

Süleyman Demirel Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Y.2000, C.5, S.2 s.81-92.

**TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ YATIRIMLAR
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ
(1980 – 1997 DÖNEMİ ÖRNEĞİ)
EFFECTS OF INTEREST RATE ON INVESTMENTS
IN TURKEY
(SAMPLE OF 1980-1997 PERIOD)**

Öğt.Grv. Dr. Muzaffer DEMİRBAŞ*

ÖZET

Bu çalışmada Türkiye'de 1980-1997 yılları arasında faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisi incelenmektedir. Faiz kavramı üzerindeki iktisadi tartışmalara değinmeden, kısaca geleneksel iktisat yazını ve Mc Kinnon-Shaw hipotezinde faiz-yatırım ilişkisine değinilmiştir. Türkiye'de 1980 sonrası dönemde uygulanan faiz politikasının temel amaçları belirtildikten sonra, 1980 sonrası dönemde izlenen ekonomik politikaların yatırımlar üzerindeki etkileri üzerinde durulmuştur. 1980-1997 yılları arasında imalat sanayii sabit sermaye yatırımlarının gelişimi oldukça kısa olarak rakamlarla verildikten sonra, faiz oranlarının özel kesim imalat sanayii ve özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları üzerindeki etkisi regresyon analizine tabii tutulmuştur. Uygulama sonucunda, özel kesim imalat sanayii ve özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları ile faiz oranları arasında negatif /ters yönlü bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca, faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisinin anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisinin neden anlamsız olduğuna ise; Türkiye ve Türk ekonomisi gerçeği göz önünde bulundurularak cevap aranmıştır. Türkiye'de özel kesim yatırımlarının, faiz oranları dışındaki çeşitli faktörlerden (örneğin, politik ve yapısal faktörler) etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Faiz, Yatırım, 1980 sonrasında yatırımları etkileyen faktörler Türkiye'de yatırımları etkileyen faktörler.

Ekonomik hayatta refahın ve sıkıntıların bir ölçüsü olan faiz hadleri, iniş-çıkışlarıyla yatırımlar için yol gösterici önemli bir unsur rolü oynamaktadır. Geleneksel iktisat yazınında düşük faiz oranlarının yatırımları teşvik edeceği (çünkü geleneksel iktisat yazınında yatırımla faiz haddi arasında negatif yani ters orantılı bir ilişki vardır) ve büyük ölçüde gelir seviyesi tarafından belirlendiği kabul edilen tasarrufun ise bundan olumsuz etkilen-

* Muğla Üniversitesi Milas Meslek Yüksek Okulu Öğretim Elemanı.

meyeceği ileri sürülmüştür. Çünkü bu yaklaşımlarda, tasarruf dinamik bir değişken olarak ele alınmaktadır. Buna göre, yatırım sonucu gelir artmakta ve gelir artışı da tasarruf oranını yükseltmektedir. Buna karşılık Mc Kinnon-Shaw hipotezi, tasarrufları ekonomik kalkınmanın temel değişkeni olarak kabul etmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerde kalkınmayı sınırlayan temel faktör olarak, kârlı yatırım alanlarının sınırlılığı değil, yatırımların finansmanı için gerekli olan tasarruf ve yatırılabilir fonların yetersizliği ileri sürülmüştür. Dolayısıyla tasarrufları teşvik eden yüksek faiz politikaları aynı zamanda yatırım ve büyümeyi de teşvik etmiş olacaktır.¹

Bu bağlamda Mc Kinnon-Shaw hipotezinin, özel imalat sanayii yatırımları hakkındaki iddiası; özel yatırımlar üzerindeki temel zorluk borçlanmanın maliyeti değil finansal büyüklüğüdür. Bu şartlar altında bankacılık sektöründeki daha yüksek faiz oranları daha fazla hane halkı tasarruflarını bankalara çeker ve borç verilebilir fonları artırır. Bu sonuçla da daha yüksek yatırım gerçekleşir. Böylece özel yatırım ve reel faiz oranları arasında gelecekteki teorinin öngörüsüne karşıt olarak pozitif bir ilişki vardır.²

Ülkemizde 1980 öncesinde, uygulanan ekonomik politikalara paralel olarak faiz oranları idari kararlarla belirlenmiştir. İdari kararlarla belirlenen faiz oranları düşük bir düzeyde hatta genelde enflasyon oranının altında tutulmuş, yani reel faiz oranları negatif olarak belirlenmiştir. Negatif reel faiz oranları aracılığıyla, ithal ikamesine dayanan sanayileşme politikasının bir parçası olarak sanayi sektörüne kaynak aktarılmaya çalışılmıştır.

1980 sonrası dönemde uygulanan ekonomik politikalar doğrultusunda, devletin ekonomik alanda küçültülmesi ve serbest piyasa ekonomisine işlerlik kazandırılması hedeflenmiştir. Serbest piyasa ekonomisinin tesis edilmesi ve serbest piyasa ekonomisinden beklenen faydanın sağlanması ya da sonucun elde edilebilmesinin, ekonomide kaynak dağılımının fiyat mekanizmasıyla gerçekleştirilmesine bağlı olduğu bilinmektedir. Bu bağlamda ithal ikameci sanayiden, ihracata dönük ve uluslararası pazarlara açık bir sanayi sektörünün oluşturulması, yani sanayi sektöründeki yapısal değişimi sağlamanın en uygun yolu olarak; serbest piyasa ekonomisinin kurallarına uygun olarak fiyat mekanizması esas alınmıştır. Buna bağlı olarak, esnek kur politikası ve pozitif reel faiz politikası uygulamasına geçilmiştir.

Ülkemizde 1980 sonrası dönemde uygulanan faiz politikasının temel amaçlarını üç noktada toplamak mümkündür:

¹ Robert MC KINNON, **Money and Capital in Economic Development**, The Brookings Institution, Washington-1973.
Edward S. SHAW, **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford University Press, New York, 1973.

² Ercan UYGUR, **Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey**, Central Bank of The Republic of Turkey, Ankara,1993, s. 41.

i) Tasarrufların finans kurumları aracılığı ile prodüktif alanlara aktarılmasını temin etmek. Böylece tasarrufların altın, döviz, arsa gibi prodüktif olmayan alanlara kayışını önlemek.

ii) Negatif faiz oranlarının uygulandığı dönemde gerek kamu kesimi, gerekse özel kesim yatırımlarında yeterli ekonomik hesaplamalar yapılmamaktaydı. Çünkü negatif faiz oranları ekonomik hesap yapma hassasiyetini zayıflatmıştır. Bu bağlamda pozitif reel faiz politikasıyla, Türk ekonomisinde kaynakların, en yüksek katma değeri üretecekleri sektörlerdeki yatırımlara kanalize edilmesi amaçlanmıştır.

iii) Negatif reel faiz oranları enflasyonu körüklemiş, tüketim eğilimini arttırmış ve para, kendisini tutanların ellerini yakarcasına dolanım hızını yükseltmiştir. Kısacası ekonomi bir “paradan kaçış” süreci içine girmiştir.³ Bu bağlamda pozitif reel faiz oranları ile yurt içi harcamaları kısım enflasyonist baskıyı azaltmak amaçlanmıştır. Ancak belirtmek gerekir ki, bu amacın gerçekleşmesi pozitif faiz oranları ile toplam arz ve toplam talep üzerinde ne kadar etkili olduğuna bağlı olacaktır.

1980 sonrası dönemde serbest piyasa ekonomisine geçme hedefi ve izlenen ekonomik politikaların yatırımlar üzerindeki etkilerini başlıca şu noktalarda toplayabiliriz:

i) 1980 öncesi dönemde izlenen ithal ikameci sanayileşme politikası, ithalat kısıtlama ve yasaklamalarını beraberinde getirmiştir. İthalat kısıtlama ve yasaklamaları ise, Türk sanayiinin dış rekabetten korunmasına ve buna paralel olarak kârlılığın artmasına neden olmuştur. Kârlılıktaki artışın ise yatırımlar üzerinde olumlu etkilerinin olduğunu söyleyebiliriz. 24 Ocak 1980 Kararları ile ithalatın kademeli olarak serbestleştirilmesi amaçlanmış, 29 Aralık 1983’de hükümetin açıkladığı yeni ekonomik kararlarla ithalat rejimi büyük ölçüde değiştirilerek kotalar tamamen kaldırılmıştır. Buna göre ithalat; (a) ithali yasak mallar (b) ithali serbest mallar (c) ithali izne tabi mallar ile fon ödemek suretiyle ithal edilecek mallardan oluşuyordu. Kotaların büyük ölçüde kaldırıldığı 1981 yılından sonra yapılan bu değişikliklerle ithali yasak malların sayısı da azalmıştı.⁴ İthali yasak mallar listesindeki mal sayısının azaltılması, ithali izne tabi mallar listesine göre yapılan ithalatın toplam ithalat içindeki payının 1990 yılında sıfırlanmasıyla, miktar ve değer kısıtlamalarına son verilmiş ve ithalat 1990 yılı itibarıyla tamamen fiyatlara duyarlı hale gelmiştir.⁵ 1980 sonrası dış ticaretin liberalizasyonu sonucu artan ithalat, dış rekabet gücü görece zayıf olan Türk imalat sanayii kesiminde talep beklentilerini olumsuz etkilemiş, ayrıca, 1980 sonrası izlenen talep daraltıcı

³ Selçuk ABAÇ, **Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye’deki Uygulama**, Binbirdirek Matbaacılık, İstanbul-1980, s.174.

⁴ M.Tuba ONGUN, “Ekonomik Kronoloji (1923-1997)” , **Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz**, (Yayın Hazırlayan: Ahmet ŞAHİNÖZ) içinde, Turhan Kitabevi, 1. Baskı, Ankara-1998, s.498.

⁵ Sübidey TOGAN, “1980’li Yıllarda Dış Ticaretin Liberalizasyonu” , **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Eylül-1992, s.18.

politikaların etkileriyle birlikte Türk imalat sanayii düşük talep projeksiyonları ile yeni yatırımlara gitmemeyi tercih etmiştir. Bu gelişmenin ise 1980 sonrası dönemde yatırım eğilimini olumsuz olarak etkileyen unsurlardan birini oluşturduğunu söyleyebiliriz.

ii) 1980 öncesi izlenen döviz kuru politikası sonucunda TL yabancı paralar karşısında aşırı değerlenmiştir. Buna bağlı olarak ithal edilen yatırım malları ucuzlamıştır. Ucuz ithal yatırım malları ise, yatırımların gerçek maliyetinin altında bir değerde gerçekleştirilmesi fırsatını vermiştir. Bu durumun yatırımları olumlu yönde etkileyerek yatırım eğilimini hızlandırdığını söyleyebiliriz. 24 Ocak 1980 Kararları ile TL yüksek oranda devalüe edilerek aşırı değerlenmesine son verilmiş “gerçekçi” esnek kur uygulamasına geçilmiş, bunun sonucunda ise ucuz ithal girdi kullanımı sona ermiştir. Bunun da, bir anlamda yatırımlar üzerinde, 1980 sonrası dönemde olumsuz bir etki oluşturduğunu ya da 1980 öncesinin avantajını ortadan kaldırdığını söyleyebiliriz.

1980 sonrası dönemde, kamu finansman açıkları ve buna bağlı olarak kamu kesimi borçlanma gereğindeki süreklilik ve artışla birlikte kamu, mevcut fonların önemli bir kısmını talep etmekte ve kullanmaktadır. Buna bağlı olarak özel kesimin finansman ihtiyacı karşılanamamaktadır. Finansman yetersizliğinin ise, gerek faiz oranlarını artırıcı etkisi ve gerekse yeterli miktarda kaynak sağlanamaması nedeniyle yatırımları olumsuz yönde etkilediğini söyleyebiliriz. Yani kamu kesimi borçlanma gereğindeki süreklilik ve artış özel yatırımlar üzerinde “crowding-out” etkisi oluşturmaktadır.

iii) Serbest piyasa ekonomisinin gereği olan fiyatların piyasa şartlarına göre belirlenmesi ilkesinin benimsenmesiyle, 1980 sonrası dönemde KİT'lere kendi fiyatlarını kendileri belirleme yetkisi verilmiş⁶, buna paralel olarak KİT ürünlerinin fiyatları artmıştır. Buna bağlı olarak, KİT'ler tarafından üretilen ve özel kesimin girdi olarak kullandığı malların fiyatları artmıştır. Bu da özel kesimin maliyetlerini artırmış dolayısıyla kârlılığını azalttığını ve kârlılıktaki azalışın ise yatırımları olumsuz etkilediğini söyleyebiliriz.

iv) Geleceğe yönelik tahmin ve beklentiler, yatırım eğilimini belirleyen önemli faktörlerden biridir.⁷ Öte yandan girişimcilerin geçmişte yaşadıkları, yani tecrübeleri de, geleceğe yönelik beklentilerinin şekillenmesinde etkili olarak yatırım yapma konusundaki kararlarını belirlediğini söyleyebiliriz.⁸ Belirtmek gerekir ki, içinde bulunulan döneme ait ekonomik şartlar girişimcilerin geleceğe yönelik beklentilerini belirlemektedir. Ayrıca, politik

⁶ Muzaffer DEMİRBAŞ, **Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Türk Ekonomisindeki Yeri, Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Ekonomik Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 1993, s.22.

⁷ Ahmet KALIN, “Dudley Dillard’dan Tercüme” **Prof.Dr. Süleyman BARDA’ya Armağan**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, Cilt:45, Sayı: 1-4, 1988, s.74.

⁸ A.D. KNOX, “The Acceleration Principle and the Theory of Investment: A Survey” **Readings in Macroeconomics**, içinde, Edited by M.G. MUELLER, Holt, Rinehart and Winston Inc., 1966, s.129.

istikrar da girişimcinin geleceğe yönelik tahmin ve beklentileri üzerinde etkili olmaktadır. Bu bağlamda, TÜSİAD tarafından 1991, 1993 ve 1994 yılları için yapılan ve sabit sermaye yatırımlarını olumsuz olarak etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik anketlerin sonucuna göre, ekonomik ve politik istikrarsızlık ilk sıralarda yer almıştır.⁹ Söz konusu istikrarsızlıklar ise 1980 sonrası dönemde yatırımları olumsuz yönde etkilemiştir.

v) 1980 öncesi dönemde uygulanan faiz politikası sonucu, düşük, hatta genelde enflasyonun altındaki negatif reel kredi faiz oranları yatırımları olumlu yönde etkilemiştir. 1980 sonrası dönemde uygulanan faiz politikası ve dolayısıyla pozitif reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisini ise regresyon analizi ile tahlil etmeye çalışacağız. Ancak, negatif olan bir faiz düzeyinden, pozitif faiz oranlarına geçilmiş olmasının gerek maliyet açısından, gerekse yatırımın marjinal etkinliği açısından, 1980 sonrası dönemde yatırımlar üzerinde olumsuz etkide bulunmuş olabileceğini söyleyebiliriz.

Yukarıdaki satırlarda 1980'den sonra izlenen ekonomik politikaların yatırımlar üzerindeki etkisini kısaca açıklamaya çalıştık. Ekonomide adeta lokomotif görevi icra eden imalat sanayii sabit sermaye yatırımlarındaki gelişmenin rakamlarla görüntüsü şöyledir: Toplam sabit sermaye yatırımları içinde imalat sanayiinin payı 1980 yılında %28,5 iken 1997'de %19,6'ya gerilemiştir. Toplam kamu yatırımları içinde imalat sanayii sabit sermaye yatırımlarının payı 1980 yılında %26,3 iken bu oran 1997'de %2,9'a gerilemiştir. Ancak belirtmek gerekir ki bunda, 1980 sonrasında kamunun ekonomik alandan çekilme niyetinde olması belirleyici bir etkidir. Öte yandan kamu yatırımlarındaki bu gelişme 1980 sonrası dönemde imalat sanayii sabit sermaye yatırımlarındaki gerilemenin önemli bir nedenini teşkil etmektedir. Çünkü özel kesim imalat sanayi sabit sermaye yatırımlarında da belirli düşüşler olmasına rağmen görece bir istikrar mevcuttur. 1980 yılında özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları içinde %30'luk bir paya sahip olan imalat sanayii sabit sermaye yatırımları, 1997'de %24,2'ye gerilemiştir.

Kamu kesimi ekonomik alandan çekilme niyetinden dolayı imalat sanayii yatırımlarını daraltırken, özel kesim imalat sanayii sabit sermaye yatırımlarındaki gerilemenin nedeni olarak faiz oranlarındaki artış ileri sürülebilir mi? Bilindiği üzere yatırım fonksiyonel bir ilişki olarak ifade edilmek istendiğinde, bu fonksiyonel ilişkide biri gelir, diğeri faiz olmak üzere iki bağımsız değişkenden söz edilmektedir. Bu bağlamda yatırım fonksiyonunu şu şekilde yazabiliriz:

$$I=f(Y,r) \quad \frac{\partial I}{\partial Y} > 0 , \quad \frac{\partial I}{\partial r} < 0 \quad (1)$$

⁹ TÜSİAD, **1991 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**, TÜSİAD Yayınları, İstanbul-1991, s.122.
TÜSİAD, **1993 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**, TÜSİAD Yayınları, İstanbul-1993, s.130.
TÜSİAD, **1994 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**, TÜSİAD Yayınları, İstanbul-1994, s.141.

Yukarıdaki fonksiyonel ilişkiye göre, yatırım (I) ile gelir (Y) arasında pozitif bir ilişki yani doğru orantılı bir ilişki söz konusudur. Yatırım (I) ile faiz (r) arasında ise ters orantılı bir ilişki söz konusudur. Buna göre faiz oranındaki artışlar, yatırım yapma eğilimini zayıflatacak, yani yatırım miktarını azaltarak, yatırımı olumsuz etkileyecektir. Faiz oranındaki düşme/azalış ise bunun tam tersi bir etki meydana getirerek yatırım miktarını arttıracaktır.

Yukarıdaki (1) numaralı fonksiyonel ilişkiyi şu şekilde yazabiliriz:

$$I = \beta_0 + \beta_1 r + \beta_2 Y \quad (2)$$

Elde ettiğimiz (2) numaralı denklemi regresyon analizi için kullanarak β katsayılarını tahmin edebiliriz. Bu denklemde $\beta_1 < 0$ olması beklenmektedir. Çünkü faiz oranıyla yatırımlar arasında ters yönlü yani negatif bir ilişki söz konusudur. Öte yandan yatırım ile gelir arasındaki doğru orantılı ilişki nedeniyle $\beta_2 > 0$ olması beklenmektedir.

MODELDE KULLANILAN DEĞİŞKENLER

Kurulan modelde GSMH değeri bağımsız değişkenlerden biri olarak alınmıştır. Ancak modelde enflasyonun etkisinden arındırmak amacıyla 1987 fiyatları ile ifade edilen GSMH değerleri kullanılmıştır. Modelde Y_{t-1} bir dönem önceki GSMH değerini göstermektedir. Y_{t-1} 'in dikkate alınmasının nedeni ise; ex-post gelirdeki değişimin yatırımlar üzerindeki etkisinin değerlendirilmeye çalışılmasıdır. Bilindiği üzere gelirdeki bir değişimin hane halkı ve firmaların kararları üzerinde bir değişiklik oluşturması belli bir gecikmeyle gerçekleşmektedir. Bu bağlamda bir önceki dönem gerçekleşen gelirin firmaların yatırım kararları üzerinde ne kadar ve ne yönde etkide bulunduğunu değerlendirmek için Y_{t-1} ile çalışmanın uygun olduğu düşüncesiyle böyle bir tercihte bulunulmuştur. Modelde kullanılan bir diğer bağımsız değişken ise kredi faiz oranlarıdır. Modelde kullanılan faiz serisi şu şekilde oluşturulmuştur: 1980-1989 dönemi için bankacılık sektöründe uygulanan ve T.C. Merkez Bankası'na bildirilen maksimum ve minimum faiz oranlarının ortalaması alınmıştır. Çünkü 1980-1989 dönemi için ağırlıklı faiz oranlarına ait veriler ilgili kurumca düzenlenmediğinden dolayı bu tür bir veri tabanına ulaşılamamıştır. Dolayısıyla söz konusu dönem için uygulanan maksimum ve minimum faiz oranlarının ortalaması alınmıştır. 1990-1997 dönemi için ise ağırlıklı faiz oranları alınmıştır. Çünkü 1990-1997 dönemine ait maksimum ve minimum faiz oranları arasında oldukça büyük farkların oluşması nedeniyle, bu döneme ait maksimum ve minimum faiz oranlarının ortalamasının alınmasının sakıncalı olabileceği düşüncesi ve ayrıca, söz konusu döneme ait ağırlıklı faiz oranları verilerinin düzenlenmiş olması ve ağırlıklı ortalamayla hesaplanan verilerle çalışmanın daha sağlıklı olacağı düşüncesiyle söz konusu dönem için ağırlıklı faiz oranları kullanılmıştır. Ayrıca modelde kullanılan kredi faiz oranları enflasyonun etkisinden arındırılarak reelize edilmiş faiz

oranlarıdır. Enflasyon oranı olarakta toptan eşya fiyatları endeksi kullanılmıştır. Modelde kullanılan özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları ve özel kesim imalat sanayii yatırım değerleri 1987 fiyatları ile ifade edilen değerlerdir.

UYGULAMA SONUÇLARI

Faiz oranları ile yatırım arasındaki ilişkiyi değerlendirmek için uygulamayı, hem özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları için ve hem de özel kesim imalat sanayii sabit sermaye yatırımları için yapmaya çalıştık. Sonuçlar aşağıdaki gibidir:

$$(1) \quad I = -1513,17 - 9,74r + 0,06 Y_{t-1}$$
$$(-2,831) \quad (-0,684) \quad (10,054)$$
$$R^2 = 0,86 \quad D.W. = 1,47 \quad F = 53,44$$

(Parantez içindeki rakamlar t tablosu değerleridir.)

Yukarıdaki denklemde I, özel kesim imalat sanayii sabit sermaye yatırımlarını, r, reel kredi faiz oranlarını ve Y_{t-1} ise bir önceki dönem GSMH değerlerini ifade etmektedir. Model F testi sonuçlarına göre genel olarak anlamlıdır. Denklemde bağımsız değişkenlerin tahmin edilen katsayılarının işareti beklenen yöndedir. Yani, faizle, özel kesim imalat sanayii sabit sermaye yatırımları arasında ters yönlü, bir başka deyişle negatif bir ilişki olduğu görülmektedir. Gelir ile özel kesim imalat sanayii sabit sermaye yatırımları arasında doğru orantılı, bir başka deyişle pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Ancak denklemdeki bağımsız değişkenlerin katsayıları %95 güven düzeyinde test edildiğinde, faiz değişkeninin katsayısı anlamsız, gelir değişkeninin katsayısı anlamlıdır. Ayrıca Durbin-Watson Testi'ne göre %1 anlamlılık düzeyinde bağımsız değişkenler arasında otokorelasyon bulunmamıştır. Buna göre gelirdeki bir birimlik artış, özel kesim imalat sanayii sabit sermaye yatırımlarını 0,06 birim artırmaktadır. Ayrıca R^2 (belirleyicilik katsayısı) değerine göre, yatırımlardaki bir birimlik değişme, %86 oranında bağımsız değişkenlerden kaynaklanmaktadır.

Özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları için oluşturduğumuz modelin uygulama sonuçları ise şöyledir:

$$(2) \quad I_{i0} = -10934,33 - 23,14r + 0,31 Y_{t-1}$$
$$(-7,964) \quad (-0,632) \quad (19,05)$$
$$R^2 = 0,95 \quad D.W. = 2,33 \quad F = 189,01$$

(Parantez içindeki rakamlar t tablosu değerleridir.)

Yukarıdaki (2) numaralı denklemde I_{t0} , özel kesim toplam sabit sermaye yatırımlarını, r , reel kredi faiz oranlarını ve Y_{t-1} , bir önceki dönem GSMH değerini ifade etmektedir. Model F testi sonuçlarına göre genel olarak anlamlıdır. Denklemde bağımsız değişkenlerin tahmin edilen katsayılarının işareti beklenen yöndedir. Yani faizle, özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları arasında ters yönlü, bir başka ifadeyle negatif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Gelir ile özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları arasında doğru orantılı, bir başka ifadeyle pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Ancak denklemdeki bağımsız değişkenlerin katsayıları %95 güven düzeyinde test edildiğinde, faiz değişkeninin katsayısı anlamsız, gelir değişkeninin katsayısı anlamlıdır. Ayrıca Durbin-Watson Testi'ne göre %1 anlamlılık düzeyinde bağımsız değişkenler arasında otokorelasyon bulunmamıştır. Buna göre gelirdeki bir birimlik artış, özel kesim toplam sabit sermaye yatırımlarını 0,31 birim artırmaktadır. Ayrıca R^2 (belirleyicilik katsayısı) değerine göre, yatırımlardaki bir birimlik değişme %95 oranında bağımsız değişkenlerden kaynaklanmaktadır.

SONUÇ

Özel kesim imalat sanayii sabit sermaye yatırımları ve özel kesim toplam sabit sermaye yatırımları için yaptığımız regresyon analizlerinde, bağımsız değişkenlerden biri olarak aldığımız reel kredi faiz oranlarının tahmin edilen katsayısının işareti beklendiği gibi negatif çıkmıştır. Yani faiz oranları ile yatırımlar arasında ters yönlü bir ilişki bulunmuştur. Ancak, kurulan denklemlerde kredi faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisinin anlamsız olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Bu sonuç ise faiz oranlarının özel yatırımlar üzerindeki etkisi neden anlamsızdır? sorusunu düşündürmüştür. Türk ekonomisi ve Türkiye gerçeğini göz önünde bulundurarak, faiz hadleri dışında yatırımlar üzerinde etkili olan ve ayrıca, yatırım kararları verilirken faiz hadlerini geri plana iten bazı faktörlerin varlığı akla gelmiştir. Bu faktörlerin başlıcalarını şu şekilde belirtmek mümkündür:

i) **Bankacılık Sektörünün Yapısı:** 1980 sonrası dönemde Türk bankacılık sektöründe kamusal sermayeli bankalar, oransal önemleri azalmış olsa da, en büyük yeri kaplamaktadırlar. Bankacılık sektörünün oligopolcü yapısı büyük bir değişikliğe uğramamıştır. Ayrıca bankalar sınai ve ticari teşebbüslerde yaygın iştiraklere sahiptirler. Öte yandan bankaların önemli bir bölümünde sermaye grupları en büyük ortak durumundadır.

Bankacılık sektörünün bu yapısının beraberinde getirdiği sonuçlardan biri, mevduata ödedikleri faiz oranları kadar bir maliyetle fon toplayan bankalar, bu fonları kendi iştiraklerine ya da bağlı olduğu sermaye grubunun işletmelerine aktarabilmeleridir. Bu bağlamda, söz konusu iştirakler ya da aynı grubun şirketleri kredi faiz oranlarının çok yüksek olduğu dönemlerde bile daha uygun şartlarda fon temin edebilmekte ve planladıkları yatırımları gerçekleştirebilmektedirler. Bu durum nedeniyle de, yüksek faiz oranlarının

yatırım yapmada caydırma/vazgeçirme etkisinin zayıflaması sonucunun doğduğunu söyleyebiliriz.

ii) **Yüksek Kâr Hadleri:** Türk iş hayatında kâr hadlerinin oldukça yüksek olması ihtimali/beklentisi ve bu sebeple faiz oranlarının belli bir seviyeye kadar yatırım için kredi talebini önleyecek düzeye ulaşmaması. Bu nedenle kâr hadleri ile faiz oranları arasındaki yüksek fark belli bir düzeye ininceye kadar, faiz oranlarındaki yükselmeye rağmen yatırım yapılabilmektedir.

iii) **Kredi Miktarı / İmkânları:** Ekonomik kalkınma çabalarını henüz tamamlayamamış olan ülkemizde, yatırımların önündeki önemli engellerden birisi de, tasarrufların dolayısıyla kredi hacminin yetersizliğidir. TÜSİAD tarafından yaptırılan, 1991,1993 ve 1994 yıllarına ait anketlerin sonucuna göre; sabit sermaye yatırımlarını olumsuz olarak etkileyen önemli faktörlerden biri de kredi yetersizliğidir.¹⁰ Bu durum ise, yatırımda kullanılacak kaynakların/fonların maliyeti kadar yetersizliğini de önemli bir sorun haline getirmektedir.

iv) **Yatırımların Ömrü:** Yatırımın marjinal etkinliği kavramı perspektifinden baktığımızda, faiz oranındaki artış gelecekte beklenen getirilerin bugünkü değerini azaltacaktır. Buradan hareketle uzun ömürlü yatırım projelerinin çekiciliğinin faiz oranlarındaki değişikliklere çok duyarlı olacağını, buna karşılık kısa ömürlü yatırım projelerinin yüksek faiz oranlarından daha az etkilenebileceğini söyleyebiliriz. Buna göre, Türkiye’de banka kredileri daha çok kısa ömürlü yatırım projelerinin finansmanı için kullanıldığından, bu tür kısa vadeli kredi taleplerinin faiz oranlarındaki değişikliklere fazla duyarlı olmaması, ayrıca uzun ömürlü sabit sermaye yatırımlarında, pratikte firmaların, teknolojik bakımdan modası geçme risklerini hesaba katarak, yatırımın marjinal etkinliğini nisbeten daha kısa bir süre üzerinden değerlendirmeleri sonucu, faiz oranlarının sabit sermaye yatırımlarıyla ilgili kararları etkilemesi bir ölçüde azalmış olmaktadır.¹¹ Bu açıklama da, Türkiye’de kredi faiz oranlarının özel yatırımlar üzerindeki etkisinin anlamsızlığının bir nedenini ortaya çıkarmaktadır.

v) **Kapitalizasyon Faktörü Olarak Faiz:** Serbest piyasa ekonomisine sahip ülkelerde faiz oranı, bir kapitalizasyon faktörü olarak yatırımda beklenen, gelecekteki getirinin bugünkü değerinin hesaplanması ve dolayısıyla yatırım yapıp-yapmama konusunda önemli bir rol oynamaktadır. Ülkemizde ise, faiz oranlarının bir kapitalizasyon ölçüsü olarak kullanıldığı işletmelerin sayısı azdır. Bu durum ise, ülkemizde faiz oranlarındaki değişiminin yatırımlar üzerindeki etkisini azaltmaktadır. Yani yatırımın faiz değişkeni ile olan ilişkisi zayıflamaktadır.

¹⁰ TÜSİAD, 1991 Yılına Girerken Türk Ekonomisi, TÜSİAD Yayınları, İstanbul-1991, s.122.
TÜSİAD, 1993 Yılına Girerken Türk Ekonomisi, TÜSİAD Yayınları, İstanbul-1993, s.130.
TÜSİAD, 1994 Yılına Girerken Türk Ekonomisi, TÜSİAD Yayınları, İstanbul-1994, s.141.

¹¹ ABAÇ, s.123.

vi) **Yatırım Teşvikleri:** Vergi indirimleri, vergi muafiyetleri, çeşitli vergi, resim ve harç istisnaları, özel amortisman uygulamaları, araştırma-geliştirme harcamalarının sübvansiyonu ve arsa tahsisleri vb. yatırım teşviklerinin yatırımcılar için yatırımın cazibesini artırması ve uygulanan bu teşviklerin, kredi faiz oranlarının belirli bir düzeye yükselene kadar yatırımdan caydırma/vazgeçirme etkisini zayıflatması sonucu yatırımın faize karşı duyarlılığının azalması.

vii) **Faizin Vergiden Düşülmesi:** Krediler için ödenen faiz muhasebe kayıtlarında masraf olarak yazılmaktadır. Buna göre, finansman ihtiyacını kredi ile karşılayan işletmeler ödedikleri faizleri masraflarına yazınca vergi matrahlarından düşüyorlar ve matrahları düşüncü, vergiye esas kazanç düşük oluyor bunun doğal sonucu olarak daha az vergi ödüyorlar. Bu bağlamda, devlete karşılıksız olarak ödenen daha fazla vergi yerine, yatırım yaparak faiz ödemek bu suretle de daha az vergi ödemek girişimciler için rasyonel bir davranıştır. Bu sonuca göre, faiz giderlerinin vergiden düşülmesi, Türkiye’de yatırımların faiz oranlarına karşı hassasiyetini zayıflatan bir rol oynamaktadır.

viii) **Ekonomik ve Politik İstikrarsızlık:** Eğer girişimcilerin geleceğe yönelik tahmin ve beklentileri olumlu ise yatırımlar bundan olumlu olarak etkilenecek ve yatırım hacmi genişleyecektir. Ters durumda ise, yatırımlar olumsuz olarak etkilenecek ve yatırım hacmi daralacaktır. Girişimcilerin geleceğe yönelik tahmin ve beklentilerinin belirlenmesinde ise içinde bulunulan döneme ait ekonomik ve politik şartlar önemli bir etkidir. Yukarıdaki satırlarda belirttiğimiz gibi, Türkiye’de sabit sermaye yatırımlarını olumsuz olarak etkileyen faktörler arasında ekonomik ve politik istikrarsızlık önemli bir rol oynamaktadır. Ekonomik ve politik istikrarsızlığın yatırımları olumsuz olarak etkileyen faktörler arasında önemli yere sahip olduğu bir ekonomide, yatırım yapmaya yönelik kararların verilmesi tamamen ekonomik kriterlerce belirlenemez. Yatırım kararında ekonomik kriterlerin etkinliğinin azalması beraberinde yatırımların faize karşı duyarlılığını da azaltmaktadır.

ix) **Kayıtdışı Ekonomi:** Çeşitli ölçme yöntemleriyle Türkiye için tahmin edilen kayıtdışı ekonominin GSMH’ya oranı %1 ile %140 arasında değişmektedir. Öte yandan kayıtdışı ekonominin unsurlarından birini teşkil eden suç sayılan faaliyetlerden, dünyada elde edilen gelirin yıllık tutarının 300 ile 500 milyar dolar civarında olduğu söylenmektedir. Elde edilen bu yasa dışı paranın (kara paranın) yasallık kazanabilmesi, “aklanması” için çeşitli gayretler gösterilmektedir. “Kara para”nın “aklanması” sürecinde yatırıma dönüştürülebilir kısım için, yatırım yaparken ekonomik kriterler dikkate alınmaz, amaç yasa dışı yollardan elde edilen geliri yasallaştırmaktır. Dolayısıyla, ülkemizde de yasa dışı yollarla elde edilen gelirler, yasallaştırılırken yatırıma dönüşebilir kısmı için ekonomik kriterlere bakılmaz. Bu bağlamda, kredi faiz oranlarının yüksek olması, yasa dışı yollarla elde edilen gelirin yatırıma dönüşmesinde, yatırımdan caydırıcı bir etki oluşturmamaktadır.

Öte yandan kayıtlı olsun, kayıtdışı olsun elde edilen bir gelir varsa, bu gelir bir şekilde harcanacaktır. Ya tüketim harcaması yapılacak ya da yatırım harcaması yapılacaktır. Dolayısıyla kayıtdışı gelirin harcanmasıyla ekonomide bir canlılık oluşacaktır. Ekonomik canlılık ise yatırımları arttıracaktır.

x) **Politik Yozlaşma:** Ülkemizde seçim dönemlerine girildiğinde oy almak kaygısıyla maaş ve ücretlere zam yapılması, tarım kesimine yönelik destekleme alımlarında taban fiyatlarının yüksek oranlarda belirlenmesi, ayrıca çeşitli kesimlere kamu bankalarından uygun maliyetlerle kredi sağlanması vb. uygulamalara gidilmektedir. Bu uygulamalar sonucunda ise ekonomik dengeler bozulmakta ve ekonomik istikrardan uzaklaşmaktadır.

Öte yandan “çıkarcı grubu” ya da “baskı grubu” adı verilen gruplar, siyasi partilerle kişisel çıkar, oy alışverişine girmektedirler. Böylece bir yandan ekonomi politize olurken, diğer yandan serbest piyasa ekonomisinin etkinliği/işleyişi zayıflamaktadır. Ayrıca ekonomik sorunların çözümünde siyasi iradenin etkinliği, ekonomik kararların/ kuralların önüne geçmektedir. Böylece ekonominin politize olduğu bir ortamda özel sektörün piyasa şartlarına göre karar aldığını söylemek tam anlamıyla doğru olmaz. Dolayısıyla yatırıma karar verilirken de tamamen ekonomik kriterlere göre karar verilmemektedir.

“Baskı grup”ları ve siyasiler arasındaki çıkar ilişkisinin örneklerinden biri de, kamu bankalarınca verilen uygun maliyetli ya da “kıyak” kredileridir. T.C. Merkez Bankası verilerine göre 1990’lı yılların ortalarında, bankacılık sektöründe kredilere uygulanan minimum faiz oranları yaklaşık %120’ler civarında iken, maksimum faiz oranları %750-%1000’dir. Minimum ve maksimum faiz oranları arasındaki çok büyük farklar ve faiz oranlarının yüksekliği ilk bakışta çok çarpıcı bir görünüm arz etmektedir. Ancak bu faiz oranları 1994,1995 ve 1996 yılları için ekonomimizin bir gerçeğidir. Faiz oranlarının bu kadar yüksek olduğu bir ortamda, özel bankaların minimum faiz oranlarından kredi vermeye fazlaca razı olacağı söylenemez. O halde, verdiği kredilerde minimum faiz oranlarının büyük ölçüde kamu bankalarınca uygulandığını söyleyebiliriz.

Gerek ekonominin politize olması, gerekse de uygun şartlarla kamu bankalarınca verilen krediler, yatırım yapma noktasında karar verilirken ekonomik kriterleri geri plana itmektedir. Buna bağlı olarak da yatırımların faize karşı duyarlılığının zayıfladığını söyleyebiliriz.

Yukarıdaki açıklamalar, Türkiye’de özel kesimin, gerek imalat sanayii sabit sermaye yatırımlarının, gerekse toplam sabit sermaye yatırımlarının faiz hadleri dışındaki çeşitli faktörlerden etkilendiğini ortaya koymaktadır.

KAYNAKÇA

1. ABAÇ, Selçuk, **Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye'deki Uygulama**, Binbirdirek Matbaacılık, İstanbul-1980.
2. DEMİRBAŞ, Muzaffer, **Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Türk Ekonomisindeki Yeri, Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Ekonomik Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 1993.
3. KALIN, Ahmet, "Dudley Dillard'dan Tercümeleler" **Prof.Dr. Süleyman BARDA'ya Armağan, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt:45, Sayı:1-4, 1988.
4. KNOX, A.D., "The Acceleration Principle and the Theory of Investment: A Survey" **Readings in Macroeconomics**, içinde, Edited by M.G. MUELLER, Holt, Rinehart and Winston Inc., 1966.
5. MC KINNON, Robert, **Money and Capital in Economic Development**, The Brookings Institution, Washington-1973.
6. ONGUN, M.Tuba, "Ekonomik Kronoloji (1923-1997)" , **Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz**, (Yayına Hazırlayan: Ahmet ŞAHİNÖZ) içinde, Turhan Kitabevi, 1. Baskı, Ankara-1998.
7. SHAW, Edward S., **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford University Press, New York-1973.
8. TOGAN, Sübidey, "1980'li Yıllarda Dış Ticaretin Liberalizasyonu" , **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Eylül 1992.
9. TÜSİAD, **1991 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**, TÜSİAD Yayınları, İstanbul-1991.
10. TÜSİAD, **1993 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**, TÜSİAD Yayınları, İstanbul-1993.
11. TÜSİAD, **1994 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**, TÜSİAD Yayınları, İstanbul-1994.
12. UYGUR, Ercan, **Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey**, Central Bank of The Republic of Turkey, Ankara-1993.