ve ϵ_t ise hata terimini ifade etmektedir. Kısa dönem analizinde farkı alınarak durağan hale gelmiş seriler ile uzun dönem analizinden elde edilen hata teriminin bir dönem gecikmeli değeri (u_{t-1}) modele eklenerek gerçekleştirilmiştir. Modelde u_{t-1} hata düzeltme teriminin kat sayısı negatif olması beklenmektedir. Eğer negatif bulunmuşsa Y ve X değişkenleri arasındaki kısa dönem sapmaları uzun dönem denge düzeyine yakınsar. Pozitif bulunması durumunda ise Y ve X değişkenleri arasındaki kısa dönem sapmaları uzun dönem denge düzeyini yakınsamaz. Uzun dönemde birlikte hareket eden seriler için hata düzeltme modeli yani kısa dönem analizi tahmin edilir ve kısa dönem analizinin denklemleri aşağıdaki gibidir:

$$\Delta LGDPSA_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta LINVSA_t + \beta_2 \Delta LTSAV_t + \beta_3 \Delta RFO_t + \beta_4 ECT_{t-1} + u_t \quad (3.24)$$

İlgili sonuçlar Çizelge 3.6'de sunulmuştur.

Çizelge 3.5. Kısa Dönem Analizi (Hata Düzeltme Modeli)

	Katsayılar	Standart Hata Değeri	T-İstatistiği	Olasılık Değeri
Sabit Terim	0.010585	0.005531	1.913658	0.0609***
$\Delta LINVSA$	0.422531	0.042180	10.01728	0.0000*
$\Delta LTSAV$	0.205398	0.110316	1.861908	0.0680***
ΔRFO	9.50E-05	0.000110	0.866304	0.3901
ECT_{t-1}	-0.668318	0.121407	-5.504764	0.0000*
$\Delta LGDPSA_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta LINVSA_t + \beta_2 \Delta LTSAV_t + \beta_3 \Delta RFO_t + \beta_4 ECT_{t-1} + u_t$				
$R^2 = 0.743257$				
$\overline{R^2} = 0.724585$				
DW = 2.130740				
F-İstatistik = 0.000000				

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyine sahip kritik değerleri göstermektedir. Δ sembolü serilerin birinci dereceden farkı alınmış halini ifade etmektedir. LGDPSA ekonomik büyümeyi, LINVSA, toplam yatırımı, LTSAV toplam tasarrufu, RFO reel faiz oranını, ECT hata terimini ifade etmektedir.

Kısa dönem analizinde hata düzeltme teriminin (ECT_{t-1}) katsayısı negatif ve istatistiki olarak anlamlı olması gerekmektedir. Hata düzeltme teriminin negatif değere sahip olması kısa dönemde sapmalarının uzun döneme yakınsadığını belirtmektedir. Çizelge 3.5'de yer alan kısa dönem analizinde hata düzeltme teriminin negatif değerde ve istatistiki olarak anlamlı bulunması modelin çalıştığını göstermektedir. Çizelge 3.5'e göre, her dönem

için kısa dönem sapmalarının %66'ü ortadan kalkacaktır. Analizde kullanılan verilerin çeyrek dönem kullanılması nedeniyle kısa dönem sapmaları yaklaşık olarak 4,5 ay sonra dengeye ulaşmaktadır.

3.2.1.3. Granger Nedensellik Analizi

Granger nedensellik analizi, iktisadi değişkenlerin nedensellik ilişkisini ve yönünü belirlemek amacıyla kullanılmaktadır. Granger'a göre Y'nin değeri, X'in gecikmeli değerlerinin modelde kullanılması daha doğru bilgiler vermesi X Y'nin nedeni olarak ifadece edilecektir. Granger nedensellik analizinin yapılabilmesi için serilerin durağan olması ve uygun gecikme uzunluğu belirlenmesi gerekmektedir (Granger, 1974). Granger nedensellik analizi için denklem aşağıdaki gibidir.

$$X_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^m b_i Y_{t-i} + u_i \quad (3.18)$$

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m b_i X_{t-i} + u_i \quad (3.19)$$

Bu denkleme göre nedensellik analizi dört sonuç ortaya çıkmaktadır (Gujarati, 2003:697):

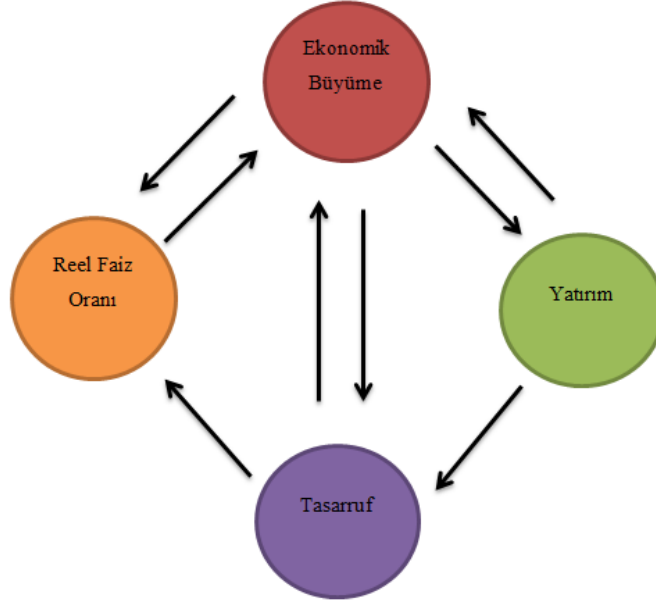
- 1) $X \rightarrow Y$ (X, Y'nin nedenidir.)
- 2) $Y \rightarrow X$ (Y, X'in nedenidir.)
- 3) $X \leftrightarrow Y$ (X ve Y arasında karşılıklı etkileşim vardır.)
- 4) $X \not\rightarrow Y$ (X ile Y arasında nedensellik ilişkisi yoktur.)

Çalışmada seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi var olması nedeniyle vektör hata düzeltmeye dayalı Granger nedensellik analizi yapılmıştır. Vektör hata düzeltmeye dayalı Granger nedensellik analizi için durağan seriler kullanılmış, gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenmiş ve sonuçlar Çizelge 3.3'de sunulmuştur.

Çizelge 3.6. VECM Granger Nedensellik Analiz

Bağımlı Değişken: D(DLGDPSA)			
Dışlanan	Ki-Kare	Gecikme Uzunluğu	Olasılık Değeri
D(DLINVSA)	26.92868	4	0.0000*
D(DLTSAV)	11.11075	4	0.0253**
D(DRFO)	20.44922	4	0.0004*
Tümü	45.99875	12	0.0000*
Bağımlı Değişken: D(DLINVSA)			
Dışlanan	Ki-Kare	Gecikme Uzunluğu	Olasılık Değeri
D(DLGDPSA)	12.53674	4	0.0138**
D(DLTSAV)	2.650925	4	0.6178
D(DRFO)	5.735972	4	0.2198
Tümü	30.61808	12	0.0023*
Bağımlı Değişken: D(DLTSAV)			
Dışlanan	Ki-Kare	Gecikme Uzunluğu	Olasılık Değeri
D(DLGDPSA)	10.28246	4	0.0359**
D(DLINVSA)	18.51461	4	0.0010*
D(DRFO)	6.385887	4	0.1721
Tümü	49.90771	12	0.0000*
Bağımlı Değişken: D(DRFO)			
Dışlanan	Ki-Kare	Gecikme Uzunluğu	Olasılık Değeri
D(DLGDPSA)	9.610299	4	0.0475**
D(DLINVSA)	5.824645	4	0.2126
D(DLTSAV)	8.822581	4	0.0657***
Tümü	41.25734	12	0.0000*

Not: *,**,*** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyine sahip kritik değerlerinde nedenselliği ifade etmektedir. D harfi serilerin birinci dereceden durağanlığını göstermektedir. LGDPSA ekonomik büyümeyi, LINVSA, toplam yatırımı, LTSAV toplam tasarrufu, RFO reel faiz oranını ifade etmektedir.



VECM Granger nedensellik analiz sonuçlarına göre ekonomik büyüme ile gayri safi sabit sermaye yatırımları arasında pozitif çift yönlü, ekonomik büyüme ile toplam tasarruf arasında pozitif çift yönlü, ekonomik büyüme ile reel faiz oranı arasında pozitif çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bunun yanında gayri safi sabit sermaye yatırımlarından toplam tasarrufa pozitif tek yönlü, toplam tasarruftan reel faiz oranına pozitif tek yönlü nedensellik bulunmuştur. Elde edilen sonuçlar teorik beklenti ile uyumlu ve analizi desteklemektedir. Çünkü faiz oranlarındaki artışlar daha fazla faiz getirisi elde edilmektedir. Finansal sisteme aktarılan mevduatlar yatırımlara kaynak sağlayarak ekonomik büyümeyi arttıracakını göstermektedir.

4. TARTIŞMA VE SONUÇ

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde 1970’li yılların sonralarına doğru yoğun olarak finansal sisteme müdahaleci politikalar uygulamıştır. Bu kısıtlayıcı politikalar; faiz oranlarının hükümet tarafından belirlenmesi, selektif kredi uygulaması, sermaye hareketlerindeki kısıtlanması vb. müdahaleci unsurlar olmuştur. Kısıtlayıcı politikaların en dikkat çeken faiz oranı politikalarıdır ve hükümet tarafından belirli bir sınırın altında tutulan faiz oranı enflasyonun yükseldiği dönemlerde negatif faiz oranına neden olmuş, böylelikle tasarrufların yatırımlara aktarılmasını engelleyerek ekonomik büyümeyi engellemiştir. Bu durumu Mckinnon (1973) ve Shaw (1973) birbirlerinden farklı çalışmalar ile eleştirerek finansal baskı olarak tanımlanan, faiz oranının hükümetler tarafından belirlenmesini böylelikle tasarrufların ve yatırımların dolayısıyla da ekonomik büyümenin olumsuz etkileneceğini, bu nedenle finansal liberalleşmenin gerçekleşmesini gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Mckinnon (1973) ve Shaw (1973)’in önermiş olduğu finansal liberalleşme uygulamaları, dünyada büyük yankı uyandırmış ve uluslararası finans kurmalarının politikalarının belirlenmesinde önemli rol almıştır.

Literatür incelendiğinde finansal liberalleşme ve ekonomik büyümeyi içeren birçok çalışma mevcuttur ve finansal liberalleşmenin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği görüşü genel kabul görülmüştür. Bunun yanında Mckinnon Shaw hipotezini ele alan çalışmalar incelendiğinde bu hipotezin geçerli olup olmadığı finansal liberalleşme hipotezi açısından farklı formlarda incelemelere rastlanılmıştır. Mckinnon Shaw hipotezinin, Mckinnon tamamlayıcılık hipotezi olarak araştıran Khan ve Hasan (1998) Pakistan’da hipotezin geçerliliğini, Kadılar vd. (2005), Nyanzi ve Kaberuka (2013) Uganda ekonomisinde kısmen doğrulandığını, Pal (2014) Hindistan için de teoriyle aynı sonucuna ulaşmışlardır. Doğru vd. (2017) çalışmasında Türkiye için hipotezi sınımış ve hipotez Türkiye’de geçerli olmadığı tespit edilmiştir. Temel Mckinnon Shaw hipotezinin incelendiği çalışmalarda büyük ölçüde, teoriyle paralel sonuçlara ulaşılmıştır. Abe vd. (1977), Shahin (1996), Laurenceson ve Chai (1998), Kasekende ve Atingi-Ego (2003), Maswana (2004), Orji vd. (2015), Peter ve Temidayo (2017), Moyo ve Ruox (2018) çalışmaların teoriye paralel olarak reel faiz oranlarındaki yükselenin tasarrufları artırarak, ödünç verilebilir fonların artışıyla yatırım finansmanı oluşturması sonucu ekonomik büyümenin sağlanacağı doğrulanmıştır. Mweha, Ngola ve Mwangi (1990) Nair (2004) çalışmaları da Mckinnon Shaw hipotezinin araştırdıkları ülkelerde geçerli olmadığı tespit edilmiştir. Teoriden farklı

olarak Howard (2001), Akkina ve Çelebi (2002), Ibhagui (2020) Mckinnon Shaw hipotezinin araştırdıkları ekonomilerde kısmen geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmalardan farklı olarak; Kasekende ve Atingi-Ego (2003), Banam (2010), Altıntaş ve Ayriçay (2010), Sulaiman vd., (2012), Dinar vd., (2015) finansal liberalleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelerken, araştırma sonuçlarına göre Mckinnon Shaw hipotezin destekler nitelikte olup olmadığını yorumlanmışlardır.

Bu çalışmada Türkiye için faiz oranı ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Mckinnon Shaw çerçevesinde 2005Q4-2020Q4 dönemi çeyreklik veriler ile incelenmektedir. Bu çalışmanın Türkiye ekonomisini ele alan literatürdeki çalışmalardan ayıran özelliği Mckinnon Shaw hipotezinin ekonometrik yöntem olarak VECM Granger nedensellik yöntemi ile birlikte Engle Granger eşbütünleşme yöntemi yardımıyla incelenmiş olmasıdır. Analizde Mckinnon Shaw hipotezine uygun olarak modelde; reel faiz oranı, tasarruf, yatırım bağımsız değişken ve ekonomik büyüme değişkeni bağımlı değişken olarak yer almıştır.

Türkiye ekonomisi için Mckinnon Shaw hipotezinin ampirik analizinde ilk adım olarak katsayıların kolay yorumlanabilmesi amacıyla yüzdelerle değer olmayan verilerin logaritması alınmıştır. Analizde doğru sonuçlara ulaşabilmek adına mevsimsel etkilerden arındırılmış ve akabinde tüm değişkenleri durağan hale getirebilmek amacıyla ADF ve PP birim kök testleri uygulanmıştır. Durağan hale gelen serilere Engle Granger eşbütünleşme analizi ve VECM Granger nedensellik analizi uygulanmıştır.

Serilerin eşbütünleşik ilişkiye sahip olup olmadığı Engle Granger eşbütünleşme yöntemi ile araştırılmıştır. Uzun dönemden elde edilen sonuçlara göre reel faiz oranı, toplam tasarruflar ve gayri safi sabit sermaye yatırım oluşumunun ekonomik büyüme üzerine pozitif yönlü etkisi olduğu, serilerin eşbütünleşik olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum teorik beklenti ile uyumludur. Kısa dönem hata düzeltme modelinin kat sayısı negatif ve anlamlı bulunmuştur. Bu durum, kısa dönem hata düzeltme modelinin çalıştığını göstermekte ve kısa dönem sapmalarının yaklaşık olarak 4,5 ay sonra ortadan kalkacağını ifade etmektedir.

Değişkenlerin nedensellik ilişkisinin yönünü belirlemek amacıyla VECM Granger nedensellik analizi yapılmıştır. Durağa hale gelen değişkenleri için 4 gecikme uzunluğu belirlenmiştir. VECM Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre hem reel faiz oranından

ekonomik büyümeye hem de ekonomik büyümeden reel faiz oranına pozitif yönlü çift nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Toplam tasarruflardan reel faiz oranına pozitif yönlü tek nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Gayri safi sabit sermaye yatırım oluşumundan tasarrufa pozitif yönlü tek nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Gayri safi sabit sermaye yatırım oluşumundan ekonomik büyümeye, ekonomik büyümeden gayri safi sabit sermaye oluşumuna pozitif çift nedensellik ilişkisi varlığı belirlenmiştir. Ayrıca ekonomik büyüme ile toplam tasarruf arasında da pozitif yönlü çift nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Sonuç olarak reel faiz oranındaki değişim ekonomik büyüme üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu anlaşılmıştır.

Bu çalışmadan elde edilen sonuçlara göre Türkiye’de ekonomik büyümenin sağlanması için yatırımların teşvik edilmesi gerekmektedir. Bu da yatırımların daha az maliyetli ve verimli alanlara yönlendirilen yatırım finansmana ulaşmasıyla mümkün olup, yeterli tasarruf düzeyi ile sağlanmaktadır. Bu yüzden tasarrufların finansal sisteme çekmek için reel faiz oranlarının yüksek olması gerekliliğine neden olmuştur. Bu bağlamda 1989 yılında tam olarak liberalleşen ve faiz oranlarının piyasalar tarafından belirlenen Türkiye ekonomisinde 1994, 2000, 2001, 2008 krizleri meydana gelmiştir. Krizler ile ilgili olarak özellikle 2001 krizi sonrasında uygulanan Güçlü Ekonomik Programa Geçiş programıyla ekonomik istikrarın büyümeye yansımaları finansal sistemde yeniliklere yol açmıştır. Bankacılık sektörün finansal sektörün en önemli unsurlarından biri olmuş, yeniden yapılanma sürecinde büyük ölçüde finansal serbestleşme politikalarının başarısında önemli rol oynamıştır. Hem kamu hem de özel banka uygulamaların düzenleyen ciddi önlemler alınmış ve bu da bankacılık sektörünün verimliliğinin artmasına ve böylece iç finansal piyasalara sermaye girişinin artmasına neden olmuştur. Faiz oranı, tasarruf sahiplerini ekonomik büyümeye katkıda bulunan üretken yatırımlar için fonların etkin ve verimli bir şekilde aracı olmuştur. Tüm bu görüşler bağlamında Türkiye ekonomisinde Mckinnon Shaw hipotezinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kasekende ve Atingi-Ego (2003), Maswana (2004), Kargbo vd. (2009), Banam (2010), Munir vd. (2010), Orji vd. (2015), Egbetunde vd. (2017), Sowah ve Kırıkkaleli (2020) çalışmalarda, incelenen ekonomilerde Mckinnon Shaw hipotezinin geçerliliğini tespit edildiği gibi bu çalışmada da Türkiye ekonomisi için Mckinnon Shaw hipotezinin geçerlidir.

5. KAYNAKLAR

- Abe, S., M.J. Fry, Min, B.K., Vongvipanond, P. & Yu, T. (1975). The Demand for Money in Pakistan: Some Alternative Estimates, *The Pakistan Development Review*, 14(2), 249-257.
- Abiodun, (1988). Aktaran Adofu I. M., & Akiri, E. S. (2007). Interest Rate Deregulation and Investment in Nigeria. *Journal Economics Manage*, 2(1).
- Acha I., A. & Acha C. K. (2011). Interest Rates in Nigeria: An Analytical Perspective. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2(3), 2222-1697.
- Agrawal, P. (2000). Economic Impact of Foreign Direct Investment in South Asia. *Indira Gandhi Institute of Deveelopment Research*, 1-22.
- Ahmed, A. D., & Islam, S. M. (2009). *Financial Liberalization in Developing Countries. Contributions to Economics*.
- Ajayi, S. A., Oladipo, O. A., Ajayi, L. B., Nwanji, T. I. (2017). Interest Rate and Economic Growth: The Case of Nigeria. *International Review of Business Research Papers*, 13(1),141 – 150.
- Akdiş, M. (2000). *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Beta Basın Yayın Dağıtım.
- Akhtar, M. A. (1974). The demand for money in Pakistan. *Pakistan Development Review*, 13(1), 40-54.
- Akpan, D.B. (2004). Financial Liberalization and Endogenous Growth: Case of Nigeria. *African Institute for Economic development and Planning*, Senegal, 1-93.
- Aksu, L. (2014). İktisat Ekollerinin İktisadî Büyüme Konusundaki Düşünceleri ve Modellerinin Analizi. *Türk Dünyası Araştırmaları*, 208, 351-392.
- Alkin, E. (1992). *Gelir ve Büyüme Teorisi, İstanbul: Filiz Kitabevi*.
- Alper, C. E. & Öniş, Z. (2001). Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi. *Doğu – Batı Düşünce Dergisi*, 4 (17), 203-225.
- Alper, C.E., & Öniş, Z. (2001). Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi. *Doğu – Batı Düşünce Dergisi*, 4 (17), 203-225.
- Altıntaş, H. & Ayriçay, Y. (2010). Türkiye'de finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin sınır testi yaklaşımıyla analizi: 1987-2007. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2), 71-97.
- Arestis, P. (2005). Financial Liberalization and The Relationship Between Finance and Growth. CEPP Working Paper.

- Arın, T. (2000). Financial Markets And Globalization İn Turkey: Fiscal Crises Of The State. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Dergisi*, 254-286.
- Arslan, Ü. (2007). *Kurumların İktisadi Büyüme Üzerindeki Etkisi*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Aslan, N. (1997). *Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*. Türkmen Kitabevi: İstanbul.
- Astiyah, S. (2001). Financial Deregulation, Banking Development, And The Likelihood Of Banking Fragility: The Case Of Indonesia. *University Of Wollongong Thesis Collection*, <https://ro.uow.edu.au/theses/1744/>
- Atılğan, E., ve Köksal, M., Z. (2010). Adam Smith ve David Ricardo'nun İktisadi Büyüme Analizleri. Kapucu, H., Aydın, M., Şiriner, İ., Morady, F. & Çetin, Ü. (Editörler), *Politik İktisat ve Adam Smith* içinde (367- 382). İstanbul: Yön Yayınları
- Ayadi, O. F., & Hyman, L. M. (2006). Financial Liberalization And Price Rigidity İn The Nigerian Banking System. *Managerial Finance*. 32(7), 557-568 .Doi:10.1108/03074350610671557
- Aydın, Y. (2015). Keynes'in Parasal Faiz Teorisi. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 17(1), 207-224.
- Azeem, M., M., & Mohammad, A. (2015). Money and Physical Capital Relationship: McKinnon's Complementarity Hypothesis on Turkey's Economy. *Expert Journal of Finance*, 3, 21-30.
- Bakan, H. (2017). *Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Van.
- Bakan, H. (2017). *Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Van.
- Bakan, H., Komşu, Sarıkamış, M., & Sarıkamış, C. M. (2017). Effect Of Financial Liberalization On Economic Growth: Turkey Case. *The Journal of Academic Social Science Studies, International Journal of Social Science*, 63, 299-314.
- Bakırtaş, T. & Karbuz, S. (2004). Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerin Durumu. *İktisat İşletme ve Finans*, 19(215), 92-107.
- Balkan, E., & Yeldan, E. (2002). Peripheral Development Under Financial Liberalization: The Turkish Experience. *The Ravages of Neo-Liberalism*, Ed. Neşecan Balkan, Sungur Savran, Nova Science Publishers, 39-54.
- Banam, K.C. (2010). Impact of Financial Liberalization on Economic Growth in Iran: An Empirical Investigation. *Middle Eastern Finance and Economics*, 7, 6-37.
- Barro, R. & Sala-i-Martin, X. (2004). *Economic Growth*. The MIT Press.

- Barro, R. B., & Sala-i-Martin, X. (1990). Economic Growth and Convergence across The United States. *National Bureau Of Economic Research, Nber Working Papers*, 3419, 1-63.
- Barro, R. J. (1990). Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth. *The Journal of Political Economy*, 98(5), 103-125.
- Barro, R., B., & Sala-i-Martin, X. (1990). World Real Interest Rates. *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*, 5 (1), 15–74.
- Bashar, O. K. M. R., & Khan, H. (2012). The Impact Of Economic Reforms On Growth: A Case Study Of Bangladesh. *Journal of Developing Areas, Tennessee State University, College of Business*, 46(2), 125-143.
- Başer, S. (2013). *Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Beim, D. O., & Calomiris, C. W. (2001). *Emerging Financial Markets*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Beju, D. G. & Ciupac-Ulici, M. L. (2012) The Impact Of Financial Liberalization On Banking System. *Procedia Economics and Finance*, 3, 792–799.
- Berber, M. (2006). *İktisadi Büyüme ve Kalkınma (Üçüncü Baskı)*. Trabzon: Derya Kitabevi.
- Berkman, A. N. (2011). *Finansal Liberalizasyonun Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Üzerindeki Etkileri*. Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Bilen, İ. E. (2010). *Araştırma - Geliştirme (Ar-Ge) ve Ekonomik Büyüme: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Uygulamak*. Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Bilir, B. (2006). *Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Binay, Ş., & Kunter, K. (1998). Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü: 1980–1997. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*: 9803.
- Blanchard, O. J., & Summers, L. H. (1984). Perspectives on High World Real Interest Rates. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 273-994.
- Bocutoğlu, E. (2014), *Makro İktisat Teoriler ve Politikalar*. (Onbirinci Baskı). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Boratav, K. (2009). *Türkiye İktisat Tarihi: 1908-2007*. Ankara: İmge Kitabevi.
- Boratav, K. (2011). *Bir Krizin Kısa Hikâyesi (İkinci Baskı)*. Ankara: Arkadaş Yayınevi.

- Bouزيد, A. (2012). Mckinnon's Complementarity Hypothesis: Empirical Evidence for the Arab Maghrebean Countries. *Romanian Economic Journal, Department of International Business and Economics From The Academy of Economic Studies Bucharest*, 15(44), 23-36.
- Brownbridge, M., & Gockel, AF. (1996). The Impact of Financial Sector Policy on Banking in Ghana. *IDS Working Paper* 38, 1-30.
- Bulut, Ö. U. (2016). *Finansal Liberalizasyon ve Kriz Öncü Göstergelerinin Analizi*. Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Chand, S. (2016). The Harrod-Domar Models of Economic Growth. (Çevrimiçi) <http://www.yourarticlelibrary.com>
- Charlier, F., & Oguie, C., N. (2002). The Impact Of Interest Rate Liberalization: Empirical Evidence From Subsaharan Africa / L'impact De La Libéralisation Des Taux D'intérêt: Analyse Empirique En Afrique Sub-Saharienne. *Savings and Development*, 26(4), 355-380.
- Chervyakov, D., & König, P., (2017). The Natural Rate of Interest II: Empirical Overview. *DIW Roundup: Politik im Fokus, DIW Berlin (German Institute for Economic Research)*, 109, 1-8.
- Cho, Y. J. (1990). Mckinnon-Shaw Versus the Neostructuralist on Financial Liberalization: A Conceptual Note. *World Development*, 18(3), 477-480.
- Cicioğlu, Ş. (2009). Türkiye Ekonomisinde Finansal Derinleşme: Seçilmiş Büyüklükler Açısından Bir İnceleme. Yıldız., H., Aybar, A. S. (Editörler), içinde *Researches in Economics Econometrics & Finance* (95-110). İstanbul: IJOPEC Publication Limited London ijopec.co.uk İstanbul.
- Coşkun, M., (2010), *Para ve Sermaye Piyasaları: Kurumlar, Araçlar, Analiz, (Birinci Baskı)*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Çeçen, A. A., Doğruel, A. S. & Doğruel, F. (1996). *Türkiye'de Ekonomik Büyüme, Yapısal Dönüşüm ve Kriz* (Üçüncü Baskı) İstanbul: Ege Yayınları Üçüncü Bilim Dizisi.
- Çetin, E., & Savrul, M. (2016). Türkiye'de 1980 Sonrası Liberalleşme Sürecinde Dış Ticaretteki Gelişmelerin Türkiye'nin Cari Açığına Etkisi . *Yönetim Bilimleri Dergisi* , 14 (28) , 511-532.
- Çetin, M. (2010). *Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Çiftçi, C., & Aykaç, G. (2011). İçsel Büyüme Modelleri ve Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkeler. *Sosyoekonomi Dergisi*, 1, 161-180.
- Çolak, Ö. F., & Öztürkler H. (2012). Tasarrufun Belirleyicileri: Küresel Tasarruf Eğiliminde Değişim ve Türkiye'de Hanehalkı Tasarruf Eğiliminin Analizi. *Bankacılar Dergisi*, 82, 3-44.

- Dağdelen, İ. (2004). Liberalizasyon. *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, 5134(1303), 1-66.
- De Gregorio, J., & Guidotti, P. E. (1995). Financial Development And Economic Growth. *World Development*, 23(3), 433-448.
- Demir, F., Karabıyık, A., Ermişoğlu, E., & Küçük, A. (2008). ABD Mortgage Krizi. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Çalışma Tebliği*, Sayı 3. <https://www.bddk.org.tr/Duyuru/EkGetir/325?ekId=327>
- Demirgil, B. (2017). *Faiz Kuramları ve Faiz Oranlarını Etkileyen Faktörler (2007-2015 Dönemi Türkiye Uygulaması)*. Doktora Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas.
- Denizer, C., Desai, M. R., & Gueorguiev, N. (1998). The Political Economy of Financial Repression in Transition Economics. *Policy Research Working Paper Series 2030*, The World Bank.
- Dennis, Q. (1997). The Correlates of Change in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, 91(3): 531-551.
- Desroches, B., & Francis, M. (2006). Global Savings, Investment, and World Real Interest Rates. *Bank of Canada Review*, 2006,3-17.
- Desroches, B., & Francis, M. (2010). World real interest rates: a global savings and investment perspective. *Applied Economics*, 42(22), 2801-2816.
- Dhakal, D., Pradhan, G., Upadhyaya, K., (2002). Mckinnon's Complementarity Hypothesis: Empirical Evidences From India And Sri Lanka. *The Journal of Developing Areas*, 36(1), 31-40.
- Dinar, G. B. (2012). Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme: Bir Literatür Çalışması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 109-135.
- Dixon, H. (1997). Controversy, Finance and Development. Editorial Note. *The Economic Journal*, 107, 752-753.
- Doğan, B. (2004). *Finansal Liberalizasyon Altında Yatırım: 1980 Sonrası Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Doğan, B. (2014). *Finansal Liberalizasyon Altında Yatırım: 1980 Sonrası Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Doğan, H. (2011). Mckinnon'ın Para ve Fiziki Sermaye Arasında Tamamlayıcılık Hipotezinin Kırgızistan Örneğinde Testi. *International Conference On Eurasian Economies*, 343-349.
- Doğru, M. E., Coşkun, N. & Değirmen, S. (2017). Mckinnon ve Shaw Tamamlayıcılık Hipotezinin Türkiye İçin Sınanması. Koç S., Yılmaz, Genç, S., & Çolak, K. (Editörler), *Dünden Bugüne Ekonomi Yazıları* (269-289). Kocaeli: Küv Yayınları.

- DPT. Altıncı Beş Yıllık Kalkınma Planı 1990 – 1994. Erişim Tarihi: 05.03.2021, Link: https://sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/10/Altinci_Bes_Yillik_Kalkinma_Plani-1990-1994.pdf
- Durgut, A. (2002). The 1994 Economic Crisis In Turkey. Master Of Science In International Resource Planning And Management, Naval Postgraduate School.
- Durmuşoğlu, V. (2014). *Yapısal Değişme Altında Para Talebi: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.
- Durusoy, S. (2000). Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri. *Dış Ticaret Dergisi*, 18, 15 -25.
- EBSO. 2015 Yılında Türkiye, Dünya Ekonomisi 2016 Yılından Beklentiler. Erişim Tarihi: 15.04.2021, Link: http://www.ebso.org.tr/ebsomedia/documents/2015-yilinda-turkiye-dunya-ekonomisi-ve-2016-yilindan-beklentiler_51055816.pdf
- EBSO. 2016 Yılında Türkiye, Dünya Ekonomisi 2017 Yılından Beklentiler. Erişim Tarihi: 27.04.2021, Link: http://www.ebso.org.tr/ebsomedia/documents/2019-yilinda-dunya-ve-turkiye-ekonomisi-&-2020-yilindan-beklentiler-_69645550.pdf
- EBSO. 2017 Yılında Türkiye, Dünya Ekonomisi 2018 Yılından Beklentiler. Erişim Tarihi: 01.05.2021, Link: http://www.ebso.org.tr/ebsomedia/documents/2017-yilinda-dunya-ve-turkiye-ekonomisi-&-2018-yilindan-beklentiler-_8425612.pdf
- EBSO. 2019 Yılında Türkiye, Dünya Ekonomisi 2020 Yılından Beklentiler. Erişim Tarihi: 01.05.2021, Link: http://www.ebso.org.tr/ebsomedia/documents/2019-yilinda-dunya-ve-turkiye-ekonomisi-&-2020-yilindan-beklentiler-_69645550.pdf
- Edwards, S. (2001). Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? *National Bureau of Economic Research Working Paper*. 8275, 1–71.
- Eğilmez, M. (1997) *IMF Dünya Bankası ve Türkiye*. İstanbul: Creative Yayıncılık.
- Ehrlich, I. (1990). Introduction. *Journal of Political Economy*, 98, 1– 11.
- Ehrlich, P., R., & Ehrlich, A., H. (1990). The Population Explosion, *New York, Simon & Schuster*.
- Ekelund, R. B., & Hebert, R. F. (2004). A history of economic theory and method. *Long Grove,IL: Waveland Press*.
- Ekinci, N. K., & Ertürk, K. A. (2007). Turkish Currency Crisis of 2000-2001, Revisited. *International Review of Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, 21(1), 29-41.
- Elsayed, A. H. A. (2013). The Relationship between Financial System Development and Economic Growth In The Egyptian Economy. Phd Thesis, Leeds University Business. School. <http://etheses.whiterose.ac.uk/5506/>

- Enders, W. (2014). *Applied Econometric Time Serie (Fourth Edition)*. University of Alabama, Includes index. ISBN 978-1-118-80856-6, Printed in the United States of America.
- Engin, C , Göllüce, E . (2016). 2008 Küresel Finans Krizi ve Türkiye Üzerine Yansımaları. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 6 (1) , 27-40
- Engle, R., & Granger, C. (1987). *Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing*. *Econometrica*, 55(2), 251-276.
- Erdoğan, S., & Canbay, Ş. (2016). İktisadi Büyüme ve Araştırma ve Geliştirme (Ar-Ge) Harcamaları İlişkisi Üzerine Teorik Bir İnceleme. *Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(2), 29-44.
- Eregha, P. B. (2010). Interest Rate Variation And Investment Determination In Nigeria. *International Business Management*, 4 (2),41-46.
- Erkişi, K., & Ceyhan, T. (2019). Financial Deepening and Economic Growth: A Case of Turkey. *Trakya Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 97-125.
- Erkök-Yılmaz, Ş. (2010). *Dış Ticaret Kuramlarının Evrimi*: Ankara, Efil Yayınevi.
- Erpekin, H. (2004). Gelişmekte Olan Ülkelerde İç Finansal Liberalizasyon ve Türkiye Örneği. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ertürk, E. (2001), *Uluslararası İktisat (İkinci Baskı)*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Esen O. (1998). Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım. *İktisat İşletme Finans Dergisi*, Nisan, 23-30.
- Fanelli, J. M., & Frenkel, R. (1993). On Gradualism, Shock Treatment and Sequencing. *International Monetary and Financial*, 2, New York, United Nations.
- Fidan, Ö. (2019). *Finansal Piyasalar ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aksaray.
- Fisunoğlu, M., & Kökseltan, B. (2009). Keynes Devrimi ve Keynesyen İktisat. *Ekonomik Yaklaşım*, 20(70), 31-60.
- Fk, S. (2018). Effect of Interest Rate on Economic Growth: Swaziland As a Case Study. *Journal of Business & Financial Affairs*, 7(3), 2-5.
- Fry, M. J. (1978). Money and Capital or Finacial Deepening in Economic Development?, *Journal of Money, Credit and Banking*, 10(4), 464-475.
- Fry, M. J. (1978). Pitfalls in Partial Adoption of the McKinnon-Shaw Development Strategy: The Nepalese Experience. *The Bangladesh Development Studies*, 6(3), 257-270.

- Fry, M. J. (1988). *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Baltimore, The Johns Hopkins University Press.
- Fry, M. J. (1997). In Favour of Financial Liberalisation. *Economic Journal*, 107(442), 754-770.
- Galindo, A., Schiantarelli, F., & Weiss, A. (2007). Does financial liberalization improve the allocation of investment? *Journal of Development Economics*, 83(2), 562–587. doi:10.1016/j.jdeveco.2005.09.008
- Ghatak, S. (1995) *Monetary Economics in Developing Countries*, Second Edition, Mcmillan Press Limited, UK.
- Ghosh, J. (2005). The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries. *Economic & Social Affairs, DESA Working Paper No. 4*, 1-18.
- Gibson, H., & Tsakalotos, E. (1994). The Scope and Limits of Financial Liberalization in Developing Countries: A Critical Survey. *Journal of Development Studies*. 30: 578-628.
- Goldsmith, R.W. (1969). *Financial Structure and Development*. Yale University Press, New Haven, London.
- Granger, C. W. J., & Newbold, P. (1974). Spurious Regressions in Econometrics. *Journal of Econometrics*, 2, 111–120.
- Gudmundsson, M. (2017). Global Financial İntegration And Central Bank Policies İn Small, Open Economies. *Singapore Economic Review*, 62, 135-146.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. 4th Edition, McGraw-Hill, New York.
- Gujarati, D. N. (2010). *Temel Ekonometri* (Çev: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen). İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Günel, M. (2019). *Para Banka ve Finansal Sistem (Birinci Baskı)*. Ankara: Gazi Kitap Evi.
- Günçavdı, Ö., & Küçükçiftçi, S. (2005). Financial Reforms And The Decomposition Of Economic Growth: An Investigation Of The Changing Role Of The Financial Sector İn Turkey. *Review of Middle East Economics and Finance, De Gruyter*, 3(1), 61-84.
- Gündem, F., & Tunç, R. (2010). Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Küresel Finansal Krizin Türkiye Üzerine Etkileri: S&P 500 ve İMKB Üzerinden Bir Analiz. (A. Koçyiğit) İnönü Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi-1, Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim Bildiriler Kitabı, 1325-1355.
- Güneş, Hüseyin, H. (2009). İktisat Tarihi Açısından Nüfus Teorileri ve Politikaları, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(28), 126-138,
- Gür, N. (2014). Doğrudan Yabancı Yatırımların Yerli Şirketler Üzerine Etkileri. *MÜSİAD Araştırma Raporları*: 90.

- Gürak, H.(2016). *Ekonomik Büyüme ve Kalkınma, Ankara*. Nobel Akademik Yayıncılık.
- Gürbüz, R. (2006). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- Gürsoy, T., & Müslümov, A. (1998). *Stock Markets and Economic Growth: A Causality Test, MBA Thesis*, Institute of Social Sciences, Istanbul.
- Gylfason, T. (1999). *Principles of Economic Growth: Oxford: New York Oxford University Press (UK)*.
- Haksal, H. (2017). *Financial Reforms, Stabilization and Development in 21st Century Turkey*. Delaware: Vernon Press
- Harswari, M. H. A. B. N., & Hamza S. M. (2017). The Impact Of Interest Rate On Economic Development: A Study On Asian Countries. *International Journal of Accounting & Business Managemen*, 5(1), 180-188.
- Henry, D. F. (1986). Econometric Modelling With Cointegrated Variables: An Overview. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48(3), 201–212.
- Hepsağ A. (2009), McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 3(1), .63-80.
- Hermes, N. & Lensink, R. (2008). Does Financial Liberalization Influence Saving, Investment and Economic Growth? Evidence from 25 Emerging Market Economies, 1973-96. Guha-Khasnobis B., Mavrotas G. (eds) *Financial Development, Institutions, Growth and Poverty Reduction*. Studies in Development Economics and Policy. Palgrave Macmillan. London. https://doi.org/10.1057/9780230594029_8
- Howard, M. (2001). Financial Liberalization In Jamaica. *Savings and Development*, 25(4), 457-473.
- <http://egyankosh.ac.in/bitstream/123456789/23034/1/Unit-16.pdf> 15.02.2021
- Huang, W., & Zhang, J. (2015). A New Interpretation Of The Mechanism For The Determination Of Interest Rate And Its Policy Implications. MPRA Paper, University Library of Munich, Germany. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2647825>.
- Ibhagui, O. (2020). Financial Reforms, Capital Investment and Financial Intermediation in China. *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance*, 9(1) 58–86.
- Ishii, S., Habermeier, K. F., & Canales-Kriljenko, J. I. (2002). Capital Account Liberalization and Sector Stability. *International Monetary Fund Washington DC*, Yayın No. 211, Washington.
- Jafarov, E., Maino, R., & Pani, M. (2019). Financial Repression is Knocking at the Door, Again. Should We Be Concerned? *IMF Working Paper*, 211, 1-65.
- Jafarov, E., Manino, R., & Pani, M. (2019). Financial Repression is Knocking at the Door, Again. Should We Be Concerned?. *IMF Working Papers*, 1-68.

- Johnston, R. B., & Sundararajan, V. (1999). *Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues*. International Monetary Fund: Washington, DC.
- Jones, C., I. (2001). Was an Industrial Revolution Inevitable? Economic Growth Over the Very Long Run. *The B.E. Journal of Macroeconomics, De Gruyter*, 1(2), 1-45.
- Kabadayı, B. (2013). *Konjonktür Dalgalanmaları ve Ekonomik Krizler Perspektifinde Dünya Ekonomileri ve Türkiye: Uygulama ve Analiz*, İstanbul: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Kadilar, C., Doğan, H., Işık, S. (2005). Ekonomik Büyümede Para ve Fiziki Sermaye: Mckinnon Tamamlayıcılık Hipotezinin Türkiye İçin Testi. *İktisat İşletme ve Finans*, 20(233), 37-51.
- Kandemir, Ş., & Kandemir, C. (2003). Finansal Serbestleşme Düşüncesi. Sosyal, Beşeri ve İdari Bilimler Alanında Araştırma ve Değerlendirmeler, 5-19. <http://openaccess.cag.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/20.500.12507/1185/%C5%9Fenol%20kandemir.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Kar, M., & Tatlısöz, F. (2008). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *KMU İİBF Dergisi*, 10(14), 1-23.
- Karakayalı, H. (2005). *Makro Ekonomi (Üçüncü Baskı)* İzmir: Emek Yayınevi.
- Kargbo, S. M. & Adamu, P. A. (2009). Financial Development and Economic Growth in Sierra Leone. *Journal of Monetary and Economic Integration*, 9(2), 30-61.
- Karluk R. S. (2014). *Türkiye Ekonomisi Cumhuriyetin İlanından Günümüze Yapısal*
- Kasekende, L. A. & Atingi-Ego, M. (2003), “Financial Liberalization and Its Implication for the Domestic Financial System: The Case of Uganda”, Research Paper 128, African Economic Research Consortium, Nairobi
- Kasekende, L. A., & Atingi-Ego, M. (2003). Financial Liberalization And Its Implications For The Domestic Financial System: The Case Of Uganda. *Working Papers*, , African Economic Research Consortium, Research Department, 128, 1-51.
- Kaya, A. (2013). Mali Sürdürülebilirlik: Teori ve Türkiye Uygulaması Mali Sürdürülebilirlik: Uygulaması. *Türkiye Bankalar Birliği*, Yayın No: 292.
- Kaynak, Muhteşem (2009), Kalkınma İktisadı, Üçüncü Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara
- Kazgan, G. (2008). *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929 – 2001)(İkinci Baskı)* . İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Keskiner Musullugil, A. (2007). *Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği* . Doktora Tezi, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.
- Keynes, J. M., (1980). İstihdam Faiz ve Para Genel Teorisi, (Çev.: Asım Baltacıgil), Minnetoğlu Yayınları, İstanbul.

- Khan, A. H. & Hasan, L. (1998). Financial Liberalization, Savings, and Economic Development in Pakistan. *Economic Development and Cultural Change*, 46 (3), 581-597.
- Kılıç, C. (2012). Finansal Liberalizasyon Sürecinde Türkiye'nin Sektörel Yapısında Meydana Gelen Değişmeler. *Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(4), 107-148.
- Kılıç, C. (2012). Finansal Liberalizasyon Sürecinde Türkiye'nin Sektörel Yapısında Meydana Gelen Değişmeler. *KAÜ İİBF Dergisi*, 3(4), 107-148.
- Kırman, A. (2017). *Türkiye Ekonomisinde 2000-2017 Döneminde Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Analizi*. Yüksek Lisans Tezi, Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Kıbrıçoğlu, A. (1998). İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri. *AÜ Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 53 1(4), 207 – 230.
- Kilindo, A. A. L. (2002). Interest Rate Liberalization And The Saving-Investment Process: An Econometric Validation Of The Mckinnon-Shaw Hypotheses In Tanzania. *Business Management Review Journal*, 8(2).
- King, R. G. & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right, *Quarterly Journal of Economics*, 108, s.717-738.
- Koska, O. (2005). Financial Liberalization Era in Turkey: Critique on Decree No.32. *Macroeconomics 0506016, University Library of Munich, Germany*.
- Kutlu, S. & Horvath, L. (2017). Post Keynesyen Makro İktisadın Metodolojik Temelleri Üzerine Bir İnceleme. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(1), 95-129.
- Kuttner, K. N. & Patricia C. Mosser, P. C. (2020). The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions. *FRBNY Economic Policy Review*, 15-26.
- Langroodi, F., E. (2017). Schumpeter's Theory Of Economic Development: A Study Of The Creative Destruction And Entrepreneurship Effects On The Economic Growth. *SSRN Electronic Journal*, 1-18, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3153744>. .
- Lanza V. (2012). The Classic Approach to Capital Accumulation: Classical Theory of Economic Growth. <http://umu.diva-portal.org/smash/get/diva2:562865/FULLTEXT01.pdf>
- Laumas, P.S. (1990). Monetisation, Financial Liberalisation and Economic Development, *Economic Development and Cultural Change*, 38, 377-390.
- Laurenceson, J. & Chai, J. C. H. (1996). Financial Liberalization And Financial Depth In China. *Savings and Development*, 22(4), 393-413.
- Lavezzi, A. (2003). Smith, Marshall And Young On Division Of Labour And Economic Growth. *The European Journal of the History of Economic Thought*, 10(1), 81-108.

- Lavrov, E., & Kapoguzov, E. (2006). *Economic Growth: Theories and Problems*. OmsU, Omsk.
- Lee, K. S., & Werner, R. A. (2018). Reconsidering Monetary Policy: An Empirical Examination of the Relationship Between Interest Rates and Nominal GDP Growth In The U.S., U.K., Germany And Japan. *Ecological Economics*, 146, 26-34.
- MacKinnon, J. G. (1996). Numerical Distribution Functions for Unit Root and Cointegration Tests. *J. Appl. Econ.*, 11, 601-618.
- Mangır, F. (2006). Finansal Deregülasyonun 1989–2001 Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16, 459-472.
- Marois, T. (2012). *State, Banks and Crisis: Emerging Finance Capitalism in Mexico and Turkey*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing. <http://dx.doi.org/10.4337/9780857938589>
- Maswana, J. C. (2004). A Test of the Controversial Assumptions in the McKinnon-Shaw Hypothesis versus Neo-Structuralist Propositions, *Forum of International Development Studies*, 25, 137-157.
- McKinnon, R.I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. The Brooking Institution, Washington.
- McPherson, M. F., & Rakovski, T. (1999). Financial Deepening and Investment in Africa: Evidence from Botswana and Mauritius. Harvard Institute for International Development, Harvard University.
- Mishkin, F. S. (2006). *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich*. Princeton University Press, Princeton.
- Molho, L. (1986). Interest Rate, Savings and Investment in Developing Countries: A re-examination of the McKinnon-Shaw Hypothesis, *IMF Staff Papers*, 33(1), 90-111.
- Moore, T. (2010). A Critical Appraisal of McKinnon's Complementarity Hypothesis: Does the Real Rate of Return on Money Matter for Investment in Developing Countries? *World Development*, 38(3), 260–269.
- Morisset, J. (1993). Does Financial Liberalization Really Improve Private Investment in Developing Countries ?. *Journal of Development Economics*, 40,133-149.
- Moyo, C., & Roux, P. L. (2018). Interest Rate Reforms And Economic Growth: The Savings And Investment Channels. *Nelson Mandela University, Department Of Economic Working Papers Series*, 1-26. <http://repec.mandela.ac.za/RePEc/mnd/wpaper/paper.1813.pdf>
- Munir, R., Awan, R.U. & Hussain, Z. (2010). Investment, Savings Interest Rate and Bank Credit to the Private Sector Nexus in Pakistan. *International Journal of Marketing Studies*, 2(1), 140-146.

- Mushtaq, S., & Siddiqui, D. A. (2016). Effect of Interest Rate on Economic Performance: Evidence from Islamic and Non-Islamic Economies. *Financial Innovation*, 2(9), 2-14.
- Mwega, F. M., S. M. Ngola & N. Mwangi (1990). Real Interest Rates and the Mobilisation of Private Savings in Africa: A Case Study of Kenya. *AERC Research Paper*, 2, 1-25.
- Nadler, M., A., (1983). An Analysis Of Some Of The Issues Raised In The Liquidity-Preference Loanable Funds Interest Rate Controversy. *ISU General Staff Papers*.
- Nair, L., R. (2004). Financial Sector Liberalization and Household Savings in India. *Centre for Development Studies, Kerala*.
- Nasir S., & Khalid M. (2004) Saving-Investment Behaviour In Pakistan: An Empirical Investigation. *The Pakistan Dev Rev*, 43(4):665–682.
- Nyanzi, S. & Kaberuka, W. (2013). The Effect of Financial Sector Liberalization on Private Financial Savings in Uganda (1980-2007). *Greener Journal of Social Sciences*, 3(5), 187-202.
- Odhiambo, N. M. (2004). Money and Physical Capital are Complementary in Kenya. *International Economic Journal*, 18, 65-78.
- Odhiambo. N. M. (2009). Interest Rate Liberalization and Economic Growth in Zambia: A Dynamic Linkage. *African Development Review*, 2(3), 541–557.
- Ogiriki, T. & Andabai, P., W., (2014). Financial Intermediation and Economic Growth in Nigeria ,1988 - 2013: A Vector Error Correction Investigation. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 5(17),19-26.
- Okore, A. O., & Onoh, J. O. (2013). The Impact of Capital Account Liberalization on Economic Growth in Nigeria. *European Journal of Business and Management*, 5(2), 34-41.
- Oktayer, A. (2009). A Qualitative Assessment of the Financial Liberalization and Financial Deepening in Turkey. *Akademik İncelemeler*, 4(1): 73-100.
- Ongan, N. T. (2005). *Ekonomik Krizin Emek Piyasasına Etkileri*. İstanbul: DĞSK Birleşik
- Onur, S. (2005). Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 128-151.
- Onyimadu, C. (2015). A Case of Growth Without Development: A Comparative Study Between Nigeria and Malaysia. *Journal of Economics and Business Sciences* , 3(1), 144-162.
- Onyimadu, C., (2015). A Case of Growth Without Development: A Comparative Study Between Nigeria and Malaysia. *Journal of Economics and Business Sciences*, 3(1), 144-162.

- Orji, A., Ogbuabor, J. E. & Anthony-Orji, O. (2015). Financial Liberalization And Economic Growth İn Nigeria: An Empirical Evidence. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(3), 663-672.
- Osei-Assibey, E., & Baah-Boateng, W. (2012). Interest Rate Deregulation and Private Investment: Revisiting the Mckinnon-Shaw Hypothesis in Ghana. *The IUP Journal of Applied Economics. The IUP Journal of Applied Economics*, 11(2), 12-30.
- Owusu- Antwi, G. (2009). Impact Of Financial Reforms On The Banking System In Ghana. *International Business & Economics Research Journal*, 8(3), 77-100.
- Öçal, T., (1990). *İktisat*. Ankara: Gazi Üniversitesi. Teknik Eğitim Fakültesi Matbaası.
- Ölmezoğulları, N. (2012). Türkiye Ekonomisinde Yapısal Uyum Süreci ve İstikrar. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2012/68, 297-316.
- Öniş, Z. (2003). Domestic Politics Versus Global Dynamics:Towards a Political Economy of the 2000 and 2001 Financial Crises in Turkey. *Turkish Studies*, 4(2), 1-30.
- Özatay, F. (2009). *Finansal Krizler ve Türkiye* (Birinci Baskı). İstanbul: Doğan Kitap
- Özatay, F., & Sak, G. (2002). Financial Liberalization in Turkey: Why Was the Impact on Growth Limited? *Emerging Markets Finance and Trade, Taylor & Francis Journals*, 38(5), 6-22.
- Özdemir B. K. (2013). *Finansal Küreselleşme ve Krizler*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Özdiñç, A. (1994). *Finansal Liberalizasyon ve 1980 Sonrası Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Özgüven, A. (1988). *İktisadi Büyüme İktisadi Kalkınma Sosyal Kalkınma Planlama ve Japon Kalkınması*. İstanbul: Filiz Yayınları.
- Özşahin, Ş. (2010). Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi (1989-2004). *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(1), 47-68.
- Özşahin, Ş. (2011). *Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz*. Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Öztürk, N., & Durgut, D. (2011). Faiz Oranlarının Belirleyicileri: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 3(1), 117-144.
- Öztürk, Y. K., & Kuşcu, S. (2011). Finansal Serbestleşme: İlk Deneyimler ve Kriz. *Manas Journals*, 1(49), 10-21.
- Pal, M. (2014). Financial Development in India: An Empirical Test of the Mckinnon-Shaw Model. *Analytical Issues in Trade, Development and Finance, Springer*. <https://ssrn.com/abstract=2508873>
- Pal, R., (2018). Theory of Interest Rate, <https://www.researchgate.net/publication/323388526>

- Parasız, İ. (1998). *Türkiye Ekonomisi, 1923'den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları*, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.
- Paya, M., M., (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası (Altıncı Baskı)*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Pentecost, Eric J. & Tomoe Moore (2006). Financial Liberalisation in India and a New Test of McKinnon's Complementarity Hypothesis. *Economic Development and Cultural Change*, 54(2), 487-502.
- Peter, A. & Johnson Temidayo, O. (2017). Testing the Validity of McKinnon-Shaw Hypothesis: Ampirical Evidence from Nijerya. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 2(2), 1-24. doi: 10.9734/AJEBA/2017/30725.
- Peter, A., & Temidayo, O., J. (2017). Testing the Validity of McKinnon-Shaw Hypothesis: Empirical Evidence from Nigeria. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting* 2(2). 1-24.
- Pıçak, M., (2012). Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi. *Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi, Dicle Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, 1(1), 61-92.
- Polat, M. (2018). Türkiye'de Ekonomik Büyümenin ve Nüfus Artışının Ekonometrik Modellemesi: Ampirik Bir Çalışma Örneği. *Ağrı İbrahim Çeçen Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4 (1), 205-228.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S., & Köse, A. (2004). Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries. *NBER Working Paper No. 10942*.
- Ray, D. (1998). *Development Economics (Birinci Baskı)*. Princeton University Press.
- Rehman, H. U. & Gill, A. R. (2005). A Test Of Mckinnon's Complementarity Hypothesis: A Case Study Of Pakistan. *Pakistan Economic and Social Review*, 43(1), 21-37.
- Reinhart, C. M. (2012). The Return of Financial Repression. *Banque de France Financial Stability Review*, 16, 37-48.
- Romer P., M. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002-1037.
- Romer, P., M. (1990). Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*, 98(5), 71-102.
- Romer, P.M. (1990). Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*, 98(5), 71-102.
- Roubini, N., & Salai-Martin, X. (1992). Financial Repression And Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 39(1), 5-30.
- Roubini, N., & Salai-Martin, X. (1995). A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression. *Journal of Monetary Economics*, 35(2), 275-301.

- Saraçoğlu, R (1997). Türkiye’de Finansal Liberalizasyon. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 12(132), 5-18.
- Schumpeter, J.A. (1961). “The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle” translated from the German by Redvers Opie (1961) New York: OUP.
- Sekmen, F., (2012). *Para Teorisi Kavram-Kuramlar-Modeller*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Seven, S. (2016). *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Sürecinde İç Borçlanma Politikalarının Bankacılık Sektörüne Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Seyidoğlu, H. (2011). *İktisat Biliminin Temelleri (İkinci Baskı)*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Shahin, W. N. (1996). Could Financial Liberalization Ignore Informal Finance? A Commentary. *Savings and Development*, 20(1), 105-116. <https://www.jstor.org/stable/25830569>
- Shahipov, I. (2015). Contemporary Economic Growth Models And Theories: A Literature Review. *CES Working Papers, Centre for European Studies, Alexandru Ioan Cuza University*, 7(3), 759-773.
- Shaw, Ronald S.(1973). Financial Deepening in Economic Development. London: Oxford University Press.
- Solow, M., R. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94.
- Solow, M., R. (1957). Technical Change And The Aggregate Production Function. *The Review of Economics and Statistics*, 39(3), 312-320.
- Sowah, J., K., & Kırıkkaleli, D. (2020). Financial Liberalization and Economic Growth in Liberia: Evidence from Combined Cointegration Test. https://www.researchgate.net/publication/341036281_Modelling_the_Effects_of_Financial_Liberalization_and_Economic_Growth_in_Liberia_Evidence_from_Combined_Cointegration_Test
- Soyak, A. (2002). *Küreselleşme, İktisadi Yönelimler ve Sosyo-Politik Karşıtlıklar*, İstanbul: Om Yayınevi.
- Soydemir, S. (1998). *Türkiye’de Finansal Fon Akımları*. Ankara: SPK Yayınları.
- Ssekuma, R.(2011). A Study of Cointegrating Models with Applications. Ssekuma, Rajab (2011) A study of cointegrating models with applications. University of South Africa, Pretoria.
- Studart, R. (1995). Investment Finance in Economic Development, London and New York, Routledge.

- Sulaiman, L. A., Oke, M. O., ve Azeez, B. A., (2012). Effect Of Financial Liberalization On Economic Growth In Developing Countries: The Nigerian Experience. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(12), 16-28.
- Sundararajan, V., & Balifio, T. (1990). Issues in Recent Banking Crises in Developing Countries. Working Paper: *IMF Working Paper, Yayın No. WP/90/19*.
- Şahin, Erdil, B. (2012). Türkiye’de Dış Borç Sorunu ve Avrupa Borç Krizi’nin Etkileri. *Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi*,4(1), 45-54.
- Şengönül, A., Altıok, M., & Gurbuz, R. (2007). Kısa vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans, İnceleme-Araştırma*, 26-48. <https://www.researchgate.net/publication/259345310>
- Taderera, C. S., Runganga, R., Mhaka, S., Mishi, S. (2021). Inflation, Interest Rate and Economic Growth Nexuses in SACU Countries. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 25(1), 1-21.
- Tajudeen, E., Taofeek Olusola, A., ve Abdulganiy Ademola, B. (2017). Interest Rate Liberalization, Financial Development and Economic Growth in subSaharan African Economies. *African Journal of Economic Review*, 5(2), 109-129.
- Takım, A. (2012). Demokrat Parti Döneminde Uygulanan Ekonomi Politikaları ve Sonuçları. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 67(2), 157-187.
- Tarı, R. (2015). *Ekonometri* (Dokuzuncu Baskı), İstanbul: Umuttepe Yayınları.
- Taşar, M. O. (2010). Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(1), 76-97.
- TCMB. 2001 Yılı Para ve Kur Politikası. Erişim Tarihi: 25.01.2021, Link: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b6e5a15c-1143-4c4a-8e13-77cd67bd022a/baskan_ParaPol01.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b6e5a15c-1143-4c4a-8e13-77cd67bd022a-m3fB7u2
- TCMB. 2002 Yılı Para ve Kur Politikası. Erişim Tarihi: 16.01.2021, Link: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/07abb4cb-6649-4b59-bd19-43ab0080b1c0/pprtemmuz2002.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-07abb4cb-6649-4b59-bd19-43ab0080b1c0-m3fBatf>
- TCMB. 2017 Yılı Genel Faaliyet Raporu. Erişim Tarihi: 08.02.2021, Link:<https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/06/2017GenelFaaliyetRaporu.pdf>
- Telek, C. (2018). *Uluslararası Fisher Etkisi Hipotezi Kapsamında Nominal Faiz Oranları ve Döviz Kurları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.
- Teletar, O., M., & T., H. (2010). Nüfus ve Eğitimin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24(2), 197-214.

- Thornton, J. & Poudyal S.R. (1990). Money and Capital in Economic Development: A Test of the McKinnon Hypothesis for Nepal: Note, *Journal of Money, Credit and Banking*, 22(3) 395-399.
- Thornton, J. (1990a). The Demand for Money in India: A Test of the McKinnon Hypothesis. *Savings and Development*, 14, 153-157.
- Thornton, J. (1994). Financial Deepening and Economic Growth: Evidence from Asian Economies. *Savings and Development*, 13(1), 41-51.
- Tokgöz, E. (2001). *Türkiye'nin iktisadi gelişme tarihi: 1914-2001*. Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Törüner, Y. (2001). Kasım-Aralık 2000 Krizinin Hikayesi (Story Of November-December 2000 Crises). *Yeni Türkiye Dergisi*, 1(41), 538-539.
- Tuncay, Ö., & Demir, N. (2017). Gelişmekte Olan Ekonomilerde Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Üzerine Etkisi. *Social Sciences Studies Journal*, 3(6), 1151-1160.
- Tunç, H. (2003). The Lost Gamble: The 2000 and 2001 Turkish Financial Crises in Comparative Perspective. *Turkish Studies*, 4(2), 31-52.
- Turan, T. (2008). *İktisadi Büyüme Teorisine Giriş*. İzmir: İstanbul Yalın Yayıncılık.
- Turgut, A. (2006). Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler Türkiye Örneği: 1994, 2000, 2001 Krizleri. *Doktora Tezi*. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Tutulmaz, O., & Doğan, B. (2015). Investment under Financial Liberalization: Post 1980 Turkey Case. *Expert Journal of Economics*, 3(1), 5-13.
- Türkay, M., & Demirbaş, M. (2012). Türkiye Ekonomisinde Yatırımların Faiz ve Gelir İlişkisinin ARDL Yaklaşımı İle Analizi. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi Journal Of Academic Approaches*, 3(2), 1-16.
- Türkbal, A. (2005). *Makro İktisat*, Aktif Yayınevi, İstanbul.
- Udoka, C. O. & Roland, A. (2012). The Effect Of Interest Rate Fluctuation On The Economic Growth Of Nigeria, 1970-2010. *International Journal of Business and Social Science*, 3(20), 295 – 302.
- Utkuseven, A. (2004). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon Uygulamaları ve Ekonomik İstikrar*. Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. http://feyonmi.com/iktisatders/KRIZ-2000-20013.pdfuyrapor_2012 (tcmb.gov.tr)
- Uysal, D., Mucuk, M., & Alptekin, V. (2008). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Faiz ve Kur İlişkisi. *Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, (2), 8-64.

- Uzunoğlu, S., Alkın, K. & Gürlesel, F. (1995). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Üçler, G. & Özşahin, Ş. (2014). Money- Physical Capital Nexus: How Valid Is McKinnon Complementarity Hypothesis In Turkish Economy?. *Alphanumeric Journal*, 2(2), 1-12.
- Ünsal, H. (2003). Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma ve Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri. *G.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*,3, 191-205.
- Ünsal. M., E., (2009). *Makro İktisat (Sekizinci Baskı)*. Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Van Den Berg, H. (2001). *Economic Growth and Development: McGraw Hill*, New York.
- Vanita, A., (2010). *Macroeconomics: Theory and Policy*. Pearson Education India.
- Venet, B. (2003). Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Gelişme: Literatüre Eleştirel Bir Bakış. (Çev. Canan Özatalay). *İktisat Dergisi*,438, 60-70.
- Vergil, H., & Karaca, C. (2010). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi. *Ege Akademik Bakış*, 10(4), 1207 – 1216.
- Watson, P. K. (1992). Savings, Rates of Interest and Growth in a Small Open Economy: The Trinidad and Tobago Experience, *Social and Economic Studies*, (41) 1-24
- Wei, W. WS. (1989). Time Series Analysis: Univariate and Multivariate Methods. *Journal of the American Statistical Association*, 33(1). DOI:10.2307/2289741
- Williamson, J. & Mahar, M. (2002), *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, (Çeviren: G. Delice)* Ankara: Liberte Yayınları.
- Yardımcı, P. (2006); *İçsel Büyüme ve Türkiye’de İçsel Büyüme Etkileyen Faktörlerin Ampirik Analizi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Yaşgöl, Y. S. (2003). *Finansal Liberalizasyon Sonrası Temel Makro Ekonomik Değişkenlerin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yeldan, E. (2009). Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?. *Çalışma ve Toplum*, 11-28. <https://calismatoplum.org/Content/pdf/calisma-toplum-1287-5f5362f3.pdf>
- Yıldırım, K., Karaman, D., Taşdemir, M. (2014). *Makroekonomik (On İkinci Baskı)*. Ankara: Seçkin Yayınevi.
- Yıldırım, M. O. (2012). *Finansal Serbestleşmenin Tüketim Harcamaları Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

- Yılmaz, B. E., & Cural, M. (2010). Türkiye’de İç Borçlanmadaki Değişimi Belirleyen Faktörlere Yönelik Bir Regresyon Analizi Çalışması: 1975 – 2010. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları 54. Seri*, 1-22.
- Yurdakul, F. (2014). Factors That Trigger Financial Crises: The Case of Turkey. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 109, 896 – 901.
- Yüksel, N. (2020). *Ekonomik Büyüme ve Kadın İşgücü İlişkisi: Türkiye Örneği*. Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas.
- Yülek, M. A. (1998), *Financial Liberalization and the Real Economy: The Turkish Experience* (Birinci Baskı), Ankara: Capital Markets Board of Turkey.
- Zaichik, L.I., Drobyshesky, N .I , Filippov, A. S., Mukin, R. V, Strizhov, V. F. (2010). A diffusion-inertia model for predicting dispersion and deposition of low-inertia particles in turbulent flows. *International Journal of Heat and Mass Transfer*, 53(1–3), 154-162.
- Zhang, S. (2019). The Effect Of Financial Liberalization On Economic Growth, A Panel Data Analysis Of 38 Countries. *Lup Student Papers, Lund University Libraries*, 1-38. Microsoft Word - shufei-financial liberalization (lu.se)

<http://egyankosh.ac.in/bitstream/123456789/23034/1/Unit-16.pdf>. Erişim Tarihi: 27.09.2020

6. EKLER

Ek 1. Granger Nedensellik Analizi Sonuçları

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 07/26/21 Time: 14:42

Sample: 2005Q4 2020Q4

Included observations: 55

Dependent variable: D(D_NBUYSA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(D_NYATSA)	26.92868	4	0.0000
D(DLNTAS)	11.11075	4	0.0253
D(DRFO)	20.44922	4	0.0004
All	45.99875	12	0.0000

Dependent variable: D(D_NYATSA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(D_NBUYSA)	12.53674	4	0.0138
D(DLNTAS)	2.650925	4	0.6178
D(DRFO)	5.735972	4	0.2198
All	30.61808	12	0.0023

Dependent variable: D(DLNTAS)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(D_NBUYSA)	10.28246	4	0.0359
D(D_NYATSA)	18.51461	4	0.0010
D(DRFO)	6.385887	4	0.1721
All	49.90771	12	0.0000

Dependent variable: D(DRFO)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(D_NBUYSA)	9.610299	4	0.0475
D(D_NYATSA)	5.824645	4	0.2126
D(DLNTAS)	8.822581	4	0.0657
All	41.25734	12	0.0000

Ek 2. Uzun Dönem Analiz Sonuçları

Dependent Variable: _NBUYSA

Method: Least Squares

Date: 08/07/21 Time: 14:31

Sample: 2005Q4 2020Q4

Included observations: 61

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INYATSA	0.331228	0.029241	11.32736	0.0000
LNTAS	0.525803	0.025117	20.93415	0.0000
RFO	0.000314	5.82E-05	5.386545	0.0000
C	2.908190	0.106535	27.29794	0.0000
R-squared	0.998161	Mean dependent var		19.93538
Adjusted R-squared	0.998064	S.D. dependent var		0.591656
S.E. of regression	0.026034	Akaike info criterion		-4.395520
Sum squared resid	0.038632	Schwarz criterion		-4.257102
Log likelihood	138.0634	Hannan-Quinn criter.		-4.341273
F-statistic	10310.88	Durbin-Watson stat		1.361500
Prob(F-statistic)	0.000000			

Ek 3. Kısa Dönem Analiz Sonuçları

Dependent Variable: D_NBUYSA

Method: Least Squares

Date: 08/07/21 Time: 14:35

Sample (adjusted): 2006Q1 2020Q4

Included observations: 60 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DINYATSA	0.422531	0.042180	10.01728	0.0000
DLNTAS	0.205398	0.110316	1.861908	0.0680
DRFO	9.50E-05	0.000110	0.866304	0.3901
ECT(-1)	-0.668318	0.121407	-5.504764	0.0000
C	0.010585	0.005531	1.913658	0.0609
R-squared	0.743257	Mean dependent var		0.034833
Adjusted R-squared	0.724585	S.D. dependent var		0.043175
S.E. of regression	0.022658	Akaike info criterion		-4.656938
Sum squared resid	0.028237	Schwarz criterion		-4.482409
Log likelihood	144.7081	Hannan-Quinn criter.		-4.588670
F-statistic	39.80546	Durbin-Watson stat		2.130740
Prob(F-statistic)	0.000000			