

G20 Ülkelerinin Enflasyona ve Faiz Oranına İlişkin Politika ve Literatür Örnekleri¹

Şahin Oral^{1*}, Birol Erkan²

¹*Ekonomi ve Finans / Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, İskenderun Teknik Üniversitesi, Türkiye*

²*Ekonomi / İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi, İskenderun Teknik Üniversitesi, Türkiye*

*(birol.erkana@iste.edu.tr)

Özet – Ülkelerin ekonomiye dair problemleri dile getirilirken pek çok makro ekonomik göstere kullanılmaktadır. Haliyle ülkeler arasındaki ekonomik gelişmişliğe ilişkin kıyaslamalar da bu göstergeler kanıt gösterilerek ve kullanılarak yapılmaktadır. Söz konusu makro ekonomik göstergelerden en önemlileri ve en çok kullanılanları enflasyon oranı ve faiz oranıdır. Bununla beraber, enflasyon oranı ve faiz oranı değişkenlerinin birbiriyle korelasyon içinde olması, para politikası yürütücüleri tarafından ikili bir şekilde dikkate alınıyor olmaları, bu iki değişkenin önemini açıkça ortaya koymaktadır. Ayrıca, literatür incelendiğinde, bazı ülkelerde söz konusu iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisinin de önemli bir tartışma konusu olması da söz konusudur. Bu bağlamda, bu çalışmanın amacı dünyanın görece gelişmiş 20 ülkesi olarak görülen G20 ülkelerinde enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisine ilişkin belli politika ve literatür örneklerinin incelenmesidir. Enflasyon ve faiz oranına ilişkin politika örnekleri incelendiğinde, öncelikle ülkelerin hedeflenen enflasyonun gerçekleştirilmesine dayalı olarak para politikalarını şekillendirdiği görülmektedir. Özellikle Covid-19 pandemisi ve Ukrayna-Rusya Savaşı sonrasında küresel çapta ortaya çıkan arz kaynaklı sıkıntılar ve oluşan yüksek enflasyon oranları, ülkelerin politika faiz oranlarını yükseltmelerini zorunlu hale getirmiştir. Pandemi öncesi ekonomik durgunluğun hâkim olduğu, negatif faiz oranlarını tartışan Avrupa ülkeleri ve ABD dahi aşama aşama faiz oranlarında artışa gitmiş, bu ülkelerin faiz oranları son yıllarda görülmemiş düzeylere ulaşmıştır. Konuya ilişkin literatür incelendiğinde, ülkelerde ağırlıklı olarak enflasyon oranlarının faiz oranlarının belirleyicisi olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, kimi ülkelerde faiz oranının enflasyon üzerinde belirleyici olduğu veya iki değişken arasında çift yönlü nedensellik olduğu da görülmektedir.

Anahtar Kelimeler – Enflasyon, Faiz, Para Politikası, Merkez Bankası, G20

I. GİRİŞ

G20 ülkelerinin enflasyon tablosunu incelediğimizde; Gelişmiş olan G20 ülkeleriyle gelişmekte olan G20 ülkelerinin enflasyon oranları büyük farklılıklar görmekteyiz (Tablo 1). Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin bazılarında (Türkiye örneği) yıllara göre kendi enflasyon oranları da büyük farklılık göstermektedir. Enflasyondaki ani değişimler ülkelerin cari dengesini bozabilmektedir [1], [2], [3], [4].

Ülkeler enflasyonu düşürmek için ellerinden gelen her şeyi yapmalıdırlar. Çünkü; Sürekli yüksek enflasyon, toparlanma sürecini batırabilir ve özellikle savunmasız olanlar için yaşam standartlarına daha fazla zarar verebilmektedir [5].

OECD'nin 2023 yılı için hazırladığı raporda ana enflasyon düşüş göstermekte, ancak güçlü hizmet fiyatlarındaki artışlar, bazı sektörlerdeki yüksek marjlar ve sıkı işgücü piyasalarından kaynaklanan

¹ Bu Uluslararası Kongre Bildirisi, İskenderun Teknik Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Ekonomi ve Finans Yüksek Lisans Programı öğrencisi olan Şahin Oral'ın "G20 Ülkelerinde Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki Nedensellik İlişkisi" başlıklı yüksek lisans tezinden üretilmiştir.

maliyet baskıları nedeniyle çekirdek enflasyon yüksek kalmaya devam etmektedir.

Tablo 1. G20 ülkelerinin enflasyon oranları (2012-2022)

G20	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Arjantin	10,04	10,62	21,36	16,07	32,32	24,79	34,15	52,80	40,48	47,10	73,13
Avustralya	1,76	2,45	2,49	1,51	1,28	1,95	1,91	1,61	0,85	2,86	6,59
Brezilya	5,40	6,20	6,33	9,03	8,74	3,45	3,66	3,73	3,21	8,30	9,28
Kanada	1,52	0,94	1,91	1,13	1,43	1,60	2,27	1,95	0,72	3,40	6,80
Çin	2,61	2,57	2,06	1,54	2,12	1,52	1,93	3,04	2,56	0,85	1,91
Avrupa	2,50	1,35	0,43	0,19	0,24	1,54	1,75	1,20	0,25	2,59	8,38
Fransa	1,95	0,86	0,51	0,04	0,18	1,03	1,85	1,11	0,48	1,64	5,22
Almanya	1,98	1,52	0,92	0,56	0,47	1,50	1,76	1,42	0,54	3,07	6,87
Endonezya	3,98	6,41	6,39	6,36	3,53	3,81	3,20	3,03	2,02	1,56	4,21
Hindistan	7,55	6,30	6,42	4,91	4,95	3,33	3,95	3,72	6,62	5,14	6,69
İtalya	3,04	1,22	0,24	0,04	-0,09	1,22	1,14	0,61	-0,14	1,87	8,20
Japonya	0,00	0,4	2,7	0,8	-0,1	0,5	0,99	0,47	-0,02	-0,23	2,50
Meksika	4,11	3,81	4,02	2,72	2,82	6,04	4,90	3,64	3,40	5,69	7,90
Rusya	5,07	6,76	7,83	15,52	7,05	3,69	2,87	4,46	3,38	6,69	13,75
S. Arabistan	2,87	3,51	2,24	1,21	2,07	-0,84	2,46	-2,09	3,45	3,06	2,47
G. Afrika	5,65	5,74	6,10	4,59	6,33	5,28	4,61	4,12	3,27	4,56	6,87
Kore	2,19	1,30	1,27	0,71	0,97	1,94	1,48	0,38	0,54	2,50	5,09
Türkiye	8,89	7,49	8,85	7,67	7,78	11,14	16,33	15,18	12,28	19,60	72,31
B. Krallık	2,80	2,57	1,47	0,05	0,64	2,69	2,48	1,78	0,88	2,58	9,05
A.B.D.	2,07	1,46	1,62	0,12	1,26	2,13	2,44	1,81	1,23	4,70	8,00

Kaynak: International Monetary Found, Interest Rates 2023, Bank for International Settlements, 2023, World Bank 2023, OECD 2023.

Enflasyonun 2023 ve 2024'te kademeli olarak ılımlı olacağı, ancak çoğu ülkede 2024'ün ikinci yarısına kadar merkez bankası hedeflerinin üzerinde kalacağı tahmin edilmektedir. G20 ekonomilerindeki manşet enflasyonun 2022'deki %8,1' den 2024' te %4,5' e düşmesi beklenmektedir. G20 gelişmiş ekonomilerindeki çekirdek enflasyonun 2023'te ortalama %4,0 ve 2024'te %2,5 olacağı öngörülmektedir [4].

Ayrıca gelişmiş ülkelerin faiz oranlarının istikrarını koruduğu ama gelişmekte olan ülkelerin birçoğunun istikrarı koruyamadıkları görülmektedir. Gelişmiş olan ülkelerin faiz artırımını çok küçük oranlarda olmasına karşın gelişmekte olan ülkelerin faiz artırımlarının daha yüksek oranda olduğu Tablo 2'de görülmektedir.

Ülkelerin faiz oranlarını incelediğimizde, enflasyonu yüksek olan ülkelerin ani faiz değişikliğine gitmek zorunda kaldıklarını görmekteyiz (Tablo 2). Bu durum bize bir kez daha enflasyon faiz ilişkisinin önemini göstermektedir. Enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişki Fisher etkisiyle açıklanabilmektedir.

Tablo 2. G20 ülkelerinin faiz oranları (2012-2022)

G20	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Arjantin	9,5	9,5	27,1	27,2	30,4	26,4	45,4	65,6	39,0	38,0	58,7
Avustralya	3,7	2,7	2,5	2,1	1,7	1,5	1,5	1,2	0,3	0,1	1,3
Brezilya	8,5	8,4	11,0	13,6	14,2	9,9	6,6	6,0	2,8	4,8	12,6
Kanada	1,0	1,0	1,0	0,6	0,5	0,7	1,4	1,8	0,5	0,3	2,0
Çin	6,3	6,0	5,9	4,9	4,4	4,4	4,4	4,3	3,9	3,8	3,7
Avrupa	0,9	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7
Hindistan	8,1	7,5	8,0	7,2	6,5	6,1	6,3	5,7	4,3	4,0	5,0
Endonezya	5,8	6,5	7,5	7,5	4,8	4,6	5,1	5,6	4,3	3,5	4,0
Japonya	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Kore	3,1	2,6	2,3	1,6	1,4	1,3	1,5	1,6	0,7	0,6	2,1
Meksika	4,5	3,9	3,2	3,0	4,3	6,8	7,7	8,0	5,3	4,4	7,9
Rusya	8,1	7,3	8,3	12,5	10,5	9,0	7,4	7,3	4,9	6,0	11,0
S. Arabistan	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5	2,7	1,2	1,0	2,6
G. Afrika	5,3	5,0	5,6	5,9	7,0	6,9	6,6	6,6	4,2	3,5	5,3
Türkiye	5,7	4,8	9,0	7,5	7,6	8,0	15,8	20,0	10,5	17,6	12,6
B. Krallık	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,6	0,8	0,2	0,1	1,5
A.B.D	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	1,0	1,8	2,1	0,4	0,1	1,9
İtalya	3,2	2,7	2,0	1,5	1,1	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7
Almanya	1,6	1,1	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4
Fransa	2,9	2,9	2,8	1,9	1,4	1,1	0,8	0,8	0,7	0,5	0,6

Kaynak: International Monetary Found, 2023, Bank for International Settlements, 2023

Fisher, para arzındaki değişikliğe karşı nominal faiz oranının uzun dönemde enflasyon oranıyla beraber değiştiğini belirtmektedir. Yani uygulanan para politikası enflasyonun 2 puan artmasına neden olursa faiz oranları da 2 puan yükselecektir anlamını taşımaktadır [6].

II. MATERYAL VE YÖNTEM

Çalışmada G20 ülkelerinin enflasyon oranı ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisine ilişkin hem politika hem de literatür örnekleri incelenmiştir. Bu bağlamda, incelenen örneklere dayalı olarak günümüz iktisat politikalarının önemli tartışma konusu olan enflasyon-faiz ilişkisi hakkında daha gerçekçi yorum yapılabilmesi amaçlanmaktadır.

A. Seçilmiş G20 Ülkelerinin Enflasyona ve Faiz Oranına İlişkin Politika Örnekleri

Çalışmada merkez bankalarının beklenen enflasyon oranları ve bu çerçevede belirledikleri politika faiz oranlarına dair ülke örnekleri verilmiştir. Bu çerçevede, öncelikle dünyada para politikalarının nüvesi ve belirleyicisi olarak görülen ABD Merkez Bankası (Fed), AB Merkez Bankası (ECB), Brezilya Merkez Bankası ve Güney Afrika

Merkez Bankası tarafından enflasyon ve faiz oranına ilişkin örnek politika uygulamalarına değinilmiştir.

a. ABD örneği

ABD ekonomisinin alt yapısı 1787 yılında kabul edilen ve bugün hala geçerliliğini koruyan anayasayla garanti altına alınmaktadır. Ülke eyaletlere ayrılmış ve eyaletler arası ticarete hiçbir tarife veya vergi olmayacağı sözü verilmekteydi. Ülkenin kurucu liderlerinden biri ve ilk hazine bakanı olan Alexander Hamilton, ABD'nin çeşitlendirilmiş nakliye, üretim ve bankacılık yoluyla ekonomik büyümeyi sürdürmesi gerektiğine inanmaktaydı. Yabancı yatırımın önünün açılması, altının keşfi ve ABD'nin kamu ve özel zenginliğine büyük bir bağlılıkla birleşerek demiryolu sistemi geliştirilmesini ve ülkenin sanayileşmesinin temelini oluşturulmasını sağlamaktaydı. 19. yüzyıl ABD'sinde, küçük tarım işletmeleri ABD sınırının uçsuz bucaksız bölgelerine hızla yayılırken, ev sahibi çiftçi ve ekonomik katkı sunan bireyin ideallerinin çoğunu bünyesinde barındırmaktaydı. Ancak ülkenin nüfusu arttıkça ve şehirler ekonomik önem kazandıkça, kendi işini kurma hayali bütün ülkeyi kapsayacak şekilde gelişmekteydi. Bununla beraber birçok endüstride, küçük işletmeler yeterli fon bulmada ve giderek daha sofistike ve varlıklı bir nüfusun talep ettiği tüm malları en verimli şekilde üretmeye yetecek kadar büyük bir ölçekte faaliyet göstermede sorun yaşamaktaydı. Bu sorunun çözümü için küçük ve bireysel işletmelerin daha da desteklenmesi gerektiği kararı verilmişti. Çünkü, bu küçük işletmeler değişen ekonomik koşullara hızla yanıt verebilme yetenekleriyle öne çıkmaktaydılar. Doğru desteklerle bu işletmeler günümüzde dünya genelinde yön veren şirketlere dönüşmekteydiler [7].

Küresel 2008 krizinin başlaması ABD'deki konut piyasasının on yıldır devam eden genişlemesinin 2006 yılında zirveye ulaşması ve konut inşaatlarının azalmaya başlamasıyla ilk işaretini göstermekteydi. ABD tarihinde ilk kez 1998-2006 döneminde konut fiyatları bu kadar yüksek noktalara ulaşmaktaydı. Sonrasında 2007 yılında ipoteğe bağlı finansal varlıklarda yaşanan kayıplar küresel finans piyasalarında sıkıntı yaratmaya başlamaktaydı ve Aralık 2007'de ABD ekonomisi resesyona girmektedir. 2007'de birçok büyük finans firması mali sıkıntılar ve ciddi çalkantılar yaşamaktaydı.

Buna karşılık ABD merkez bankası olan FED, finansal piyasaların ve kurumların işleyişini iyileştirme ve dolayısıyla ABD ekonomisine verilen zararı sınırlama arzusuyla motive edilen bir dizi program aracılığıyla likidite ve destek sağlamaktaydı. Bununla birlikte, 2008 sonbaharında ekonomik büyüme daralmaya giderek daha da kötüleşti ve sonuçta "Büyük Durgunluk" etiketini alacak kadar derinleşti. ABD ekonomisi 2009'un ortasında dibe vururken, hemen takip eden yıllardaki toparlanma bazı ölçütlere göre alışılmadık derecede yavaşlamaktaydı. Bu kriz FED'i önemli ölçüde etkileyen bankacılık ve mali düzenleme ve kongre yasalarında bir dizi büyük reforma yol açmaktaydı. Zayıflayan ekonomik koşullara tepki olarak Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC), federal fon oranı hedefini 2007 sonunda yüzde 4,5'ten 2008 Eylül başında yüzde 2'ye düşürmekteydi. Mali kriz ve ekonomik daralma 2008 sonbaharında yoğunlaştıkça, FOMC yıl sonuna kadar faiz oranını 0 ila 25 baz puanlık hedef aralığına getirerek faiz indirimlerini hızlandırmaktaydı. Kasım 2008'de FED, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve uzun vadeli hazine tahvilleri satın alarak bir dizi büyük ölçekli varlık satın alma (LSAP) programının ilkini başlatmaya karar almaktaydı. Bu alımların amacı uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmak ve finansal koşulları daha geniş anlamda iyileştirmek, böylece ekonomik aktiviteyi desteklemektir [8].

Yakın zamanda yaşanan ikinci kriz ise covid-19 pandemi krizi, Mart 2020'de başlayan ve sonuçta eğitim, iş-yaşam dengesi ve en önemlisi ekonomi dahil olmak üzere günlük yaşamın tüm yönlerini değiştiren bir halk sağlığı krizi yaratmaktaydı. Görülen hasar hız açısından eşi benzeri görülmemiş bir düzeye ulaşmaktaydı. Birçok eyalet hastalığın yayılmasını önlemek amacıyla kapanmaktaydı. Bu kapanmanın sonucunda tedarik zincirleri bozulmaya başlamaktaydı. İşçiler önce ücretsiz izne çıkarıldı, ardından işten çıkarıldı ve ülkelerdeki talep hızla düşmekteydi. Ekonomi 2020'nin ikinci çeyreğinde %31,4' lük rekor bir küçülme yaşamaktaydı. Devlet teşvikleri 5 trilyon doları aşmıştı ve bunun sonucunda bütçe açığı rekor seviyelere ulaşmaktaydı. FED, 15 Mart 2020'de faiz hedef aralığını %1,00 ile %1,25 aralığından %0 ile %0,25 arasına indirmişti. FED, ayrıca benzeri görülmemiş bir hamle yaparak zorunlu karşılık oranını sıfıra indirme kararı vermektedir. Bu hamle,

bankaların rezerv tutmadan tüm mevduatlarını borç vermelerine olanak sağlamaktaydı. Ayrıca faiz oranlarının 2023'e kadar yani toparlanmanın iyice kendini göstereceği zamana kadar sifıra yakın tutulacağı ve bundan herkesin emin olması gerektiğini vurgulayarak güvence sağlamaktaydı [9].

Günümüzde ABD merkez bankası olan FED'in Haziran 2023 tarihli yayınladığı para politikası raporuna baktığımızda; Enflasyon oranı geçen yılın ortasından bu yana bir miktar daha ılımlı olduğu görülse de FOMC'nin yüzde 2 hedefinin oldukça üzerinde kalacağı belirtilmekteydi. Bunun yanında işsizlik oranının tarihi düşük seviyelere yaklaşmasıyla işgücü piyasası çok sıkı olmaya devam etmektedir. Bu konjonktürde enflasyonun yüzde 2'ye geri getirilmesi muhtemelen trendin altında bir büyüme dönemi ve işgücü piyasası koşullarında bir miktar yumuşama gerektirecektir. Yüksek enflasyona yanıt olarak FOMC, faiz oranlarını artırmaya ve menkul kıymet varlıklarını azaltmaya devam etmektedir. FOMC, federal fon oranı hedef aralığını yılın başından bu yana 75 baz puan daha yükselterek aralığı yüzde 5 ila 5,25'e getirmekteydi. FOMC, zaman içinde enflasyonu yüzde 2'ye döndürmek için uygun olabilecek ek politika sıkılaştırmasının kapsamını bu şekilde belirlerken ayrıca hazine ve kurum ipoteline dayalı menkul kıymet varlıklarını da azaltmaya devam etmektedir. Hazine ve kurum ipoteline dayalı menkul kıymet varlıkları Ocak ayından bu yana yaklaşık 420 milyar dolar azalarak mali koşullar daha da sıkılaştı. Yüksek enflasyonun özellikle temel ihtiyaç maddelerinin yüksek maliyete yol açacağı bilinciyle enflasyon hedefinin %2'ye döndürme konusunda kararlılık devam etmektedir [10].

b. Brezilya örneği

Brezilya, Mayıs 1999'a kadar var olan döviz kuru rejiminin (kademeli ayarlama veya sabit tutma) çöküşünden kaynaklanan enflasyonist şokla mücadele etmenin bir yolu olarak enflasyon hedeflemesi rejimini seçmiştir. Başlangıçta ABD doları BRL/USD başına 1,21 Brezilya Reallinden 1,98 BRL/USD'ye kadar yükselmişti. Yükselişin yaşandığı zamanda enflasyonun yeniden canlanmasının fiyat endekslemesini ve enflasyonu canlandıracağı yönünde yaygın bir korku oluşmaktaydı. Buna karşın, enflasyon hedeflemesi para politikasının tek seçeneği olarak

görülmekteydi. Sonuçta döviz kuru, çeşitli spekülasyon saldırılarının ardından dalgalı bir seyir izledi ve parasal büyüklüklere dayalı rejimler, finansal yeniliklerin neden olduğu para talebindeki istikrarsızlık nedeniyle eski küresel prestijlerinin çoğunu kaybetmekteydi [11].

Daha sonra enflasyon için gerekli düzenlemeler ve yasalar oluşturularak önlem alınmaya çalışılmaktaydı. Enflasyon oranı %2'lik bir oynama payıyla 1999 için %8, 2000 için %6 ve 2001 için %4 hedeflenmekteydi. İlk yıl merkez bankasının yoğun mesaisi enflasyonu %9'un altına yani üst limit olan %10'un altına indirmeyi başardı. Asya Krizi'nin ardından devalüasyon yaşayan ülkelerde meydana gelen büyük durgunlukların aksine, Brezilya'nın GSYH büyümesi olumluydu [12].

2008 krizinde küresel olarak etkilenen ülkelere biri olan Brezilya her ne kadar ciddi şekilde etkilendiyse de kriz durumu uzun sürmedi. 2009'un ikinci çeyreğinden sonra toparlanma işaretleri gelmekteydi. Brezilya merkez bankası (BCB), 2008 krizinin ülkeye etkisinin minimum düzeyde olabilmesi için birçok tedbir uygulamaktaydı. Bunlardan en önemlileri şu şekilde ifade edilebilir:

- Vadesiz mevduat rezerv oranının %45'ten %42'ye düşürülmesi;
- Vadeli mevduatların karşılık oranının %100'den %30'a düşürülmesi;
- Küçük bankaların kredi işlemlerinin büyük bankalara devri ve devralan büyük bankaların vadeli mevduatlarının karşılık oranının (%40) azalması şeklinde tedbirler uygulanmaktaydı.

Bu önlem ve tedbirlerin ekonomideki para arzını 22 milyar ABD doları artırması beklenmekteydi. Bu tedbirin amacı sadece küçük finans kuruluşlarını desteklemek değil, esas olarak kredi arzını artırmaktı. Özel finans kuruluşlarının kredi arzını artırmaya yönelik bir diğer teşvik ise vadeli mevduat zorunlu karşılıklarına uygulanan cezalar olarak görülmekteydi [13].

Öte yandan, faiz dışı fazla hedefi GSYH'nin %2,5'i oranına düşürüldü ve mali çalkantının olumsuz etkisini dengelemek ve hükümet harcamalarını artırmak için daha fazla mali alan sağlanmaktaydı. Son olarak, 2009'un ortasında hükümet uzun vadeli faiz oranını (TJLP) yıllık %6,25'ten %6'ya düşürmeye karar vermişti. Uzun vadeli faiz oranının %6'ya düşürme kararı Brezilya Ulusal Kalkınma Bankası'nın uzun vadeli kredi arzının ilerlemesini kolaylaştırmaya yardımcı olmaktadır [14].

2000'li yılların başında gelişmekte olan piyasalardaki yüksek büyüme, kahve ve şeker gibi emtia türüne olan talebi arttırmaktaydı. Bu ortam ülkenin ekonomik yapısını iyileştirdi ve toparlanma göstermekteydi. Emtiadan elde ettiği gelir Brezilya'nın rezervlerini doldurmaktaydı. Ülke faiz dışı fazla vermeye başlayınca ciddi reel büyüme elde etti ve yatırım yapılabilir ülke statüsüne yükseldi. 2008'de küresel mali kriz patlak verince emtia fiyatları düşmekteydi. Burada cari dengeleri tekrar sarsılan Brezilya'nın bu kez güçlü rezerv ve sağlam politikalardan dolayı korunma alanları vardı. Faiz oranları ve kamusal harcamalarda yapılan ayarlamalarla kısa sürede kendini toparlama fırsatı bulmaktaydı. 2010 yılında emtia pazarının tekrar canlanmasıyla güçlü toparlanma yaşanmaktaydı. Bu sırada ülkede ciddi bir petrol rezervi keşfedilmişti. Bu keşifle geçmişte edinilen enflasyonla mücadele tecrübesi politikalarla güçlendirildi. Artık merkez bankası %4,5 enflasyon hedefi belirleyerek ayrıca 200 puanlık oynama üzerine politikalar belirleyerek uygulamaya koymuştu. Bu uygulamalarla rezervini yıllar içinde daha da güçlendirmektedir. Günümüzde döviz piyasasına swap oranıyla müdahale etmektedir [15].

Yakın zamanda yaşanan ikinci kriz ise covid-19 pandemi krizi olarak değerlendirilmektedir. COVID-19 salgını nedeniyle GSYH büyüme oranı 2020'de yüzde -3,3'e düşmekteydi. Büyüme, güçlü bir mali teşvik, başarılı bir aşılama kampanyası, olumlu bir emtia piyasası ve hizmetlere olan talebin etkisiyle 2021'de büyüme oranını %5,0'a ve 2022'de %2,9'a yükselmekteydi. BCB faiz oranını 2020'de %2,8'e kadar düşürme kararı almaktaydı [16].

Günümüzde, yılda sekiz kez (45 günde bir) toplanan Para Politikası Komitesi (Copom), BCB'nin hükümet Kurulu tarafından oluşturulmaktadır. Açık ve şeffaf iletişim, para politikası hedeflerine ulaşmanın anahtarı olarak görülmektedir. Mayıs 2023'te hazırlanan raporda 12 aylık birikimli enflasyon mayıs ayında %3,9'a gerileyerek Nisan 2022'deki zirve olan %12,1'in oldukça altına gerilemekteydi. Enflasyondaki düşüş kısmen 2022'de gerçekleşen ve kısmen tersine dönen vergi kesintilerinden kaynaklanmaktaydı. Bu vergi değişikliklerinden daha az etkilenen çekirdek enflasyon düşüş gösterdi ancak yüksek kalmaya devam etmektedir.

BRL' de son dönemde yaşanan değerlenme ve üretici fiyatlarındaki düşüş enflasyon tahminlerini

düşürdü ama hâlâ hedefin üzerinde kalmaktadır. Dünyanın geri kalanındaki yüksek enflasyon, mali çerçevede kalan belirsizlik veya enflasyon beklentilerinin daha da artması enflasyonun kontrol edilmesini zorlaştırabilmektedir. Öte yandan emtia fiyatlarındaki düşüş, küresel ekonomik büyümenin azalması veya Brezilya'da kredilerin daha da yavaşlaması enflasyonu düşürmede katkı sağlayabilmektedir. Faiz oranının uzun süre %13,75'te sabit tutulması, enflasyonun hedefe yakınsaması açısından yeterli olmaktadır. Ayrıca, bundan sonraki adımların enflasyona, beklenti ve öngörülerine, ekonomik aktiviteye ve ilgili risklere bağlı olacağını unutmamak gerekmektedir.

Enflasyonun kontrol altına alınması, ülkenin büyümesi, istihdam yaratması ve Brezilya halkının satın alma gücünün garanti altına alınması açısından çok önemli olduğu vurgulanmaktadır [17].

Brezilya dünyanın en büyük onuncu ekonomisidir. Brezilya geçmişte emtia ihracatına bağımlılığı nedeniyle birçok ekonomik kırılganlık yaşamaktadır. 1980' li yıllarda dış borç ve 1990' lı yıllarda ise hiperenflasyon ülkenin önemli sorunları olarak bilinmekteydi [18].

c. AB örneği

Avrupa birliğine dahil olan ülkelerin kullandığı, ortak para birimi olan Euro'nun uygulanması için gerekli hükümleri içeren yeni Avrupa Birliği Antlaşması, Aralık 1991' de Hollanda'nın Maastricht kentinde düzenlenen Avrupa Konseyi'nde kabul edilmiştir. On yıl süren hazırlıkların ardından, avro 1 Ocak 1999' da piyasaya sürülmüştü. Piyasaya sürülmesinin ardından ilk üç yıl görünmez bir para birimiydi ve yalnızca muhasebe amaçları ve elektronik ödemeler için kullanılmaktaydı. 1 Ocak 2002' de madeni para ve banknotların piyasaya sürülmesiyle 12 Avrupa Birliği (AB) ülkesinde tarihteki en büyük nakit değişimi yaşanmaktaydı [19].

Ortak para birimine geçişin onuncu yılında Avrupa ülkeleri 2008 kriziyle karşı karşıya kalmaktaydı. Bu krizin etkisi uzun sürmekteydi. Başlangıçta bir miktar toparlanma görülse de ardından birçok üye ülke devlet borcu krizine yenik düşmekteydi. AB, kurtarma paketleri gibi kısa vadeli 'yangınla mücadele' tedbirleriyle toparlanmaya çalışmaktaydı. Hedeflenen %2'lik enflasyon on yıl boyunca korunmaya çalışılmaktaydı. Emtia fiyatlarındaki güçlü artışlar nedeniyle enflasyon 2008 yılının ilk yarısında

belirgin bir şekilde yükselmekteydi ve fiyat istikrarına yönelik yukarı yönlü riskler artmaktaydı. Yıllık enflasyon yılın ortasında zirveye ulaşarak hem haziran hem de temmuz aylarında %4,0'a ulaşmaktaydı.

ECB ve diğer büyük merkez bankaları koordineli bir hareketle 8 Ekim 2008'de politika faiz oranlarında indirim yapıldığını duyurmaktaydılar. Genel olarak, Ekim 2008 ile Mart 2009 arasında, Yönetim Konseyi kilit ECB faiz oranlarını 275 baz puan düşürdüğü görülmekteydi. 2008'deki ortalama yıllık enflasyon, Avroya geçişten bu yana kaydedilen en yüksek seviye olan %3,3'e ulaşmaktaydı [20].

Ocak 2020'de (COVID-19) benzeri görülmemiş bir şok yaratıp ekonomik gerilemeye neden olmaktadır. Sınırlama önlemleri Euro bölgesindeki ekonomik aktivite, ölçek ve hız açısından benzeri görülmemiş bir gerileme başlatmaktaydı. Pandemi hem arz hem de talepte şoklara neden olmaktadır. Arz oranları, işyerlerinin kapanması ve işçilerin evde kalması nedeniyle kısıtlanmaktaydı. Perakende faaliyetlerinin durması ve tedarik zincirlerindeki bozulmalar, ara ve nihai mallara olan talebi düşürmekteydi [21].

COVID-19 krizi, reel ekonomiyi ve finansal piyasaları stres altına soktu ve bu durum, Euro bölgesi finansal piyasalarının başlangıçta keskin bir şekilde düşmesine yol açtığı görülmekteydi. Euro Bölgesi'nin krize yönelik politika önlemleri hem ulusal hem de uluslararası düzeyde belirleyici olmaktadır. Bu, 2020 Eylül ortasına kadar finansal parçalanmanın hızlı bir şekilde kriz öncesi seviyelere doğru dönmesine katkıda bulunmaktaydı. ECB' in hızlı kararlarla aldığı para politikası ve denetleyici eylemleri, enflasyonla mücadele şokunu yumuşatarak ve finansal parçalanmanın etkinlik üzerindeki olumsuz etkilerini ortadan kaldırarak ilk savunma hattını oluşturmaktaydı. COVID-19 salgını öncesindeki duruma dönüşün kırılma ve hassas olduğu biliniyordu, sürekli politika desteğiyle avronun desteklenerek ilerlenmesi kararlılıkla devam etmekteydi [22].

ECB' in Eylül 2023'te yayınladığı rapora göre; Faiz oranının bir miktar daha arttırılmasına karar verildiği, buna gerekçe olarak ise işletmelerin daha az yatırım yapıyor olmaları ve ihracat oranların düşüyor olmasının öne sürüldüğü belirtilmekteydi. Ayrıca üretimin zor durumda olduğu ve hizmetlerin artık aksamaya başladığı belirtilmekteydi. Daha düşük enflasyon ve daha yüksek gelirler

ekonominin zamanla toparlanmasına yardımcı olacaktır diye belirtilmişti. Pandemi zamanındaki kilitlenmenin ardından seyahat harcamaları gibi harcamalar enflasyonu tetiklemektedir. Bu durumu iyileştirmek için faiz oranını 0,25 puan daha artırılarak %4,5'e yükseltilmesi kararı alınmaktaydı. Bu hamlenin enflasyon oranının aşağı çekilmesine yardımcı olacağı düşünülmektedir. Enflasyonun 2023 yılı ortalamasının %5,6 seviyesinde olacağı öngörülmüştür [23].

d. Güney Afrika örneği

Güney Afrika, 1994'teki demokratik geçişinden bu yana kayda değer bir dönüşüm geçirmekte, ancak ekonomik büyüme ve istihdam yaratma konusu hayal kırıklığı yaratmaktaydı. En endişe verici olan ise, işsizlik oranının dünyadaki en yüksek oranlar arasında yer almasıdır. Güney Afrika'da yüksek işsizliğin temel nedeni, mevcut ücret seviyelerinin çok yüksek olmasıdır. Yüksek ücretlerin yanı sıra son on yılda fazla büyüme ivmesinin olmaması yüksek işsizlik oranını derinleştirmektedir.

Yüksek işsizlik ve düşük büyüme oranları, maden dışı sektörün 1990-2008 yılları arası daralmasının sonucu olarak görülmektedir. Özellikle ihracata yönelik imalattaki zayıflık, Güney Afrika'yı büyüme fırsatlarından mahrum bırakmaktaydı [24].

2008 Küresel mali krizin Güney Afrika üzerinde ciddi bir etkisi olmaktadır. Ekonomi 17 yıl aradan sonra ilk kez resesyona girmektedir. Devlet gelirlerinin azalmasının yanında işsizliğin ve yoksulluğun daha da artması devlet desteğine ağır talep oluşturmaktaydı. 2008 yılının ilk çeyreğinde GSYH oranında %7,4 ve %2,8'lik keskin düşüşler yaşanmaktaydı. Küresel ekonomide toparlanma, yüksek emtia fiyatları ve sürdürülebilir büyüme 2009 yılı sonlarında büyüme oranını iyileştirdi ve dördüncü çeyrekte %3,2'ye yükselmekteydi. İşsizlik hiçbir zaman % 20' nin altına düşmemiş olsa da 2009' da 2,4 puan artarak yüzde 24,3'e yükselmekteydi [25].

2008 krizinde enflasyon oranı %10 ve faiz oranı %6,7'ye ulaşmaktaydı [26].

Mart 2020'de finans piyasalarındaki dalgalanma, Covid-19 salgını ve Moody's'in ülke kredi notunu yatırım yapılabilir notunun altına düşürmesi nedeniyle Güney Afrika ekonomisi önemli ölçüde sarsılmaktaydı. Güney Afrika Merkez Bankası (SARB), sermaye piyasalarının işleyişinin devamını sağlamak amacıyla çeşitli likidite sağlama operasyonlarının yanı sıra tahvil satın alma

programı başlatmaya karar vermişti. Devlet tahvili piyasası Güney Afrika'nın en büyük ve en likit tahvil piyasası olarak görülmektedir. SARB ve Ulusal Hazine (NT), merkez bankasının para politikasındaki bağımsızlığına ve maliye politikasını uygulama yetkisine saygı göstermekteydi. Artan mali zorluklar, kredi faizlerini, risk primlerini ve genel makroekonomik istikrarı etkilediği ölçüde para politikasını da etkilemekteydi. Mali açık, Covid-19 yardım harcamaları, azalan gelir ve azalan GSYH oranı nedeniyle 2020 mali yılında çift haneli rakamlara ulaşmaktaydı. Kişi başına düşen GSYH oranı 2019'da 2008'e göre zaten düşük kalmaktaydı. İşsizlik oranı %35 civarında yüksek kalmaya devam ediyor ve genç işsizlik oranının ise %50'yi aştığı görülmekteydi. Bu arada sağlık ve altyapıdaki finansman açığına yönelik harcama baskıları da artmaktaydı [27].

Pek çok tahmin, borcun beş yıl içinde GSYH'nin %100'ünü aşacağını öngörmektedir. Aralık 2020 itibarıyla toplam brüt kredi borcunun GSYH'ye oranı %77,1 olarak görülmekteydi. 2023-24' te bu oranın %87,3 olacağı tahmin edilmektedir. GSYH' in 2023'te 2019 seviyelerine toparlanmasını beklenmektedir [28].

Güney Afrika merkez bankası, enflasyonu düşük ve istikrarlı tutarak ülke para birimi olan Güney Afrika randının değerini korumaya çalışılmaktadır. Enflasyon değerini korumak için en etkili yol olan faiz oranı kullanılmaktadır. Ulusal Hazine, merkez bankasıyla istişarede bulunarak, fiyat istikrarının ölçüldüğü bir ölçüt görevi gören enflasyon hedefi belirlemektedir daha sonra bu hedefe ulaşmak için bağımsız olarak para politikasını oluşturmaktadır. Para politikasının temel amacı, ülke ekonomisinin dolaşımında ne kadar para bulunması gerektiğini belirlemektir. Ülkelerin para politikaları farklılık gösterse de büyük ekonomilerin çoğu düşük ve istikrarlı enflasyonu hedeflemekte ve enflasyon hedeflerini kamuoyuna açıklamaktadır. Güney Afrika rand değerini korumak için merkez bankası, tüketici fiyat enflasyonunu %3 ile %6 arasında tutmayı amaçlayan enflasyon hedeflemesini kullanmaktadır. Bu nedenle para biriminin değeri yurt içi tüketici fiyatlarına göre korunmaktadır. Merkez bankasının güncel enflasyon oranı %4,7 olarak ölçülmektedir. Bu çerçevede güncel faiz oranı %8,25 olarak belirlenmiştir [29].

III. BULGULAR

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle G20 ülkelerinde enflasyon ve faiz oranları arasındaki nedensellik ilişkisine dair literatür örnekleri incelenmektedir. Bununla beraber, çalışmada G20 dışındaki ülkelerdeki enflasyon ve faiz oranları arasındaki nedensellik ilişkisini inceleyen literatür çalışmaları örneklendirilmiştir. Ayrıca çalışmamızın söz konusu literatüre yapabileceği katkı ortaya konulmaktadır.

A. G20 Ülkelerinde Enflasyon ve Faiz Oranına İlişkin Literatür Örnekleri

Türkiye'de enflasyon oranı ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisine yönelik ortaya çıkan tartışmalar nedeniyle Türkiye'de konuya ilişkin yapılan çalışmalara ağırlık verilmiştir. Bu bağlamda, Afsal ve arkadaşları (2018), Evren ve Mucuk (2019), Öztürk ve Öner (2020), Atgür (2021) Türkiye'de enflasyon oranı ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisine yönelik analiz yapmıştır.

Doğan ve arkadaşları (2016), 2003-2015 dönemi için Türkiye'de enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Granger nedensellik analizi uygulanmış, ADF ve Phillips-Perron birim kök testleriyle beraber Johansen eş bütünleşme analizi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar, enflasyondan faiz oranına doğru tek yönlü bir nedensellik olduğunu ortaya koymaktadır [30].

Torun ve Karanfil (2016), 1980-2013 dönemi için Türkiye'de enflasyon, faiz oranı ve GSYH oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Enflasyon oranı bağımlı değişken olarak kullanılmış. GSYH, faiz oranı, reel döviz kuru, bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada Johansen eş bütünleşme, Granger nedensellik analizi ve varyans ayrıştırma yöntemleri kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar faiz oranından GSYH oranına ve GSYH oranından enflasyon oranına tek yönlü, faiz oranından GSYH oranına çift yönlü nedensellik olduğunu ortaya koymaktadır [31].

İşcan ve Kaygısız (2019), 2009-2017 dönemi için Türkiye'de döviz kuru, enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada VAR (Vektör Otoregresif Model) modeli, Dickey-Fuller birim kök testi ve Granger Nedensellik Testi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar döviz kuru hem enflasyonun hem de faizin nedeni,

enflasyon ise faizin nedeni sonucunu ortaya koymaktadır. VAR (Vektör Otoregresif Model) modeli ile de değişkenler arasındaki ilişkiyi belirlemek için etki tepki grafikleri ve varyans ayrışım tablosu oluşturulmuştur. Etki-tepki analizine göre döviz kurunda meydana gelen bir şoka faiz 12 dönem boyunca, enflasyon ise altıncı dönemden itibaren negatif tepki vermiştir. Ayrıca enflasyonda meydana gelen bir şoka, faiz yaklaşık iki dönem pozitif tepki vermiştir. Varyans ayrışım tablosuna göre enflasyon ve faiz oranı üzerindeki en önemli etken döviz kuru olmuştur [32].

Atgür ve Altay (2015), 2004-2013 dönemi için Türkiye’de döviz kuru, enflasyon ve nominal faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Johansen, Lütkepohl-Saikkonen Eş bütünleşme Testleri ve Dinamik En Küçük Kareler yöntemi analizi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar, enflasyondan faiz oranına doğru tek yönlü bir nedensellik olduğunu ortaya koymaktadır [33].

Yılcı (2009), 1989-2008 dönemi için Türkiye’de enflasyon ve nominal faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Literatüre Kapetanios vd. (2006) tarafından kazandırılan doğrusal olmayan eş bütünleşme analizi ve Granger analizi yapılmıştır. Fisher hipotezinin Türkiye için geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yani, Faiz oranından enflasyon oranına doğru tek yönlü bir nedensellik olduğunu ortaya koymaktadır [34].

Afsal ve arkadaşları (2018), 2004-2018 dönemi için Türkiye’de enflasyon ve nominal faiz oranının yanında döviz kuru ve bütçe dengesi kontrol değişkeni olarak modele eklenmiştir. Çalışmada Asimetrik sınır testi yaklaşımı (NARDL) uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda değişkenler arasında uzun dönem asimetrik bir eş bütünleşme ilişkisinin var olduğu tespit edilmiştir. Enflasyon ile nominal faiz oranları arasında kısa dönemde simetrik, uzun dönemde asimetrik bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bütçe dengesi ile enflasyon arasındaki ilişki incelendiğinde ise Ricardocu görüşü destekler nitelikte bulgulara ulaşılmıştır [35].

Evren ve Mucuk (2019), 1980-2018 dönemi için Türkiye’de enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada VAR analiz yöntemi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda söz konusu değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket ettiklerini göstermiştir. Etki-tepki fonksiyonları ise

enflasyondaki artışın faizleri de artırdığını, ancak faizlerdeki artışın enflasyonu düşürdüğünü göstermiştir [36].

Öztürk ve Öner (2020), 1980-2018 dönemi için Türkiye’de enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Granger Nedensellik analizi mevsimsel etkilerin varlığından arındırıldıktan sonra Phillips-Perron ve ADF birim kök testleri uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda enflasyon oranlarından faiz oranlarına doğru nedensellik ilişkisinin bulunduğu görülürken, faiz oranlarından enflasyon oranlarına doğru ise bir nedensellik ilişkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir [37].

Atgür (2021), 2004-2020 dönemi için Türkiye’de enflasyon ve nominal faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Johansen eş bütünleşme test yöntemi, Granger nedensellik test yöntemi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda enflasyonun, faiz oranları üzerinde pozitif yönde bir etkiye sahip olduğunu ve bu çerçevede Gibson Paradoksunun Türkiye için geçerli olduğunu ortaya koymuştur [38].

Baktemur (2020) ve Mignon ve Lardic (2003) G7 ülkelerinde enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi ele almıştır. Baktemur (2020), 1999-2017 dönemi için G7 ülkelerinde enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Panel veri nedensellik ilişkisi analizi yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar, enflasyon ve faiz oranında çift yönlü bir nedensellik olduğunu ortaya koymaktadır [39].

Mignon ve Lardic (2003), 1970-2001 dönemi için G7 ülkelerinde enflasyon ve nominal faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Granger nedensellik analizi uygulanmıştır. Nominal faiz oranları ile enflasyon arasında kısmi bir eş bütünleşme ilişkisinin varlığını test ederek Fisher hipotezi incelenmiştir. Elde edilen sonuçlarda, G7 ülkelerinin büyük çoğunluğu için böyle bir ilişkinin var olduğu görülmektedir [40].

Beyer ve arkadaşları (2009), Westerlund (2008) ve Booth ve Ciner (2001) OECD ülkelerinde enflasyon oranı ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Beyer ve arkadaşları (2009), 1950-1980 dönemi için 15 OECD ülkesinde enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Lineer modellerle eş bütünleşik ilişki testleri uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda Lineer modeller için eş bütünleşik bir ilişki vardır, bu

nedenle Fisher'in hipotezi bu modeller üzerinde geçerli olduğu tespit edilmiştir [41].

Westerlund (2008), 1980-2004 dönemi için 20 OECD ülkesinde enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada Panel veri testi ve eş bütünleşme testi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda panel verilerde eş bütünleşme varsa Fisher'in hipotezinin reddedilemeyeceğini göstermiştir [42].

Booth ve Ciner (2001), 1978-1997 dönemi için 10 OECD ülkesinde enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Shiller ve Granger nedensellik analizi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda bir istisna dışında, her ülkenin Euro para birimi kurunun enflasyon oranıyla eş bütünleşik olduğunu göstermiştir. Bu uzun vadeli istikrarlı ilişkinin var olması, uzun vadeli FH ile tutarlı olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, örneklemdaki ülkelerin çoğunluğu için, ülkeler arasında uzun dönemli, birebir bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir [43].

Göçer ve Ogan (2020), 1995-2008 ve 2008-2018 dönemleri için Birleşik Krallık'ta enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada The Nonlinear ARDL Approach testi uygulanmıştır. Elde edilen Ampirik bulgular, Birleşik Krallık için yalnızca ilk dönem için uzun vadede asimetric olarak kısmi Fisher etkilerini desteklemiştir. Ek olarak, bu çalışma kısmi etki kavramının farklı bir versiyonunu İngiltere için ilk kez tanımlamaya ve tanıtmaya çalışmaktadır [44].

Dritsaki (2017), 1995-2015 dönemi için Almanya, Büyük Britanya ve İsviçre'de enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Granger, ARDL, Toda ve Yamamoto testleri uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda İncelenen üç ülke için eş bütünleşik bir vektör olduğunu ve dolayısıyla Fisher varsayımının geçerli olduğunu göstermiştir. Son olarak, Toda ve Yamamoto yaklaşımının sonuçları, nominal faiz oranının pozitif bir ilişkiye sahip olduğunu ve incelediğimiz üç ülkede enflasyonu büyük ölçüde etkilediğini, enflasyonun ise sadece Almanya'da faiz oranını etkilediğini göstermiştir [45].

Mishkin ve Simon (1995), 1962-1993 dönemi için Avustralya'da enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Monte Carlo Simulations testi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda Fisher hipotezi üzerinde uzun vadeli bir etki var gibi görünse de bu hipotezin kısa vadede

geçerli olduğuna dair hiçbir kanıt olmadığını göstermiştir [46].

Hatemi (2009), 1964-2007 dönemi için ABD ve Birleşik Krallık'ta enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada değişen varyanslara göre ön yüklem tekniği uygulanmıştır. Önyüklem yöntemini kullanılarak yapısal kırılma görülen tarih Ekim 1987'dir. Bu tarihte borsa çöküşüyle hisse senedi piyasalarında bir yenilgi olsa da Fisher'in hipotezinin her iki piyasada da bozulmadığı gözlemlenmiştir [47].

Lanne (2001), 1953-1990 dönemi için ABD' de enflasyon ve faiz oranı analiz edilmiştir. Çalışmada Standart regresyon analizi, Cavanagh, Elliott ve Stock asimptotik analiz uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda Fisher etkisi testleri, faiz oranlarındaki yüksek ısrardan olumsuz etkilenmektedir. Fisher etkisinin test edilmesinde standart regresyon analizi ve asimptotik sonuçlar yerine yerelden birliğe asimptotiklere dayanan yöntemler kullanılmıştır. Federal Reserve'in faiz oranı hedefleme döneminde (1953:1-1979:10) Fisher etkisi destekleniyor ancak 1979:11-1990:12 döneminde desteğin olmadığı tespit edilmiştir [48].

Bhunja (2016), 1992-2015 dönemi için Hindistan'da enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Korelasyon, ADF ve PP birim kök testleri, eş bütünleşme testi, vektör hata düzeltme modeli ve Granger nedensellik testi kullanılmıştır. Elde edilen Ampirik sonuçlar, ekonomik büyümeden enflasyon ve faiz oranlarına doğru uzun vadeli bir nedensellik olduğunu ve ayrıca ekonomik büyümeden faiz oranlarına doğru tek yönlü bir nedensellik hareketinin bulunduğunu doğrulamıştır. Çalışmaların bulguları, ekonomik büyümeyi teşvik etmek için Hindistan ekonomisinin mevcut durumunda düşük enflasyonu ve en avantajlı faiz oranını korumanın sonuçları hakkında Hindistan hükümeti ve politika yapıcılara birkaç yön sunmuştur. Bu araştırma, enflasyon oranı ve faiz oranının ekonomik büyümeye nasıl yardımcı olduğu konusunda iyi bilinen bir ihtiyacı karşılamıştır [49].

B. Diğer Ülkelerde Enflasyon ve Faiz Oranına İlişkin Literatür Örnekleri

Asgharpur ve arkadaşları (2007), 2002-2005 dönemi için 40 İslam devletinde enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Hsiao nedenselliği Panel veri yöntemi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar, faiz

oranından enflasyona doğru tek yönlü bir nedensellik olduğunu ortaya koymaktadır [50].

Ayub ve arkadaşları (2014), 1973-2010 dönemi için Pakistan'da enflasyon ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada ADF ve PP Testiyle beraber Johansen ve Engle Granger testi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda nominal faiz oranı ve enflasyon oranı gibi her iki değişkenin de durağanlık göstermediği ve zaman serilerinin birinci farkı alındıktan sonra, her iki zaman serisindeki durağanlığın ampirik birim kök yaklaşımları kullanılarak kontrol edildiği görülmüştür [51].

Edirisinghe ve arkadaşları (2015), 1959-2011 dönemi için Sri Lanka'da enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada Eş bütünleşme tekniği Hata Düzeltme Modeli (ECM) uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlarda Sri Lanka'da nominal faiz oranlarının uzun dönemde beklenen enflasyona tam olarak uyum sağladığını göstermiştir. Ancak kısa vadede, nominal faiz oranları ile beklenen enflasyon arasında anlamlı bir pozitif ilişki vardır ve tam Fisher Etkisinin olmadığı tespit edilmiştir [52].

Lee (2009), 1976-2006 dönemi için Singapur'da enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada Johansen yöntemi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar, tam bir Fisher kavramını reddederken, nominal faiz oranı ile enflasyon oranı arasında pozitif bir ilişki olduğuna dair kanıtlar bulunmuştur [53].

Awomuse ve Alimi (2012), 1970-2009 dönemi için Nijerya'da enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmada Johansen cointegration ve Error Correction model uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar, enflasyondan faiz oranına doğru tek yönlü bir nedensellik olduğunu ortaya koymaktadır [54].

Fayissa ve Deme (1995), 1964-1990 dönemi için Mısır, Fas ve Tunus'ta Para arzı, GSYH, efektif döviz kuru ve ithal enflasyonun büyüme oranlarının enflasyonist etkisi üzerine nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Granger nedensellik analizi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar, mevcut teori ve ampirik kanıtlarla tutarlı olduğu tespit edilmiştir [55].

Saymeh ve Orabi (2013), 2000-2010 dönemi için Ürdün'de enflasyon, GSYH ve faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Çalışmada Dickey Fuller kök testi, Johansen ve Granger analizleri uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar,

enflasyonun faiz oranına neden olduğunu göstermiştir. Öte yandan değişkenler birbirinden bağımsızdır. Büyüme oranını test etmek için regresyon yapılmıştır. Cari faiz oranının büyüme oranı üzerinde etki gücüne sahip olduğunu gösteren faiz oranı olduğu görülmüştür. Ayrıca, büyüme oranını enflasyon oranıyla test etmek için kullanılan regresyon; enflasyon oranının etkili olduğunu göstermiştir. Son olarak GSYH, faiz oranı ve enflasyon oranını test etmek için kullanılan regresyon birlikte; Sonuçlar, mevcut GSYH ve gecikmeli GSYH'nin büyüme gücünü etkilediğini göstermiştir [56].

Taderera ve arkadaşları (2021), 1991-2018 dönemi SACU (Güney Afrika gümrük birliği ülkeleri) için enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Çalışmadaki veriler (ARDL) modeli, Tamamen Değiştirilmiş Sıradan En Küçük Kareler (FMOLS) ve Dinamik Sıradan En Küçük Kareler (DOLS) olan Havuzlanmış Ortalama Grup (PMG) tahmin edicileri kullanılarak analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, enflasyonun ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu, borç verme oranının ise uzun vadede büyüme üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Bu sonuçlar, politika yapımcıların ekonomik büyümeyi teşvik etmek için yüksek sürdürülebilir bir enflasyon oranına izin vermesi gerektiğini, faiz oranının ise ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyecek istenen enflasyon oranına ulaşmak için para politikası aracı olarak kullanılabileceğini göstermiştir [57].

IV. TARTIŞMA

Çalışmada öncelikle gelişmiş, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin hedeflenen enflasyon oranlarını gerçekleştirebilmek için proaktif bir para politikası yürüttüğü görülmektedir. Bu bağlamda, ülkelere ilişkin analiz sonuçları, enflasyon oranı ile faiz oranı arasında genelde anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca çalışmaların önemli bir kısmında söz konusu nedensellik ilişkisinin enflasyon oranından faiz oranına doğru gerçekleştiği görülmektedir. Diğer ifadeyle, enflasyon oranındaki değişiklikler faiz oranı üzerinde etkili ve belirleyici olmaktadır. Bununla birlikte, bazı ülkelerde faiz oranının enflasyon oranı üzerinde etkili olduğu söylenebilir.

V. SONUÇLAR

İster gelişmiş, isterse gelişmekte olan ve gelişmemiş olsun, ülkelerin öncelikli para politikası aracının faiz oranı olduğu aşıkardır. Bunun en önemli nedeni, faiz oranının ölçülebilir ve hızlı bir şekilde müdahale edilebilir olmasıdır. Bununla beraber, ülke merkez bankalarının temel amacı da fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Başta Avrupa, Japonya ve ABD olmak üzere, gelişmiş ülkelerin çoğunda (Covid-19 Pandemisi ve Ukrayna-Rusya Savaşı dönemi istisna) temel ekonomik problemlerin başında deflasyonist baskılar ve bunun sonucunda ortaya çıkan durgunluk gelmektedir. Bu problemi yaşayan ülkelerin çoğunda enflasyon oranı hedef yüzde 2 seviyesinin altında hatta bazı ülkelerde negatif düzeyde gerçekleşmektedir. Gelişmekte olan veya gelişmemiş ülkelerin bir kısmında ise fiyat istikrarsızlığı kavramı enflasyonu çağrıştırmaktadır. Başta Arjantin, Venezuela ve Türkiye olmak üzere bazı ülkelerde enflasyon oranı hem yüksek düzeylerde gerçekleşmekte hem de kronik bir sorun haline gelmektedir.

Ülkelerin enflasyon oranları hangi düzeyde gerçekleşirse ülkeler ilke olarak reel faiz politikası çerçevesinde enflasyonun üstünde bir faiz oranı belirlemektedir. Bu bağlamda, ekonomi literatüründe ve ülkelerin para politikası uygulamalarında enflasyon oranı ile faiz oranı arasındaki nedensellik ilişkisi tartışma konusu olmuştur. Bu bağlamda, bu çalışmada da G20 ülkelerinde ve diğer ülkelerde söz konusu ilişkinin yönü ve düzeyine ilişkin literatür araştırması yapılmıştır.

Özellikle Covid-19 Pandemisi ve Ukrayna-Rusya Savaşı sonrasında dünya genelinde arz kaynaklı ortaya çıkan enflasyon baskısı, ülke merkez bankalarının politika faizi kanalıyla ekonomiye daha aktif bir şekilde müdahale etmesini gerektirmiştir. Bununla beraber, enflasyon oranı ve faiz oranından hangisinin diğerinin belirleyicisi olduğu su götürmez bir tartışma konusu olmaya devam etmiştir. Literatür incelendiğinde, ağırlıklı olarak enflasyon oranı ile faiz oranı arasında önemli düzeyde bir anlamlılık düzeyi olduğu ortaya koyulmuştur. Bununla beraber, ağırlıklı olarak enflasyonun faiz oranları üzerinde pozitif yönde bir etkiye sahip olduğu, diğer ifadeyle enflasyondan faiz oranına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı ifade edilmiştir. Bununla birlikte, kimi ülkelerde, bazı dönemlerde faiz oranından enflasyon oranına doğru tek yönlü nedensellik veya

hem faiz oranından enflasyona hem de enflasyondan faiz oranına doğru çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Ülkelerde enflasyon sorununun kaynağının arz yönlü veya talep yönlü olması, kronik ve yapısal enflasyon sorununun varlığı, enflasyon sorunu önlemeye yönelik para politikası araçlarının çeşitliliği, iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisinin varlığını ve yönünü ortaya çıkarmaktadır. Bu perspektifte, kronik enflasyon sorunu olan ülkelerin enflasyonun kaynaklarını, nedenlerini ve boyutlarını ortaya koymuş olmaları gerekmektedir. Bununla birlikte, enflasyon oranının üzerinde pozitif reel faiz verilerek politika faiz oranlarının belirlenmesi gerekmektedir.

KAYNAKLAR

- [1] International Monetary Found. (2023, Eylül). IMF data. Interestrates.
- [2] Bank for International Settlements. (2023, Eylül). Central Bank interest Rates. Basel.
- [3] World Bank. (2023). Annually interest rates. World Development Indicators. Washington, ABD.
- [4] OECD. (2023). www.oecd.org. Economic Forecast Summary:
- [5] Georgieva, K. (2022). Facing a Darkening Economic Outlook: How the G20 Can Respond. www.imf.org:
- [6] Beggs, J. (2019). ThoughtCo. <https://www.thoughtco.com/intro-to-the-fisher-effect-1147619#:~:text=The%20Fisher%20effect%20states%20USA.embassy.de>:
- [7] USA.embassy.de: <https://usa.usembassy.de/etexts/oecon/chap4.htm> How the US economy works. (2023).
- [8] Bernanke, B. S. (2012). *Monetary Policy Since the Onset of the Crisis. The Great Recession and Its Aftermath. Kansas, USA: www.federalreservehistory.org*.
- [9] Federal Reserve. (2021). federalreserve.com: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/iorb-faqs.htm>
- [10] Federal Reserve. (2023). Monetary Policy Report submitted to the Congress on June 16, 2023, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act. USA.
- [11] Salgado, M., Medeiros, M., & Garcia, a. M. (2001). Monetary Policy during Brazil's Real Plan: Estimating the Central Bank's Reaction Function. *Revista Brasileira de Economia*, 59(1).
- [12] Garcia, M. (2007). Inflation Targeting in Brazil: Evaluation and Policy Lessons for Latin American Countries. *Economía UNAM*, 4(11).
- [13] Mesquita, M., & Toros, M. (2010). Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008. [bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br): <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps202.pdf>
- [14] Sobreira, R., & de Paula, L. (2010). The 2008 financial crisis and banking behavior in Brazil: the role of the

- prudential regulation. *Journal of Innovation Economics & Management*, 2.
- [15] Loman, H. (2014). Brazil's Macroeconomy, Past and Present. <https://economics.rabobank.com/publications/2014/january/brazils-macro-economy-past-and-present/>.
- [16] The world bank. (2023). <https://www.worldbank.org/en/country/brazil/overview>
- [17] Banco Central Do Brasil. (2023). Monetary policy. <https://www.bcb.gov.br/en/publications/inflationreport>
- [18] Parliament, E. (2022). chromeextension://efaidnbmninnibpcjgclclefindmkaj/[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/738196/EPRS_BRI\(2022\)738196_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/738196/EPRS_BRI(2022)738196_EN.pdf).
- [19] european-union. (2023). european-union.europa.eu: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro/history-and-purpose_en
- [20] ECB. (2008). ECB annual report. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf>.
- [21] Igan, D., Kirti, D., & Peria, S. (2020). The Disconnect between Financial Markets and the Real Economy. www.ecb.europa.eu:
- [22] ECB. (2023). <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic->
- [23] Europe Central Bank. (2023, Eylül). Monetary Policy.
- [24] Rodrik, D. (2008). Understanding South Africa's economic puzzles. *Economics of Transition*, 16(4).
- [25] Steytler, N., & Powell, D. (2010). The impact of the global financial crisis on decentralized government in South Africa. *L'Europe en Formation*, 4(358).
- [26] world bank. (2023). [data.worldbank.org: https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR?end=2022&locations=ZA&start=2007](https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR?end=2022&locations=ZA&start=2007)
- [27] OECD. (2023). A fragile recovery. [oecd-ilibrary. https://www.oecd-ilibrary.org/sites/](https://www.oecd-ilibrary.org/sites/)
- [28] SARB. (2020). Monetary and fiscal policy interactions in the wake of the Covid-19 pandemic. *South African Reserve Bank*.
- [29] South African Reserve Bank. (2023). Inflation Targeting Framework. *Monetary policy. Güney Afrika*.
- [30] Doğan, B., Eroğlu, Ö., & Değer, O. (2016). Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1).
- [31] Torun, M., & Karanfil, M. (2016). 1980-2013 Dönemi Türkiye Ekonomisinde Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişki. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 14(27).
- [32] İşcan, H., & Kaygısız, A. D. (2019). Türkiye'de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı İlişkisi: 2009-2017 Uygulaması. *Iğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(17).
- [33] Atgür, M., & Altay, N. (2015). Enflasyon ve Nominal Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye Örneği (2004-2013). *Yönetim ve Ekonomi*, 22(2).
- [34] Yılcıncı, V. (2009). Fisher Hipotezinin Türkiye İçin Sınanması: Doğrusal Olmayan Eş bütünleşme Analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 23(4).
- [35] Afsal, M. Ş., Doğan, İ., Örün, E., & Aydın, B. (2018). Enflasyonun Stokastik Belirleyicileri: Türkiye Ekonomisi İçin Bir NARDL Yaklaşımı. *Journal of Life Economics*, 5(4).
- [36] Evren, S., & Mucuk, M. (2019). Faiz ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin Test Edilmesi: Türkiye Örneği 1980-2018. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 42.1.
- [37] Öztürk, S., & Öner, M. (2020). Türkiye Ekonomisinde Enflasyon İle Faiz Oranları Arasındaki İlişki: 1980-2018 Dönemi. *Al Farabi International Journal on Social Sciences*, 5(2).
- [38] Atgür, M. (2021). Türkiye'de Enflasyon ve Faiz İlişkisi: Gibson Paradoksunun Türkiye'de Geçerliliği (2004-2020). *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2).
- [39] Baktumur, F. İ. (2020). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 29(3).
- [40] Mignon, V., & Lardic, S. (2003). Fractional Cointegration Between Nominal Interest Rates and Inflation: A Re-Examination of the Fisher Relationship in the G7 Countries. *Economics Bulletin*, 3(14).
- [41] Beyer, A., Haug, A. A., & Dewald, W. G. (2009). Structural Breaks, Cointegration and the Fisher Effect. *ECB working paper* (1013).
- [42] Westerlund, J. (2008). Panel cointegration tests of the fisher effect. *Journal of Applied Econometrics*, 23(2).
- [43] Booth, G., & Ciner, C. (2001). The relationship between nominal interest rates and inflation: international evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(3).
- [44] Gocer, I. &. (2020). The Relationship between Inflation and Interest Rates in the UK. *Journal of Central Banking Theory and Practice. The Nonlinear ARDL Approach.*, 9(3).
- [45] Dritsaki, C. (2017). Toda-Yamamoto Causality Test between Inflation and Nominal Interest Rates: Evidence from Three Countries of Europe. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(6).
- [46] Mishkin, F. S., & Simon, J. (1995). An Empirical Examination of the Fisher Effect in Australia. *National Bureau of Economic Research, Inc., nber working series* (5080).
- [47] Hatemi, J. (2009). The international fisher effect: Theory and application. *Investment Management and Financial Innovations*, 6(1).
- [48] Lanne, M. (2001). Near unit root and the relationship between inflation and interest rates: A reexamination of the Fisher effect. *Empirical Economics*, (26).
- [49] Bhunia, A. (2016). How Inflation and Interest Rates Are Related to Economic Growth? A Case of India. *Journal of Finance and Accounting*, 4(1).
- [50] Asgharpur, H., Kohnehshahri, L. A., & Karami, A. (2007). The Relationships Between Interest Rates and Inflation Changes: An Analysis of Long-term Interest Rate Dynamics in Developing Countries. *International Economic Conference on Trade and Industry (IECTI)*.
- [51] Ayub, G. R. (2014). Relationship between Inflation and Interest Rate: Evidence from Pakistan. *Research Journal of Recent Sciences*.

- [52] Edirisinghe, N. S. (2015). An empirical study of the Fisher Effect and the dynamic relationship between inflation and interest rate in Sri Lanka. *International Journal of Business and Social Research*, 5(1).
- [53] Lee, K. F. (2009). An Empirical Study of The Fisher Effect and The Dynamic Relation Between Nominal Interest Rate and Inflation in Singapore. *The Singapour Economic Review*, 54(1).
- [54] Awomuse, S. R. (2012). The Relationship between Nominal Interest Rates and Inflation: New Evidence and Implications for Nigeria. *Journal of Economics and Sustainable development*, 3(9).
- [55] Fayissa, B., & Deme, M. (1995). Inflation, money, interest rate, exchange rate, and casuality: the case of Egypt, Morocco, and Tunisia. *Applied Economics*, 27(12).
- [56] Saymeh, A. A., & Orabi, M. M. (2013). The Effect of Interest Rate, Inflation Rate, GDP, on Real Economic Growth Rate in Jordan. *Asian Economic and Financial Review*, 3(3).
- [57] Taderera, C., Runganga, R., Mhaka, S., & Mishi, S. (2021). Inflation, interest rate and economic growth nexuses in SACU countries. *Munich Personal RePEc Archive*