

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

FİNANSAL GELİŞME VE PARA POLİTİKASI
ETKİNLİĞİ İLİŞKİSİNİN YÜKSEK VE ORTA
GELİRLİ ÜLKELERDE DİNAMİK PANEL VERİ
İLE ANALİZİ

REMZİ CAN YILMAZ
2502180151

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. ÖZLEM DURGUN

İSTANBUL, 2025

ÖZ

FINANSAL GELİŞME VE PARA POLİTİKASI ETKİNLİĞİ İLİŞKİSİNİN YÜKSEK VE ORTA GELİRLİ ÜLKELERDE DİNAMİK PANEL VERİ İLE ANALİZİ

REMZİ CAN YILMAZ

Bu çalışma, finansal gelişme ile para politikası etkinliği arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır. Bu amaçla 25 yüksek ve orta gelirli 2002-2019 yılları aralığında incelenmiştir. Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi (GMM) aracılığıyla analizler gerçekleştirilmiştir. Ekonometrik analize konu olan ülkeler veri mevcudiyeti göz önünde bulundurularak üst ve orta gelirli ekonomiler arasından seçilmiştir. Finansal gelişme ölçütleri olarak özel sektöre verilen krediler, borsa kapitalizasyonu ve finansal sistem mevduatları değişkenlerinin kullanımı tercih edilmiştir. Söz konusu değişkenlere ek olarak literatürde daha önce kullanılmış olan finansal toplam değişkeni de analizlere dahil edilmiştir. Bu değişken borsa kapitalizasyonu ve özel sektöre verilen kredi verilerinin toplamından türetilmektedir. Para politikası etkinliğini ölçme amacıyla iktisadi büyüme ve enflasyon oranı olmak üzere iki farklı bağımlı değişken kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, reel gayrisafi yurt içi hasıla değişkeninin bağımlı değişken olarak analizde kullanıldığı durumda, finansal gelişme para politikası etkinliğini yalnızca finansal sistem mevduatlarının finansal gelişme ölçütü olarak kullanılması şartı gerçekleştiğinde etkilemektedir. Finansal sistem mevduatlarındaki bir artış para politikası etkinliğini olumsuz yönde etkilemektedir. Diğer yandan özel sektöre verilen krediler, borsa kapitalizasyonu ve finansal toplam değişkenleri, reel ekonomik büyümenin bağımlı değişken olarak kullanıldığı durumda para politikası etkinliği üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip bulunmamıştır. Enflasyon oranının bağımlı değişken olarak analizlere dahil edildiği durumlarda ise borsa kapitalizasyonu, finansal sistem mevduatları ve finansal toplam ölçütleri para politikası etkinliği üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip bulunmuştur. Borsa kapitalizasyonu ve finansal toplam para politikası etkinliğini arttırmaktayken finansal sistem mevduatları söz konusu etkinliği azaltmaktadır. Çalışma sonucu edinilen bulgular, politika yapıcılar ve para otoritelerinin önemle üzerinde durması gereken belli başlı sonuçlar ortaya

ıkarmıştır. Ele alınan ekonomilerde, finansal gelişme, para politikasının enflasyonla mücadele hedeflerine ulaşmak için bir araç olarak tercih edilebilecektir. Elde edilen sonuçlara dayanarak politika yapıcılar, finansal aracılığın geliştirilmesi, sermaye piyasalarının derinleştirilmesi ve finansal hizmetlere erişimin artırılmasını teşvik eden reformları hayata geçirmelidir. Ekonomik büyüme hedeflerine ulaşma konusunda ise spesifik bir durum dışında para politikası etkinliği ve finansal gelişme dışında bir ilişki bulunamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişme, Para Politikası, Ekonomik Büyüme, Enflasyon, Dinamik Panel Veri Analizi.

ABSTRACT

ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND MONETARY POLICY EFFECTIVENESS IN HIGH AND MIDDLE INCOME COUNTRIES WITH DYNAMIC PANEL DATA REMZİ CAN YILMAZ

This study investigates the relationship between financial development and monetary policy effectiveness. For this purpose, 25 high and middle income countries were examined between 2002 and 2019. Analyses were carried out using the Generalized Estimator of Moments (GMM). The countries subject to econometric analysis were selected among upper and upper middle income economies based on data availability. As financial development measures, the use of variables such as loans to the private sector, stock market capitalization and financial system deposits has been preferred. In addition to the variables in question, the financial total variable, which has been used before in the literature, was also included in the analysis. This variable is derived from the sum of stock market capitalization and credit data to the private sector. Two different dependent variables were used to measure the effectiveness of monetary policy: economic growth and inflation rate. According to the findings, when the real gross domestic product variable is used in the analysis as the dependent variable, financial development affects the effectiveness of monetary policy only when the condition of using financial system deposits as a measure of financial development is met. An increase in financial system deposits negatively affects the effectiveness of monetary policy. On the other hand, loans to the private sector, stock market capitalization and financial aggregate variables did not have a statistically significant effect on the effectiveness of monetary policy when real economic growth was used as the dependent variable. In cases where the inflation rate was included in the analyzes as a dependent variable, stock market capitalization, financial system deposits and financial aggregate measures were found to have a statistically significant effect on monetary policy effectiveness. While stock market capitalization and financial aggregate increase the effectiveness of monetary policy, financial system deposits reduce this efficiency. The findings of

the study have revealed certain conclusions that policy makers and monetary authorities should pay careful attention to. In the economies discussed, financial development may be preferred as a tool to achieve the anti-inflationary objectives of monetary policy. Based on the results, policymakers should implement reforms that encourage the development of financial intermediation, deepening of capital markets and increased access to financial services. Apart from a specific situation, no relationship has been found between monetary policy effectiveness and financial development in achieving economic growth targets.

Keywords: Financial Development, Monetary Policy, Economic Growth, Inflation, Dynamic Panel Data Analysis.

ÖNSÖZ

Küreselleşme sürecinin 1980’li yıllardan itibaren hızlanmasıyla birlikte finansal sistemlerde büyük çaplı değişimler meydana gelmiştir. Finansal baskının yerini finansal serbestleşmenin almasıyla ulusal tasarruf düzeylerinde artışlar, finansal piyasalarda rekabetçilik artışı, finansal inovasyonlar, finansal ürün sayısında artışlar ve sağlanan hizmetlerin kalitesinde iyileşmeler görülmüştür. Finansal gelişmenin ekonomi üzerinde pozitif etkileri yadsınamaz olmakla beraber büyüyen finansal sistemlerin olumsuz etkiler yaratması da ihtimal dahilindedir. Günümüz ekonomilerinde finansal sistemin bu denli kritik bir rol üstleniyor olması belli başlı endişelere yol açmaktadır. Özünde finansal bir süreç olan, merkez bankasının belirlediği ve uyguladığı para politikası üzerinde doğrudan etkisinin bulunması da endişe sebeplerinden birini oluşturmaktadır. Finansal sistem, merkez bankası politika uygulamaları ile reel ekonomi arasındaki köprü rolünü üstlenmektedir. Dolayısıyla finansal sistemin yapısını değiştirecek bir gelişmenin, parasal aktarım mekanizması üzerinde etkiler yaratma potansiyeli bulunmaktadır. Bu bağlamda finansal gelişme ile para politikasının etkinliği arasındaki ilişkinin incelenmesi önemli politik çıkarımlara yol açabilecek bir amaç olarak kabul edilmektedir.

Remzi Can YILMAZ

İÇİNDEKİLER

ÖZ	ii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	vi
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
KISALTMALAR LİSTESİ	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL GELİŞME VE PARA POLİTİKASI

1.1. Finansal Sistem.....	4
1.1.1. Finansal Piyasalar.....	5
1.1.2. Finansal Araçlar.....	6
1.1.3. Finansal Gelişme Kavramı.....	6
1.2. Finansal Gelişmenin Belirleyicileri	22
1.2.1. Dış Ticaretin Serbestleşmesi.....	22
1.2.2. Kurumsal Yapı ve Sosyal Sermaye.....	23
1.2.3. İktisadi Gelişme.....	24
1.2.4. Finansal Serbestleşme, Sermaye Hesabının Serbestleşmesi ve Devletin Finans Alanındaki Payı.....	25
1.2.5. Munzam Karşılıklar Uygulaması.....	28
1.2.6. Etkin Gözetim ve Denetim Mekanizması.....	30
1.2.7. Mevduat Sigortasının Mevcudiyeti.....	30
1.2.8. Makroekonomik Politikalar ve Tutarlılık.....	31
1.2.9. Yasal Mevzuatın Kaynağı.....	34
1.3. Ekonomik Özgürlük ve Açık Piyasalar.....	35
1.4. Finansal Liberalizasyon.....	38
1.4.1. McKinnon-Shaw Modeli.....	42
1.4.2. McKinnon-Shaw Modeline Yapılan Ekler.....	45

1.4.3. Finansal Liberalizasyona Yönelik Eleştiriler ve Yapısalcı Okul.....	49
1.4.4. Yeni Keynesyen ve Post Keynesyen Yaklaşım.....	50
1.5. Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme.....	52
1.5.1. Finansal Gelişme ve Neo-Klasik Büyüme Teorisi.....	54
1.5.2. Finansal Gelişme ve İçsel Büyüme Teorisi.....	60
1.6. Finansal Sistem Tercihi.....	66
1.7. Para Politikası.....	68
1.7.1. Para Politikasının Genel Çerçevesi.....	70
1.7.2. Alternatif Para Politikası Stratejileri.....	82
1.7.3. Para Politikasında Etki Kanalları.....	87
1.8. Kripto Paralar ve Para Politikası.....	97
1.9. Finansal Gelişme ve Enflasyon İlişkisi.....	99
1.10. Finansal Gelişme ve Para Politikası Etkinliği.....	104

İKİNCİ BÖLÜM

ÖRNEK ÜLKELER BAĞLAMINDA FİNANSAL GELİŞME VE POLİTİKA UYGULAMALARI

2.1. Yüksek Gelirli Ekonomiler.....	117
2.1.1. Avustralya.....	117
2.1.2. Almanya.....	121
2.1.3. İsrail.....	125
2.1.4. Japonya.....	129
2.1.5. Güney Kore.....	134
2.1.6. Singapur.....	139
2.1.7. İspanya.....	145
2.1.8. Amerika Birleşik Devletleri.....	150
2.2. Orta Gelirli Ekonomiler.....	159
2.2.1. Brezilya.....	159
2.2.2. Hindistan.....	163
2.2.3. Malezya.....	168
2.2.4. Meksika.....	173

2.2.5. Güney Afrika.....	181
2.2.6. Türkiye.....	186

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMETRİK ANALİZ

3.1. Metodoloji.....	195
3.2. Literatür Taraması.....	200
3.3. Ekonometrik Model.....	219
3.4. Veri.....	221
3.5. Bulgular.....	225
SONUÇ.....	235
KAYNAKÇA.....	241
ÖZGEÇMİŞ.....	294

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1.: Finansal Gelişmişlik Göstergeleri.....	10
Tablo 3.1. Ülke Grupları.....	222
Tablo 3.2. Ülke Ortalamaları (2002-2019).....	223
Tablo 3.3. Değişken İstatistikleri.....	224
Tablo 3.4. Tahmin Sonuçları.....	226
Tablo 3.5. Tahmin Sonuçları.....	227
Tablo 3.6. Tahmin Sonuçları.....	228
Tablo 3.7. Tahmin Sonuçları.....	230
Tablo 3.8. Tahmin Sonuçları.....	231
Tablo 3.9. Tahmin Sonuçları.....	232
Tablo 3.10. Tahmin Sonuçları.....	233
Tablo 3.11. Tahmin Sonuçları.....	234

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Solow Tipi Büyüme.....	58
Şekil 2.1: Avustralya.....	118
Şekil 2.2: Avustralya.....	119
Şekil 2.3: Almanya.....	122
Şekil 2.4: Almanya.....	123
Şekil 2.5: İsrail.....	126
Şekil 2.6: İsrail.....	128
Şekil 2.7: Japonya.....	130
Şekil 2.8: Japonya.....	133
Şekil 2.9: Güney Kore.....	135
Şekil 2.10: Güney Kore	137
Şekil 2.11: Singapur.....	140
Şekil 2.12: Singapur.....	142
Şekil 2.13: İspanya.....	146
Şekil 2.14: İspanya.....	147
Şekil 2.15: Amerika Birleşik Devletleri.....	151
Şekil 2.16: Amerika Birleşik Devletleri	152
Şekil 2.17: Brezilya.....	159
Şekil 2.18: Brezilya.....	161
Şekil 2.19: Hindistan.....	164
Şekil 2.20: Hindistan.....	165
Şekil 2.21: Malezya.....	168
Şekil 2.22: Malezya.....	171
Şekil 2.23: Meksika.....	174
Şekil 2.24: Meksika.....	179
Şekil 2.25: Güney Afrika.....	182
Şekil 2.26: Güney Afrika.....	184
Şekil 2.27: Türkiye.....	187
Şekil 2.28: Türkiye.....	190

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABS	: Avustralya İstatistik Bürosu
AIG	: Amerikan Uluslararası Grubu
AR	: Otokorelasyon
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Sınır Testi
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme
ATM	: Otomatik Para Çekme Makinesi
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası
BİST	: Borsa İstanbul
BNDES	: Ulusal Ekonomik ve Sosyal Kalkınma Bankası
BOJ	: Japonya Merkez Bankası
BoK	: Kore Bankası
Borsa	: Borsa Kapitalizasyonunun Büyüme Oranı
CCR	: Çekirdek Sermaye Oranı
CISS.	: Sistemik Stres Bileşik Göstergesi
CORA	: Kamu Yönetimleri Reform Komisyonu
DSGE	: Dinamik Stokastik Genel Denge
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
EKK	: En Küçük Kareler
EMP	: Enflasyonla Mücadele Programı
FDIC	: Federal Mevduat Sigorta Kurumu
FED	: Federal Rezerv Bankası
FII	: Yabancı Kurumsal Yatırım
FROB	: Bankaların Düzenli Yeniden Yapılandırılması Fonu
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GYSİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IFS	: Uluslararası Finansal İstatistikler Veritabanı
IMF	: Uluslararası Para Fonu

JSE	: Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası
KDV	: Katma Değer Vergisi
KLCI	: Kuala Lumpur Bileşik Endeksi
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
Kredi	: Özel Sektöre Verilen Kredi Miktarının Büyüme Oranı
M3	: Geniş Para Arzı
Mevduat	: Finansal Sistem Mevduatlarının Büyüme Oranı
OCC	: Para Birimi Denetleme Ofisi
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OPR	: Gecelik Politika Faiz Oranı
ÖTV	: Özel Tüketim Vergisi
P	: Enflasyon Oranı
QE	: Niceliksel Genişleme
QQE	: Niceliksel ve Niteliksel Genişleme
RBA	: Avustralya Merkez Bankası
RBI	: Hindistan Merkez Bankası
RWCR	: Risk Ağırlıklı Sermaye Oranı
SAGP	: Satın Alma Gücü Paritesi
SCAP	: Denetleme Sermayesi Değerlendirme Programı
SGX	: Singapur Borsası
SUR	: Görünürde İlişkisiz Regresyon
SVAR	: Yapısal Vektör Otoregresyon
TARP	: Sorunlu Varlık Kurtarma Planı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TUGP	: Geçici Likidite Garanti Programı
UNDP	: Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı
VAR	: Vektör Otoregresif
VECM	: Hata Düzeltme Modeli
WDI	: Dünya Kalkınma Göstergeleri
Y	: Reel Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Reel Büyüme Oranı

GİRİŞ

Finans sektörü, kredi verme yoluyla işlem yapılmasına olanak sağlayan kurumlar, araçlar, piyasalar ve yasal ve düzenleyici çerçeveler bütünü olarak tanımlanmaktadır. Finansal sektörün gelişimi özünde, finansal sistemde oluşan maliyetleri azaltmak ile bağdaştırılmaktadır. Bilgi edinme, sözleşmeleri uygulama ve işlem yapma maliyetlerini azaltma süreci, finansal sözleşmelerin, piyasaların ve araçların ortaya çıkmasına vesile olmuştur. Farklı yasal, düzenleyici ve vergi sistemleriyle birlikte farklı bilgi, uygulama ve işlem maliyetleri türleri ve kombinasyonları, ülkeler arasında ve tarih boyunca farklı finansal sözleşmeleri, piyasaları ve araçları harekete geçirmiştir.

Bir finansal sistemin beş temel işlevi bulunmaktadır: Bunlar sırasıyla olası yatırımlar hakkında ön bilgi üretmek ve sermayeyi tahsis etmek; yatırımları takip etmek ve finansman sağladıktan sonra kurumsal yönetimin güçlendirilmesini sağlamak; ticaretin, çeşitlendirmenin ve risk yönetiminin kolaylaştırılması; tasarrufların mobilize edilmesi ve toplanması ve mal ve hizmet alışverişinin kolaylaştırılmasıdır. Dolayısıyla finansal sektör gelişimi, finansal araçlar, piyasalar ve araçlar bilgi, uygulama ve işlem maliyetlerinin etkilerini hafiflettiğinde ve dolayısıyla finans sektörünün temel işlevlerini sağlamasında geliştirme sağladığı durumda ortaya çıkmaktadır.

Finans sektörünün gelişiminin ekonomik kalkınmada büyük bir rol oynadığı kabul edilmektedir. Tasarruf oranını artırarak, tasarrufları harekete geçirip birleştirerek, yatırımlar hakkında bilgi üreterek, yabancı sermaye girişini nispeten hale getirip arttırarak ve son olarak sermaye tahsisini optimal hale getirerek sermaye birikimi ve teknolojik gelişme vesilesiyle iktisadi büyümeyi desteklemektedir. Buna ek olarak, yoksul kesimin finansmana erişimini kolaylaştırarak, ekonomilerin şoklara karşı kırılganlıklarını azaltarak ve dolayısıyla risk yönetimini kolaylaştırarak ve gelir seviyesini arttıran yatırım ve verimliliği artırarak yoksulluğu ve dolayısıyla eşitsizliği azaltmaktadır.

Finansal sektörün gelişimi, küçük ve orta ölçekli işletmelerin (KOBİ'ler) kredilere erişimini arttırarak büyümelerine yardımcı olabilmektedir. KOBİ'ler genellikle emek-yoğun üretim yapısına sahip olup büyük firmalara göre daha fazla iş

imkanı yaratmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde ekonomik kalkınmada önemli bir rol oynadıkları kabul edilmektedir. Finansal sektörün gelişimi, yalnızca finansal araçların ve altyapıların mevcut olmasının ötesine geçmektedir. Tüm önemli kuruluşların düzenlenmesi ve denetlenmesi için güçlü politikaların uygulanmasını gerektirmektedir.

Dünya genelinde finansal sistemler son yıllarda büyük bir gelişmeye tanık olmuştur. Finansal serbestleşmenin temellerini ortaya koyan McKinnon ve Shaw, finansal baskının tasarruf miktarını ve dolayısıyla yatırım düzeyini azaltmak suretiyle iktisadi büyüme oranlarında ve finansal sistemde küçülmeye yol açtığını belirtmişlerdir. Finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisi ulusal tasarruflardaki artışla sınırlı olmamaktadır. Bu anlamda finansal liberalizasyon, finansal piyasaların rekabetçi olmasını sağlayarak ürün çeşitliliğine, hizmet kalitesine ve teknolojik gelişmelere katkıda bulunmaktadır. Ayrıca finansal liberalizasyonla yasal ve zorunlu karşılık oranlarının düşük düzeyde tutulması sağlanacak, bu da fon kaynaklarının maliyetini azaltarak bankacılık sektörünün finansal aracılık işlevini etkin bir şekilde yerine getirmesine olanak sağlayacaktır. Ayrıca kredi açıklarının finansal liberalizasyon yoluyla finanse edilmesi, gelişmekte olan ülkelerde örgütsüz piyasaların varlığını önleyecek ve bu da finansal sistemin gelişmesine katkı sağlayacaktır. Aynı zamanda ülkelere yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları istihdam olanaklarını arttırmaktadır.

Finansal gelişmenin fazla sayıda pozitif ekonomik etkisi olduğu kabul edilmekle birlikte hızlı büyüyen finansal sistemlerin belli başlı negatif etkiler yaratması da mümkün olabilmektedir. Finansal sistemin bu denli önemli bir faktör haline gelmiş olması şoklara ve istikrarsızlıklara yol açmasını da kolaylaştırmaktadır. Bu çalışmanın araştırma konusu olan merkez bankasının belirlediği ve uygulamaya koyduğu para politikası üzerinde doğrudan etkisi bulunması da söz konusu endişenin sebeplerinden birini oluşturmaktadır.

Finansal sistemin para politikasının işleyişinde büyük öneme sahip bir bileşen olması, makroekonomik değişkenleri etkilemeyi hedefleyen para politikasının özünde finansal bir süreç olmasına dayanmaktadır. Finansal sistem, merkez bankası politikaları ile reel ekonomi arasındaki köprü rolünü üstlenmektedir. Para politikasının finansal sistem ile yadsınamaz bir bağının olması, finansal sistemin

yapısını değiştirecek bir gelişmenin parasal aktarım mekanizmasını da etkileme potansiyeline sahip olması anlamına gelmektedir. Bu bağlamda finansal gelişme ile para politikasının etkinliği arasındaki ilişkinin incelenmesi tüm ekonomiler açısından önemli çıkarımlara yol açacak bir amaç olarak kabul edilmektedir. Çalışmanın anlaşılmasının kolaylaştırılması amacıyla ilk bölümde finansal sistem, tarih içindeki gelişimi, finansal gelişme kavramı ve belirleyicileri, enflasyon ve ekonomik büyüme ile ilişkisi detaylıca incelenmiştir. Bu bölümde para politikasının temelleri ve finansal gelişmeyle ilişkisi kapsamlıca ele alınmıştır. İkinci bölümde ekonometrik analizde kullanılacak ülkelerin büyük bir kısmının finansal gelişmişlik durumları ve ekonomik darboğaz dönemlerindeki politika uygulamaları açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde yer alan ekonometrik analiz için 25 ülkenin 2002-2019 yıl aralığı baz alınarak veri seti oluşturulmuştur. Çalışmada orta ve yüksek gelirli ekonomiler örneklem olarak kullanılmıştır. Ülke seçimi daha düşük gelirli ekonomilerin verilerinin düzenli olmaması ve dolayısıyla analizde düşük temsil gücünü beraberinde getirmesinden dolayı söz konusu şekilde yapılmıştır.

Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi yardımıyla literatürde kabul görmüş finansal gelişme göstergeleri ile para politikası etkinliği ilişkisi incelenmiş ve bulgular ortaya koyulmuştur. Çalışmada birim boyutu nispeten büyükken zaman boyutunun nispeten kısa olması ve otoregresif değişkenlerin analizde yer alması sebebiyle kullanılması uygun ekonometrik analiz yöntemlerinden biri olan Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi tercih edilmiştir. Finansal gelişmenin para politikası etkinliğini değiştirdiği hipotezinin kabulüyle söz konusu etkinliği hangi ölçüde ve ne yönde değiştirdiği araştırma konusudur.

Çalışmada, literatürde karşılaşılan çoğu çalışmadan farklı olarak, finansal gelişme ve para politikası ilişkisi doğrudan nihai hedefler üzerinden analiz edilmemiştir. Finansal gelişme değişkenleri, para politikasını temsil eden M3 para arzıyla çarpılarak etkileşim değişkenleri türetilmiştir. Tek bir finansal gelişme değişkeni kullanılmaması finansal gelişmenin hangi bileşeninin daha büyük etki yarattığını da göstermektedir. Kullanılan değişkenlerin yardımıyla birlikte finansal sistem tercihlerinin para politikası etkinliğini değiştirdiği görülebilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE PARA POLİTİKASI

Finansal piyasalar, birikim fazlası olan bireylerle birikim açığı olan bireylerin bir araya geldiği piyasalar olarak birikim değiş tokuşunun gerçekleştirilmesine olanak sağlayan piyasaları tanımlamaktadır. Tahvil ve hisse senedi piyasaları gibi finansal piyasalar, fonları verimli bir şekilde kullanmayan insanlardan verimli bir şekilde kullananlara kanallere ederek ekonomik verimliliğin artmasına katkıda bulunmaktadır. Sağlıklı biçimde işlev gösteren finansal piyasalar, yüksek iktisadi büyümenin sağlanması ve sürdürülmesinde kilit bir faktör olarak kabul edilmekte ve kötü performans gösteren finansal piyasalar, dünyadaki birçok ekonominin kalkınma sürecine zarar vermektedir. Finansal piyasalardaki faaliyetlerin bireysel servet, işletmeler, tüketici davranışları ve ekonominin döngüsel performansı üzerinde de doğrudan etkileri vardır. Birinci bölümde ilk olarak, finansal sistemin bileşenleri açıklanacak olup ardından finansal gelişme kavramı ve belirleyicileri, ekonomik özgürlük, finansal liberalizasyon ve eleştirileri, finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisi, finansal sistem tercihleri ve para politikası ile finansal gelişme ilişkisi detaylı biçimde açıklanacaktır.

1.1. Finansal Sistemin Fonksiyonları

Fon fazlası ile fon açığı olan kesimleri buluşturan ve gün geçtikçe daha da küresel ve merkeziyetsiz hale gelen finansal sistemlerin Merton (1995: 24)'a göre altı adet temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla mal ve hizmet alışverişinde bir ödeme sistemi sağlaması, büyük ölçekli girişimlerin üstlenilebilmesi için fonların toplanmasını sağlayan bir havuz mekanizması oluşturma, ekonomik kaynakların zaman, coğrafi bölgeler ve endüstriler arasında transferini sağlama, belirsizliği ve kontrol riskini yönetme, ekonominin çeşitli sektörlerinde merkezi olmayan karar verme sürecini koordine etmeye yardımcı olan fiyat bilgileri sağlama ve finansal aktarımda taraflardan yalnızca birinin bilgiye sahip olduğu durumda asimetrik bilgi problemini ortadan kaldırmadır.

Bir finansal sistemin temel işlevleri geçmiş ve günümüz ekonomilerinde özünde aynıdır. Yukarıda sıralanan finansal sistemin fonksiyonları, söz konusu işlevleri gerçekleştiren kurumların (birlikte hareket eden merkez bankaları ve hükümetler gibi) kimlik ve yapısından çok daha istikrarlı olduğundan ötürü, özellikle hızlı gelişmelerin yaşanmakta olduğu bir finansal ortamda, kurumsal bir bakış açısına göre daha güvenilir ve kalıcı bir referans çerçevesi sağlamaktadır. Ekonomilerdeki kurumsal farklılıklar göz önünde bulundurulduğunda Merton (1995)'in görüşü doğru kabul edilmektedir.

1.1.1. Finansal Piyasalar

Finansal piyasaların likidite sağlama dışında enformasyon sağlama ve risk paylaşma olmak üzere iki temel rolü daha mevcuttur. Herhangi bir piyasada bulunan alıcı ve satıcıların tüm mallar hakkında eksik bilgiye sahip olması olarak tanımlanan asimetrik bilgi sorunu mevcudiyeti, fon arz edenler için başlıca tehlike olarak arz edilen fonun getirisinin zamanında ve tam olarak geri ödenmemesini ortaya çıkarmaktadır. Söz konusu tehlikeye karşı fon talep edenler hakkında bilgiye sahip olunması gerekmektedir. İlgili bilgi yüksek maliyetli detaylı araştırmalar sonucunda elde edilebilmektedir. Bahsedilen yüksek maliyetler borç verenlerin, borç verdikleri kredilerin uygun biçimde kullanılıp kullanılmadığını takip etme faaliyetlerinden ortaya çıkmaktadır. Bunun yanı sıra, borç verme kararı verilirken, borç verilecek tarafın güvenilir olup olmadığının da araştırılması yapılmaktadır. Nispeten düşük miktarda fon arz eden tasarruf sahipleri ele alındığında fon talep edenler hakkında araştırma yapmanın zorluğunun yanı sıra araştırmanın marjinal maliyetinin arz ettikleri fonun marjinal getirisinden yüksek olması olasıdır. Borç veren tarafından yapılacak olan faiz ödemelerinin toplamı, araştırma maliyetlerinden düşük olabilmektedir. Böyle bir durumda fon arz etme kararından vazgeçilecektir. Bununla birlikte küçük veya büyük tasarruf sahibi olmanın önem arz etmediği asimetrik bilgi sorunu mevcuttur. Fon arz eden kesim ne denli yüksek maliyetli ve zahmetli araştırmalar yaparsa yapsın hiçbir zaman tam bilgiye sahip olamamaktadır. Yalnızca fon talep edenler kendi ödeme güçleri hakkında tam bilgiye sahip olmaktadır. Finansal piyasaların bir diğer fonksiyonu olan risk paylaşımı finansal piyasalarda

bulunan finansal enstrümanlar aracılığıyla gerçekleşmektedir. Tek bir firmanın hisse senedine sahip olmanın içerdiği risk, çeşitli para birimleri, farklı firmaların hisse senetleri ve tahvillerini içeren bir portföyün toplam risk düzeyinden daha yüksek olmaktadır (Cecchetti ve Schoenholtz, 2006: 49-56). Portföy çeşitlendirilmesi olarak adlandırılan bu süreç alınan riskleri azaltıcı bir etki yaratmaktadır.

1.1.2. Finansal Aracılar

Finansal araçlar fon arz edenler ve fon talep edenler arasındaki bağı oluşturan kuruluşlardır. Bu kurumlar literatürde mevduat kabul eden ve mevduat kabul etmeyen olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Mevduat kabul eden kuruluşlar ticari bankalar, kredi birlikleri ve tasarruf bankaları gibi kuruluşlardır. Mevduat kabul etmekte ve fon talep edenlere kaynak transfer etmektedir. Kısacası finans sektörünün reel sektöre fon transferini gerçekleştirmektedir (Ritter, Silber ve Udell, 1997: 33).

Mevduat kabul etmeyen finansal kuruluşlar sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları, finansman şirketleri, finansal kiralama (leasing) şirketleri, faktoring şirketleri ve tüketici finansman şirketlerinden oluşmaktadır. Sigortacılık sektörünün büyümesi, sigorta şirketlerinin kendilerine yatırılan primlerin belirli bir kısmını gayrimenkul varlıklara veya menkul kıymetlere yatırması dolayısıyla, özel sektöre ek yatırım fonlarının aktarılması olarak sonuçlanmaktadır. Finansal piyasalarda en çok rağbet gören menkul kıymetlerin uzun vadeli olması ise uzun vadeli yatırımlara finansman sağlanması anlamına gelmektedir. Sosyal güvenlik kuruluşları da topladıkları primleri sigorta şirketlerinin yaptığı gibi gayrimenkul ve menkul varlıklara yatırım yaparak değerlendirmektedir. Finansman şirketleri leasing şirketleri, faktoring şirketleri ve tüketici finansman şirketleri olmak üzere üçe ayrılmaktadır (Rose, 1989: 42). Söz konusu açıklamalardan sonra finansal gelişme kavramına geçiş yapılacaktır.

1.1.3. Finansal Gelişme Kavramı

Finansal kurumların (banka ve sigorta şirketleri) ve finansal piyasaların (hisse senedi piyasaları, tahvil piyasaları ve türev piyasaları dahil olmak üzere) ekonomik gelişme, ekonomik istikrar ve yoksulluğu azaltma konularında önemli bir etkiye

sahip olduğunu kanıtlayan akademik çalışmalarla artmaktadır (Levine, 2004). Örneğin, bankaların borçluları tespit edip ekonomik kararlarını araştırması ve en karlı projelere sahip firmaları belirlemesi kaynakların tahsis edilmesine, ekonomik fırsatların genişletilmesine ve büyümenin desteklenmesine yardımcı olmaktadır. Bankaların ve menkul kıymetler piyasalarının, karlı projelere yatırım yapmak amacıyla hanehalklarının tasarruflarını mobilize etmesi ekonomik kalkınmayı teşvik etmede önemli bir role sahiptir. Finansal kurumların yatırımların kullanımını takip etmesi ve yönetim performansını dikkatle incelemesi şirketlerin verimliliğini arttırmada ve firma bünyesindekiler tarafından yapılacak olan israfı ve sahtekarlığı azaltmada ek bir bileşen olarak kabul edilmektedir. Bunlara ek olarak hisse senedi, tahvil ve türev piyasalara ilişkin risklerin çeşitlendirilmesini mümkün kılmasıyla birlikte daha yüksek getirili projelere yatırımı teşvik etmektedir. Ayrıca finansal sistemlerin işlem maliyetlerini düşürmesi, ticaret ve uzmanlaşmayı da kolaylaştırmaktadır. Finansal sistemlerin söz konusu işlevleri zayıf şekilde yerine getirmesi ise ekonomik büyümeyi engellemek, ekonomik fırsatları azaltmak ve ekonomik istikrarsızlığa yol açmak gibi etkiler yaratmaktadır. Örneğin, finansal sistemlerin bir yandan fon toplaması ve diğer yandan topladığı fonları zenginlere ve siyasi olarak bağlantılı olanlara iletmesi durumu ekonomik büyümeyi yavaşlatıcı ve birçok potansiyel girişimcinin ekonomik projelerini gerçekleştirmeye çalışmasını engelleyici bir etki yaratmaktadır. Buna ek olarak finansal kurumların fon sağladıkları firmalar üzerinde sağlam bir kurumsal yönetim uygulamakta başarısız olmaları yöneticilerin firma ve genel ekonomiden ziyade kendilerine fayda sağlayan projeleri takip etmelerini kolaylaştırmaktadır. Finansal kurumlar karmaşık finansal araçlar yarattığında ve bunları bilgisiz yatırımcılara sattığında, bu, finans mühendislerinin ve yöneticilerin yeni nesil enstrümanların pazarlanmasıyla ilgili primlerini artırırken aynı zamanda toplumun tasarruflarının dağılımını bozucu etki yaratarak ekonomik refahı azaltabilmektedir (Cihak, Demirgüç-Kunt, Feyen ve Levine, 2012: 2).

Menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalar, mevcut tüm bilgilerin ortaya koyulmamasından ötürü etkin piyasalar olarak kabul edilmemektedir ve bilgi yetersizliğinden ötürü potansiyel yatırımlar hakkında bilgi edinmek ve edinilen

bilgiyi analiz etmek kaçınılmaz olarak maliyetli olmaktadır. Sözleşmelerin yazılması, yorumlanması ve uygulanmasıyla ilgili maliyetler ve belirsizlikler olmasının yanı sıra malları, hizmetleri ve finansal araçları işlemekle ilgili maliyetler de söz konusudur. Bu tür piyasa kusurları, toplumun tasarruflarının en iyi fikir ve projelere sahip olanlara akışını engellemekte, ekonomik kalkınmayı kısıtlamakta ve yaşam standartlarındaki iyileştirmeleri geciktirmektedir. Finansal sözleşmelerin, piyasaların ve araçların ortaya çıkmasını teşvik eden başlıca unsur, söz konusu maliyetler, bir diğer deyişle, piyasa kusurlarının bulunmasıdır. Kârlarla motive olan ekonomik birimler, piyasa kusurlarının etkilerini azaltmak amacıyla finansal ürünler ve kurumlar yaratmaktadırlar. Kamu yönetimi genellikle kusurları azaltmak ve kaynak tahsisini artırmak için hukuk ve muhasebe sistemlerinden devlete ait bankalara kadar belli başlı hizmetler sunmaktadır. Kimi ekonomiler, bu maliyetleri azaltan finansal sistemlerin ortaya çıkarılmasında görece başarılı olmaktadır (Levine, 2004). Bu noktada, ticareti engelleyen işlem maliyetleri, vergiler, düzenlemeler, aracılık ve bilgi sorunları olarak tanımlanan piyasa sürtüşmesinden bahsetmek gerekmektedir. Piyasa sürtüşmesi, bir piyasa katılımcısının portföyünü elinde tutma teşvikini ortadan kaldıran, risk-getiri algısının değişmesine sebep olan ve dolayısıyla portföyünü yeniden oluşturma maliyetine maruz bırakan herhangi bir unsurdur (DeGennaro ve Robotti, 2007: 1). Pek çok piyasa sürtüşmesi bulunduğu ve yasalar, düzenlemeler ve politikalar ekonomiler arasında ve zaman içinde önemli ölçüde farklılaştığından, herhangi bir alandaki iyileştirmelerin ekonomideki diğer sürtüşmelere bağlı olarak kaynak tahsisi ile refah üzerinde farklı etkileri olabilmektedir (Levine, 2004: 6).

Bahsedilen nedenlerden ötürü finansal gelişme, finansal araçlar, piyasalar ve araçlar eksik bilgi, sınırlı uygulama ve işlem maliyetlerinin etkilerini hafiflettiğinde ortaya çıkmaktadır. Piyasa sürtüşmelerini iyileştirmek için ortaya çıkan finansal sistemler, kaynakların zaman ve mekan içinde dağılımını etkilemektedir (Merton ve Bodie, 1995: 12). Örneğin, kredi kayıtlarının oluşturulması, ekonomik kalkınma üzerinde olumlu etkileri olan kaynak tahsisini geliştirerek, potansiyel borçlular hakkındaki bilgilerin edinilmesini ve yayılmasını iyileştirmeye yol açmaktadır. Başka bir örnek olarak, etkin yasal ve düzenleyici sistemlere sahip ekonomiler,

yatırımcıların etkin menkul kıymetler piyasaları olmadan yapabileceklerinden daha fazla çeşitlendirilmiş portföy tutmalarına olanak tanıyan hisse senedi ve tahvil piyasalarının gelişimini kolaylaştırmıştır. Benzer şekilde, yatırımcıların firmaların kendilerine geri ödeme yapacakları inancını arttırmalarını sağlayan finansal sözleşmeler, muhtemelen insanların tasarruflarını nasıl paylaştıracağını etkileyecektir. Likit hisse senedi ve tahvil piyasalarının gelişimi de, uzun süreler için tasarrufları üzerindeki kontrolden vazgeçmek istemeyen kişilerin, uzun vadeli projelere saatlik olarak talepte bulunabileceği anlamına gelmektedir. Sermaye piyasalarının değişimi, insanların ne kadar ve nerede tasarruf ettiğini derinden değiştirebilir. Göreceli daha büyük risk çeşitliliği, sermayenin daha yüksek getiri projelerine akışını kolaylaştırabilmekte, büyümeyi hızlandırabilmekte ve yaşam standartlarını iyileştirebilmektedir (Cihak, Demirgüç-Kunt, Feyen ve Levine, 2012).

Finansal gelişme, geniş bir bakış açısıyla ele alındığında, beş temel finansal fonksiyonun kalitesinde meydana gelen gelişmeler olarak değerlendirilmektedir (Levine, 2004: 5):

- 1) Olası yatırımlar hakkında bilgi üretilmesine ve işlenmesine ve bu konudaki değerlendirmelere dayalı kaynak tahsisi,
- 2) Kaynak tahsisinden sonra bireylerin ve firmaların izlenmesine ve kurumsal yönetişimin uygulanması,
- 3) Alım satımı, çeşitlendirmeyi ve risk yönetimini kolaylaştırma,
- 4) Tasarrufları mobilize etmek ve bir araya toplamak,
- 5) Mal, hizmet ve finansal enstrümanların mübadelesini kolaylaştırmak.

Literatürde çok sayıda finansal gelişme göstergesi yer aldığından bir tablo oluşturulmuştur.

Tablo 1.1: Finansal Gelişmişlik Göstergeleri

	Finansal Kurumlar	Finansal Piyasalar
Derinlik	- Özel Sektör Kredilerinin GSYH'ye Oranı - Finansal Kurumların Aktiflerinin GSYH'ye Oranı - M2/ GSYH - Mevduat Toplamı/ GSYH - Finans Sektörünün Gayri Safi Katma Değeri/ GSYH	- (Sermaye Piyasası Kapitalizasyonu + Yurtiçi Özel Borçlanma Senetlerinin)/ GSYH - Özel Borçlanma Senetlerinin GSYH'ye Oranı - Devlet Borçlanma Senetlerinin GSYH'ye Oranı - Uluslararası Borçlanma Senetlerinin GSYH'ye Oranı - Piyasa Kapitalizasyonunun GSYH'ye Oranı - İşlem Gören Hisse Senetleri/ GSYH
Erişim	- Her Bin Kişi Başına Düşen Banka Hesabı (Ticari Bankalar) - Her 100.000 Kişi Başına Düşen Şube Sayısı (Ticari Bankalar) - Banka Hesabına Sahip Kişilerin Yüzde Oranı - Kredi Limitine Sahip Olan Firmaların Yüzdesi (Tüm Firmalar) - Kredi Limitine Sahip Olan Firmaların Yüzdesi (Küçük Ölçekli Firmalar)	- En Büyük 10 Şirket Dışındaki Piyasa Kapitalizasyonu Yüzdesi - En Çok İşlem Göre 10 Şirket Dışındaki İşlem Hacminin Yüzdesi - Devlet Tahvili Getirileri (3 Ay ve 10 Yıl) - İç Borçlanma Senetlerinin Toplam Borçlanma Senetlerine Oranı - Özel Borç Senetlerinin Toplam Borç Senetlerine Oranı (Yerli) - Yeni Kurumsal Tahvil İhraçlarının GSYH'ye Oranı
Etkinlik	- Net Faiz Marjı - (Borç Verme Faiz Oranı – Mevduat Faiz Oranı) - Faiz Dışı Gelirin Toplam Gelire Oranı - Sabit Maliyetler (Toplam Varlıklar İçindeki Yüzdesi) - Karlılık (Aktif Karlılığı, Özsermaye Karlılık Oranı) - Boone Göstergesi (Herfindahl ya da H İstatistikleri)	- Sermaye Piyasasının Ciro Oranı (Ciro/ Kapitalizasyon) - Fiyatların Senkronize Hareketi - Özel Bilgi Ticareti - Fiyat Etkisi - Likidite/ İşlem Maliyetleri - Devlet Tahvilleri İçin Kote Edilmiş Alım-Satım Fiyatları Farkı - Menkul Kıymet Borsasında Tahvillerin (Özel , Halka Açık) Ciro su - Takas Verimliliği
İstikrar	- Z- Skor - Sermaye Yeterlilik Oranları - Aktif Kalitesi Oranları - Likidite Rasyoları - Diğer (Döviz Pozisyonunun Sermayeye Oranı)	- Hisse Senedi Fiyat Endeksi ve Devlet Tahvili Endeksi Volatilitesi - Endeksin Çarpıklığı (Hisse Senedi Fiyatı Endeksi, Devlet Tahvil Endeksi) - Kazanç Manipülasyonuna Karşı Kırılganlık - Fiyat/ Kazanç Oranı - Vade - Kısa Vadeli Tahvillerin Toplam Tahvillere Oranı - Büyük Tahvil Getirileri ile Korelasyon

Kaynakça: Martin Cihak, Aslı Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, “Benchmarking Financial Systems around the World”, Policy Research Working Paper, No. 6175, 2012, s. 9.

Tablo 1’deki tablonun ve “Global Finansal Gelişim Veritabanı”nın vurgusu finansal sistemin nitelikleridir. Finansal sektör düzenlemesi ve denetiminin özellikleri gibi finansal sektör politikasını ele alan değişkenleri bulundurmamaktadır. Finansal sistem özelliklerine yoğunlaşılmasının sebebi, bu göstergelerin politika önlemleri ile nihai hedefler arasındaki boşluğu doldurmasıdır. Ara göstergeler ve hedefler olarak işlev görmektedirler. Bir dereceye kadar bu, ara hedeflerin politika

değişkeniyle (örneğin merkez bankasının faiz oranı) nispeten açık bir bağlantısı olduğu ve politika hedefi (örneğin gelecekteki enflasyon oranı) üzerinde bir etkisi olduğu para politikası ile bir benzeşme temsil etmektedir.

“Diğer değişkenlerin” bir grubu, finans sektörünün mikro yapısıyla ilgilidir. 4x2 çerçevesi (Tablo 1), finans sektörünün genel geniş yapısını, özellikle finansal kurumların ve piyasaların göreceli büyüklüklerini ve temel bölümlerin (bankaların ve banka dışı kuruluşların toplam varlıkları; ödenmemiş hisse senedi ve tahvil hacimleri) göreceli büyüklüklerini kapsamaktadır. Buna ek olarak, yoğunlaşma oranları (Herfindahl endeksi, toplam aktifler ve GSYİH içindeki çeşitli finansal kurumların payları, toplam piyasa kapitalizasyonunda özgün pazarların payları) gibi özgün finansal segmentlerdeki yapı göstergeleri de konuyla ilgilidir. Bu ölçütlerden bazıları (örneğin, GSYİH içindeki en büyük üç veya beş finansal kuruluşun varlıklarının yüzdesi), istikrar boyutu için önemlidir, çünkü bunlar büyük bir finansal aksama durumunda oluşabilecek potansiyel etki için kabaca bir tahmin sağlamaktadır (Cihak ve Schaeck, 2010). Daha genel olarak, son yapılan araştırmalar yapının performans üzerinde bir etkisi olduğunu öne sürmektedir ve bu nedenle söz konusu göstergeleri 'sağlayıcı ortam'ın bir parçası olarak dahil etmek önem arz etmektedir.

Finansal derinlik, en geniş anlatımıyla, bir pazarın hükümet ve özel sektörü için mevcut olan fon arzı anlamına gelmektedir. Gelişmekte olan bir pazara yatırım yapmak, gelişmiş bir pazara yatırım yapmaktan çok daha fazla zorluk içermektedir. Siyasi risk, döviz kuru riski ve kurumsal, adli ve hükümet yolsuzluğunun derecesi ve biçimi hakkında derin bir bilgiye sahip olunması gerekmektedir (Caballero ve Krishnamurthy, 2004: 1).

Finansal kurumlar için, finansal gelişme ile ilgili ampirik literatürde en fazla rağbet gören değişken olarak, GSYİH'nın yüzdesi olarak özel sektöre verilen ticari banka kredileri yer almaktadır. Çoğunlukla özel sektöre verilen kredilerin ifade ettiği finansal derinlik ile uzun vadeli ekonomik büyüme ve yoksulluğun azaltılması arasındaki bağlantıyı ortaya koyan kapsamlı bir literatür vardır (Khan, Senhadji ve Smith, 2001: 5). Ülkeler arası regresyonlar, finansal derinlik ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir pozitif bağlantıyı teyit etmektedir (King ve Levine, 1993b).

Özel sektöre verilen krediler ülkeden ülkeye büyük farklılıklar göstermektedir. Örnek olarak, 1980-2010 yılları arasında ortalama olarak, özel krediler Angola, Kamboçya ve Yemen’de GSYİH’nın yüzde 10’undan az iken Avusturya, Çin ve İngiltere’de GSYİH’nın yüzde 85’ini aşmaktadır. Ülkeler arasında özel kredilerin ortalama değeri yüzde 36 standart sapma ile yüzde 39 olarak tespit edilmiştir. Finansal derinliği temsil eden özel kredilere bir alternatif olarak, Global Finansal Gelişme Veritabanında da yer alan bir değişken olan toplam bankacılık varlıklarının GSYİH’ye oranı tercih edilmektedir. Özel krediler ile karşılaştırıldığında, bu değişken, devlete verilen kredileri ve kredi dışındaki banka varlıklarını da içermektedir. Daha kapsamlı bir büyüklük ölçüsü olmasına rağmen veri ulaşılabilirliği açısından daha az sayıda ülke için mevcuttur ve finansal gelişme literatüründe daha az yaygın olarak kullanılmaktadır. Her durumda, iki değişken, yaklaşık 0,9’luk bir korelasyon katsayısı ile oldukça yakından ilişkilidir. Söz konusu ilişkiden ötürü özel krediler, toplam bankacılık varlıklarını hesaplamada oldukça yardımcı olabilmektedir (Cihak, Demirgüç-Kunt, Feyen ve Levine, 2012: 11).

Bunların yanı sıra Global Finansal Gelişme Veritabanı’nda yer alan banka dışı finansal kuruluşlar, verileri her ne kadar banka verilerinden çok daha az kapsamlı olsa da, finansal derinlik hesaplamalarında yer alabilmektedir. Emeklilik fonu, yatırım fonu, sigorta şirketlerinin varlıklarının ve sigorta primlerinin GSYİH’ya oranlarını içeren banka dışı finansal kuruluşların toplam varlıklarının verileri söz konusu veritabanında bulunmaktadır. Söz konusu veri yurt içi gelirin oranı olarak erişilir halde yer almaktadır.

Finansal piyasalar için hisse senedi ve tahvil piyasalarının ülkeler bazında verilerini temin etmek mümkündür. Hisse senedi piyasalarının büyüklüğünü tahmin etmek için literatürde kullanılan en yaygın değişken, hisse senedi piyasası kapitalizasyonunun GSYİH’ye oranıyken tahvil piyasaları için borç senetlerinin (özel ve kamu) yurt içi gelire oranı tercih edilmektedir. Hisse senedi piyasasının gelişiminin ölçümü için benzer şekilde yurt içi gelirin oranı olarak işlem gören hisse senedi değeri kullanılmaktadır. Söz konusu gösterge, yalnızca borsada işlem gören hisselerin değeri hakkında değil, borsanın büyüklüğü ve faaliyeti hakkında da bilgi içermektedir. Levine ve Zervos (1998: 553-554) tarafından yapılan çalışmanın

sonuçlarına göre, bir ekonomideki firmaların mülkiyet haklarının mübadelesi ekonomik büyümeyle yakından ilişkilidir. Özet olarak, 1970'lerden bugüne ampirik literatürün önemli bir kısmı, finansal gelişmeye özel kredilerin ve borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ya oranı olmak üzere iki temel finansal derinlik ölçüsüyle yaklaşmaktadır (Svirydzenka, 2016: 4). Örneğin, endüstri düzeyinde gerçekleşen bir çalışmada Rajan ve Zingales (1996), artan finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini ortaya koymak için iki ölçümü de kullanmıştır. Daha yakın zamanlarda, Arcand, Berkes ve Panizza (2012), kredilerin GSYİH'ya oranını, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerinde artık olumlu bir etkiye sahip olmadığı bir eşik olduğunu belirlemek için kullanmıştır. Makroekonomik oynaklık tarafında, Dabla-Norris ve Srivisal (2013), bankalardan ve diğer finansal kurumlardan alınan özel kredilerin veri olarak kullanılmasıyla ölçülen finansal gelişmenin, çıktı, tüketim ve yatırım artışındaki oynaklığı azaltmada önemli bir rol oynadığını ortaya koymuştur. Kısacası bu konu üzerinde çalışan çok sayıda araştırmacı, finansal sistemin iktisadi kalkınmadaki rolünü araştırmak amacıyla söz konusu iki ölçümün varyasyonlarını tercih etmektedir. Diğer verilerde de olduğu gibi ülkeler arasında büyük farklılıklar bulunmaktadır.

Bireylerin arzularını gerçekleştirmeyi sağlamalarında büyük önem arz eden finansal erişim ekonomik gelişmenin temellerinden birini oluşturmaktadır. Yoksulların finansal hizmetlere ulaşmasını sağlayan finansal erişim, zaman içinde, politika yapıcılar, çok taraflı kurumlar ve kalkınma alanındaki diğer kurumlar için bir politika hedefi olarak değer kazanmıştır. Finansal hizmetlere erişimin, özellikle daha yoksul haneler ve küçük işletmeler için fırsatları daha eşit bir şekilde dağıtmaya yardımcı olabileceği konusunda geniş çapta fikir birliği bulunmaktadır (Claessens, 2006: 209). Geçmişte Birleşmiş Milletler, kapsayıcı finansal sistemler inşa etme hedefiyle, 2005 yılını Uluslararası Mikrokredi Yılı olarak belirlemiş ve birçok kurum bu yolu takip etmiştir. Bu değişimin temelini oluşturan çalışmalar arasında ekonomik gelişmenin eşik düzeyine kadar, finansal sektör büyümesinin, büyümeyi artırıcı etki yoluyla yoksulluğun azaltılmasına katkıda bulunduğunu gösteren Jalilian ve Kirkpatrick (2005)'in çalışması bulunmaktadır. Bununla birlikte, finansal gelişmenin yoksulluğun azaltılması üzerindeki etkisi, finansal gelişmeden

kaynaklanan gelir eşitsizliğindeki herhangi bir değişiklikten etkilenecektir. Finansal gelişmenin bir sonucu olarak gelir eşitsizliğinin kötüleşmesi durumunda söz konusu etki tersine dönerek olumsuz olacaktır. Honohan (2007), finansal gelişmenin yoksulluk üzerindeki etkisinin erişim seviyelerinden ziyade finansal derinlik ölçümleri aracılığıyla olduğunu ve erişimin yoksulluk oranları veya ulusal gelirle güçlü bir şekilde ilişkili olmadığını bulmuş olmasına rağmen erişim seviyelerinin eşitsizlikle ilişkili olduğunu bulmuştur. Daha yüksek finansal erişim oranları eşitsizliği azaltmaktadır. Beck vd. (2007a: 27), finansal gelişmenin, en yoksul beşte birlik kesimin gelirlerini arttırdığını ve gelir eşitsizliğini azalttığını tespit etmiştir. Kanıtları, en yoksul yüzde 20 üzerindeki etkinin yüzde 60'ının toplam büyüme yoluyla, yüzde 40'ının ise eşitsizliği azaltarak işlediğini göstermektedir.

Finansal erişimin artmasının yoksulların yaşamında önemli bir fark yarattığı yoksul hanehalklarının kendilerine sunulan finansal hizmetleri hızlıca benimsemesi ve bu kesimin söz konusu erişimi sürdürmek amacıyla çok yüksek geri ödeme oranlarını kabul etmesiyle tespit edilmiştir. Collins, Morduch, Rutherford ve Ruthven (2009), ‘‘Portfolios of the Poor’’ isimli kitaplarında yoksulların günlük bazda sahip oldukları az miktarda parayı yönetebilmek için resmi ve gayri resmi çeşitli finansal araçlara ne denli bağımlı olduklarını ortaya koymuşlardır (Kendall, Mylenko ve Ponce, 2010: 2). Özet olarak yoksulların finansal hizmetlere erişiminin sağlanması yaşamlarında çeşitli farklar yaratabilmektedir.

Ülkeler hem firmaların hem hanehalklarının bankacılık hizmetlerine erişiminin sağlanmasının zorluğuyla karşı karşıya kalmaktadır. Büyük şirketler bankalar tarafından iyi bir şekilde karşılanırken, küçük işletmeler genellikle kendi fonlarına güvenmek zorunda kalmaktadır. İyi işleyen bir finansal sistemde, sermaye girişimcinin servetine ve sosyal bağlantılarına göre değil, projenin ve girişimcinin beklenen kalitesine göre tahsis edilmelidir. Piyasa uyumsuzluklarının üstesinden gelen iyi işleyen bir finansal sistem, yalnızca büyük şirketlere ve zengin kişilere değil, çok çeşitli firmalara ve hanehalklarına finansal hizmetler sunacaktır. Finansmana erişim ve küçük işletmelerin bankalardan aldığı hizmetin kalitesi ve maliyeti, karlılıklarının ve refahlarının (ve dolayısıyla ekonominin) anahtarı olarak gösterilmektedir. Bir hanehalkı için, bankacılık hizmetlerine erişim eksikliğinin

sonuçları görmezden gelinebilecek düzeyde olmamaktadır. Geniş bir perspektiften bakıldığında erişim sorunu, hanehalkının devlet transferlerini alabilme veya ödeme yapma veya planlanan harcamalar veya acil durumlar için nakit biriktirme kabiliyetlerini etkilemektedir. Nakit taşımaktan başka çaresi olmayan kişiler güvenlik risklerine maruz kalmaktadır. Tasarruf için bir aracın olmaması, düşük gelirli hanelerin yüksek maliyetli kısa vadeli borçlara başvurmaya neden olabilmektedir (Hawkins, 2006: 65).

Finansal kurumlar açısından yaygın olarak kullanılan değişkenlerden biri bin yetişkin başına düşen banka hesabı sayısıdır. Bu kategorideki diğer değişkenler arasında yüz bin yetişkin (ticari bankalar) başına düşen banka şubesi sayısı, kredi limiti olan firmaların yüzdesi (tüm firmalar) ve kredi limiti olan firmalar küçük ölçekli firmalar) bulunmaktadır. Söz konusu değişkenler yaygın olarak kullanılmalarına rağmen belirli zayıflıkları bulunmaktadır. Örneğin, şubesiz bankacılığa geçişle birlikte banka şubelerinin sayısı giderek daha yanıltıcı hale gelmektedir. Banka hesaplarının sayısı ise aynı sorundan muzdarip olmamasına rağmen sınırlamaları bulunmaktadır. Kimi banka müşterisinin çok sayıda hesabının bulunması değişkenin bir başka zayıflığını ortaya çıkarmaktadır. Finansal piyasalara erişim verileri ise finansal kurumlara erişim verilerine göre daha az sayıdadır. Hisse senedi ve tahvil piyasalarına erişim verilerinin elde edilmesi sürecinde, daha yüksek derecede bir yoğunlaşmanın daha yeni ve daha küçük ihracatçılar için daha büyük zorlukları yansıttığı fikrinden hareketle, piyasa yoğunlaşma ölçüleri kullanılmaktadır. Bu kategorideki değişkenler, en büyük 10 şirket dışındaki şirketlerin piyasa değeri yüzdesi, en büyük 10 şirket dışında şirketlerin işlem gören değer yüzdesi, devlet iç borçlanma senedi getirileri (3 ay ve 10 yıl), iç borçlanma senetlerinin toplam borç senetlerine oranı, özel borç senetlerinin toplam borç senetlerine (yerli) ve yeni şirket borçlanma senetlerinin GSYİH'ya oranıdır (Cihak, Demirgüç-Kunt, Feyen ve Levine, 2012: 13).

Özetle finansal erişim ekonomik kalkınmada giderek önemli bir konu olarak kabul edilmektedir. Literatürde finansal gelişmeye yapılan vurgu ve politika yapıcılar tarafından finansal sistemlerin geliştirilmesi için alınan kararlar, finans herkes tarafından erişilebilir olmadığı müddetçe verimsiz olacaktır.

Finansal gelişmenin en önemli bileşenlerinden biri olarak kabul edilen finansal etkinlik, finansal sistemin işlevlerini ne ölçüde yerine getirdiği olarak tanımlanmaktadır. Etkin finansal sistemler bankacılık krizlerine olan duyarlılığı azaltmaktadır (Morgan ve Pontines, 2014: 4). Sağlam bir finansal sistemi tespit etmek için kriterler olmasına rağmen, kısmi değerlendirme için gerekli verilerin bulunmaması nedeniyle, finansal verimlilik ve finansal sürdürülebilirlik finansal gelişme karşılaştırmalarında ihmal edilmiştir. Bu durum kısmen, finansal kapsayıcılık ve finansal verimlilik hakkındaki verilerin azlığına ve göreceli olarak yeni olmasına bağlanabilmektedir.

Finansın temel işlevi, kaynakları ona sahip olan aktörlerden ihtiyacı olanlara aktarmaktır. Bu süreçte finansal aracılık, riskleri bir havuzda toplamakta, likidite sağlamak ve fon transferini engelleyen bilgi asimetrisini azaltmaktadır. Neoklasik büyüme modellerine göre, finansal aracılık ekonomik büyümeyi iki şekilde arttırmalıdır. İlk olarak tasarruf sahiplerini riskten kaçınmalarına göre ödüllendirerek tasarruf ve yatırımı teşvik etmektedir ve ikinci olarak fonları en verimli kullanıma göre tahsis etmektedir. Finansal aracılık, fonların etkin tahsisini kolaylaştırdığı sürece, daha fazla finansman daha fazla büyüme anlamına gelecektir (Bazot, 2014: 123-124). Bu süreçte bazı faktörler bu etkiyi azaltma ihtimaline sahiptir. Özellikle finansal krizlerin sıklığı, finansal gelişmenin ve finansal sektörün büyüklüğünün finansal verimlilik üzerindeki etkileri hakkında yeni sorular ortaya çıkarmıştır. Asıl soru son finansal gelişmelerin ekonomilerde finansın artan önemini haklı gösterip göstermediği ve yapılacak düzenlemelerin finansın önemini azaltmayı amaçlayıp amaçlamaması gerektiği şeklindedir. 1980'lerin başından itibaren düzenleyici engellerin azalması ve finans sektörünün artan büyüklüğü, yeni finansal sorunları beraberinde getirmiştir. İlk olarak, finans alanındaki ücretler ve ücretlendirmeler, beşeri sermaye-yoğun faaliyetler nedeniyle artmıştır (Philippon ve Reshef, 2013: 73). Buna rağmen elde edilen bulgulara göre aktif yatırımcıların piyasadan daha iyi performans gösterebildiğine dair kanıt bulunamamıştır (Fama ve French 2010: 1941-1942). İkinci olarak, ekonomik faaliyetlerin, finansal aracılardan artışının ve ücretlerdeki azalmanın önemli bir yan ürünü olarak yatırımcılar servetlerindeki artışları aracılı finansal ürünlere tahsis etmektedir. Bu durum, yatırımcı

portföylerinin kompozisyonunun zaman içinde daha riskli ve dolayısıyla daha pahalı finansal ürünlere kaydığı anlamına gelmektedir. Bu, belirli ürünler için ücretler düşse bile birim maliyetlerde artışa neden olabilmektedir (Gennaioli vd, 2013: 4). Üçüncü olarak, kaldırma oranlarını arttıran ve risk almayı teşvik eden söz konusu yeniden yapılanma süreci, bankaların özelleştirilmiş kısa vadeli kazançlar elde etmelerine ve sosyalleştirilmiş uzun vadeli zararlar yaratmalarına yol açmış ve “başarısız olamayacak kadar sistemik” sorunu ortaya çıkarmıştır (Blundell–Wignall vd., 2009: 22).

Aracılar için verimlilik öncelikle aracılık kredisinin maliyetini ölçmek için talep edilmektedir. Kurumlar için etkinlik ölçütleri, genel giderlerin toplam aktiflere oranı, net faiz marjı, borç verme-mevduat farkı, faiz dışı gelirin toplam gelire oranı ve maliyet-gelir oranı gibi göstergeleri içermektedir. Etkin finansal kurumlar aynı zamanda daha karlı olma eğiliminde olsa da ilişki çok net değildir. Verimsiz bir finansal sistem, ekonomik genişleme döneminde dahi yüksek karlılık sağlayabilmektedir. Verimli bir finansal sistemse ekonomik daralma döneminde zarar edebilmektedir. Ülkelerin bir alt kümesi için, veri zarflama analizine ve diğer daha karmaşık önlemlere dayalı verimlilik endekslerini hesaplamak mümkündür. Örneğin, Angelidis ve Lyroudi (2006) İtalyan bankacılık endüstrisinde verimliliği ölçmek için veri zarflama analizini ve sinir ağlarını uygulamıştır. Bununla birlikte, bu tür bir analiz için gerekli olan veriler, yalnızca belirli bir ülke alt kümesi için mevcuttur. Finansal piyasalar için, verimlilik ölçütleri, işlemlerin maliyetlerini doğrudan ölçmek yerine işlemleri ölçmeye odaklanmıştır. Hisse senedi piyasasında verimliliğin temel ölçülerinden biri ciro oranı, bir diğer deyişle, cironun kapitalizasyona oranıdır. Söz konusu değişkeni kullanmanın altında yatan sebep, ciro ne kadar yüksekse (likidite o kadar yüksektir), piyasanın o kadar verimli kabul edilmesidir. Tahvil piyasasında en sık kullanılan değişkenler ise alım-satım fiyat makasının açıklığıdır ve ciro olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal piyasalarda etkinliğin dahil olduğu ampirik çalışmalarda bir dizi farklı ölçütler kullanılmaktadır. Bunların ilki, bir hisse senedi piyasasındaki bireysel hisse senedi getirilerinin birlikte hareket etme derecesi olarak hesaplanan fiyat eşzamanlılığıdır. Fiyatlar, firmaların performansı hakkında bilgi verdiğinde piyasaların etkin çalışmasından dolayı, söz

konusu değişken, günlük hisse senedi fiyatlarının bilgi içeriğini yakalamaya çalışmaktadır. Etkinlik için bir başka değişken, özel olarak elde edilen bilgiler aracılığıyla gerçekleştirilen ticaretten ortaya çıkan ticaret modellerine sahip firmaların yüzdesi olarak tanımlanan özel bilgi ticaretidir. Bu hesaplama, günlük fiyat-hacim kalıplarının incelenmesine dayanmakta ve özel veya ayrıcalıklı bilgilere dayalı olarak hisse senedi alım satımının yaygınlık durumunu göstermeye yardımcı olmaktadır. Son olarak, etkinlik, reel işlem maliyetiyle yaklaşık olarak hesaplanabilmektedir. Listelenen hisse senetlerinin günlük getiri verilerine dayanarak, söz konusu değişken belirli bir menkul kıymetin alım satımıyla ilgili işlem maliyetlerini tahmin etmeye çalışmaktadır. Bu değişken, piyasada etkinliğin önündeki engellerin belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Tüm bu göstergeler, çeşitli piyasa kaynaklarından firma düzeyindeki verilerin derlenmesi ve istatistiksel olarak işlenmesiyle oluşturulmaktadır (Cihak, Demirgüç-Kunt, Feyen ve Levine, 2012: 14).

Finansal etkinliğin ardından açıklanacak olan son alt başlık olan finansal istikrar, kaynakların tahsisinde karar verme sürecinin temeli oluşturmasından ötürü büyük önem arz etmektedir. İstikrarın olmaması durumunda tasarruf ve yatırım ortamı zarar görmekte, kaynak tahsisinde etkinlikten uzaklaşılmakta ve ekonomik faaliyetler zarar görebilmektedir.

Son olarak, finansal istikrar, finans sektörünün önemli bir özelliğidir. Özellikle sistemik risk, stres testleri ve finansal istikrar için diğer araçların ölçülmesi konusunda geniş bir literatür bulunmaktadır. Nispeten daha sağlam bir makroekonomik istikrar için finansal istikrarın farklı bir önem arz etmesi nedeniyle, söz konusu başlık kimi zaman ayrı bir şekilde alınmaktadır. Belirtmek gerekir ki finansal istikrar, daha kapsamlı bir finansal gelişme sürecinin bir parçasıdır. Bankaların kredi verme standartlarının çok gevşek olduğu, bankaların uygun risk yönetimi ve kredi izlemesi olmadan kolayca kredi sağladığı bir ülkede gerçekleştirilen hızlı ekonomik büyüme, derinleşmenin ve finansmana erişimin artmasının bir işareti olarak görülebilmektedir. Bunlarla birlikte, finans sektörü belirli bir süre için verimli bir görüntü çizebilmektedir: kredi onay süreci olmadan, bu tür bankalar en azından krediler ktleşene kadar maliyetlerini düşürebilme imkanına sahiptir. Söz konusu özelliklere sahip bir finansal sistem oldukça istikrarsız

olacak ve nihayetinde muhtemelen bir kriz durumuyla karşı karşıya kalacaktır (Morgan ve Pontines, 2014). Finansal istikrarı ölçmek için kullanılan önemli bir değişken, kapitalizasyonu ve getirileri risk potansiyeliyle (getirilerin oynaklığı) açıkça karşılaştıran z-skoru değişkenidir. Z-skoru, bireysel finansal kurumların sağlamlığının bir ölçüsü olarak ilgi kazanmıştır ve $z \equiv (k + \mu)/\sigma$ olarak tanımlanmaktadır; burada k, varlıkların yüzdesi olarak özsermaye, μ , varlıkların yüzdesi olarak getiri ve σ , getiri oynaklığının bir temsilcisi olarak varlıkların getirisinin standart sapmasını temsil etmektedir. Z-skorunun popülaritesi, bir finansal kurumun iflas etme olasılığıyla, yani varlıklarının değerinin borcunun değerinden daha düşük olma olasılığıyla ters orantılı olmasından kaynaklanmaktadır (Cihak ve Hesse 2010). Temerrüte düşme olasılığı aşağıdaki formülle ifade edilmektedir;

$$p(\mu < k) = \int_{-\infty}^k \phi(\mu) d\mu \quad (1)$$

μ 'nun normal dağılması durumunda ise z'nin z-skoru temsil etmekte olduğu aşağıdaki formül kullanılmaktadır;

$$p(\mu < k) = \int_{-\infty}^z N(0,1) d\mu \quad (2)$$

Bir diğer deyişle, getirilerin normal dağılması durumunda, z-skoru standart sapmaların sayısını ölçmekte ve öz sermayeyi tüketmek için getirilerin düşmesi gerekmektedir. μ normal dağılmasa bile, z temerrüt olasılığının alt sınırıdır. Bu nedenle daha yüksek bir z puanı, daha düşük bir iflas olasılığı anlamına gelmektedir. Z-skorlarının avantajları olduğu kadar çeşitli sınırlamaları mevcuttur. Sınırlamaların en önemli kabul edileni, z puanlarının tamamen muhasebe verilerine dayanmasıdır. Bu nedenle, yalnızca temeldeki muhasebe ve denetim sistemi kadar iyi olmaktadırlar. Finansal kurumlar raporlanan veriler üzerinde değişiklikler yaptığında, z-skoru söz konusu finansal kurumların istikrarı hakkında aşırı pozitif bir değerlendirme sağlayabilecektir. Ayrıca, z-skoru her bir finansal kuruma ayrı ayrı bakmakta ve bunun sonucunda bir finansal kurumdaki ödeme gecikmesinin (temerrüt) sistemdeki diğer finansal kurumlara zarar verme riskini gözden kaçırabilmektedir. Z-skorunun

bir avantajı, daha karmaşık, piyasa tabanlı verilerin bulunmadığı kurumlar için kullanılabilmesidir. Ayrıca, z-skorları, mülkiyetleri veya amaçları bakımından farklılık gösterebilen, ancak iflas riskiyle karşı karşıya olan farklı kurum gruplarındaki temerrüt riskini karşılaştırmaya olanak tanımaktadır. Bu göstergelerin yanı sıra yasal öz kaynağın risk ağırlıklı varlıklara ve geri dönmeyen kredilerin brüt kredilere oranı gibi göstergeler için Global Finansal Gelişme Veritabanı, IMF'nin web sitesinde (fsi.imf.org) bulunan Finansal Sağlamlık Gösterge Veritabanı'na katkıda bulunmaktadır. Geri dönmeyen kredi oranları gibi değişkenler Z-skorundan daha iyi derecede bilinebilmesine rağmen söz konusu değişkenler sağlamlığın gecikmeli göstergeleri olarak kabul edilmektedir (Cihak, Demirgüç-Kunt, Feyen ve Levine, 2012: 15).

Finansal istikrarsızlığın bir diğer göstergesi aşırı kredi büyümesidir. Gelişmekte olan bir finans sektörünün genişlemesi normal kabul edilmektedir. Kredi büyümesi olmaması durumunda finansal sektörler derinlikten yoksun kalmakta veya finansal hizmetlere erişim sağlayamamaktadır. Buna rağmen kredilerdeki çok hızlı bir büyümenin, bankacılık krizleriyle güçlü bir ilişkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1997 ve Kaminsky ve Reinhart, 1999). Genellikle, kredi genişlemeleri, çoğu zaman sermaye girişleriyle birlikte, gelecekteki gelir ve varlık fiyatlarına ilişkin aşırı iyimser beklentiler ile ortaya çıkmaktadır. Zaman içinde, hanehalkı ve firmalar önemli miktarda borçlanırken, gelirleri söz konusu borçlanma artışıyla mücadele edemez hale gelmektedir. Gelir veya varlık fiyatlarındaki düşüş, geri dönmeyen kredilerde ve temerrütlerde artışa yol açmaktadır ve bu durum, ülkeyi bir bankacılık krizine sokabilmektedir. Drehman, Borio ve Tsatsaronis (2011), bankalar için konjonktür karşıtı düzenleyici sermaye tamponu gereksiniminin seviyesini belirlemek için çıpa olarak farklı değişkenlerin performansını inceleyerek, kredi-GSYİH oranı ile söz konusu değişkenin uzun vadeli geriye dönük trendi arasındaki farkın sermaye birikimi için bir gösterge olarak en iyi performansı gösterdiğini ortaya koymuşlardır. Bunun sebebi, bu değişkenin, bankacılık krizlerine yol açan sistem genelindeki güvenlik açıklarının oluşumunu tespit etmesidir. Aşırı kredi büyümesinin bir avantajı, gözlemlenmesinin ve izlenmesinin nispeten kolay olmasıdır.

Bunun yanı sıra diğer bazı ölçütlerin aksine (örneğin, geri dönmeyen kredileri içerenler) ileriye dönük bir istikrarsızlık ölçütüdür. Bu önlemin bir dezavantajı, finansal sektör sorunlarının tam olgunlaşmış bir krizde gözle görülür bir hale geldiği durumları kendi başına tespit edememesidir. Bu gibi durumlarda, krediler reel olarak düşüş göstermektedir. Bu sebepten ötürü, finansal istikrarsızlığın ex-ante bir ölçüsü olan aşırı kredi büyümesi göstergesine, finansal istikrarsızlık durumları için ex-post bir gösterge kabul edilen kredi azalmalarını dahil ederek değişiklik yapmak önem arz etmektedir. Finansal piyasalar için, diğer değişkenlerin de veritabanına dahil edilmesine rağmen, istikrar ölçümü için en yaygın olarak kullanılan değişken piyasa volatilitesidir. Söz konusu değişkenlerden bir diğeri, hisse senedi getirilerinin çarpıklığıdır; daha negatif çarpık hisse senedi getirisi dağılımına sahip bir piyasanın büyük negatif getiriler sağlaması ve muhtemelen daha az istikrara eğilimli olmasıdır. Diğer bir değişken, şirketlerin mali tablolarında, manipülasyon göstergesi olabilecek, rapor edilen bilgilerin belirli özelliklerinden türetilen kazanç manipülasyonuna karşı kırılganlıktır. Amerika Birleşik Devletleri, Fransa ve diğer yüksek gelirli ekonomilerin çoğunda, firmaların yüzde 10'undan daha azında kazanç manipülasyonu ile ilgili sorunlar mevcuttur; Zimbabwe'de ise tam tersine, neredeyse tüm firmaların muhasebe beyanlarının manipüle edilmesiyle karşılaşılması mümkündür. Türkiye'de ise bu oran yüzde 40'a yakın olarak tespit edilmiştir. Hisse senedi piyasasındaki volatilitayı tahmin eden diğer değişkenler, fiyat/kazanç oranı (F/K oranı) ve süre (uzun vadeli büyüme ve faiz oranları gibi faktörleri hesaba katan F/K oranının rafine edilmiş bir versiyonu) olarak literatürde yer etmiştir. Bu değişkenler, piyasa fiyatlarının yalnızca mevcut temeller yerine gelecekteki nakit akışları ve büyüme beklentilerini içerdiği ve bu nedenle hisse senedi fiyatlarının gelecekte daha oynak ve negatif çarpık olabileceği ampirik gerçeğine dayanmaktadır. Başka bir gösterge grubu, temeldeki finansal altyapının özellikleriyle ilgilidir. İlgili grup, bilgi ifşası, sözleşmenin uygulanması ve finansal altyapının diğer nicel özelliklerine ilişkin temel göstergeleri içermektedir. Değişkenlere örnek olarak kamu sicil kapsamı (yetişkinlerin yüzdesi), özel büro kapsamı (yetişkinlerin yüzdesi), sözleşme uygulama prosedürleri (sayı), sözleşme uygulama süresi (günler) ve sözleşmeyi uygulama maliyeti (alacağın yüzdesi) sayılabilmektedir (Cihak, Demirgüç-Kunt, Feyen ve Levine, 2012: 17).

Bir diğerk ilgili gösterge grubu, uluslararası entegrasyonun derecesi ile ilgilidir. Bu, BIS raporlu bankaların GSYİH'ya yönelik konsolide dış talepleri gibi göstergeleri veya merkezilik derecesi gibi sınır ötesi bankacılık karşılıklı bağlılığını ölçmektedir ( ih k, Mu oz ve Scuzzarella, 2011: 3-4). Bu değişkenler özellikle finansal istikrarla yakın bağlantıya sahiptir ve sağlayıcı ortamın bir parçası olarak düşünülmektedir.

1.2. Finansal Gelişmenin Belirleyicileri

Yukarıda anlatılan finansal gelişme ölçütlerinin dışında finansal gelişmenin belirleyicilerinden de bahsedilmesi büyük önem arz etmektedir. Ağır vd. (2009) finansal gelişme üzerinde etkili olan değişkenler olarak iktisadi gelişme, finansal serbestleşme, dış ticaretin serbestleşmesi, kurumsal yapı ve sosyal sermaye, sermaye hesabının serbestleşmesi, devletin finans alanındaki payı, etkin gözetim ve denetim mekanizması, munzam karşılıklar uygulaması, makroekonomik politikalar ve tutarlılık, yasal mevzuatın kaynağı, mevduat sigortasını seçmişlerdir.

1.2.1. Dış Ticaretin Serbestleşmesi

Newbery ve Stiglitz (1984) dış ticaretin artmasıyla birlikte sigortacılık faaliyetlerine olan talebin artacağını ve dolayısıyla finansal gelişmenin artacağını  ne sürmüşlerdir. Bunun sebebi dış ticaretin belirsizlikleri fiyat esnekliklerini değiştirerek arttırma eğiliminin bulunmasıdır. Buna ek olarak sigortacılık sisteminin söz konusu talep artışıyla birlikte finansal gelişmeyi arttırma potansiyeli bulunmaktadır.

Do ve Levchenko (2006) karşılaştırmalı avantajların finansal farklar sonucu oluştuğunu ileri sürmüşlerdir. Dış ticaretin serbest olması durumunda finansal olarak yoğun malların üretiminde uzmanlaşmış olan bir ülkede dış finansmana olan talebin yüksek olacağını belirtmişlerdir. Bunun sonucunda finansal gelişme yüksek olacaktır. Ticaret liberalizasyonunun ardından finansal olarak yoğun mal ve hizmetlerde yoğunlaşan ekonomilerde dış finansmana olan talep fazla olacak ve dolayısıyla finansal gelişme yüksek gerçekleşecektir. Yazarlara göre üretiminde dış finansmana ihtiyaç duyulmayan malları ihraç eden bir ekonomide finansal gelişme

düşük düzeylerde seyredecektir. Dolayısıyla finansal farklılıklar üretim yapısını ve dolayısıyla ticaret yapısını değiştirmektedir. Özetle ilgili bakış açısı finansal gelişme ve üretim ilişkisini temel almaktadır.

Braun ve Raddatz (2005: 1)'a göre dış ticaretin liberalizasyonu, ekonomi dışı kapalıyken kaynak kullanımında optimizasyonu ve finansal gelişmeyi önemsemeyen firmalar için rekabetçi bir ortam meydana getirerek fonların rekabetçi biçimde kullanılmasına yol açmaktadır. Dış ticaret liberalizasyonundan önce baskı grupları piyasaları menfaatleri için kullanır durumdadır ve bu durum politik güçlerinin büyüklüğünü ortaya koymaktadır. Sonuç olarak liberalizasyon finansal gelişmeyi engelleyen firmaların siyasi gücünü azaltarak finansal sistemin gelişmesine yardımcı olmaktadır.

1.2.2. Kurumsal Yapı ve Sosyal Sermaye

Bireyin veya birey topluluklarının ilişkilerini düzenleyen kurallar kurum olarak tanımlanmaktadır ve kurumlar doğası gereği statükoyu korumakta, sürdürmekte ve değişimlere karşı çıkmaktadır. Zaman içinde kurumlarda değişiklikler meydana gelmesine rağmen bu süreç yavaş ilerlemektedir. Kurumsal yapılar finansal gelişmeyi bilinçli şekilde engelleme yoluna gidebilmektedirler. Kurumsal elit, piyasaya girmeye hazırlanan yeni şirketlerin finans sektörüne erişiminin önüne geçebilmektedir. Finansal sistemin belirli otoriteler tarafından yönetilmekte olduğu durumda söz konusu otoriteler finansal sistemi kendi çıkarları doğrultusunda kullanma güdüsüne sahip olmaktadır. Bu durumda finansal gelişmenin meydana gelebilmesi için gerekli düzenleyici ve denetleyici kurumların oluşması engellenmiş olacaktır. Buna uygun bir şekilde bir ülkede bulunan menfaat grupları ekonomik büyümeye katkıda bulunmak ve zenginliğin halka yayılmasını sağlamak yerine kendi gruplarının milli gelirden aldıkları payın arttırılması amacıyla çalışmaktadır (Ağır, Peker ve Kar, 2009: 38-42). Bu amaç uğruna iktisadi büyüme de engellenmektedir. Bu gibi tekelci veya oligopolcü grupların ortadan kalkması iktisadi büyümeye şüphesiz katkıda bulunmaktadır.

Acemoğlu, Johnson ve Robinson (2004: 2)'un ekonomik kurumlar hipotezine göre ekonomik kurumlardaki farklılıklar ekonomik kalkınmadaki farklılıkların

nedenini oluşturmaktadır. İktisadi ajanların teşviklerini ve kısıtlamalarını belirleyen ekonomik kurumlar sonuçları için seçilmiş olan sosyal kararlardır. Siyasi kurumlar ve gelir dağılımı ise ekonomik kurumları ve sonuçları şekillendirmek için bir araya gelen dinamik güçlerdir. Büyümeyi teşvik eden ekonomik kurumların, siyasi kurumların (a) geniş tabanlı mülkiyet haklarının uygulanmasında çıkarları olan gruplara gücü tahsis etmesi, (b) güç sahipleri üzerinde etkili kısıtlamalar oluşturmaları ve (c) güç sahipleri tarafından elde edilecek rantın az olması durumunda ortaya çıktığı öne sürülmektedir. Demetriades (2008: 1) son olarak ekonomik kurumlar hipotezi üzerine yapılan çalışmaların yetersiz olduğunu belirtmiş olup politika yapıcıların gelir ve gelir dağılımına önem verdikleri kadar siyasi kurumlara da önem vermelerinin gerekliliğini belirtmiştir.

Bunun yanı sıra ülkelerin finansal gelişmişlik farklılıklarının sebepleri incelenirken yasal kurumlarla beraber toplumsal normların da etkili olduğu belirtilmektedir. Söz konusu toplumsal değerler ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir ve dolayısıyla yasal olmayan kurumlar kültür ve toplumsal normları baz alarak oluşmaktadır (Garretsen, Lensink ve Sterken, 2004: 165). Guiso, Sapienza ve Zingales (2000) toplumsal normlar konusunda çalışma yapmış olup İtalya'nın farklı bölgelerini ele almışlardır ve yaptıkları çalışmanın sonucunda yüksek sosyal sermaye bölgelerinde hanehalkının çek kullanımının, düşük sosyal sermaye bölgelerindekine göre daha fazla olduğunu, daha az nakit taşıdığını, daha fazla hisse senedi alımı yaptığını ve daha çok kurumsal kredi kullandığını tespit etmişlerdir.

1.2.3. İktisadi Gelişme

Schumpeter (1912) aksak işleyen bir bankacılık sisteminin, yeni ticari malların üretiminde verimliliği arttırmak için gerekli olan teknolojik buluşların finansmanını sağlayamayacağını belirtmiştir. Bu görüşe göre iyi işleyen bir bankacılık sistemi iktisadi gelişmenin anahtarlarından biri olarak görülmektedir. Robinson (1952) ise bu görüşe karşı çıkarak girişimin yol gösterdiğini ve finansal sektörün söz konusu girişimi takip ettiğini ifade etmiştir. İktisadi gelişmenin meydana gelmesiyle birlikte finansal sektörde yeni düzenlemeler yapılması gerekliliği ortaya çıkacaktır.

İkinci Dünya Savaşı sonrasında ülkelerce benimsenen kalkınma ve kalkınma literatürü finansal gelişme ve iktisadi gelişme ilişkisinin biçimini değiştirmiştir. Söz konusu husus kalkınmanın finansmanı olarak işlenmiştir. 1960'lı yıllara gelindiğinde finansal aracılığın veya finansal kurumların işleyişlerini iyileştirmeleri yani kredi arzı işlemlerini geliştirmeleri durumunda iktisadi büyümenin pozitif yönde etkileneceği ortaya koyulmuştur. Gelişmiş ülkelerin gelişmiş finansal sistemlerinin, fon arz edenler ile yatırımcılar arasındaki bağlantının kurulmasını kolaylaştırdığını ve dolayısıyla finansal gelişmenin iktisadi büyümeye katkısı olması gerektiğini belirtmektedirler (Gurley ve Shaw; 1967: 260).

Patrick (1966: 174-177) finansal gelişme ve iktisadi gelişme arasındaki nedensellik ilişkisinin iki farklı şekilde kurulabileceğini belirtmiştir. Bunlar sırasıyla talebin takip ettiği ve arzın öncülük ettiğidir ve talebin takip ettiği durumda reel sektörde yaşanan gelişmeler sonucunda talep artışı meydana gelmekte ve bu talep artışını karşılamak için finansal sektör gelişmektedir. Arzın öncülük ettiği durumdaysa finansal sektör kurumsal ve sunduğu finansal enstrümanlar açısından gelişme gösterdiğinde iktisadi büyüme bu durumdan pozitif olarak etkilenmektedir.

1.2.4. Devletin Finans Alanındaki Payı, Finansal Serbestleşme ve Sermaye Hesabının Serbestleşmesi

Gelişmiş olan ekonomilere oranla gelişmekte olan ekonomilerde devlet bankalarının daha yoğun faaliyet gösterdikleri görülmektedir. Söz konusu kamu bankaları siyasi figürlerin baskısına maruz kalabilmektedir. Siyasi figürler çıkarlarını maksimize etmek amacıyla kamu bankalarının işleyişine karışabilmektedir ve bu yolla aldıkları seçmen oylarını arttırmaya çalışabilmektedir. Kredileri istihdam ve sübvansiyon saikleriyle kullanırmak için baskı uygulayabilmektedirler. Bunun sonucunda bu tür faaliyetlere girişmiş yozlaşmış siyasiler bir sonraki seçimlerde tekrar seçilebilmektedirler. Bahsedilen faaliyetler ülke ekonomisinin önceliklerini karşılamaktan uzaktır ve bu amaçla uygulanmamaktadır. Krediler siyasi menfaatler doğrultusunda belirli şirketlere ve sektörlerle tahsis edilmektedir. Bunun yanı sıra kamu bankaları çalışanları ile özel banka çalışanları kıyaslanmaktadır. Devlet bankası çalışanları özel banka çalışanlarına göre daha düşük motivasyona ve

yeterliliğe sahip bulunmaktadır. Bu açıdan kamu bankaları finansal gelişme hususuna katkıları bağlamında özel bankalara göre geride kalmaktadır (Demetriades, 2008: 6).

Andrianova, Demetriades ve Shortland (2008: 248-249), mudileri bankaların başarısızlıklarından koruyacak kurumsal ve yasal altyapı sağlanmadan kamu bankalarının özelleştirilmesinin finansal gelişmeyi arttırmak yerine azaltacağı sonucuna varmışlardır. Söz konusu altyapı sağlanmadığı sürece özel bankalar fırsatçı davranışlar göstermektedir. Bunun sonucunda hanehalkı, mevduat faizleri özel bankaların mevduat faizlerine görece daha düşük olsa bile kamu bankalarını tercih etmektedir ve bu duruma örnek olarak Rusya'daki Sberbank'ı göstermektedirler.

Demetriades, Du, Girma ve Xu (2007: 13-14) yaptıkları çalışmada, bankacılık sisteminde kamu bankalarının önemli bir yer tuttuğu Çin Halk Cumhuriyeti'nin uzun yıllardır yüksek büyüme oranları yakalamasını incelemişlerdir. Elde edilen bulgulara göre söz konusu bankacılık sektörü yapısı, şirketlerin katma değerlerinin ve toplam faktör verimliliğinin artışına katkıda bulunmaktadır. Çalışmaları sonucunda elde ettikleri bir başka bulgu banka kredilerinin sektör ve firma büyümesi üzerindeki etkilerinin yalnızca özel bankalar mevcut olup faaliyet gösterdiğinde daha fazla olduğudur. Kamu ve ortak mülkiyetin mevcut olduğu durumlar incelendiğinde ise yine pozitif ve anlamlı bir ilişki elde etmişlerdir. Bu sonuçlara göre devlet bankaları ve zayıf iktisadi aktivite arasında kurulan bağ tekrar sorgulanmaktadır. Kamu bankalarının finansal gelişmeyi engellediği şeklindeki görüşü tüm ekonomiler için kabul etmek yanlış bulunmaktadır. Banka sahibinin kamu veya özel sektör olmasının finansal gelişmeye etkisi ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir.

İkinci Dünya Savaşı sonrası benimsenen Keynesyen politikalarla birlikte finansal sektöre müdahaleler artmış ve piyasa aktörleri yerine yetkili otoriteler faiz oranlarının belirlemeye başlamıştır (Galbis, 1979: 423). Söz konusu baskı politikaları reel faizleri sıfırın altına düşürmüş ve dolayısıyla ekonomik birimlerin tasarrufları verimsiz olarak kabul edilen gayrimenkul ve altın gibi yatırımlara yönelmiştir. Bu durum tasarrufları bankacılık sektöründen uzaklaştırmıştır. Bunun sonucunda verimli yatırımlar gerçekleştirilememeye başlamıştır (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). Reel faiz oranlarının negatif olmasına yol açan finansal politikalar devlet bütçe açıklarının

finansmanını düşük maliyetli kılmak ve kaynak dağılımının optimizasyonunu sağlamak için kullanılmıştır (Collier ve Mayer, 1989: 6).

Bu durum birçok iktisatçı tarafından eleştirilmiş ve enflasyon oranı altında tutulan nominal faiz oranlarının belirlenmesi görevinin piyasa aktörlerine bırakılması önerilmiştir. Bu şekilde pozitif reel faiz oranları oluşacak ve tasarruflar verimsiz alanlardan çekilerek bankalara yönlendirilecektir. Finansal sektöre getirilen kısıtların kaldırılması finansal derinliğin artmasına katkıda bulunmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde yatırımların gerçekleştirilmesi hususunda asıl problemin tasarruf açığı olduğunu, finansal serbestleşmenin tasarruf oranlarını arttıracak ve bu sorunu ortadan kaldırmaya yardımcı olacağını belirtmişlerdir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'e göre faiz oranları ve munzam karşılık oranları gibi değişkenlere müdahale edilmenin bırakılması kaynakların etkin bir şekilde tahsisine yol açacak bir finansal gelişmenin kendiliğinden meydana gelmesine olanak sağlayacaktır.

Finansal serbestleşme başlığında belirtildiği gibi finansal serbestleşme finansal piyasalar üzerindeki finansal baskıyı ortadan kaldırarak pozitif reel faizlerin oluşmasına olanak sağlamaktadır (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). İkinci olarak sermaye kontrollerinin ortadan kaldırılması sermayenin maliyetini azaltarak ekonomik aktörlerin portföy çeşitlendirmelerini zenginleştirmektedir (Bekaert ve Harvey, 2000: 565-566). Bunların sonucunda piyasadaki fon mevcudiyeti artmakta ve fon arz edenler için maliyetler azalmaktadır. Üçüncü olarak rekabetçiliğin artması etkin olmayan finansal oluşumların piyasadan çıkmasına ve finansal altyapının etkinliğini, reformlar için yaratılan baskıyı arttırarak, arttırmaktadır (Ito, 2006: 304; Huang, 2006: 2). Sonuç olarak verilebilecek kredi miktarı artmakta ve ters seçim, ahlaki tehlike, asimetrik bilgi kavramları gittikçe ortadan kalkmaktadır (Chinn ve Ito, 2006: 164).

Bunlara ek olarak küresel rekabete katılma durumu uluslararası standartların tanıtımına yol açmaktadır. Ülkelerin söz konusu serbestleşme ile yabancı araçların talep ettiği uluslararası standartlarla karşı karşıya kalması sonucu yerel finansal sistemin etkinliğini artmaktadır. Yabancı bankaların ülke sınırları içinde şubeler açması beraberinde getirdiği finansal yenilikler ile bankacılık sisteminin sınırlarını

genişletmektedir. Tüm bunlar sonuç olarak yurt içi tasarruf oranlarını ve sermaye girişlerini arttırabilmektedir (Klein ve Olivei, 2008: 862).

Sermaye hesabı serbestleşmesinin finansal gelişmeye yol açması için makul yasal ve kurumsal altyapıyla birlikte faaliyete geçirilmesi gerekmektedir. Mülkiyet hakkının tam olarak tanınmadığı ve sözleşmelere uyulmama durumlarına karşı güvenilir bir garanti sisteminin mevcut olmadığı ülkelerde finansal gelişme gerçekleşmemektedir. Fon arz edenler için hukuki korunma, muhasebe kuralları ve uygulamalarında şeffaflık vb. uygulamalarla birlikte finansal gelişme söz konusu olabilmektedir (Beck ve Levine, 2003: 37). Kısacası sermaye hesabının liberalizasyonu tek başına finansal gelişmeyi sağlayamamaktadır. Söz konusu liberalizasyonun yanında gerekli yasal altyapının sağlanması gerekmektedir

1.2.5. Munzam Karşılıklar Uygulaması

Munzam karşılıklar veya zorunlu karşılıklar uygulaması bankalarda açılan her bir mevduat karşılığında bankanın ayırmak zorunda olduğu karşılık anlamına gelen önemli bir para politikası aracıdır. Bu araç mevduat sahiplerini ve krizler karşısında bankaları koruyan bir para politikası enstrümanıdır. Aynı zamanda parasal çarpanı olduğundan daha istikrarlı kılmaktadır. Bunun sonucunda parasal genişlemenin kontrolü kolaylaştırmaktadır (Ağır, Peker ve Kar, 2009).

1990'lı yıllara gelindiğinde ise zorunlu karşılıklar politika aracının rolünün, çoğu ülkede, kldğu görülmektedir. Belçika, Danimarka, İsveç, Kanada ve Yeni Zelanda zorunlu karşılıklar uygulamasını kullanmamaktadır. İngiltere ve Hollanda ise kullanımına devam etmesine rağmen düşük düzeylerde tutmaktadır. ABD ve birçok ülke ise bu uygulama üzerindeki yasal düzenlemeleri azaltma yoluna gitmiştir (Di Giorgio, 1999). Munzam karşılıklar uygulamasının gözden düşmesinin bir sebebi para otoritelerinin banka rezervlerinin kontrolünden ziyade kısa dönem faiz oranlarını etkileyecek uygulamalara yönelik çalışmalarıdır. Faiz oranlarının etkilenmesinde önemli bir araç olarak kabul görmemiştir (Borio, 1997). Bunun yanı sıra finansal enstrümanlarda meydana gelen gelişmeler munzam karşılıklara tabi olmayan bankadışı finansal kurumların sayısının artışına sebep olmuştur (Bental ve Eden, 2002). Munzam karşılıklar bankalardan alınan bir vergi gibi düşünüldüğünde

bankadışı finansal kurumlarla arasında haksız bir rekabet oluşturmaktadır (Di Giorgio, 1999).

Finansal serbestleşmeyi destekleyenler munzam karşılıkları mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki makası büyüttüğünden ve finansal sistemi küçülttüğünden bir vergi olarak görmektedirler. Bu görüşe göre söz konusu zorunlu karşılıklardan elde edilen gelir verimsiz kamu harcamalarının finansmanı için kullanılmaktadır. Zorunlu karşılıkları uygulamasının kaldırılması iktisadi büyümeyi ve finansal sistemin derinleşmesini yani finansal gelişmeyi arttıracaktır (Ağır, Peker ve Kar, 2009).

Buna karşın zorunlu karşılıklar politikası, bankalara, mudilerin para çekmelerini karşılayabilmeleri için likidite sağlamaktadır. Bankalar kısa dönem ödemelerini gerçekleştirmek için yeterli likiditeye sahip olmayabilmektedir. Ödeme güçlüğü durumundaki bankanın bankalararası piyasalardan borçlanması mümkündür ancak bu yola başvuran bir bankanın repütasyonu kötü etkilenebilmektedir. Bu durumda bankalar fon sağlamaya sıcak bakmaz hale gelebilmektedir. Fon bulamayan banka uzun dönem varlıklarını düşük fiyattan satmak durumunda kalabilmekte ve varlıklarının değeri düşebilmektedir (Arestis vd., 2002). Böyle bir senaryoda zorunlu karşılıklar bankaların likidite yetersizliği yaşamasına karşı bir ihtiyat tedbiri olmaktadır. Burada önem arz eden asıl nokta zorunlu karşılıklar oranının optimal değeridir. Bental ve Eden (2002)'a göre finansal istikrar için önem arz eden zorunlu karşılıklar uygulaması yüksek oranlar uygulandığında makroekonomik performans ve finansal sistem üzerinde olumsuz etkiler yaratan bir vergi haline gelmektedir.

1.2.6. Etkin Gözetim ve Denetim Mekanizması

Tüm ekonomiler için kaynakların etkin tahsisinde önemli bir rol üstlenen finansal sistemler kriz ve istikrarsızlıklara karşı kırılgan bir yapıya sahiptir. Söz konusu krizler özellikle gelişmekte olan ülkeler bazında oldukça büyük toplumsal refah ve milli hasıla kayıplarına yol açabilmektedir. Yüksek toplumsal maliyetli sebeplerden ötürü finansal sektör politikaları etkin gözetim ve denetleme mekanizmaları eşliğinde uygulanmalıdır (Llewellyn, 2005).

Finansal sektör, özellikle bankacılık sektörü çok sayıda düzenlemeye tabidir ve bunun ilk sebebi bankaların yanlış politika uygulamalarına aşırı duyarlı olmasıdır (Brownbridge vd., 2005). Mudilerin bankalarına olan güvenlerinin sarsılması durumunda mevduatlarını çekmeye çalışmaları söz konusu bankalarda likidite yetersizliğine yol açmaktadır. Bu durumdaki, mudilerinin güveni sarsılmış bir banka, batmanın eşiğine gelecektir. Bankaların iflas etmeye başlaması sistemik bir riski tetikleyici etki yaratacaktır (Diamond ve Dybvig, 1983: 401; Gorton, 1988: 225).

İkinci olarak bankacılık sistemi bir ülkenin ödeme sisteminde hayati bir role sahiptir. Bankalarda meydana gelebilecek herhangi bir batma tehlikesi söz konusu ödeme sistemini sekteye uğratabilmektedir. Batma tehlikesi yaşayan bankaların müşterileri hakkında bilgiye sahip olması sebebiyle başarısızlık durumunda bu bilgilerin ortadan kalkması müşterilerinin krediye ulaşabilme imkanlarını ortadan kaldırmaktadır (Brownbridge vd., 2005). Buna ek olarak bir başarısızlık mudilerin tasarruflarının ortadan kaybolmasıyla sonuçlanırsa büyük sosyal maliyetlerle karşı karşıya kalınmaktadır

1.2.7. Mevduat Sigortasının Mevcudiyeti

Mevduat sigortası tasarruf sahiplerinin bankalara yatıracakları mevduatların geri ödenmesini taahhüt eden bir sigorta sistemidir. Mevduat sigortasının oluşturulma amacı finansal krizler ortaya çıktığında mevduat sahiplerinin eşzamanlı olarak bankalarına hücum edip mevduatlarını çekmelerini ve bankacılık sistemini iflasa sürüklemelerini engellemektir. Bir bankanın likidite yetersizliği durumuna düşmesi finansal sistemdeki diğer bankaları da etkileyebilecektir (Diamond ve Dybvig, 1983: 404).

Mevduat sigortasının ekonomi üzerindeki etkilerini açıklamak gerekirse ilk sırada mevduat sahiplerine mevduatlarının kayıtsız şartsız geri ödenmesini garanti eden bir koruma sağlaması gelmektedir. İkinci sırada bankalara hücumu önlemesi ve finansal sistemin yıkılmasını engellemesi gelmektedir. Üçüncü olarak tasarruf oranını yükseltmesi ve ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemesi, dördüncü olarak, küçük bankalara daha büyük bankalar ve kamu bankalarıyla rekabet etme olanağı sağlamasıdır (Garcia, 2000: 8). Bunlarla birlikte mevduat sigortacılığı

tasarruf sahiplerinin finansal sistemin sağlamlığına olan inancını arttırarak finansal sistemin derinliğini arttırıcı bir etki yaratabilmektedir. Bunların yanında mevduat sigortacılığı kimi durumlarda negatif eylem ve sonuçlara yol açabilmektedir. Mevduat sigortası uygulaması durumunda mevduat kabul eden kurumun iflası durumunda mudilerin kayıplarını hükümet karşılamaktadır ve bu durum ahlaki tehlike problemine yol açmaktadır. Bankalar batmaları durumunda mevduat sahiplerinin kayıplarını hükümetin ödeyeceğini bildiklerinden yüksek riskli faaliyetlere yönelebilmektedir. Eğer düzenleyici çerçeve sıkı değilse bu durum finansal sistemin tamamına yayılabilecek bir krize yol açabilecektir (Cull, Senbet ve Sorgei, 2005: 44). Kurumsal yapının zayıf olduğu ülkelerde mevduat sigortası uygulaması bankacılık sistemi krizleri riskini arttırmaktayken kurumsal yapının güçlü olduğu durumda finansal gelişmeyi arttırdığı ortaya koyulmuştur (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 2002: 1373; Cull vd., 2005: 45).

Ağır vd. (2009: 45) mevduat sigortasının varlığının finansal istikrar için gerekli olmasına rağmen söz konusu sigortanın karşılama oranının ve miktarının önem arz ettiğini belirtmişlerdir. Hükümetin mudilerin tüm mevduatlarını karşılama güvencesini vermesi bankaları yüksek risk taşıyan faaliyetlere yönelten bir teşviğe dönüşebilmektedir.

1.2.8. Makroekonomik Politikalar ve Tutarlılık

Finansal gelişme finans sektörünün yapısında değişikliklere yol açmasından ötürü ulusal ekonomide uygulanan makroekonomik politikalar zaman içinde, söz konusu değişiklikten etkilenecek değişmektedir. Finansal yapı değiştikçe ekonomide meydana gelecek şoklar ve uygulanacak politikaların ekonomi üzerindeki etkilerinin neler olacağı kestirilemez hale gelebilmektedir. Finansal gelişme ve finans sisteminin evrimi makroekonomik dalgalanmaların bizzat kaynağı olabilmektedir (Montiel, 2003: ii12).

Finansal gelişmeyi üzerinde etkiye sahip olduğu düşünülen makroekonomik ölçütler enflasyon, maliye politikası dolayısıyla bütçe dengesi, gelir, döviz kurları, özelleştirmeler ve belirsizliklerdir. Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışı ifade eden enflasyon zorunlu bir tasarruf olarak kabul edilir ve bir belirsizlik göstergesi

olarak kabul edilmektedir. Enflasyonist ortamlar yatırımlarda azalmaya yol açarken ekonomik ajanların birikimlerini değer kaybına yol açarak eritmektedir (Moore, 1986: 125). Tüketicilerin reel gelirini düşürerek daha az mal ve hizmet satın almalarına sebep olmaktadır ve gelir dağılımını ise sabit gelirlielerin aleyhine, girişimcilerin lehine bozmaktadır. Eğer bir ekonomide yüksek enflasyon söz konusuysa tasarruflar verimli yatırımlar yerine üretken olmayan altın ve döviz gibi spekülative alanlara kaymaktadır. Bu durumda bankacılık sektöründeki fonlarda azalma görülmektedir (Dornbush, Fischer ve Startz, 2007: 564).

Enflasyonun finansal gelişme üzerindeki etkisini inceleyen ampirik çalışmalara göre enflasyon oranındaki artış finansal gelişmeyi engellemekteyken orandaki azalış kredi miktarını arttırmakta ve finansal gelişmeyi arttırmaktadır (Cuadro vd., 2003: 5). Zoli (2007) Macaristan, Ukrayna gibi ülkeler üzerine yaptığı çalışmalar sonucu enflasyon oranındaki düşüşün devlet tahvili piyasasının gelişmesine katkıda bulunduğunu ortaya koymuştur. Bunun yanı sıra Ukrayna'nın enflasyon oranındaki büyük artışlar sonucunda uluslararası piyasalara olan erişimini kaybettiğini belirtmiştir. Boyd, Levine ve Smith (2001) enflasyon ile hem bankacılık sektörünün gelişimi hem de hisse senedi piyasası aktiviteleri arasında negatif bir ilişki olduğu sonucunu elde etmişlerdir. Ayrıca söz konusu ilişkinin doğrusal olmadığını ifade ederek enflasyon oranının yükselmesiyle birlikte bankacılık kredi faaliyetleri ve hisse senedi piyasası gelişimi üzerindeki enflasyon etkisinin hızla azaldığı sonucuna varmışlardır. Haslag ve Koo (1999) ise çalışmalarında enflasyon oranını finansal baskıyı ölçmek için bir değişken olarak ele almış ancak ne ekonomik büyüme ne de finansal gelişme bağlamında yeterli bir gösterge olarak bulmamışlardır.

Maliye politikasının finansal gelişme üzerindeki etkisi üzerinde bir görüş birliği bulunmamaktadır (Montiel, 2003; ii20-ii21; Hauner, 2006: 3). Ricardocu Denklik Hipotezi'ne göre kamu harcamalarındaki bir artış veya vergi oranlarındaki bir azalış özel tasarrufların artışı dışında bir etkiye yol açmayacaktır. Klasik görüşe göreyse kamu harcamalarındaki artış veya bütçe açıkları dışlama etkisi yaratarak özel yatırımların azalmasına yol açacaktır (Beaugrand, Loko ve Mlachila, 2002: 7).

Finansal gelişme kişi başına düşen milli gelir ile yakından ilişkili olarak kabul edilmektedir. Gelir artışıyla birlikte finansal gelişme de artış göstermektedir ve kişi başına düşen gelir seviyesi arttığında buna paralel olarak borçlanacak kişi ve kurum sayısı artış gösterecektir (Chinn ve Ito, 2002: 10-11). Bunun sonucunda finansal sistem bu artışa uyum sağlama yolunda yeni finansal enstrümanlar geliştirecektir ve inovasyon çalışmaları bankaların yanı sıra sermaye piyasalarını da etkileyerek gelişme meydana getirecektir. Kişi başına düşen gelir arttıkça finansal sektör ve dolayısıyla finansal gelişme artış göstermektedir (Montiel, 2003: ii19).

Özelleştirme ve finansal gelişme arasındaki ilişki konusunda yapılmış ampirik çalışmalara göre özelleştirme yurt içi borsalar üzerindeki etkisiyle finansal gelişmeyi etkilemektedir. Özelleştirmenin borsalar üzerinde doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki farklı etkisi vardır. Doğrudan etki kanalında özelleştirme işleminde hisse senedi ihracı metodu seçilmişse borsada ek şirketler de bulunacaktır. Söz konusu yerli ve yabancı yatırımcıların hisse senetlerine yönelmesi likidite miktarını pozitif yönde etkileyecektir. Dolaylı etki ise özelleştirme faaliyetleriyle birlikte daha uzun vadede ortaya çıkacaktır. Özelleştirme çalışmaları yatırımcıların yapacakları işlemlerde risklerin azaltılmasına yönelik hükümetin azmini göstermektedir (Perotti, 1995: 848-851). Bu aşamada verilen işaretler hükümetin ileride gerçekleştirecek iç borçlanma senetleri ihaleleri ve politika sürekliliği hususlarındaki belirsizlikleri azaltmaya katkıda bulunacaktır. Sonuç olarak yapılan ampirik çalışmalara göre özelleştirme finansal gelişmeye ve borsaların gelişmesine pozitif etki yapacaktır (Ben Naceur, Boubakri ve Ghazouani, 2008: 12-13).

Bir ülkede uygulanan döviz kuru politikası ile finansal gelişme arasındaki ilişki de ampirik çalışmalarla incelenmiştir. Dalgalı kur rejiminin beraberinde getirdiği belirsizlik ve maliyetlerin riskinden korunmak finansal enstrümanların mevcudiyetine bağlıdır. Düzgün işlemesi arzulanan bir dalgalı kur rejimi yurt içi finansal sistemin sağlamlılığına bağlıdır ve bunun sebebi yurt içi finansal kurumların döviz piyasasında önemli aktörler olarak yer almasıdır. Spekülatif ataklara açık olan sabit kur rejiminde ise sürdürülebilirlik finansal sistemin sağlamlığına dayanmaktadır. Söz konusu spekülatif ataklara olan kırılganlık ise yurt içi ve yurt dışı finansal piyasaların bağlantılarının gücüne bağlı şekillenmektedir (Montiel,

2003: ii22). Sonuçların çelişkili olması döviz kuru politikası ile finansal gelişme arasındaki ilişki üzerine bir fikir birliği sağlanamamasına yol açmıştır.

1.2.9. Yasal Mevzuatın Kaynağı

Finansal sistemlerin gelişimi ele alındığında yasal mevzuatın önemli bir belirleyici olduğu kabul edilmektedir. Yasal düzenlemeler finansal gelişmeyi iki farklı kanaldan etkilemektedir ve her iki kanalın temelinde özel mülkiyet haklarının korunması yatmaktadır. Yatırımcıların hakları ve özel mülkiyet hakları hususunda yasal gelenekler farklılaşabilmektedir. İkinci olarak finansal gelişme yabancı yatırımcıların ve özel mülkiyet hakkının korunmasıyla yakından ilişkilidir (Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine, 2001b: 484). İngiliz Hukuk Sistemi yatırımcılar için güvenli bir faaliyet çevresi oluşturmaktadır ve bunu devlete karşı yatırımcıların haklarını koruyarak yapmaktadır. Fransız Medeni Hukuk Sistemi'nde asıl hedeflenen yargıdaki yolsuzluğu azaltmak ve devletin yetkilerini arttırmaktır. İngiliz hukuku temelli yasal mevzuat, sermaye piyasaları gelişiminde Fransız hukuku temelli yasal mevzuatla karşılaştırıldığında İngiliz hukukunu temel alan ülkelerde gelişmenin daha fazla olduğu tespit edilmiştir (Demetriades, 2008: 5).

Bunların yanında İngiliz hukuku örnek olay temelliye Fransız medeni hukukunda değiştirilemez ilkeler bulunmaktadır. Bu durumun sonucu olarak bir tarafta ortaya çıkan iktisadi ihtiyaçlarla hukuk arasındaki boşluk hemen kapatılırken öteki tarafta finansal yeniliklerin ve yatırımcıların haklarının düzenlenmesi hızlı gerçekleşmemektedir ve finansal gelişme de yavaşlamaktadır (Girma ve Shortland, 2004: 569). Etkin bir şekilde çalışan ve yatırımcıların mülkiyet haklarını koruyan yasal düzenlemeler finansal gelişme için büyük önem arz etmektedir.

Çalışmanın ilerleyen kısımlarında finansal gelişmenin yapı taşlarından biri olan finansal liberalizasyon kavramı ayrıntılı bir biçimde açıklanacaktır. Finansal liberalizasyon, çok daha kapsayıcı bir kavram olan ekonomik özgürlüğün bir parçası olduğundan ötürü finansal liberalizasyondan önce ekonomik özgürlüğün ele alınması gerekmektedir. Finansal liberalizasyonun finansal gelişmenin belirleyicilerinden biri olarak kabul görmüş olması, ekonomik özgürlüğün, çalışma konusu olan finansal gelişme kavramı ile dolaylı yoldan önemli bir ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır.

Bu sebepten ötürü ekonomik özgürlük kavramının kapsamlı şekilde açıklanmasının ardından finansal liberalizasyon kavramına geçiş yapılacaktır.

1.3. Ekonomik Özgürlük ve Açık Piyasalar

Bireysel özgürlüğe müdahale eden hükümet eylemleri ekonomik özgürlüğü sınırlamaktadır. Bu noktada önemle altı çizilmesi gereken husus ekonomik özgürlük olarak tanımlananın hükümet kısıtlamalarının ortadan kalkması olmadığı, toplumu oluşturan bireylerde özgürlük duygusunun yaratılması ve sürdürülmesi olduğudur. Bu duyguya sahip olan bireyler kendileri dışındakilerin hak ve özgürlüklerine hukuki çerçevede saygı gösterme sorumluluğuna sahiptirler. Hükümetin görevi mülkiyet ve sözleşmeler gibi pozitif ekonomik hakları korumak ve doğanın tahribatına veya bir vatandaşın diğeri üzerindeki yağmalarına karşı temel korumaları sağlamaktır. Ekonomik özgürlük mutlak bir mülkiyet hakkı sağlamanın yanı sıra emek, sermaye ve mallar için sınırsız hareket özgürlüğü sağlamalıdır. Ekonomik olarak özgür bir toplum, ekonomik kararlarını (çalışmak, üretmek, tüketmek ve yatırım yapmak) yasaların eşit uygulanması altında istedikleri şekilde vermektedir (Scully, 2002: 77-78).

Bu süreçte ülke vatandaşlarının kendilerini savunmaları ve emeklerinin karşılığını almaları için kimi hükümet eylemleri gerekmektedir. Vatandaşlar, kamu güvenliği, mülkiyetin korunması ve ortak savunma için gelir sağlamak için vergilendirilmektedir. Bunun yanı sıra kamu malları olarak adlandırılan ve tüketimde rekabet ve dışlamanın mümkün olmamasını gerektiren mallar devlet eliyle üretilmektedir. Devletin mal ve hizmet finansmanında bulunmasının birçok farklı sebebi bulunmaktadır. Bunlar ulus devleti korumak, grup tüketimi, gelirin yeniden bölüşümü, çıktının ölçümünde karşılaşılan zorluk, riskli maliyetler, grup kimliği ve sömürüyü önlemedir (Head ve Shoup, 1969). Mülkiyet haklarını korumak amacıyla bir araya getirilen kolluk kuvvetlerinin bakımı, ulusal para birimini korumak için bir para otoritesi ve taraflar arasındaki anlaşmaların uygulanması için tarafsız bir yargı gibi bazı kamu malları, ekonomik olarak özgür bir toplumun temel bileşenleridir. Bunların ötesine geçen hükümet uygulamaları ekonomik özgürlüğe zarar vermektedir. Hükümetlerin piyasa yargılarının önüne siyasi yargıları koyması

kaynakları üretkenlik yerine rant arayışına yöneltmektedir. Bunun sonucu ise düşük verimlilik, ekonomik durgunluk ve toplumsal refah kaybı olmaktadır. Ekonomik özgürlük dört büyük başlıkla kategorize edilmektedir (Miller ve Kim, 2013: 89):

- Hukuki yapı (Mülkiyet hakları ve yolsuzluktan arınma),
- Sınırlandırılmış hükümet (Mali özgürlük ve kamu harcamaları),
- Düzenleme etkinliği (İş özgürlüğü, işgücü özgürlüğü ve parasal özgürlük),
- Açık piyasalar (Ticaret özgürlüğü, yatırım özgürlüğü ve finansal özgürlük).

Schumpeter (1934)'e göre, finansal sistemlerin, bireylerin tasarruf, kredi, ödeme ve yatırım hizmetlerine erişim sağlamalarını mümkün kılmasından ötürü söz konusu finansal sistemlerin etkinliklerinin ve erişilebilirliklerinin yüksek olması büyük önem arz etmektedir. Mevcut bankacılık sisteminin gelişmiş olması, girişimcilik faaliyetlerini finansman kolaylıkları sağlamak suretiyle arttıracaktır. Fon arz edenler ve fon talep edenler arasındaki bağlantıyı kuran finansal aracılığın verimliliği de rekabetçilik ile birlikte gelişmektedir. Finansal sistemde bankalar ile finansman kaynağı olan ve risk çeşitlendirmesini sağlayan finansal hizmetler sunan kurumlar birbirlerini tamamlamaktadır. Söz konusu kurumlarla birlikte devletin de bu süreçte önemli bir rolü bulunmaktadır. Varlıkların, yükümlülüklerin ve risklerin şeffaf bir biçimde ekonomik birimlere bildirilmesini sağlamak devletin oynaması gereken rol olarak kabul edilmektedir.

Devletin finansal piyasalarda şeffaflık sağlama rolünün ötesine geçen kısıtlayıcı nitelikli bankacılık sektörü düzenlemeleri girişimcilerin finansman kaynaklarına erişimini engelleyebilmektedir. Örneğin piyasada oluşan faiz oranlarını devletin müdahale etmek suretiyle belirlemeye başlaması girişimcilerin finansman kaynaklarına erişimini maliyetleri arttırmak suretiyle engelleyebilecektir. Benzer şekilde, devletin borsaya ve dolayısıyla sermaye fiyatlamalarına müdahale etmesi sermaye kaynaklarının tahsisinin etkinliğini azaltmaktadır. Bilindiği üzere piyasalar, halka arz yapan şirketlerin beklenen kar ve zararlarını sürekli olarak ölçmektedir. Devletin bu tür eylemlerde bulunması sermaye kaynaklarının en yüksek değerli

kullanımlara tahsis edilmesini engelleyecek ve toplumsal refahı azaltacaktır (Barth, Caprio ve Levine, 2004).

Ekonomik özgürlük ile araştırma konusu olan finansal gelişme arasında geçmişte yapılan çalışmalar ışığında bir ilişki olduğu görülmektedir. Ekonomik özgürlüğün artmasıyla birlikte mikro düzeyde kredi tahsisinde gelişmeler gözlenmiş olup buna ek olarak kredi değerlendirme notlarının arttığı görülmektedir (Crabb, 2008: 14-15). Roychoudhury ve Lawson (2010) ekonomik özgürlük indeksinde meydana gelecek iki birimlik bir düşüşün bir ülkenin borçlanma maliyetini yaklaşık yüzde elli oranında arttırdığını tespit etmişlerdir.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında ilişki olup olmadığını araştıran çalışmalar olmasına rağmen söz konusu ilişkinin finansal sistem aracılığıyla işleyen ekonomik özgürlüğün etkilerini yansıtıp yansıtmadığını araştıran çalışma sayısı nispeten az sayıdadır. Hafer (2013: 123), ekonomik özgürlük seviyesi daha yüksek olan ekonomilerin, ortalama olarak, ilerleyen yıllarda daha yüksek finansal aracılık gelişimi ortaya koyduğunu gözlemlemiştir. Daha önce yapılmış birçok çalışmada finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi etkilediği bulunmuştur. Bu noktadan yola çıkarak ekonomik özgürlük ve ekonomik büyüme arasında bir ilişki kurulmaktadır ve ekonomik özgürlük finansal gelişme üzerinden dolaylı olarak ekonomik büyümeyi arttırmaktadır. Finansal gelişme artış oranı daha yüksek olan ekonomiler daha yüksek ekonomik büyüme oranlarına ve daha yüksek kişi başı milli gelir seviyelerine sahiptir (King ve Levine, 1993b; Rousseau ve Wachtel, 1998 ve Levine, 2003). Ek olarak, ekonomik özgürlüğün artması için devletin gereksiz düzenlemelerinin ortadan kalkması gerekmektedir ve finans sektörü için düzenlemelerin ortadan kalkması finansal liberalizasyon anlamına gelmektedir. Finansal liberalizasyon artışının, bir diğer deyişle, düzenlemelerdeki azalmanın bankacılık krizi riskini azalttığı ve dolayısıyla iktisadi büyümeye katkıda bulunduğu ortaya koyulmuştur (Shedzad ve De Haan, 2008). Baier, Clance ve Dwyer (2012), daha fazla ekonomik özgürlüğe (daha az düzenlemeye) sahip ekonomileri nispeten daha az ekonomik özgürlüğe sahip ekonomilerle karşılaştırmış olup ekonomik özgürlük seviyesi daha yüksek olan ülke grubunun gelecekteki beş yıl boyunca finansal kriz yaşama ihtimalinin daha düşük olduğunu bulmuştur. De Haan, Sturm ve

Zandberg (2009), ek bir gözlem olarak, krizleri takip eden dönemlerde devlet düzenlemelerinde artış ve ekonomik özgürlükteki gerileme neticesinde ekonomik büyüme oranlarının azaldığını tespit etmişlerdir.

Çalışmanın bu kısmında değinilmiş olan ekonomik özgürlüğün sağlanma koşullarından biri finansal özgürlüğün sağlanmasıdır. Finansal özgürlüğün sağlanması çalışma konusu olan finansal gelişmenin artması anlamına gelmektedir. Çalışma konusuyla ilgili olarak bir sonraki başlıkta finansal liberalizasyon bağlamında finansal baskı uygulamalarına ve bu uygulamaların sonuçlarına değinilecektir. Bunun ardından finansal baskıya karşı çıkan finansal liberalizasyon kavramı detaylı bir şekilde açıklanacaktır.

1.4. Finansal Liberalizasyon

Adam Smith (1776), bireylerin sahip oldukları sermayeyi hangi sektöre yönlendireceklerine karar verirken en yüksek üretimi sağlayabilecekleri alanları tercih ettiklerini kaleme almıştır. Yaptıkları seçimin sonunda, doğal olarak, elde edebilecekleri en yüksek geliri elde etmektedirler. Birey bu süreçte toplumsal çıkarı düşünmemekte; yalnızca kendi çıkarını gözetmektedir. Özel çıkarını düşünerek hareket eden birey, istemeden de olsa, görünmez bir elin aracılığıyla toplumun çıkarına hizmet etmiş olmaktadır. Şayet birey, en başta, özel çıkarı yerine toplumsal çıkarı hedeflemiş olsaydı toplumsal çıkara yapacağı katkı özel çıkarını gözeterek yapacağından daha az olacaktır.

Smith, doğal düzenin işleyişini sağlayanın bireylerin girişimciliği olduğunu ve piyasa ekonomisine devlet tarafından müdahale edilmemesinin gerektiğini belirtmiştir. Smith'e göre görünmez el, hükümetlerin iktisat politikası uygulamaları sonucu iktisadi işleyiş bozmaması halinde, toplumsal refahı artırma konusunda gerekeni yapacaktır (Aktan, 1993: 135). Bu sebepten ötürü devletin ekonomik fonksiyonları kısıtlanmalı ve serbest piyasa ekonomisi korunmalıdır.

Devletin dolaylı ve doğrudan yaptığı faaliyetler sonucu ekonomi içindeki payının artması rant kollayan bir toplum ortaya çıkarmıştır. Söz konusu rant kollayan kesim sermayesini verimli iktisadi faaliyetlere yöneltmek yerine karşılıksız devlet

transferleri elde etmeyi amaçlamaktadır. Bu yönelimin toplumda yaygınlaşması rant ekonomisini ortaya çıkarmıştır. Devletin ekonomideki payının genişlemesi, bir diğer deyişle, ekonomiye olan müdahalelerinin artması kaçınılmaz olarak sosyal maliyetleri israf, yağmacılık ve hırsızlık olan rant arayışının artmasına yol açmaktadır (Brock ve Magee, 1984). Bu durumu kontrol altına alma adına anayasal reformlar vasıtasıyla devletin sınırlı bir yapıya büründürülmesi gerektiğini belirtilmektedir (Buchanan, 1980).

Liberalizasyonun kurumsallaşma süreci 1950-1960'lı yıllarda Milton Friedman'ın başını çektiği Chicago Okulu (Monetaristler) ve Friedrich Hayek'in başını çektiği Avusturya İktisat Okulu önderliğinde başlamıştır. 1970'li yılların başlarında gerçekleşen krizler ile revaçta olan Keynesyen politikalar gözden düşmüştür. Bu süreçte söz konusu politikaları eleştiren Friedman ve Hayek'in görüşleri dikkate alınmış ve uygulanmaya başlamıştır. İkili, devlet müdahalelerinin her zaman için sosyal refahı azaltıcı etkiler yaratacağını dile getirmiştir. Bu sebepten ötürü devletin iktisadi faaliyetleri ve kontrolleri azaltılmalıdır.

Milton Friedman (1962; 2-3), devletin özgürlüğün korunmasında ve kullanılmasında gerekli bir araç olduğunu ancak gücün politikacılara verilmesinin özgürlük için büyük bir tehdit oluşturacağını dile getirmiştir. Bu gücün tahsis edileceği kişilerin iyi niyetli ve yozlaşmaya uzak kişiler olabileceğini ancak yine de söz konusu gücün cazibesinin insanlar üstünde bir etki bırakacağını belirtmiştir. Özgürlüğü koruması için bizzat halk tarafından yaratılmış olan hükümetin Frankenstein'a dönüşüp özgürlüğü ortadan kaldırmasının engellenmesi gerektiğini ve güçlerin tek bir kurumda toplanmasının özgürlük için en büyük tehdit olduğunun altını çizmiştir. Hükümetin başlıca işlevi özgürlüğü hem dış dünya tehditlerinden hem yurttaşlardan korumak olmalıdır. Savunma harcamaları bir yana bırakıldığında kanun ve düzeni korumak, özel sözleşmelerin uygulanmasını sağlamak ve rekabetçi piyasaları teşvik etmek başlıca işlevi olarak tanımlanmaktadır. Bu süreçte pozitif dışsallıklar yaratan ve dolayısıyla tüm bireylerin refahını arttıran hizmetleri üstlenmelidir. Friedman, liberalizasyon politikaları ile birlikte yukarıda sayılanların dışında kalan siyasal, finansal, ticari, yönetsel uygulamaların hükümetlerin kontrol ve yetki alanından çıkarılması gerektiğini belirtmektedir ve bu amaca ulaşılması için

hükümetin gücünün mutlak surette dağıtılması gerekmektedir. Örneğin gelir dağılımı adaletsizliğinin giderilmesi adına gelirin zenginden fakire veya özel sektörden hükümete aktarılması ilk bakışta halkın çıkarına gibi gözükmemektedir. Ancak bardağın diğer tarafından bakıldığında iyilik yapma gücü aynı zamanda zarar verme gücüne sahip olma anlamına gelmektedir. Bugün iyilik yapanlar yarın olmayabilir veya iyilik doğası gereği subjektif bir kavram olduğu için yarın gücü ele alanlar bugün güce sahip olanların faaliyetlerini zararlı olarak nitelendirebilecektir.

Friedman (1962: 3-4)'a göre hürriyetin muhafaza edilmesi hükümetin gücünün sınırlandırılmasını gerektirmektedir ve bunun daha anlaşılır olması için farklı bir bakış açısı daha açıklamaktadır. Gerek mimarlıkta gerek resimde, gerek bilimde veya edebiyatta, gerekse endüstride veya tarımda, uygarlığın büyük ilerlemeleri hiçbir zaman merkezi hükümetten gelmemiştir. Kolomb tamamiyle olmasa da büyük ölçüde mutlak monarşi tarafından finanse edilmesine rağmen Çin yönündeki yeni rota arayışına meclisin oy çokluğunu alarak başlamamıştır. Newton, Einstein, Shakespeare, Edison, Ford veya Florence Nightingale gibi isimlerin hiçbirisi edebiyatta, teknik bilgide, sağlıkta veya insan bilgi ve anlayışında gerçekleştirdikleri ve insanlığın içinde bulunduğu zorlukların hafifletilmesine yardımcı olan faaliyetlerini bir hükümetin direktifleri doğrultusunda yapmamıştır. Söz konusu isimlerin ve daha birçoğunun başarısı çeşitliliğin olmasına olanak sağlayan sosyal iklimin, bireysel dehanın ve sağlam bir biçimde korunan azınlık görüşlerinin ürünü olarak kabul edilmektedir. Hükümet, şüphesiz, barınma, beslenme ve giyim, eğitim ve altyapı gibi alanlara standartlar getirip yasalaştırarak bireylerin yaşam standartlarını yükseltebilmesine rağmen ilerleyen zamanlarda durgunluğa yol açması kaçınılmaz olacaktır. Uygarlığın ilerlemesi için gerekli olan devletin getireceği tekdüzelik ve vasatlık değil çeşitliliklerdir.

McKinnon ve Shaw finansal baskı terimini faiz oranlarının piyasa otoritelerinin dışında yapay bir şekilde belirlenerek enflasyon oranından düşük tutulması şeklinde açıklamışlardır. Söz konusu terim günümüzde finansal sektöre yapılan tüm müdahaleler için kullanılmaktadır. Bu kurama göre hükümet finansal piyasalara müdahale ederek baskılamaktadır. Kredi dağıtımına doğrudan müdahalelerde bulunmaktadır (Alejandro, 1985: 8).

Finansal baskının gerekçeleri şu şekilde dile getirilmiştir (Roubini ve Sala i Martin, 1995: 276):

- Bankacılık sisteminin regülasyonu ve sıkı kontrol parasal otoritelere para arzı üzerinde daha etkin bir kontrol sağlamaktadır.

- Hükümetin tefecilik karşıtı yasalar koymasının gerekliliği faiz oranlarının serbestçe belirlenmesine müdahalesini getirmiştir.

- Hükümetlerin optimal tasarruf oranının veya sosyal perspektiften bakıldığında hangi tür yatırımların daha arzu edilir olduğu konusunda özel bankalardan ve piyasalardan daha fazla bilgiye sahip olduğu görüşüne sahip olmasıdır.

- Piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faiz oranının belirlenmesi devletin borçlarını ödeme maliyetlerini düşürmektedir.

Bunun yanında Keynes'in "likidite tercihi" teorisine göre hanehalkı üç saikle para talebinde bulunmaktadır. Bunlar işlem, ihtiyat ve spekülasyon motifleridir. Ayrıca bu modelde hanehalkı parasını ya nakit ya da tahvil olarak tutmaktadır. Faiz oranlarındaki bir artış tahvilin fiyatını düşürecektir. Faiz oranlarının daha fazla düşüremeyeceği ve yükseleceğinin beklendiği durumu ifade eden "likidite tuzağı" durumunda hanehalkı tasarruflarını nakit olarak tutmayı seçecektir (Keynes, 1936; Hicks, 1937). Bunun sonucunda planlanmış tasarruflar planlanmış yatırımları geçecektir. Faiz oranlarını düşürerek tasarruf-yatırım dengesini sağlamak gibi bir seçenek kalmadığından denge gelirin azalmasıyla sağlanacaktır. Keynes dengenin gelirin azalmasıyla değil faiz oranlarının kontrol edilerek sağlanmasını salık vermektedir. Düşük faiz oranlarında yatırımlar uyarılarak tasarruf-yatırım dengesi sağlanacak ve tam istihdam gelir düzeyi elde edilecektir (Aslan, 2008: 296-297).

Bir başka finansal baskı sebebi ise gelişmekte olan ülkelerde devletin kalkınmada üstlendiği roldür. Kalkınma finansmanı için zorunlu karşılık oranlarını ve disonibilite oranlarını yüksek tutan devlet yarattığı bu kaynakla kamu harcamalarını finanse etmektedir. Bunların yanı sıra kredi faiz oranlarına tavan koyularak kredi talebi fazlası meydana getirilmektedir. Söz konusu düşük faizli

kredileri ekonomik kalkınmada öncelik verdiği sektörlerle tahsis ettirmektedir (Ageno ve Montiel, 1996: 152). Devlet müdahalesi kaynak tahsisini bozma yoluyla finansal liberalizasyonu engellemektedir.

1.4.1. McKinnon-Shaw Modeli

Roubini ve Sala-i Martin (1991)'in kaleme aldığı üzere 1980 öncesi dönemde uygulanan selektif krediler ve kredi tayinlamaları ekonomide bir kesimin düşük faizden borçlanabilmesini ancak bir diğer kesimin düşük faizden borçlanamamasına yol açmıştır. Enflasyon oranının yükselmesiyle birlikte negatif getirisi artan mevduatlar kredilerin yatırım için fon ihtiyacını karşılayamaz duruma gelmiştir. Bunun sonucunda gayrimenkul, altın, döviz ve stoklama fon arz edenler için tasarruf araçları haline gelmiştir. Fonlar yatırımlara kanalize olamamaktadır.

Selektif kredi ve kredi tayinlaması uygulamaları sonucunda ülkelerde ikili bir yapı meydana gelmektedir. Üretim teknikleri modern (yüksek verimlilik, yüksek gelir) ve geleneksel (düşük verimlilik, düşük gelir) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Krediye ulaşamayan girişimciler kendi tasarruflarını finansman kaynağı olarak kullandıklarından ötürü geleneksel üretim yöntemlerini kullanabileceklerdir. Krediye ulaşan kesim ise modern yöntemleri kullanacaktır. Karlılık oranları arasında büyük farklar mevcut olduğundan ötürü ülkelerde, yatırımların marjinal getiri oranının marjinal maliyet oranına eşitlenmesi de gerçekleşmeyecektir. Gelir dağılımı modern yöntemler kullananların lehine değişecektir. Sermaye-yoğun üretim tekniklerinin kullanılmasıyla birlikte vasıfsız işgücüne olan talep azalacaktır ve bu durum istihdam oranlarının azalmasına, ücretlerin düşmesine ve işsizliğin sosyal maliyetlerinin ortaya çıkmasına yol açacaktır (Emek, 2000: 68).

McKinnon-Shaw finansal baskıya karşı koyan bir teorik çerçeve oluşturmuştur. Reel faiz oranlarını negatif yapan baskılama müdahaleleri ekonomide belirli etkiler meydana getirmektedir (Fry, 1997: 755):

1) Negatif reel faiz oranları cari tüketim ve gelecekteki tüketim arasında bir değiş tokuş meydana getirmektedir. Bu değiş tokuş cari tüketim lehine gerçekleşmektedir ve sonuç olarak tasarruflar optimal seviyenin altına düşmektedir,

2) Fon fazlası olan kesim tasarruflarını bankalara yatırmak yerine verimsiz kabul edilen altın veya döviz gibi spekülâtif alanlara yönlendirmektedir,

3) Bankalardan düşük faizle alınan krediler görelî sermaye-yoğun projelerde kullanılabilmektedir,

4) Yüksek faizden borçlanmak istemeyen ve düşük getirili projelere sahip girişimciler potansiyel borç alıcıların arasına katılmaktadır. Bankaların seçim süreci rassallık içerdiğinden düşük getirili projelere sahip girişimciler borçlanma imkanına sahip olmaktadır.

McKinnon (1973) ve Shaw (1973) finansal baskı uygulanan gelişmekte olan ülkeler üzerine yaptıkları analizlerinde finansal baskının faiz oranları ve döviz kurlarını içeren finansal fiyatları bozduğunu, finansal sistemin reel büyüme oranını ve reel büyüklüğünü azalttığını ortaya koymuşlardır. Söz konusu politikalar gelişme sürecini durdurmuş veya önemli ölçüde ötelemektedir. McKinnon-Shaw modelinin başlıca öğeleri şunlardır:

1) Reel mevduat faiz oranına ve reel çıktı büyüme oranına pozitif tepki veren bir tasarruf fonksiyonu,

2) Reel kredi faiz oranından negatif, büyüme oranından pozitif olarak etkilenen bir yatırım fonksiyonu,

3) Reel faiz oranlarını denge seviyesinin altında tutan bir idari sabit nominal faiz oranı,

4) Ödünç verilebilir fonların verimsiz şekilde fiyat dışı tahsis edilmesidir (McKinnon, 1973: 71–77; Shaw, 1973: 81–87).

Fry (1997), McKinnon-Shaw modeline göre bankaların kredi tahsisini yatırım projelerinin beklenen getirisini dikkate alarak değil işlem maliyetlerine ve temerrüt riskine göre yaptığını belirtmiştir. Teminat kalitesi, politik baskılar, kredi boyutu ve kredilerden sorumlu görevlilere sağlanan örtülü faydalar tahsis sürecini etkileyebilmektedir. Kredi tahsisi rassallık içerse dahi kredi faiz oranı tavanın düşürülmesi düşük getirili yatırımların karlılığını arttırdığından ötürü yatırımların

ortalama verimliliği düşecektir. Daha önce banka kredileri istemekten caydırılan girişimciler piyasaya tekrar giriş yapacaktır. Bu nedenle faiz oranları çok düşük belirlendiğinde sosyal refah perspektifinden ters seçim ortaya çıkmaktadır.

Faiz oranı tavanını rekabetçi serbest piyasa seviyesine çıkartmak tasarruf ve yatırımı arttıracaktır. Faiz oranı tavanının yükseltilmesi, girişimcileri, artık daha yüksek reel faiz oranında kârlı olmayan tüm düşük getirili yatırımları üstlenmekten caydırmaktadır. Dolayısıyla, toplam yatırımın ortalama getirisi veya verimliliği artmaktadır. Bu süreçte çıktı büyüme oranı yükselmekte ve dolayısıyla tasarrufları arttırıcı bir etki yaratmaktadır. Tasarruf sahiplerinin getirisi olan reel faiz oranları daha yüksek bir yatırım düzeyi için anahtar iken ve daha yüksek yatırım verimliliği için bir tayınlama aracıdır (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). McKinnon ve Shaw tarafından ele alınan finansal baskı altındaki ekonomiler için politika reçetesi kurumsal faiz oranlarını yükseltmek veya enflasyon oranını düşürmektir. Faiz oranı tavanlarının bütünüyle ortadan kaldırılması yatırımların maksimum seviyeye çıkartılması ve yatırımların ortalama verimliliğinin arttırılmasının en uygun yoludur (Fry, 1997).

Fry başarılı bir finansal liberalizasyon için gerekli olan beş ön şartı ortaya koymuştur (Fry, 1995: 454–460):

1) Uygun tedbir düzenlemeleri ve ticari bankaların denetimi (Muhasebe ve yasal altyapı),

2) Makul bir fiyatlar genel seviyesi düzeyi,

3) Merkez bankasının, hükümet tarafından iç borçlanma yoluyla doğrudan veya merkez bankası tarafından büyük miktarda döviz alımı gerektirecek sermaye girişlerine yol açan hükümet borçlanması yoluyla dolaylı olarak, enflasyona neden olacak şekilde para arzı genişletmesini önleyen sürdürülebilir bir devlet borçlanma politikası biçiminde mali disiplin,

4) Kar maksimizasyonunu hedefleyen, rekabetçi bir şekilde hareket eden ticari bankalar,

5) Finansal aracılık sürecinde açık veya örtülü biçimde ayrımcılığa yol açmayan bir vergi sistemi.

Finansal liberalizasyon konusunda birçok değerli iktisatçı katkılarda bulunmuştur. Söz konusu isimler ve çalışmalarına bir sonraki alt başlıkta detaylı bir biçimde değinilecektir.

1.4.2. McKinnon ve Shaw Modeline Yapılan Ekler

McKinnon ve Shaw modeline Basant Kapur (1976), Vicente Galbis (1977), Donald Mathiesson (1980) ve Maxwell J. Fry (1988) tarafından yapılan tüm geliştirmelerin ortak bir özelliği bulunmaktadır. Söz konusu ortak nokta, geliştirmelerde kurulan makroekonomik modellerde finansal baskının temel enstrümanı olarak hükümet tarafından serbest piyasa denge seviyesinden aşağıya sabitlenmiş olan mevduat faiz oranının kullanılmasıdır. Esasen, mevduat oranı yerine kredi oranı, hükümet tarafından rekabetçi denge seviyesinin altına ayarlandığında aynı sonuçlar elde edilmektedir. Para talebi, reel mevduat faiz oranının $(d-\pi^e)$ bir fonksiyonudur. d sabit olduğunda, daha yüksek bir enflasyon oranı (durağan durumda beklenen enflasyona eşit) reel para talebini (M_d/P) azaltmaktadır; burada M paradır ve P fiyat seviyesidir. Bankacılık sisteminin yükümlülükleri reel olarak küçüldükçe, varlıkları da aynı şekilde küçülmelidir ve dolayısıyla yatırım finansmanı için kredi arzı azalmaktadır. Daha düşük bir reel mevduat faiz oranı ise hanehalkının üretken yatırımları finanse etmek için kullanılacak mevduatlar yerine enflasyondan koruyan verimsiz araçları kullanmasını teşvik etmektedir. Dolayısıyla, üretken sermaye birikimi yavaşlamakta ve ekonomik büyüme oranını düşmektedir (Fry, 1989: 16).

Fry (1989: 16), mevduat ve kredi faiz oranlarının rekabet ortamında serbestçe belirlenmesine izin verilse dahi, Kapur ve Mathieson modellerinde, zorunlu karşılıklar yoluyla finansal baskı uygulanabildiğini vurgulamıştır. Halkın yalnızca mevduata sahip olduğu varsayımı altında, bankalar hükümet tarafından (merkez bankası aracılığıyla) transfer ödemesi olarak çıkarılan tüm yüksek güçlü parayı (parasal taban veya rezerv para) (C) elinde tutmaktadır. Buradan hareketle bankacılık sisteminin basitleştirilmiş bir konsolide bilançosu yazılabilmektedir: $L + C = M$,

burada L banka kredilerini temsil etmektedir. Sabit zorunlu karşılık oranının (C/M) $1-q$ olması ve aşırı rezerv varlığı olmaması durumunda banka kredisinin para arzına oranı (L/M) q olmaktadır. Bankacılık maliyetleri sıfırsa ve banka rezervlerine faiz ödenmediği durumda, nominal mevduat oranı d ile nominal kredi oranı L arasındaki rekabetçi ilişki $d = ql$ olmaktadır.

Açıkça görülmektedir ki, enflasyon zorunlu karşılıkların neden olduğu finansal baskıyı daha kötüleştirmektedir. Bununla birlikte, enflasyon oranı göz önüne alındığında, daha düşük bir zorunlu karşılık oranının iki etkisi bulunmaktadır: bankaların belirli bir mevduat hacminden üretken özel sektör yatırımlarını finanse etmek için kredilerini artırmalarını sağlamaktadır ve herhangi bir veri kredi oranı için, rekabetçi mevduat faiz oranını ve dolayısıyla para talebini arttırmaktadır. Bankacılık sisteminin büyümesi daha fazla banka kredisi anlamına gelmektedir (Fry, 1989: 16-17).

Kapur-Mathieson modeli ise aşağıdaki toplam üretim fonksiyonu ile karakterize edilen bir emek fazlası olan gelişmekte olan ekonomiye uygulanmaktadır: $Y=gK$. Y reel gayri safi yurt içi hasılayı temsil ederken K toplam kullanılan sabit ve işletme sermayesini temsil etmektedir. Söz konusu modelde hasılanın sermayeye oranı sabittir ve finansal koşullar yalnızca yatırım miktarını etkilemektedir (ΔK) (Mathieson, 1980). Daha sonraki yıllarda ortaya çıkan ampirik kanıtların eşliğinde ise finansal serbestleşme ve gelişmenin yatırımların niceliğinden ziyade niteliği üzerinde çok büyük etkilere sahip olduğu görülmüştür. Galbis (1977) ve Fry (1989) ise reel mevduat faiz oranının Kapur-Mathieson modelinde sabit kabul edilen hasılanın sermayeye oranını etkilediği modeller geliştirmişlerdir. Buna ek olarak Fry'ın modelinde reel mevduat faiz oranı aynı zamanda yatırım seviyelerinin de belirleyicisi olarak görülmektedir.

Galbis (1977), finansal baskının yatırımın ortalama veya genel verimliliği üzerindeki etkisini analiz etmek için iki sektörlü bir model oluşturmuştur. Birinci sektör sermaye getirisi düşük olan geleneksel bir ekonomi iken ikinci sektör sermaye getirisi daha yüksek olan modern bir ekonomidir. Sermaye getirileri farklı olan iki sektörün bir arada bulunması verimsiz olmasına rağmen finansal baskı sebebiyle bu

durum hüküm sürmektedir. Reel mevduat faiz oranı ne kadar düşükse birinci sektördeki yatırım (kendi kendini finanse eden) o kadar büyük olmaktadır. Daha yüksek bir reel mevduat oranı birinci sektörde bulunan ekonomik ajanların para talebini arttırarak yatırımları azalmaktadır. Birinci sektör ajanları tarafından tutulan görelî daha büyük reel para stoku, ikinci sektörde banka kredileri tarafından finanse edilecek çok daha büyük bir yatırım hacminin oluşmasına yol açmaktadır. Reel mevduat faiz oranı arttıkça yatırımların bileşiminde meydana gelen söz konusu değışiklik toplam yatırımın ortalama getiri oranını yükseltmektedir.

Fry'ın kurmuş olduğu modelde, durağan durumda, reel mevduat faiz oranı yatırımın hem miktarını hem ortalama verimliliğini değıştirerek ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Kapalı bir ekonomide, gelir ve ikame etkilerinin olası dengeleyici etkileri göz önüne alındığında, reel mevduat faiz oranının ulusal tasarruf üzerindeki etkisi belirsiz olmaktadır. Bununla birlikte, açık bir ekonomide, ölçülen ulusal tasarruf, gerçek tasarruflardan çok portföy yatırımlarını yansıtabilmektedir. Yasadışı sermaye kaçışlarının reel mevduat faizlerinden etkilenmesi durumunda yatırımları finanse etmek için kullanılan ulusal tasarrufta artış olacaktır. Tasarruf, cari açığın yurt içi yatırımlardan çıkartılmasıyla ölçülmektedir. Yasadışı sermaye kaçışları ihracatın eksik faturalanması ve ithalatın aşırı faturalanması yoluyla gerçekleşmektedir; sonuç olarak ölçülen cari açığı arttırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu yukarı doğru eğimli bir dış tasarruf arz eğrisi ile karşı karşıya olduğundan, daha düşük bir reel mevduat oranı, yalnızca daha yüksek bir faiz oranıyla finanse edilebilecek daha büyük bir cari işlemler açığı yaratarak yurt içi yatırımı azaltacaktır. Uzun bir finansal baskı tarihi yerli yatırımı bu yollarla caydırmaktadır (Fry, 1989: 17).

Kapur, Mathieson ve Fry finansal liberalizasyon programlarının ardından ekonomik performansı izlemeye olanak sağlayan dinamik modeller kullanmışlardır. Reel mevduat faiz oranlarındaki değışiklikler enflasyonu para talebi üzerinden etkilerken kısa dönem büyümeyi işletme sermayesinin mevcudiyeti üzerinden etkilemektedir. Kapur ve Fry ekonominin dinamik davranışlarını modellemek için adaptif beklentiler ile birlikte adaptif beklentilerle genişletilmiş Phillips eğrileri kullanmışlardır. Kapur'un aşırı talebin veya aşırı arzın yalnızca kademeli olarak

ortadan kalktığı para piyasasındaki dengesizlik süreci, modelinin, para stoku büyüme oranında hızlı bir azalmayı içeren bir istikrar programının başlatılmasından sonra uygulamada sıklıkla gözlemlenen dolaşım hızındaki ilk ivmelenmeyi yakalamasını sağlamaktadır. Hızdaki bu artışın karşılığı ise çıktı birimi başına banka kredisi arzında gerçekleşen düşüştür. Dolayısıyla, parasal yavaşlama, ortodoks istikrar paketi tarafından üretilen ve durgunluğa neden olan bir kredi sıkışıklığı yaratmaktadır (Kapur, 1976; Fry, 1989: 17-18).

Fry'ın modeli de benzer bir program sonucu durgunluk etkileri üretmektedir. Bunun sebebi beklenen enflasyonun istikrar süreci sırasında gerçekleşen enflasyonu aşmasıdır. Girişimciler, farkı, ürünlerine olan talepteki gerçek bir düşüşü temsil edecek şekilde yorumlamakta ve dolayısıyla üretimi azalmaktadırlar. Mevduat oranındaki bir artışın neden olduğu aşırı para talebi, Kapur ve Fry'ın modelinde başlangıçta dolaşım hızını ve enflasyonu düşürmektedir. Dolaşım hızındaki azalma çıktı birimi başına kredi arzını arttırarak ekonomik büyüme oranını yükseltmektedir. Finansal baskı şartları altında, optimal istikrar politikası, hem enflasyonist baskıları azaltmak hem kredi kullanılabilirliği etkisi yoluyla ekonomik büyüme oranını yükseltmek için reel mevduat faiz oranının rekabetçi piyasa dengesi seviyesine ani bir şekilde artmasını içermektedir. Ancak bu faiz oranı politikası, para talebini reel olarak arttırarak fiyat düzeyinde büyük bir düşüşe neden olabilmektedir. Mevduat oranındaki optimal artışı para stokundaki başlangıçtaki ayrı bir artışla birleştiren politikalar enflasyonu sorunsuz bir şekilde düşürmek için kullanılabilir. Büyüme oranı, istikrar dönemi boyunca, finansal baskının başlangıç koşulları altında olduğundan daha yüksek gerçekleşebilmektedir ancak, reel faiz oranı optimal seviyeye ayarlandıktan sonraki dönemde, ekonomi kısa vadede enflasyon ve büyüme arasındaki standart dengeye tabi olacaktır (Fry, 1989: 18). Bir sonraki bölümde finansal liberalizasyona yapılan eleştiriler ele alınacak olup bu bağlamda iktisat ekollerinin söz konusu konu hakkındaki görüşlerine yer verilecektir.

1.4.3. Finansal Liberalizasyona Yöneltilen Eleştiriler ve Yapısalcı Okul

Taylor (1983) faiz oranlarının piyasada belirlenmesinin ve yükselmesinin iktisadi büyümeyi yavaşlatabileceğini belirtmiştir. McKinnon-Shaw modelinde hanehalkının portföyünde tasarruflarını enflasyona karşı koruyan altın, gayrimenkul ve yabancı para bulunurken Taylor'a göre mevduat, altın başlığı altında verimsiz varlıklar ve tefeci piyasası bulunmaktadır ve Taylor'a göre bireyler tasarruflarını mevduat olarak tutmanın alternatifi olarak altın olarak tutabilir veya enformel piyasalarda piyasa faiz oranlarından şirketlere kredi verebilmektedirler. Bu yaklaşıma göre mevduatın altın ve enformel piyasalardan kredi verme şeklinde iki adet ikamesi bulunmaktadır.

Bu bağlamda mevduat faizlerinde meydana gelecek bir artış ekonomik genişlemeye yol açmayabilir. Faiz oranlarının artışı neticesinde mevduat artışı meydana gelmesine rağmen buradaki artışın kaynağı önem arz etmektedir. Mevduat artışı altın gibi verimsiz varlıklardan aktarım sonucu sağlanmışsa kullanılabilir kredi miktarı artacak ve yatırımlar artabilecektir. Eğer ki artış enformel piyasalarda kullandırılan fonlardan geliyorsa bu durumda kullanılabilir krediler artış göstermeyecek ve dolayısıyla yatırımlar uyarılmayacaktır. Bu durumda kullandırılabilir kredi miktarında bir azalma olması olasıdır. Enformel piyasadan çekilen fonlar bankalara mevduat olarak yatırıldığında kredi azalması meydana gelecektir. Bunun sebebi ticari bankaların yatırılan mevduatlar karşılığında ayırmak zorunda oldukları zorunlu karşılıklardır. Öte yandan yatırımların faizlerin azalan fonksiyonu olması önemli bir husustur. Yükselen faiz oranlarıyla birlikte yatırımların maliyeti artacaktır. Kısacası finansal liberalizasyon ve faiz oranlarındaki artışlarla birlikte ekonomik daralma beraberinde gelebilecektir (Emek, 2000: 71-72).

Taylor (1983: 90-91)'a göre anlatılanların yanı sıra değinilmesi gereken bir diğer nokta ise firmaların değişken maliyetlere karşı tutmak zorunda oldukları işletme sermayesidir. Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde finansal piyasalar yeterince gelişmediğinden ötürü firmalar yüksek miktarda fon ayırmak zorunda kalmaktadır. Böyle bir durum mevcutken faiz oranlarında meydana gelebilecek bir

artış tutulacak söz konusu fonların maliyetini yükseltmiş olacaktır. Bu durum maliyet enflasyonu ile sonuçlanmaktadır. Faiz oranlarının artışı diğer yandan tüketimin ve yatırımın azalmasına yol açar ve fiyatlar genel düzeyi aşağı yönde hareket etmektedir. Fiyatlar genel seviyesindeki değişim ister arz ister talep tarafı ağır basarak gerçekleşsin, karlılıktaki değişim tasarrufları yatırımlardan fazla etkilediği için faiz oranının yükselmesi iktisadi büyümeyi düşürecektir.

1.4.4. Yeni Keynesyen ve Post Keynesyen Yaklaşım

Yeni Keynesyen ve Post Keynesyen ekollerinde kabul edilen varsayımlardan biri olan eksik bilgi varsayımı borç veren ve borç alan arasında bir asıl-vekil sorunu meydana getirmektedir. Buna göre borç verenler halka açık bilgilere sahipken borç alanlar hem halka açık hem de kişisel bilgilere sahiptirler. Bu durum planlanan bir yatırım bağlamında ele alındığında borç veren ve borç alanın söz konusu yatırımın getirisini farklı tahmin etmelerine yol açmaktadır. Bununla beraber borç verenler eksik bilgiye sahip olduklarından fonlarını ortalama riskten daha yüksek risk içeren projelere aktarabilmektedir. Söz konusu yüksek risk borç verenlerin karşı karşıya kaldıkları problemin yalnızca bir parçasıdır. Verilen bir kredinin geri ödeme süresinin uzatıldığı durumda ise borç veren, problemin bir diğer parçası olan ahlaki tehlikeyle karşılaşmaktadır. Buradaki bilgi eşitsizliği göz önüne alındığında borçlunun masrafları borç verene ait olmak üzere kendi kişisel kazancını arttırmaya yönelmeye teşviki söz konusu olmaktadır. Borçlu fonları ya zimmetine geçirme ya da kar arttırmayan yan gelirler elde etmek için harcama suretiyle kendi kişisel kullanımı için yanlış bir biçimde tahsis etmektedir. Ters seçim ve ahlaki tehlike kombinasyonu mevcutken finansal sektörün liberalizasyonu optimal çıktı seviyesinin altında bir sonuç meydana getirmektedir. Kredi tayinlaması, fon talep edenler için yüksek faiz oranı oluşturmaktayken fon arz edenler için düşük kar oranı yaratmaktadır ve bunların sonucunda meydana gelen bir finansal kriz sonucunda tam istihdam denge gelir düzeyinin altında bir çıktı düzeyi elde edilmektedir (Isenberg, 1998: 228).

Asimetrik bilgi görüşünü savunan iktisatçılara göre iktisadi ajanlar spesifik ekonomik aktivitelerde uzmanlaşarak bilgi düzeyinde avantajlar elde etmektedir (Fazzari ve Variato, 1994: 360). Bilgi mevcuttur ancak iktisadi ajanların kendi

iktisadi rollerine göre ekonomiye dağılmış halde bulunmaktadır. Kısaca her ajan tüm bilginin belli bir parçasına sahiptir ve bunu paylaşmaya sıcak bakmamaktadır. Birkaç bankanın iflas durumunda olduğu bilgisi eksik bilgiye sahip mevduat sahipleri tarafından sistemik olarak yorumlanabilmekte ve diğer bankaların krizden etkileneceği şeklinde bir beklenti yaratarak banka hücumlarına yol açabilmektedir. Bilgiyi elde etmek belli bir maliyet gerektirdiğinden ötürü piyasa tökezlemesi ortaya çıkmaktadır. Bilginin paylaşılmaması durumunda finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları görülmektedir ve bunlar piyasa tökezlemesine yol açmaktadır. Bu durumun yanı sıra riskli projelere sahip girişimciler kredi kullanma konusunda daha istekli olmaktadırlar. Girişimciler projeler konusunda bankalara göre daha fazla bilgiye sahip olduğundan kredi talebi artış gösterse dahi bankalar kredi faiz oranlarını yükseltmemelidir. Bu durumu Tinbergen kanunu bağlamında ele almak gerekirse bir politika aracı olan faiz oranı ile piyasadaki arz ve talebi eşitleme ve riskin optimal seviyesini belirleme amaçlarını gerçekleştirmek mümkün olmayacağından faiz haddi enstrümanı ile piyasa arz ve talebini eşitlemeye çalışılmamalıdır (Emek, 2000: 74-76). Stiglitz (1998b), bu durumun finansal piyasaların kusurlu olduğunu ortaya koyduğunu ve piyasaların serbestleşmesinin optimal çözüm olmaktan çıktığını belirtmiştir. Karar verme piyasalara bırakıldığında ortalamanın üzerinde risk seviyesine sahip bir kredi karışımı ve optimalin altında bir kar seviyesi ortaya çıkmaktadır.

Ekonomi kendiliğinden tam istihdam üretim düzeyine gelemediğinden ötürü kredi üretim sürecindeki eksik bilgiyi odak noktası alan uygun bir devlet müdahalesi ekonomik açıdan avantaj yaratabilmektedir. Merkez bankalarının son kredi merci olma rolünü kullanması bankaların resesyona ve iflaslara yol açabilecek kredi kısma reaksiyonlarının önüne geçebilmektedir. Hükümet tarafından uygulanan tasarruf mevduat sigortası sayesinde mudiler ile banka sahipleri arasında optimal risk dağıtımı sağlanmaktadır. Özel sektör bir borç sözleşmesine taraf olduğunda ortaya çıkacak olan risk sorununu hükümetin garanti vererek ortadan kaldırması sosyal refahın artışına yol açacaktır (Isenberg, 1998: 229).

Stiglitz (1998a)'e göre eksik bilginin ve dolayısıyla aksak rekabetin mevcut olduğu piyasalarda faiz oranlarını düşürme şeklindeki ılımlı bir finansal müdahale

borç alma maliyetini düşürerek firmaların ve yatırımlarının karlılığını arttırmakta ve daha az risk iştahı olan ve dolayısıyla daha fazla güven veren kredi başvuru sahiplerinin cezbedilmesi ve bunun sonucunda temerrüt riskinin azalmasıyla sonuçlanmaktadır. Bankaların piyasa değerinin yükselmesi bankaların daha tedbirli davranmalarına yol açıp finansal sistemin verimliliğini arttırabilmektedir. Stiglitz'in ele aldığı ılımlı finansal müdahalenin temel prensibi devletin kendisine rant aktarması yerine özel sektörün bizzat kendi içerisinde rant yaratmasıdır. Söz konusu rantın yaratılmasının amacı özel sektörü sosyal olarak faydalı faaliyetleri gerçekleştirmesi için teşvik etmektir.

1.5. Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme

Ekonomistler, finansal sektörün ekonomik büyümedeki rolünü uzun yıllar boyunca tartışmışlardır. Örneğin Lucas (1988), finansı ekonomik büyümenin aşırı önem atfedilmiş bir belirleyicisi olarak kabul ederek reddetmiştir. Robinson (1952, s. 86) ise "girişimin öncülük ettiği yeri finans takip eder" demiştir. Bu açıdan finans, finans dışı sektörden gelen taleplere yanıt vermektedir; ekonomik büyümenin nedeni değildir. Diğer uçta, Miller (1988: 14), finansal piyasaların ekonomik büyümeye katkıda bulunduğu fikrinin "ciddi bir tartışma için çok açık bir önerme" olduğunu savunmuştur. Bagehot (1873) ve diğerleri, ekonomik büyüme anlayışını önemli ölçüde sınırlamadan finans-büyüme ilişkisinin güvenli bir şekilde göz ardı edilebileceği fikrini reddetmişlerdir.

Daha güncel çalışmalarda elde edilen bulgulara göre finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif, birinci dereceden bir ilişki bulunduğu sonucuna varılmıştır. İyi işleyen finansal sistemler uzun vadeli ekonomik büyümeyi teşvik etmede bağımsız bir rol oynamaktadır. Daha gelişmiş finansal sistemlere sahip ekonomiler, uzun süreler boyunca daha hızlı büyüme eğiliminde bulunmaktadır (Levine, 2004: 85-86; Demirgüç-Kunt ve Levine, 2008: 1).

Araştırmalar finansın büyümeyi etkilediği mekanizmalara ışık tutmaktadır. Cihak vd. (2012), finansal sistemin, toplam tasarruf oranını etkileyerek değil, öncelikle toplumun tasarruflarının dağılımını etkileyerek büyümeyi etkilediğini vurgulamışlardır. Bu sebeple, finansal sistemler yalnızca en güçlü siyasi bağlantılara

sahip firmaları değil, en yüksek başarı beklentilerine sahip firmaları belirleme ve finanse etme konusunda başarılı olduğunda kaynak tahsisi iyileşmekte ve ekonomik büyüme teşvik edilmektedir. Bu tür finansal sistemler, gelecek vaat eden firmaların piyasaya girişini teşvik etmekte ve daha az verimli firmaların piyasadan çıkışını sağlamaktadır. Bu tür finansal sistemler aynı zamanda ekonomik fırsatları da genişletmektedir, böylece kredi tahsisi (ve dolayısıyla fırsat) birikmiş servete daha az ve projenin sosyal değerine daha yakından bağlı olmaktadır. Ayrıca, iyi işleyen finansal piyasalar ve kurumlar, firmaların yönetişimini geliştirerek israfı ve dolandırıcılığı azaltarak kıt kaynakların verimli kullanımını arttırmaktadır. Finansal sistemler, risk yönetimini kolaylaştırarak, yaşam standartları üzerinde olumlu yansımalarla daha yüksek getiri çabalarının finansmanını kolaylaştırabilmektedir. Ayrıca finansal sistemler, toplumun tasarruflarını bir havuzda toplayarak, ölçek ekonomilerinden yararlanmayı mümkün kılmaktadır.

İktisadi büyümenin temel kaynaklarından biri olan sermaye ve sermaye birikimi öncelikli olarak gelişmekte olan ekonomiler için önem arz etmektedir. Söz konusu ekonomilerde finansal gelişmenin etkinliğinin düşük olması sermaye birikimine engel olmaktadır. Daha sonraki bölümde detaylıca değinilecek olan temel büyüme teorilerinden biri olan geleneksel büyüme teorilerinde temel farklılıklar bulunmaktadır. Geleneksel büyüme teorilerine göre uzun dönem iktisadi büyüme oranının belirleyicisi finansal gelişmedir ve finansal aracılık uzun dönem büyüme oranı üzerinde bir etkiye sahip değildir. Daha çağdaş kabul edilen büyüme yaklaşımlarına göre ise finansal gelişme tasarrufları etkileyerek ve risk dağıtımı sağlayarak ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilemektedir. Söz konusu büyüme teorilerine göre finansal piyasalar ve dolayısıyla finansal aracılık ekonominin doğasında olan aksaklıklardan dolayı ortaya çıkmıştır. Bu yoruma göre içsel olarak ortaya çıkan finansal aracılık enformasyon maliyetlerini düşürmek ve kaynakların etkin tahsisini sağlamak gibi fonksiyonlarıyla iktisadi büyümenin sağlanmasında önemli roller üstlenmektedir (Bozoklu ve Yıllancı, 2013: 163).

1986 yılında ortaya koyulan içsel büyüme teorisi bu tarihe kadar literatüre hakim olan neoklasik büyüme teorisinin alternatifi olarak ortaya çıkmıştır. Bunun sebebi neoklasik büyüme teorisinin zaman içinde ortaya çıkacağını savunduğu

gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeleri yakalayacağı görüşünün, uzun yıllar boyunca yapılan gözlemler sonucu elde edilen bulgular neticesinde kanıtlanamamasıdır. Finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisi üzerine yapılan çalışmalarda çoğunlukla neoklasik ve içsel büyüme teorileri ele alınmaktadır.

1.5.1. Finansal Gelişme ve Neo-Klasik Büyüme Teorisi

Neoklasik büyüme modelleri Keynes'in klasik iktisat teorisine getirdiği eleştirinin dinamik analizidir. Tam istihdamın olduğu dengeli bir ekonomik büyümenin gerçekleşip gerçekleşmeyeceği araştırma konusudur (Yülek, 1997: 1). Neoklasik büyüme yaklaşımına göre tam istihdamda iktisadi büyüme dışsal olarak kabul edilen teknolojik gelişme ve nüfus artışıyla gerçekleşecektir. Solow (1956)'un ortaya koyduğu modelin temel varsayımları şunlardır:

- 1) Teknolojinin dışsal olması,
- 2) Sermayenin azalan marjinal verimliliği,
- 3) Ölçeğe göre sabit getiri,
- 4) Üretim faktörleri arasında ikame olması,
- 5) Ekonominin tam istihdamda ve yatırımların tasarruflara eşit olması,
- 6) Ekonomide homojen tek bir mal üretilmesi,
- 7) Nüfusun veri olup n sabit hızında büyümesidir.

Solow üretim fonksiyonunu Cobb-Douglas üretim fonksiyonu yardımıyla ortaya koymak gerekirse:

$$Y = f(K, L) = K^a \cdot L^{1-a} \text{ ve } 0 < a < 1 \text{ 'dır.}$$

Cobb-Douglas fonksiyonu yardımıyla bakıldığında durağan durum büyüme oranının sıfır olduğu görülmektedir. Kibritçioğlu (1998: 214), bunu, hükümet politikalarının uzun dönemde ekonomik büyümeye katkısının çok zayıf olduğu şeklinde yorumlamaktadır. Dışsal kabul edilen teknolojik gelişmeler sermayenin marjinal verimliliğinin azalmasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini düşük bir

oranda kompanse edebilmektedir. Sabit bir hızda büyüyen nüfus ise reel iktisadi büyümenin kaynağıdır. Kısacası iktisadi büyüme dışsal kabul edilen teknolojik gelişme ve sabit hızda büyüyen nüfus faktörleriyle sağlanmaktadır. Ölçeğe göre sabit getiri varsayımı altında girdilerde meydana gelecek bir birim artış çıktıyı da bir birim arttıracaktır.

Solow'un modelinde tek bir mal bulunmaktadır ve çıktı düzeyi $Y(t)$ olarak gerçekleşmektedir. Çıktının sabit bir parçası (s) tasarruf edilmektedir, dolayısıyla tasarruf oranı da $sY(t)$ olmaktadır. Toplumun sermaye stoku $K(t)$ ise metanın birikiminden oluşmaktadır. Bu durumda net yatırım da dK/dt veya $\dot{K}$ olmaktadır (Solow, 1956: 66):

$$\dot{K} = sY \quad (1)$$

Çıktı sermaye ve emek tarafından üretilmektedir ve girdi oranları $L(t)$ olarak alınmıştır. Teknolojik imkanlar ise aşağıdaki üretim fonksiyonuyla gösterilmektedir:

$$Y = F(K, L) \quad (2)$$

Buradaki çıktı amortisman payının çıkartılmış hali olan net çıktıyı ifade etmektedir. Üretimde ise ölçeğe sabit getiri bulunmaktadır. Bu sebepten ötürü üretim fonksiyonu birinci dereceden homojendir. Toprak gibi kıt, büyütülemez kaynakların olmadığı varsayılmıştır (Solow, 1956: 67).

İkinci denklemin birinci denkleme yerleştirilmesiyle aşağıdaki eşitlik elde edilmektedir:

$$\dot{K} = sF(K, L) \quad (3)$$

Yukarıdaki denklemde iki bilinmeyen bulunmaktadır. Dışsal nüfus artışının bir sonucu olarak işgücü de sabit bir oranda artış göstermektedir. Teknolojik değişimin yokluğunda n doğal büyüme oranını ifade etmektedir:

$$L(t) = L_0 e^{nt} \quad (4)$$

Üçüncü denklemde L toplam istihdamı temsil etmekteyken dördüncü denklemde mevcut emek arzını temsil etmektedir. Bu tanımlamalarla birlikte tam istihdamın sürekli olarak sağlandığı belirtilmektedir (Solow, 1956: 67).

Dördüncü denklemin üçüncü denkleme yerleştirilmesiyle aşağıdaki beşinci denklem elde edilmektedir:

$$\dot{K} = sF(K, L_0 e^{\eta t}) \quad (5)$$

Bu yolla birlikte sermaye birikiminin zamanla değişimini ortaya koyan denklem elde edilmektedir. Beşinci denklem tek değişkenli $K(t)$ içinde bir diferansiyel denklemdir. Çözümü, mevcut emeği tam olarak istihdam edecek sermaye stokunda zamanla meydana gelen değişimi vermektedir. Sermaye stokunun ve işgücünün zaman yolu bilindiğinde reel çıktıya karşılık gelen zaman yolu, üretim fonksiyonu vasıtasıyla elde edilebilmektedir. Marjinal verimlilik denklemi reel ücret oranının zaman yolunu belirlemektedir. Ayrıca, mevcut sermaye stokunun tam istihdamı varsayımı söz konusudur. Herhangi bir zaman noktasında önceden var olan sermaye stoku (önceki birikimin sonucu) esnek olmayan bir şekilde sağlanmaktadır. Dolayısıyla, sermaye stokunun hizmetleri için birim zaman başına reel kirayı belirleyen sermaye için benzer bir marjinal verimlilik denklemi vardır. Süreç şu şekilde görülebilmektedir: herhangi bir anda mevcut emek arzı (4) ile verilmektedir ve mevcut sermaye stoku bir veridir. Faktörlerin gerçek getirisi, emek ve sermayenin tam istihdamını sağlayacak şekilde ayarlanacağından, mevcut çıktı oranını bulmak için üretim fonksiyonu (2) kullanılabilir. Daha sonrasında tasarruf eğilimi net çıktının ne kadarının tasarruf edileceğini ve yatırımlarda kullanılacağını söyleyecektir. Dolayısıyla cari dönemde net sermaye birikimi bilinmektedir. Halihazırda birikmiş stoka eklenmekte ve bir sonraki dönem için kullanılabilir sermayeyi vermektedir. Bu sürecin tümü tekrar edilebilmektedir (Solow, 1956: 68).

İşgücünün herhangi bir büyüme oranıyla tutarlı bir sermaye birikim yolu olup olmadığını görmek için diferansiyel denklemi (5) incelemek gerekmektedir. Bunun için $r=K/L$ şeklinde yeni bir değişken türetmek gerekmektedir. Bu değişken sermayenin işgücüne oranıdır. Bundan dolayı elde $K = rL = L_0 e^{\eta t}$ bulunmaktadır. Söz konusu denklemin (5) numaralı denklem ile diferansiyasyonu sonucunda:

$(\dot{r}+nr) Loe^{nt} = sF(K, Loe^{nt})$ elde edilmektedir. Ölçeğe göre sabit getiriler varsayımından dolayı iki tarafı da $L = Loe^{nt}$ ile bölmek gerekmektedir. Bu işlem sonucunda:

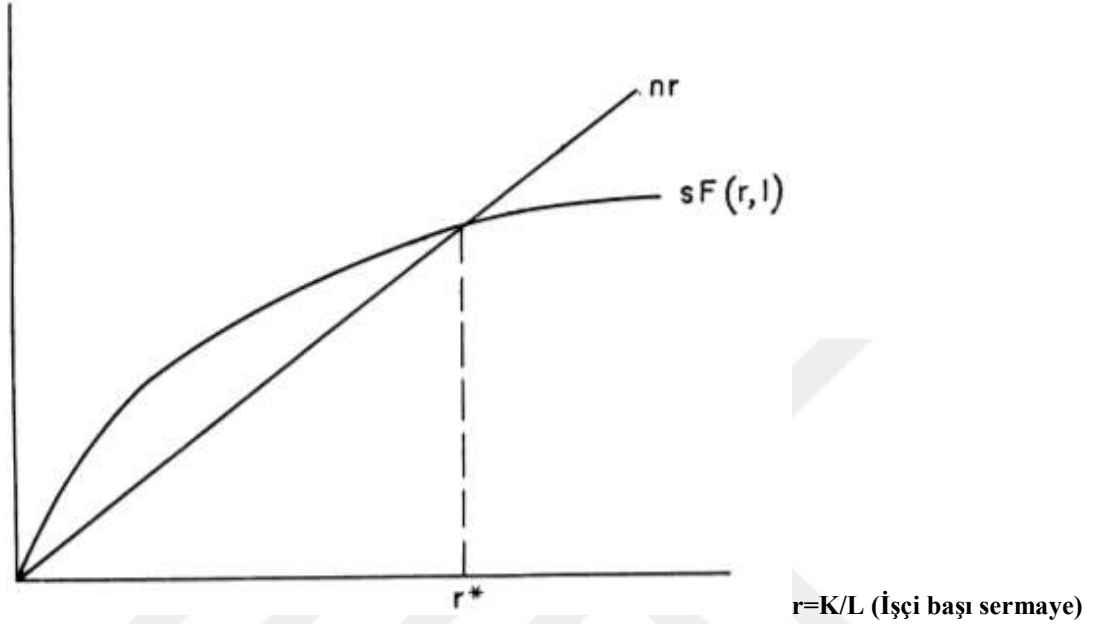
$$\dot{r} = sF(r,1) - nr \text{ elde edilmektedir (Solow, 1956: 69).} \quad (6)$$

$F(r,1)$ fonksiyonu toplam üretim eğrisini temsil etmektedir. Alternatif olarak ise işçi başına sermayenin bir fonksiyonu olarak işçi başına çıktıyı vermektedir. Buna göre (6) numaralı denklem, sermaye-emek oranının değişim oranının, biri sermaye artışını ve diğeri emek artışını temsil eden iki terimin farkı olduğunu belirtmektedir. $\dot{r} = 0$ olduğunda sermaye-emek oranı sabit olmaktadır ve sermaye stoku, işgücü ile aynı oranda (n) genişlemelidir (Sermayenin büyüme oranı doğal büyüme oranına eşittir). Aşağıdaki şekilde orijinden geçmekte olan n eğimli ışın nr fonksiyonunu temsil etmektedir. Diğer eğri ise $sF(r,1)$ fonksiyonunu temsil etmektedir. Her iki girdinin değeri pozitif olmadıkça ve sermayenin azalan marjinal verimliliği olmadığı sürece çıktı olmamaktadır. Eğrilerin kesişim noktasında $nr = sF(r,1)$ ve $\dot{r} = 0$ olmaktadır. Eğer sermaye-emek oranı r^* sağlanır ve sürdürülürse, sermaye ve emek o andan itibaren orantılı olarak büyüyecektir. Ölçeğe göre sabit getiri ile reel çıktı da aynı nispi oranda (n) büyüyecek ve işgücü başına düşen çıktı sabit olacaktır (Solow, 1956: 69-70).

Solow (1956: 70-71)'a göre, $r = r^*$ eşitliğinin olmadığı durumda sermaye-emek oranının zaman içindeki değişimi ele alındığında $r > r^*$ ve $nr > sF(r,1)$ olduğunda r, r^* 'a doğru düşüş gerçekleştirmektedir. Tersisi durumda yani $r < r^*$ ve $nr < sF(r,1) > 0$ olduğunda r, r^* 'a doğru artış gösterecektir. Denge değeri r^* , bu şekilde, durağandır. Sermaye-emek oranının başlangıç değeri ne olursa olsun, sistem doğal oranda dengeli bir büyüme durumuna doğru gelişecektir. Sermaye ve çıktının zaman yolu, asimptotik olmadıkça tam olarak üstel olmamaktadır. Başlangıç sermaye stoğu denge oranının altındaysa, sermaye ve çıktı, denge oranına yaklaştıkça kadar işgücünden daha hızlı büyüyecektir. Başlangıç oranı denge değerinin üzerindeyse, sermaye ve çıktı, işgücünden daha yavaş büyüyecektir. Çıktının büyümesi her zaman emek ve sermayenin büyümeleri arasında gerçekleşmektedir.

Şekil 1.1: Solow Tipi Büyüme

$y = Y/L$ (İşçi başı hasıla)



Kaynakça: Robert M. Solow, ‘‘A Contribution to the Theory of Economic Growth’’, The Quarterly Journal of Economics, 70(1), 1956, s. 69.

Kar ve Taban (2003: 148) konuyla ilgili olarak, söz konusu büyüme modeline göre teknoloji düzeyinin her ülkede aynı olmasının kabulü varsayımı tüm gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin uzun dönemde reel iktisadi büyüme oranlarının sıfır olacağı anlamına geldiğini belirtmiştir. Yakınsama hipotezi (convergence hypothesis) olarak adlandırılan bu olguya göre gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin reel büyüme oranlarının farklı olması sermayenin marjinal verimliliğinin azalmasının ve ülkelerin faktör donatımlarının farklı olmasının yüzündendir. Sermaye bakımından nispeten zengin ve dolayısıyla sermayenin marjinal verimliliğinin düşük olduğu gelişmiş ülkelere sermaye kıtlığı ve dolayısıyla sermayenin marjinal verimliliği yüksek olan gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı gerçekleşecektir. Ülkelerarası faiz oranları farklılıkları bahsedilen faaliyetler dizisinin vuku bulmasını sağlamaktadır. Uzun vadede ise ülkelerarası faiz oranı farklılıkları ortadan kalkmakta ve ülkelerin ekonomik büyüme hızları sıfıra giderek yaklaşmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere yakınsama sürecine yakalama süreci (catching up process) adı verilmektedir.

Görelî daha az zengin ülkelerin daha zengin ülkelere göre daha büyük ekonomik büyüme hızına sahip olmalarının belli başlı sebepleri bulunmaktadır. Solow modeline göre zengin ülkelerde sermaye getirisi işçi başına düşen sermaye miktarının fazla olmasından dolayı düşük olmaktadır. Düşük sermaye getirisi, sermayenin, zengin ülkelere daha az zengin ülkelere doğru kaymasına sebep olmaktadır. Ayrıca bir ülkede bilginin dağılmasında problem olması mevcut teknolojinin geride kalmış olduğunu göstermektedir. Teknolojinin gelişmesiyle birlikte gelir farklılıkları azalacaktır (Toprak, 2018: 95-96).

Ayrıca Solow modeli ülkelerin farklı durağan durumlara ulaştığını tahmin etmektedir. Kişi başına gelirdeki ülkeler arası farklılıkların çoğunluğu Solow büyüme modelindeki durağan durumun farklı belirleyicileri olan beşeri ve fiziksel sermaye birikimi ve nüfus artışına bağlıdır. Sonuç olarak, Solow modeli yakınsamayı öngörmektedir; sadece belirli bir ülkede kişi başına düşen gelirin söz konusu ülkenin durağan durumuna yakınsadığını tahmin etmektedir. Bir başka deyişle Solow modeli, yakınsamayı ancak kararlı durumun belirleyicilerini kontrol altına almanın akabinde öngörmektedir, bu fenomen koşullu yakınsama (conditional convergence) olarak adlandırılmaktadır (Mankiw, Romer ve Weil, 1992: 18-19).

Robert Joseph Barro (1991) yakınsama hipotezini İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde yaklaşık 100 ülkeyi örneklem olarak test etmiştir. Sonuç olarak kişi başına milli gelirin, kişi başına düşen ürünün başlangıç düzeyiyle ilişkisiz olduğunu bulmuştur. Nispeten fakir olan ülkenin daha zengin ülkeye yakınsaması daha yüksek beşeri sermayeye sahip olduğunda gerçekleşmektedir. Daha yüksek beşeri sermayeye sahip ülkeler daha düşük doğurganlık oranlarına ve daha yüksek fiziksel yatırım/GSYİH oranlarına sahiptir. Bu görüşler sonraki kısımda değinilecek olan içsel büyüme teorileriyle tutarlıdır.

Yapılan çalışmalara göre neoklasiklerin yakınsama hipotezinde öngörülen uzun dönem büyüme oranlarının eşitlenmesi yerine gelir farklılaşması gerçekleşmiştir. Teknolojinin dışsal ve sabit bir faktör olduğu varsayımı reddedilmiştir. Gelişmiş ülkeden gelişmekte olan ülkeye doğru olan bir sermaye transferinin yakınlaştırıcı varsayılan etkisi gelişmiş ülkedeki teknolojik gelişmeyle

tamamen ortadan kalkacaktır. Bu gelişme teknolojinin dışsallığının kabulünün tekrardan ele alınıp yeni büyüme modellerinin oluşturulmasına yol açmıştır (Kar ve Taban, 2003: 149, Kibritçioğlu, 1998: 215). Neoklasik büyüme modellerinin teorik çerçevesinde finansal gelişme, teknolojik gelişmeyi doğrudan etkileyebildiği takdirde çok sınırlı bir ölçüde uzun vadeli büyüme oranını etkileyebilecektir.

1.5.2. Finansal Gelişme ve İçsel Büyüme Teorisi

Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere yakalayamaması teknolojik gelişmenin dışsal olduğu ve teknoloji düzeyinin tüm ülkelerde aynı olduğu varsayımlarının terk edilerek yeni büyüme modellerinin araştırılmasına yol açmıştır (Romer, 1994: 4). Neoklasik büyüme teorisi uzun dönem iktisadi büyümeyi teknolojik gelişmeyle ilişkilendirmesine rağmen söz konusu teknolojik gelişmenin hangi bileşenler tarafından belirlendiğini açıklamamaktadır (Dornbush, Fischer ve Startz: 2007: 83).

Alwyn Young (1991) içsel büyüme modelleri kullanarak uluslararası ticaretin teknolojik açıdan gelişmiş ve teknolojik açıdan geride kalmış olan ülkeler üzerindeki dinamik etkilerini araştırmıştır. Gelişmiş ülkeler yüksek teknolojiye malıllarda uzmanlaşmışken, söz konusu diğer grup ülkeleri düşük teknolojiye malıllarda uzmanlaşmıştır. Serbest ticaret şartları altında gelişmekte olan ülkelerin teknik ilerlemesi ve milli gelir büyümesi gelişmiş ülkelerinkiyle eşit veya daha az gerçekleşmektedir. Yüksek teknolojiye malın öğrenme süreci daha zor olduğu için bu durum ortaya çıkmaktadır ve bunun üstesinden gelinebilmesi ve daha yüksek büyüme oranlarına ulaşılabilmesi için daha teknolojik derinlik içeren sektörlere giriş yapılmalıdır. Gelişmekte olan ülkenin nüfusu gelişmiş ülkenin nüfusunun birkaç katı olmadığı sürece ve iki ekonomi arasındaki başlangıçtaki teknik boşluk küçük olmadıkça, gelişmekte olan ülke ticaret ortağı olan gelişmiş ülkeye yetişemeyecektir. Bununla birlikte, yurt dışındaki teknik ilerleme, ülke içindeki refahı iyileştirebileceğinden, gelişmekte olan ülkenin tüketicileri, serbest ticaret sayesinde daha yüksek zamanlar arası fayda sağlayabilmektedirler. Gelişmiş ülke tüketicileriye, ekonomileri gelişmekte olan ülkeler tarafından ele geçirilmedikçe hem daha hızlı teknik ilerlemenin hem ticaretten elde edilen geleneksel statik

kazanımların avantajlarından faydalanacaklardır ve dolayısıyla zamanlar arası refahta açık bir iyileşme yaşayacaklardır.

Optimal büyüme oranlarına ulaşılabilmesi hususunda ise Barro (1990) devlet politikalarını da bir üretim girdisi olarak hesaba katmaktadır. Romer (1986) devlet politikalarını girdi olarak kullanmamakla birlikte optimum büyümenin sağlanması için devlet müdahalesinin gerekliliğini vurgulamaktadır. Toplumsal faydası özel faydasını aşan projelerin uygulanma aşamasında devlet müdahalesi optimalitenin sağlanmasında önem arz etmektedir. Devlet müdahalesi gerçekleşmediği sürece sosyal faydası yüksek kimi yatırım projeleri özel faydası düşük olarak görüldüğünden ötürü hiç gerçekleştirilmeyecektir. Bir ekonomide öğrenme belli başlı alanlara yatırım yaptıkça gerçekleşecektir ve birim maliyetlerin düşmesi ve kalitenin artması ve dolayısıyla mukayeseli üstünlüğün elde edilmesi bu yolla gerçekleşmektedir (Yülek, 1997: 2). Barro (1990) içsel büyüme modellerine üretimi veya faydayı etkileyen vergiyle finanse edilen kamu harcamalarını dahil etmiş ve koşullu yakınsamanın mevcut olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Lucas (1988) sermayeyi neoklasik teknoloji altında üretimde kullanılan fiziksel sermaye ve verimliliği arttıran beşeri sermaye olarak ikiye ayırmıştır. Her ne kadar beşeri sermayedeki artışın üretimi arttırdığını belirtse de fakir ekonomilerin uzun vade gelir artış oranları başlangıçta zengin olan ekonomilerin oranlarıyla aynı olacak olsa dahi göreceli olarak fakir kalacaklarını vurgulamıştır. Kısacası ülkelerin başlangıç düzeyleri yakınsama teorisinin reddedilmesine yol açmaktadır.

Sala i Martin ve Barro (1990) yaptıkları çalışmanın sonucunda beşeri sermayeyi sermayenin kapsamına almışlar ve bunun sonucunda neoklasik büyüme modelinin sermayenin azalan marjinal verimliliği varsayımını reddedip sermayenin artan verimliliğe sahip olabileceğini ortaya koymuşlardır. Neoklasik büyüme modelinde faktör mobilitesinin ülkeleri birbirine yakınlaştırdığını ancak beşeri sermaye hesaba katıldığında bu hareketliliğin tersine işleyebileceğini açıklamışlardır. Gelişmekte olan bir ülkenin nitelikli işgücü gelişmiş ülkeye giderse yakınsama sürecinin yavaşlayacağını belirtmişlerdir. Kısacası içsel büyüme teorisyenleri yakınsama yaklaşımını reddetmektedirler.

Özetle, ekonomik büyümeyi dışsal faktörlere bağlayan neoklasik büyüme teorilerinin aksine içsel büyüme modelleri ekonomik büyümeyi içsel dinamikler temelli kabul etmektedir. Bundan çıkarılacak sonuç gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeleri yakalayamayabileceğidir (Kar ve Taban, 2003).

Romer'in büyüme modelinde kullandığı artan verimliliğe sahip üretim fonksiyonları, üretim ve yatırım faaliyetleri sonucunda fiziksel ürün ile birlikte üretim bilgisinin de elde edildiği varsayımından yola çıkılarak oluşturulmuştur. Buna ek olarak elde edilen söz konusu bilgi mikro bazda değil tüm ülke geneline yayılmakta ve verimlilik artışları sağlamaktadır. Romer (1986) Arrow'un (1962) "yaparak öğrenme" düşüncesinden yola çıkmıştır. Üretim yaptıkça uzmanlaşma gerçekleşmekte, maliyetler düşmekte ve üretilen malın kalitesi yükselmektedir. Yani bu süreç sonunda teknik bilgi de üretilmiş olmaktadır. Söz konusu bilgi ise ilerideki üretim süreçlerinde girdi olarak yerini alacaktır. Bilgi taşması adı verilen bu olgunun bir firmada başlayarak tüm firmalara ulaşacağı varsayılmaktadır. Bilginin kusursuz biçimde saklanamaması veya patentinin alınamaması bilgi taşmasına olanak sağlamaktadır. İçsel büyüme modellerinde kabul edilen varsayımlardan biri olan sermayenin artan verimliliğinin kaynağı olarak bilgi taşması modelleri, kamu politikaları ve beşeri sermaye modelleri alt başlıkları halinde ele alınabilmektedir. (Yülek, 1997).

Neoklasik büyüme modellerinin teorik çerçevesinde yer alan dışsal teknolojik gelişme varsayımı finansal gelişmenin teknolojik ilerleme oranını doğrudan etkileyebildiği durumda, yalnızca çok kısıtlı bir kanaldan uzun vadeli ekonomik büyüme oranını etkileyebileceğini ortaya koymaktadır.

İçsel faktörlerin ve özellikle kurumsal düzenlemelerin ekonomik büyüme oranları üzerindeki etkisi olabileceğini kabul eden içsel büyüme modellerinin geliştirilmesi finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin araştırılmasına yönelik bir ilgi oluşturmuştur. Finansal gelişme ekonomik büyümeyi sermayenin verimliliğini, tasarruf oranını veya finansal sistemlerin etkinliğini değiştirmek suretiyle üç kanaldan etkileyebilmektedir (Tsuru, 2000). Bu kanalların

işleyişini açıklamak için en temel içsel büyüme modeli kullanılacaktır (Pagano, 1993):

$$g = A \phi s - \delta$$

g: Durağan durum büyüme oranı,

A: Sermayenin verimliliği,

ϕ : Tasarrufun yatırımlarda kullanılan kısmı

s: Tasarruf oranını,

δ : Yıpranma payı,

Bu denkleme göre finansal gelişme ekonomik büyüme oranını ya sermayenin verimliliğini ya tasarruf oranını ya da finansal sistemin etkinliğini değiştirerek etkileyebilmektedir.

Finansal sistemin verimliliği, fonları sermayenin marjinal ürününün en yüksek olduğu projelere yönlendirebilmesiyle ölçülmektedir. Buna göre finansal gelişme sermayenin daha verimli bir şekilde tahsis edilmesini sağlayacağından sermayenin verimliliğini ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttıracaktır. Ancak bu süreç maliyetlidir. Finansal sistem en yüksek karlılığa sahip projeyi bulmak için alternatif projeleri takip etmelidir. Bu süreç sonunda en yüksek getirili projeler bulunsa dahi yüksek getirinin beraberinde getirdiği yüksek risk, bireyleri söz konusu projelere yatırım yapmaktan caydırabilmektedir. Bundan ötürü finansal sistem riski paylaşma rolü üstlenmeli ve bireyleri yüksek getirili projelere yatırım yapmaya teşvik etmelidir (Tsuru, 2000).

Bencivenga ve Smith (1991)'e göre finansal araçların bir diğer önemli rolü ise bireysel yatırımcılara likidite sağlamaktır. Hanehalkı olası bir likidite şokunu göz önünde bulundurarak likiditesi düşük yüksek getirili varlıklara yatırım yapma konusunda isteksizdir. Bu noktada bir finansal aracı olan, yüksek miktarda mevduat toplayan ve bunu ödünç veren herhangi bir ticari banka bu isteksizlik durumunu tersine çevirecektir. Bankalar mevduat sahiplerinin para çekme taleplerine karşı likit

rezerv tutmaktadır. Likidite sağlayarak riskten kaçınan tasarruf sahiplerine verimliliği düşük likit varlıklar yerine banka mevduatına sahip olma olanağı tanımaktadır. Bu şekilde elde ettiği fonlar verimliliği yüksek olan projelere aktarılmaya hazır olacaktır. Kısacası aracılığın olmadığı veya eksik olduğu ekonomilerde her birey öngörülemezlik likidite ihtiyaçlarına karşı kendi kendini sigortalamalıdır. Finansal araçların varlığı bireylerin kendi kendini sigortalama ihtiyacını ve aynı zamanda likidite açığı olan yatırımcıların bu açığı kapatmak için yatırımlarını sonlandırmalarını ortadan kaldırmaktadır. Finansal araçlar fonların likiditesi düşük ve yüksek getirili varlıklara tahsis edilmesini ve karlılığı yüksek yatırımların olması gerekenden erken tasfiyesini engellemesi ile sermayenin verimliliğini ve dolayısıyla ekonomik büyüme oranını arttırmaktadır.

Menkul kıymet piyasaları likidite risklerine karşı etkin bir rol üstlenmektedir. Bireysel yatırımcılar likidite sorunları ile karşı karşıya kaldıklarında hisse senedi piyasasında hisselerini satabilir ve uygun portföyler oluşturarak getiri oranı risklerini çeşitlendirebilirler. Bu nedenle, iki sigorta işlevi olan bir hisse senedi piyasasının oluşturulması, finansal araçların yaptığı gibi sermayenin verimliliğini arttırabilmektedir. Hisse senedi piyasaları aracılığıyla yapılan portföy çeşitlendirmesi, firmalar için üretim uzmanlaşmasını cazip kılarak ek bir büyüme arttırıcı etkiye sahip olabilmektedir, zira bu çeşit bir çeşitlendirme sektörel şoklardan kaynaklanan riskleri azaltabilmekte ve firmaların uzmanlaşmasını sağlayabilmektedir (Levine, 1991; Tsuru, 2000). Üretim dışsallıkları bağlamında ele alındığında, uzmanlaşmanın artışı sermayenin verimliliğini ve dolayısıyla uzun vadeli ekonomik büyüme oranını arttırmaktadır.

Finans, uzun vadeli büyümenin ötesinde, zenginler ve yoksullar arasındaki uçurumu ve söz konusu uçurumun nesiller boyunca devam etme sürecini de etkileyebilmektedir (Demirgüç-Kunt ve Levine, 2009). Finansal gelişme, bir kişinin ekonomik fırsatlarının ne ölçüde bireysel beceri ve inisiyatif tarafından belirlendiğini veya ebeveyn servetinin, sosyal statünün ve siyasi bağlantıların ekonomik ufukları büyük ölçüde şekillendirip şekillendirmediğini etkileyebilmektedir. Finansal sistem, kimin bir iş kurabileceğini ve kimin yapamayacağını, kimin eğitim için ödeme yapabileceğini ve kimin yapamayacağını, kimin ekonomik isteklerini

gerçekleştirmeye çalışabileceğini ve kimin yapamayacağını etkilemektedir. Bunun yanı sıra, finans, kaynak tahsisini etkileyerek hem ekonomik büyüme oranını hem emek talebini değiştirebilmekte ve yoksulluk ve gelir dağılımı üzerinde potansiyel olarak derin etkiler yaratabilmektedir. Potansiyel olarak, finansın gelir dağılımı üzerinde oldukça karmaşık etkileri olabileceği kabul edilmektedir. Yüksek vasıflı işçilerin veya düşük vasıflı işçilerin gelirlerini arttırıcı bir etki yaratabilmektedir ancak mekanizmalar karmaşıktır ve sonuçlar yoksullar için hem iyi hem kötü olabilmektedir ve gelir eşitsizliğini üzerindeki etkisi değişkenlik göstermektedir (Cihak, Demirgüç-Kunt, Feyen ve Levine, 2012: 6-7).

Finansal sözleşmelerdeki, piyasalardaki ve aracılardaki iyileştirmelerin esasen ekonomik fırsatları genişletme ve kalıcı gelir eşitsizliğini azaltma eğiliminde olduğunu öne sürmekte olan ampirik çalışmalar mevcuttur. Daha derinlemesine yapılan deneysel araştırmalar söz konusu temel gözlemle tutarlıdır. Örnek olarak, bulgular, kredi piyasalarına erişimin, ebeveynlerin çocuklarının eğitime yaptığı yatırımı arttırdığını ve olumsuz şoklar aile gelirini azalttığında çocukların okul dışı ve işgücü piyasalarına ikame edilmesini azalttığını göstermektedir (Belley ve Lochner, 2007: 31-33). Daha iyi işleyen finansal sistemler, yeni firma oluşumlarını teşvik etmektedir ve daha geniş bir dizi firma finansal sisteme erişim kazandıkça küçük, gelecek vaat eden firmaların genişlemesine yardımcı olmaktadır. Ayrıca, daha iyi işleyen finansal sistemler, teminat ve yükümlülöklere daha az vurgu yaparak daha iyi projeleri belirleyecek ve finanse edecektir; bu nedenle, sadece yeni, verimli firmaların girmesine izin vermekle kalmamakta, aynı zamanda verilerin kanıtladığı gibi, eski, verimsiz firmaları da ayrılmaya zorlamaktadır (Kerr ve Nanda, 2009b).

Finans, finansal hizmetlere gelişmiş erişimin doğrudan faydalarının yanı sıra, özellikle dolaylı işgücü piyasası mekanizmaları aracılığıyla eşitsizliği de azaltmaktadır. Spesifik olarak, elde edilen bulgular, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi hızlandırdığını, rekabeti yoğunlaştırdığını ve emek talebini arttırdığını göstermektedir. Daha önemlisi, genellikle gelir dağılımının alt ucundakilere nispeten daha büyük faydalar sağlamaktadır (Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine 2007: 46; Beck, Levine ve Levkov, 2010: 1665). Dolayısıyla, iyi politikalarla finans, ekonomik büyümeyi teşvik ederken diğer yandan eşitsizliği azaltabilmektedir.

1.6. Finansal Sistem Tercihi

19. yüzyıldan beri birçok araştırmaya konu olmuş olan banka bazlı ve piyasa bazlı finansal sistemlerin hangisinin uzun vadeli büyüme oranına sağladığı faydanın daha fazla olduğu tartışma konusu olmuştur. Banka bazlı sistem tasarrufları çekmek için daha cazip olduğu, nispeten daha iyi yatırımları ayırt edebildiği, daha sağlam bir kurumsal kontrol mekanizmasına sahip olduğu gibi argümanlarla savunulmaktadır. Bunlara ek olarak bankalar, az gelişmiş ülkelerdeki piyasalardan daha etkin bir şekilde endüstriyel büyümeyi finanse etmektedir. Bu durum özellikle ekonomik gelişmenin kurumsal altyapının zayıf olduğu ilk aşamalarında önemle öne çıkmaktadır. Bankalar bilgi toplama ve işlemede ölçek ve kapsam ekonomilerinden yararlanabilirler ve dolayısıyla riskleri yönetmede daha etkin olabilmektedir (Levine, 2002: 1-2). Luintel, Khan, Arestis ve Theodoridis (2008: 183-184)'e ve Lee (2012: 173-175)'ye göre, buna ek olarak kamuya bilgi paylaşmakta ve böylece yatırımcıların bilgi arama ve elde etme teşviklerini azaltıcı etki yaratmaktadır. Bu argümanla birlikte bilgi asimetrisi problemi banka temelli finansal sistemlerden ziyade piyasa temelli sistemlerin problemi olarak vurgulanmaktadır. Bankalar asimetrik bilgiden kaynaklanan bozuklukları firmalarla uzun vadeli ilişkiler kurarak hafifletebilmektedir.

Piyasa bazlı sistemi savunanlar piyasaların bankalarla ilişkili doğal verimsizlikleri azaltacağını ve ekonomik büyümeyi arttıracak argümanını ortaya koymuşlardır. Büyük, likit ve iyi işleyen piyasalar büyüme ve kar teşviklerini büyütmektedir. Piyasaların risk yönetimi, bilgi dağıtımı, kurumsal kontrol, sermaye tahsisi ve aşırı güçlü bankalarla ilişkili sorunları hafifletmedeki olumlu rolünün üstünde durulmakta ve buna ek olarak piyasaların inovasyonu ve uzun vadeli ekonomik büyümeyi teşvik eden temel finansal hizmetler sağladığı vurgulanmaktadır (Lee, 2012: 175). Levine (2002: 2-3), banka bazlı sisteme eleştiri olarak güçlü bankaların doğasında var olan verimsizliklere değinildiğini belirtmektedir. Bankaların derin bağlara sahip olduğu şirketleri rekabetten koruyarak yenilik geliştirme sürecini engelleyebileceği ve şirket yöneticileriyle diğer alacaklılara karşı

gizli anlaşmalar yaparak kurumsal yönetimin etkinliğine zarar verebileceklerinin altı çizilmektedir.

Literatürde finansal sistem teorileri olarak piyasa bazlı ve banka bazlı sistemlerin yanı sıra finansal hizmetler ve hukuk ve finans teorileri bulunmaktadır. Finansal hizmetler teorisi banka bazlı sistemin mi piyasa bazlı sistemin mi daha iyi olduğu tartışmalarını önemsiz kabul etmektedir. Finansal hizmetler yeni firma oluşumu, endüstriyel genişleme ve ekonomik büyüme konularında büyük önem arz etmektedir ve bizzat finansal hizmetler, sunum biçiminden daha önemli görülmektedir (Merton ve Bodie, 1995). Finansal hizmetler görüşüne göre temel sorun finansmanın kaynağı değil, araçlar ve piyasalar tarafından sunulan finansal hizmetlerin sağlam ve etkin bir şekilde sağlandığı bir ortamın yaratılmasıdır. Bu görüşün vurguladığı en önemli nokta finansal yapının türünden ziyade daha iyi işleyen bankaların ve piyasaların yaratılmasıdır ve önemli olan piyasa veya banka değil, her ikisinin birlikte önem arz ettiğidir. Her ikisi finansal sistemin farklı bileşenleridir; rekabet içinde değildirlir ve dolayısıyla sistemdeki farklılaşan maliyetleri, işlemleri ve bilgiyi iyileştirmektedir. Finansal hizmetlerin sağlanmasında tamamlayıcı rol oynamaktadır ve finansal düzenlemeler piyasanın kusurlarını gidermek, tasarruf hareketliliğini ve risk yönetimini kolaylaştırmak, potansiyel yatırım fırsatlarını değerlendirmek, kurumsal kontrolü etkin bir biçimde uygulayabilmek ve likiditeyi arttırmak için iyi düzenlenmiş finansal hizmetler sağlamak için ortaya çıkmıştır (Luintel vd., 2008: 184). Levine'nin (2002:3) belirttiği gibi: "finansal hizmetler görüşü daha iyi işleyen bankalar ve piyasaların nasıl yaratılacağına analitik spot ışığı yerleştirir ve banka temelli sistem mi piyasa temelli sistem mi daha iyidir tartışmalarına gölge düşürür".

Luintel vd. (2008: 184-185), hukuk ve finans görüşünde yasal sistemin yasal haklar ve icra mekanizmalarıyla büyümeyi teşvik eden bir finans sektörü oluşturmadaki rolünü vurgulamaktadırlar. Banka temelli sistemin mi piyasa temelli sistemin mi daha iyi olduğu tartışmaları en uygun finansal sistemi seçmek için kullanışlı bir yol değildir. Bunun yerine yasal sistem çerçevesinde tanımlanan finansal hizmetlerin genel düzeyi ve kalitesi, kaynakların etkin tahsisinin sağlanmasına ve ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır.

Yapılan daha güncel çalışmalar sonucunda ülkelerin uzun dönem ekonomik büyüme performans farklarını açıklamak için ülkeleri finansal yapılarına göre ayrıştırmanın sonuç vermediği ortaya koyulmuştur (Lee, 2012: 174). Levine (2002: 4)'a göre ne banka bazlı sistem ne de piyasa bazlı sistem ekonomik büyümeyle yakından ilişkilidir. Yasal mevzuatın etkinliği ve toplam finansal gelişme endüstriyel büyümenin ve sermaye tahsisinin etkinliğini arttırmaktayken banka bazlı veya piyasa bazlı bir finansal sisteme sahip olmanın önemsiz olduğunu dile getirmiştir.

1.7. Para Politikası

Para, tüm ekonomik faaliyetlerle doğrudan ilişki içinde bulunmasıyla birlikte ekonomilerin refahı için önemli olan birçok ekonomik değişkeni etkilediğinden ötürü, tüm politikacılar ve politika yapıcılar paranın yönetilmesi, bir diğer deyişle, para politikasının yürütülmesiyle ilgilenmektedir. Günümüzde olduğu gibi fiat para kullanan ekonomilerde hükümet para arzının kontrolünü elinde tutmaktadır. Yasal kısıtlamalar ve para basımı hususlarında hükümet tekeli vardır. Nasıl ki vergilendirme ve kamu alımlarının seviyeleri hükümetin politika aracı olarak kabul edilmekteyse para arzı da bu şekilde görülmektedir. Hükümetin para arzı üzerindeki kontrolüne para politikası adı verilmektedir ancak çoğu ekonomide para politikası, kısmen bağımsız bir kurum olan merkez bankasına devredilmiştir.

Politik ekonomik literatürde önemli yer tutan partizan ve fırsatçı yaklaşım parasal ve mali araçların optimal olmayan kullanımını ortaya çıkarmaktadır. Fırsatçı veya oportünist model kısaca oy maksimizasyonu hedefleyen siyasilerin bu amaçla uyguladıkları iktisat politikalarını ve bu politikaların sonuçlarını incelemektedir. Bu yaklaşıma göre seçmenler miyopluktan muzdariptir, bir diğer deyişle, hafızaları zayıf yapıdadır. Hükümetin icraat dönemi yerine yakın dönemde uyguladığı politikalara ve sonuçlarına göre karar vermektedir. Bu varsayım altında hükümetler seçim dönemleri öncesinde efektif talebi uyarıcı politikalar izlemektedir. Söz konusu genişleyici uygulamalar seçim sonrasındaki dönemde yüksek enflasyon olarak dönüş yapmaktadır. Partizan model ise partilerin ideolojik tutumlarının ekonomi politikalarına yansımaları açıklamaktadır ve ilgili modelde oy maksimizasyonu yoktur; siyasiler ideolojik duruşlarına göre politika seçimi yapmaktadırlar. İstihdam

ve gelir dağılımında adaleti hedefleyen liberal partiler ile fiyat istikrarını hedefleyen muhafazakar partiler bu modelin başlıca birimleri olarak belirtilmektedir (Paya, 2013: 266- 267).

Snowdon ve Vane (2012: 487-488), yukarıda anlatılanların optimal olmayan sonuçlar ortaya çıkarmasını kaçınılmaz olarak görmektedir. Mevcut olan büyük tehlike, söz konusu partizan ve fırsatçı etkilerden bağımsız bir para politikası uygulayıcısının varlığını zorunlu kılmaktadır. Buna ek olarak para otoritesi bütçe açıklarını monetize etmek durumunda kalmadığı sürece maliye politikasının katı bir bütçe kısıtıyla hareket etmek zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Merkez bankası bağımsızlığının sağlanması öncesinde merkez bankaları enflasyon yaratıcı faaliyetlerde bulunabilmekteydi ve söz konusu uygulamalar hükümetlerin yeniden seçilebilmek için işsizliği azaltma çabaları ve merkez bankasına yaptığı politik baskılar, partizan etkileri, dinamik tutarsızlık etkileri ve bütçe açıklarının finansmanı olarak gerçekleşmektedir. Günümüzde dahi partizan etkilerden tam anlamıyla bağımsız hale gelinememiştir ve merkez bankalarının başkan atamaları yapılırken söz konusu partizan etkiler görülmektedir. Bunun sonucunda uygulanan para politikaları hiçbir zaman için politik baskılardan bağımsız kabul edilememektedir.

Para ve maliye otoriteleri arasındaki uyuşmazlık ise merkez bankası bağımsızlığı tartışmalarının bir başka sebebi olarak tezahür etmektedir. Para ve maliye politikaları birbirinden bağımsız bir şekilde uygulandığında uzun dönem büyüme oranı düşük seviyede gerçekleşecektir. Mali otoritelerin, vergi oranlarının düşürülmesi ve kamu harcamalarının arttırılmasını ‘‘et, patates ve sos’’ politikası olarak kabul etmelerinden ötürü yüksek bütçe açıklarına bir eğilimleri bulunmaktadır. Diğer yandan bağımsız para otoriteleri ise düşük ve istikrarlı bir fiyatlar genel düzeyini sürdürmek istemektedir ve bu amaca parasal sadelikle ulaşılmaktadır (Nordhaus, Schultze ve Fischer, 1994: 144).

Yukarıda bahsedilenlerin ışığında merkez bankası bağımsızlığı, para politikasının hükümetlerin çıkarları uğrunda uygulanmamasının garanti altına alınmasını ifade etmektedir. Pratikte, merkez bankasının para politikasının belirlenmesi ve uygulanmasındaki hareket kabiliyeti söz konusu bağımsızlığın

düzeyini ortaya koymaktadır. Bu hususta dört farklı bağımsızlık göstergesi olduğu kabul edilmektedir (Cukierman, Webb ve Neyapti, 1992: 356-357):

- 1) Merkez bankası başkan ve üyelerinin değişim sıklığı,
- 2) Merkez bankası tarafından kamu kesimine sağlanan kredilerdeki kriterler (miktar, vade, doğrudan avans şartları ve faiz oranı),
- 3) Merkez bankasının nihai amaçlarının belirlenmesi süreci,
- 4) Para politikasının belirlenmesi ve uygulanması süreci göstergeler olarak benimsenmektedir.

1.7.1. Para Politikasının Genel Çerçevesi

İktisat politikasının başlıca araçlarından biri olan para politikasının mevcut ekonomik konjoktüre göre uygulanabilmesi ve değiştirilebilmesi kısa sürede gerçekleşebilmektedir. Aynı zamanda söz konusu uygulamalar halk tarafından tepkiyle karşılanmamaktadır. Bunlara karşın para politikası uygulamalarının sonuçlarının kısa vadede ortaya çıkmaması uygulamaların yaratacağı etkiler konusunda belirsizlik yaratmaktadır. Para otoritesinin zorunlu karşılık oranları, açık piyasa işlemleri ve reeskont işlemleri gibi politika araçları vasıtasıyla piyasaya nakit arz etmesi veya çekmesi para politikasının işlevini tanımlamaktadır. Zaman içinde finansal sektörde meydana gelen radikal değişiklikler sonucunda para politikasının kapsamı genişlemiştir. Finansal inovasyonlar sonucu sayısı artan ve daha sofistike hale gelen finansal enstrümanlar ve modern bankacılık aktiviteleri para politikasında kullanılan doğrudan araçların yanında dolaylı araçların kullanılmasını zorunlu kılmıştır. Para politikasının piyasa likidite düzeyi üzerindeki etkinliğini belirleyen faktörler olarak kredi talebinin faiz esnekliği, bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi ve fon talep edenlerin ve bankaların likidite tercihleri ve iktisadi ajanların beklentileri kabul edilmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 59-60).

Merkez bankaları ekonomik ve finansal sistemlerdeki dalgalanmaları azaltmak amacıyla beş spesifik amacı gerçekleştirmeye çalışmaktadır (Özatay, 2015: 299-305):

- 1) Fiyat istikrarı,
- 2) İstikrarlı ve tatmin edici bir ekonomik büyüme hızı,
- 3) Tam istihdam,
- 4) İstikrarlı finansal piyasalar, kurumlar ve faiz oranları,
- 5) İstikrarlı döviz kuru.

Cecchetti ve Schoenholtz (2006: 400)'un kapsamlıca açıkladığı üzere para otoritesinin başlıca misyonu sistematik riski yönetip azaltarak ekonomik refahı arttırmaktır. Bireyler çeşitlendirme ile bireylere veya kuruluşlara özgü riskleri yönetebilmelerine rağmen tüm iktisadi ajanları etkileyen sistematik riskten kaçınamamaktadırlar. Yukarıdaki maddelendirilmiş olan beş amaçtan herhangi birinin sağlanamaması sistematik veya tüm ekonomi çapında risk meydana getirmektedir. Ancak unutulmamalıdır ki söz konusu beş hedefin eşzamanlı biçimde sağlanabilmesi mümkün olamamaktadır. Fiyat istikrarı hedefine ulaşılması ekonomik büyüme hedefinden uzaklaşılmasına veya faiz oranlarında istikrarın sağlanması diğer hedeflerde istikrarsızlıklara yol açabilmektedir ve bu şartlar altında değiş tokuş yapmak zorunlu hale gelmektedir.

Merkez bankaları için fiyat halihazırda bulunan mal ve hizmetlerin değeri anlamına gelirken istikrar ise düşük seyreden fiyatlar düzeyindeki genel artış olarak görülmektedir. Bu bağlamda hem enflasyon hem deflasyon söz konusu hedefle çelişmektedir (White, 2006: 1). Arzu edilen yıllık enflasyon oranı yüzde iki civarlarındadır. Enflasyon oranı olarak sıfırı hedefleyen bir merkez bankası bu hedefi gerçekleştirdiğinde deflasyon tehlikesiyle karşı karşıya kalma riskine sahip olmaktadır. Deflasyon ise borç geri ödemelerini zorlaştırmasından ötürü kredilerin temerrüde düşme oranını yükseltmektedir ve bununla beraber teminat değerlerini düşürerek fon talep edenlerin kredi almasını engelleyici bir etki ortaya çıkarabilmektedir. Enflasyon oranının sıfır olması gelecekte likidite tuzağına düşülmesi ihtimalini ortaya çıkarmaktadır. Enflasyon oranının sıfır olması durumunda işveren, işgücü maliyetlerini azaltmak istediğinde nominal ücreti düşürmek zorunda kalacaktır ve pratikte bunun gerçekleştirilmesi ise oldukça güç

kabul edilmektedir. Düşük oranlı bir enflasyon oranı ise, işverenin ücretleri sabit tutup reel ücreti düşürmesine imkan sağlamaktadır. Bu da işverenlerin kar marjlarını yükseltmelerine olanak sağlayarak üretim artışını teşvik etmektedir (Cecchetti ve Schoenholtz, 2006: 402). Merkez bankasının yüzde iki yerine yüzde dört gibi bir oranı hedeflemeye başlaması durumunda halk ileride bu oranın daha fazla yükseleceği beklentisine girebilmektedir. Böyle bir durumda enflasyon beklentisinin gün geçtikçe artış göstermemesi kaçınılmaz olmaktadır (Blanchard, 2017: 488; Petursson, 2000: 41-42).

Genel olarak enflasyonun dört temel maliyeti bulunmaktadır. Bunlar (Blanchard, 2017: 483-486):

- 1) Ayakkabı maliyeti,
- 2) Vergi bozulmaları,
- 3) Para yanılması,
- 4) Belirsizliktir.

Enflasyon oranının yükselmesiyle birlikte nominal faiz oranlarının yükselmesi paranın fırsat maliyetini yükseltmektedir. Bu durumda bireyler üzerlerinde daha az miktarda para taşıyacak ve daha sık olarak para çekmeye gideceklerdir. Ayakkabı maliyeti enflasyon oranının yükselmesiyle birlikte artmaktadır ve hiperenflasyon durumunda ise çok ciddi boyutlara ulaşmaktadır (Onur, 2008).

Turan (2012: 414-415)'ın kaleme aldığı üzere vergi bozulmaları enflasyonist ortamlarda vergi yükünün artması anlamına gelmektedir. Artan fiyatlar genel düzeyi nominal gelirin artmasına ve sonuç olarak vergi yükü artışına yol açmaktadır. Nominal gelir yükseldikçe artan oranlı vergi tarifesinden dolayı mükellefin ödemesi gereken vergi miktarı yükselecektir. Enflasyon oranının yüzde 20 olarak gerçekleşmesi durumunda nominal gelir yüzde 20 oranında artış gösterecektir ve reel gelirin sabit kaldığı bu durumda vergi oranı artışı sonucu mükelleflerin reel gelirlerinde bir düşüş olmaktadır.

Enflasyonun maliyetlerinden biri olan para yanılgısı kavramı, bireylerin gelir ve faiz oranlarında meydana gelen nominal ve reel değışiklikleri değlendirmeleri sürecinde sistematik hata yapmalarını açıklamaktadır. Bireylerin geçmiş dönemki gelirleri ile cari dönem gelirlerini karşılaştırmak istedikleri durumda enflasyon oranının geçmişten bugüne olan hareketini takip etmiş olmaları gerekmektedir. Benzer şekilde farklı varlıklar arasında seçim yaparken veya ne kadar tüketip ne kadar tasarruf yapacakları kararını verirken reel faiz oranı ile nominal faiz oranı arasındaki farkı takip etmeleri gerekmektedir (Blanchard, 2017: 484-485). Kısacası enflasyon, gelecekte nispi fiyatların nasıl olacağı konusunda yarattığı belirsizlikle, üretici ve tüketicilerin etkinlikten uzaklaştıran kararlar vermesine neden olur. Paya (2013: 363)'nın belirttiğı gibi fiyat hareketleri kaynak dağılımını yönlendirmektedir. Genel ekonomi boyutunda bir değışiklik fiyatlar kanalıyla yönlendirilen sinyalizasyon sistemine zarar vermekte, üretici ve tüketicileri sistematik hata yapmaya itmektedir. Söz konusu hesaplamalar kolay yapılamadığından ötürü birçok insan ayırım yapmakta başarısız olmaktadır.

Fiyatlar genel düzeyinin yüksek olması değışken enflasyonu beraberinde getirmektedir. Böyle bir belirsizlik durumunda, tahvil gibi gelecekte sabit nominal ödemeler vadeden finansal varlıklar daha riskli hale gelmektedir. Buna karşı önlem olarak finansal piyasaların enflasyondan koruma vadeden finansal araçlar sağlaması gerekmektedir. Örnek olarak sabit nominal ödemeler yapmak yerine gerçekleşen enflasyona göre düzeltilmiş nominal ödemeler yapan endekslenmiş tahviller gösterilebilir (Blanchard, 2017: 485-486).

Aslan (2008: 35)'a göre iktisadi büyüme özellikle gelişmekte olan ülkeler için hayati bir kavram olarak benimsenmektedir. Bir ülkenin refah düzeyinin korunabilmesi için reel iktisadi büyüme oranının en az nüfus artış oranı kadar olması gerekmektedir. Refah düzeyinin korunması ötesinde artış arzu edildiğı için söz konusu iktisadi büyüme oranı nüfus artış oranından daha yüksek olmalıdır. Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere yaşam standardı bağlamında yakınsaması ancak ve ancak gelişmiş ülkelere çok daha yüksek büyüme oranları yakalamalarıyla mümkün olmaktadır.

Mankiw (2018: 332-333), ekonomideki para arzını kontrol etmekten sorumlu olan merkez bankalarının para arzı üzerindeki kontrolünün dolaylı yoldan olduğunu vurgulamıştır. Para otoritesi para arzını değiştirme kararı aldığında, eylemlerinin bankacılık sistemi tarafından nasıl işleyeceğini değerlendirmelidir. Merkez bankaları çeşitli para politikası araçlarına sahiptir. Bunların bir kısmı rezerv miktarını etkilerken bir kısmı rezerv oranını ve dolayısıyla para çarpanını etkilemektedir.

İlk araç olan açık piyasa işlemleri, merkez bankasının rezerv parayı değiştirmek amacıyla piyasada finansal varlıkların alım-satımını yapmasıdır ve söz konusu ödemeleri bizzat kendi yükümlülükleriyle gerçekleştirmektedir. Menkul değer satışları parasal tabanı daraltırken menkul değer alımları parasal tabanı genişletmektedir (Dornbush, Fischer ve Startz, 2007: 461). Açık piyasa işlemlerinin parasal tabanı değiştirmek dışında belli başlı etkileri bulunmaktadır (Baumol, Blinder ve Solow, 2020: 268):

1) Menkul kıymet alım-satımı sonucu finansal varlıkların fiyatları ve getirileri değişmektedir,

2) Ticari bankaların ve benzer kurumların rezerv miktarı değişmektedir,

3) İktisadi ajanların geleceğe yönelik beklentileri değişmektedir. Genişletici bir politikanın enflasyon, nominal faiz oranı gibi değişkenleri etkilemesinden ötürü bireylerin beklentileri politikanın genişletici veya daraltıcı nitelikte olmasına göre değişiklik göstermektedir.

Merkez bankasının menkul kıymet işlemleri gerçekleştirmesi, alım-satıma konu olan senetlerin likiditesini etkilemektedir. Merkez bankasının yoğun bir şekilde tahvil satın alımı yapması senetlerin likiditesini artırarak paranın dolaşım hızını artırmaktadır (Parasız, 2009: 353-354). Mishkin (2004: 400), merkez bankalarının hacmi üzerinde tam kontrole sahip olduğu açık piyasa işlemlerinin, merkez bankasının inisiyatifiyle gerçekleştiğini ve birçok avantajı bulundurduğunu belirtmiştir. İlk olarak esnektir, dilenen ölçüde kullanılabilir ve rezerv miktarında veya parasal tabanda küçük bir değişiklik yapılmak istendiği durumda küçük miktarda bir menkul kıymet alım-satımı yapmak yeterli olmaktadır. İstenen

değişikliğin büyük olması durumunda açık piyasa işlemleri aracı büyük ölçekli bir menkul kıymet alım-satımı yapılabilmesine olanak sağlayacak kadar güçlü yapıdadır. İkinci olarak açık piyasa işlemleri kolaylıkla tersine çevrilebilir niteliktedir ve bunun sonucu olarak açık piyasa işlemleri aracılığıyla yapılan menkul kıymet satın alımının fazla olduğuna hükmeden bir merkez bankası bu sefer satış yaparak kolayca düzeltme yapabilmektedir. Bununla beraber açık piyasa işlemlerinin karar alma ve uygulama sürecinde herhangi bir iç gecikme söz konusu olmamaktadır. Menkul kıymet satışına karar verildiğinde emir verilmekte ve işlemler hızlıca gerçekleştirilmektedir.

Geleneksel para politikası araçlarının bir diğeri zorunlu karşılık oranıdır ve merkez bankaları zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek para arzı çarpanını üzerinde etkili olmaktadır. Bilindiği üzere karşılık oranlarında meydana gelecek bir artış para arzını daraltmaktadır. Zorunlu karşılıkların para arzını ve faiz oranlarını kontrol etmek için kullanılmasının en büyük avantajı tüm bankaları eşit bir şekilde etkilemesi ve para arzı üzerinde güçlü bir etkisi olmasıdır. Buna karşın zorunlu karşılık oranlarında yapılacak küçük bir değişiklik para arzını önemli ölçüde değiştirebilmektedir ve bu sebepten ötürü zorunlu karşılıklar sıklıkla tercih edilen bir para politikası aracı değildir. Zorunlu karşılık aracının bir başka dezavantajı serbest rezerv miktarı az olan bankaları likidite problemine sokmasıdır. Karşılık oranlarındaki bir artış bankaların, mevduat sahiplerinin nakit taleplerini karşılamak ve karlı fırsatları değerlendirmek için tuttıkları serbest rezervlerin halihazırda yetersiz olması durumunda derin likidite sorunları yaşamasına yol açmaktadır (Mishkin, 2004: 405). Dornbush, Fischer ve Startz (2007: 460), merkez bankalarının zorunlu rezervlere faiz ödemesi yapmamasının bankalardan merkez bankasına bir tür gizli vergi ödemesi olarak kabul etmektedir.

Para otoritesi rezerv parayı değiştirmek istediğinde bir diğer araç olan reeskont işlemlerine başvurabilmektedir. Reeskont işlemleri iki farklı şekilde gerçekleştirilebilir. Bunların birincisi reeskont kredileri iken ikincisi avanslardır. Reeskont kredileri işlemi ticari bankaların ellerindeki vadesi dolmamış iskonto edilmiş senetleri merkez bankasında tekrar iskonto ettirmeleri şeklinde

gerçekleşmektedir. İskonto işleminde merkez bankasının cari faiz oranları uygulanmaktadır (Paya, 2013: 459).

Avans işlemlerinde ise reeskont işlemlerinden farklı olarak senet kırdırılmamakta, yalnızca merkez bankasından temin edilen kredi karşılığı olarak teminat olarak kabul edilmektedir. Maddi bir varlığın rehin veya ipoteği de kabul edilmektedir. Söz konusu işlemde belirli bir faiz mukabilinde kredi temin edilmektedir. Reeskont işlemleri enflasyonist dönemlerde reeskont oranlarının arttırılmasıyla uygulanmaktadır ve oranların arttırılması parasal tabanı daraltıcı bir etki yaratmaktadır (Parasız ve Ekren, 2015: 72). Durgunluk dönemlerinde reeskont oranları düşürülmekte ve parasal genişlemeye gidilmektedir.

Paya (2013: 459)'nın belirttiği üzere, reeskont işlemlerinin para politikası aracı olarak kullanılmasının sebebi bankaların kredi hacmini ayarlamaya yardımcı olmasıdır. Likidite problemleri yaşayan bankalar söz konusu işlemler aracılığıyla bu sorunun üstesinden gelebilmektedir. Ekonomik kriz dönemlerinde maddi varlık rehin ve ipotek karşılığında uygulanması sıklıkla gerekmektedir. Geçmişte belirli sektörleri desteklemeyi hedef alan reeskont kredilerine, selektif kredi ve sübvansiyon uygulamalarında başvurulmuştur. Günümüzde merkez bankalarının bu şekilde faaliyet göstermesi istenmemektedir.

Reeskont işlemleri diğer temel para politikası araçları olan açık piyasa işlemleri ile zorunlu karşılıklar uygulaması gibi merkez bankası kontrolü altında yürütülen politikalarla karşılaştırıldığında etkinlik açısından geride kalmaktadır. Reeskont oranlarının değiştirilmesi kesin sonuç almak için yeterli olmamaktadır. Bankacılık sektörünün politika uygulamasına vereceği yanıt belirleyicidir. Reeskont oranlarında bir indirime gidildiğinde bankaların ellerindeki senetleri merkez bankasına götürüp götürmeyecekleri bankaların inisiyatifindedir (Yay, 2015: 266).

Günümüzde önemini kaybetmiş olan bir para politikası aracı olan disponibilibite oranı ise bankaların sahip olduğu menkul kıymetlerin ne kadarlık bir kısmını karşılık olarak tutmaları gerektiğini göstermektedir. Söz konusu aracın zorunlu karşılıklar aracından ayrıldığı nokta karşılığı ayrılan varlığın mevduat yerine menkul kıymet olmasıdır. Bununla birlikte bir diğer fark ayrılmış olan karşılığın

merkez bankasında değil bankaların kendi bünyesinde tutuluyor olmasıdır. Enflasyonist bir ortamda disponibilite aracı kullanılmak isteniyorsa yapılması gereken disponibilite oranının yükseltilmesidir (Tecer, 1985: 135-136). Bu şekilde toplam talepte arzulan daralma gerçekleştirilebilecektir.

Merkez bankaları doğal afet, savaş gibi olağanüstü durumlar ortaya çıktığında uzun vadeli tüketici kredileri sağlayabilmektedir. Bunun yanı sıra ekonomide deflasyonist bir eğilim mevcutsa para otoritesi toplam talebi arttırmak için banka kredilerine üst sınır koyabilmektedir. Kredi politikası kapsamında olmak üzere reeskont oranı uygulamasında farklılaştırılmış oranlar yaratılabilmektedir. Belirlenmiş olan sektörlerin gelişimine yardımcı olmak amacıyla iskonto ettirmek için getirilecek senetlere farklı reeskont oranları uygulanabilmektedir. Gelişmesi istenen bir sektör için düşük reeskont oranları belirleyerek nispeten düşük maliyetli kredi sağlayabilmektedir (Parasız, 2009: 360).

Yukarıda bahsedilen para politikası araçlarına ek olarak altı farklı politika aracı bulunmaktadır. Söz konusu araçlar açık piyasa işlemleri veya zorunlu karşılık oranı araçları gibi sıklıkla tercih edilen araçlar olarak kabul edilmemektedir. Bu kısımda bu beş politika aracı hakkında bilgi verilecektir.

Diğer para politikası araçları ise (Bilgili, 2019: 397):

- 1) Kredi tavanı politikası,
- 2) İthalat teminatı politikası,
- 3) Rezerv opsiyonu mekanizması,
- 4) Zorunlu döviz devir oranı politikası,
- 5) Asgari ödeme oranı,
- 6) İkna etmedir.

Kredi tavanı politikası ile merkez bankası, ticari bankaların verebilecekleri kredi miktarına üst sınır koymaktadır. Enflasyonist ortamda kredi üst sınırı aşağı çekilirken, deflasyonist ortamlarda yükseltilecektir (Bilgili, 2019: 388-389). Bir diğer

para politikası aracı olan ithalat teminatı politikasına göre ithalatçıların ithalat lisansı alabilmeleri için, ithal edecekleri mal ve hizmetin TL cinsinden karşılığının bir kısmını ticari bankalar vasıtasıyla Merkez Bankası'na yatırmaları gerekmektedir. Söz konusu yatırılmış olan meblağ ithalat gerçekleştiğinde geri alınabilmektedir. İthalat teminatlarının arttırılması para arzında bir daralmaya yol açmaktadır. Ancak daralma süresinin ithalatın gerçekleştirilme süresine bağlı olması ithalat teminatı aracının zayıf bir araç olmasına yol açmaktadır. İthalat teminatı aracı sıklıkla dış ticaret dengesini sağlamak amacıyla kullanılmış ancak yeterli olamamıştır (Parasız, 2009: 372).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından geliştirilen ve para politikasının en güncel araçlarından biri olan rezerv opsiyonu mekanizması zorunlu karşılıkların belli bir bölümünü altın ve döviz cinsinden tutulmasına olanak sağlamaktadır. Sermaye giriş ve çıkışlarındaki dengesizliklerin finansal istikrarı ve makroekonomik dengeyi tehdit etmesinden ötürü rezerv opsiyonu mekanizması geliştirilmiştir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012: 2). Söz konusu araç, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın yabancı para rezervlerinin ve bankaların döviz likiditelerinin arttırılmasına yardımcı bir araç olarak literatürde yer almaktadır.

Zorunlu döviz devir oranı politikası bankaların ve döviz geliri elde eden kurumların, ihracat veya görünmeyen işlemler sonucu elde ettikleri döviz gelirlerinin belli bir kısmını Merkez Bankası'na belirli bir kurdan satma zorunluluğunu ifade etmektedir. Zorunlu devir oranının yükselmesi para arzının genişlemesi anlamına gelmektedir. Bu aracın kullanılmasıyla birlikte bankalar ve döviz geliri elde eden kurumların sahip olduğu döviz miktarı üzerinde kısmi kontrol sağlanabilmektedir (Akçay, 1997: 145).

Bir para politikası aracı olarak asgari ödeme oranına göre sermaye piyasası araçlarına kredi çekip borçlanarak yatırım yapanların satın alacakları menkul kıymetlerin toplam değerinin asgari ödeme oranı ile çarpılması suretiyle hesaplanan miktarı kendilerinin karşılayarak ödemeleri gerekmektedir. Hesaplanan kısım toplam değerden düşüldükten sonra banka kredisiyle finanse edilecek kısım elde edilmektedir. Söz konusu oranda yapılacak değişiklikler ile sermaye piyasasındaki

kredi hacmi ve dolayısıyla menkul kıymet fiyatları ayarlanabilmektedir. Asgari ödeme oranının düşürülmesi genişletici para politikası uygulamalarından biriyken, oranın artırılması daraltıcı para politikası uygulamasıdır (Bilgili, 2019: 393).

Nitel bir araç olan ikna etmede, merkez bankası, telkin yoluyla, yakın ilişki içinde bulunduğu bankalara döviz kuru, mevduat faiz oranı gibi değişkenlerde arzuladığı değişiklikleri belirtmektedir. Bankaların Merkez Bankası'yla yakın ilişki içinde olması yapılan önerilerin reddedilmesini zorlaştırmaktadır. Söz konusu araç kullanarak banka kredilerinin dağılımı değiştirilebilmektedir. Genişletici bir politika olarak para otoritesi bankalara kredi hacmini genişletmeleri için telkinde bulunabilmektedir. Özellikle kriz dönemlerinde Merkez Bankası, bankalarla, krizin üstesinden gelmek için atılması gereken adımları telkin ettiği görüşmelerde bulunmaktadır (Yay, 2015: 270). Bu bölümde açıklanmış olan geleneksel para politikası araçlarının yanında günümüz koşullarının beraberinde getirmiş olduğu yeni olarak kabul edilen ve geleneksel para politikası araçlarından ayrılan araçlar bulunmaktadır.

Bernanke (2020: 943-944)'nin vurguladığı şekilde 21. yüzyılın gelişi ile birlikte demografik, teknolojik ve küresel tasarruf miktarını arttıran diğer faktörler neticesinde birçok ekonomide düşük reel faiz oranları ve dolayısıyla düşük enflasyon oranları görülmeye başlanmıştır. Kronikleşen düşük faiz oranları, kısa vadeli politika faiz oranı yönetimine dayanan geleneksel para politikası yaklaşımını büyük bir darboğaza sokmuştur. Nominal faiz oranlarında etkin bir alt sınırın mevcudiyeti durumunda, kronikleşen düşük nominal oranlar para politikasının hareket alanını oldukça kısıtlamaktadır. Son yirmi yılda Japonya'da tecrübe edilmiş olan düşük nominal faiz ve enflasyon para politikasının etkinliğini azaltarak deflasyona varabilen sonuçlar yaratabilmektedir. 2007-2009 global ekonomik krizi geleneksel para politikası yaklaşımının ortaya çıkmış olan derin resesyonu yönetmede etkisiz olduğunu ortaya koymuştur. Federal Rezerv ve diğer merkez bankaları büyük ölçekli finansal varlık satın alımları (niceliksel genişleme) ve politika yapıcıların ekonomik görüşleri ve politika planları hakkında iletişim kurması anlamına gelen ileriye dönük rehberlik başta olmak üzere teşvik sağlama amacıyla yeni para politikası araçlarına yönelmiştir.

Özatay (2015: 461-462)'a göre söz konusu yeni para politikası araçlarının bulunması ve dolayısıyla mevcut araçlarda çeşitliliğin artması bugünün ekonomik konjonktüründe etki alanını genişletici bir etki yaratmaktadır ve beklenmedik iktisadi gelişmelere karşı tepki sürelerini kısaltan yeni araçların sayısı şüphesiz daha da artış gösterecektir.

Federal Rezerv tarafından Kasım 2008'de yapılacağı duyurulan ilk büyük ölçekli varlık satın alımı, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve devlet destekli şirketler olan Freddie Mac ve Fannie Mae'in borçlanma senetlerinin satın alımını kapsamaktaydı. Birinci niceliksel genişleme toplam olarak 1,725 trilyon Amerikan dolarına tekabül etmektedir. Söz konusu genişleme ile global kriz öncesinde- 2001 yılında- Japonya Merkez Bankası tarafından uygulanan niceliksel genişleme ile arasında büyük farklar bulunmaktaydı. FED daha uzun vadeli varlıklar satın alımı ile daha uzun vadeli faiz oranlarını azaltmayı amaçlamaktayken Japonya Merkez Bankası satın alımlar ile banka rezervlerini ve parasal tabanı büyütmeyi amaçlamıştır. Politika yapıcılar niceliksel genişlemenin ABD Hazine piyasasındaki vade riskinin ortadan kalkmasına yardımcı olarak yatırımcıları, hem kalan uzun dönem devlet tahvillerinin hem yakın ikameleri olan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ve şirket tahvillerinin fiyatlarını arttırmaya teşvik ettiğini gözlemlemişlerdir ve bu etkinin adına portföy dengesi etkisi adı verilmiştir. Niceliksel genişleme aracı yatırımcıların, politika yapıcılarının faiz oranlarını uzun bir dönem boyunca düşük tutma niyetleri olduğunu düşünmelerine yol açan bir sinyal etkisine sahiptir. Politika yapıcılarının teşviki ile birlikte varlık alımlarının devam etmesi, iktisadi ajanların kısa vadeli faiz oranlarının ve dolayısıyla uzun vadeli faiz oranlarının yükselmeyeceğine dair inançlarını tazelemektedir (Bernanke, 2020).

İkinci araç olan ileriye dönük rehberlik veya açık ağız operasyonları kavramı (open mouth operations) Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın geleneksel para politikası araçlarını kullanmadan faiz oranlarını kontrol etmesiyle birlikte ortaya çıkmıştır (Guthrie ve Wright, 2000: 490). Campbell, Evans, Fisher ve Justiniano (2012: 2-3)'nun açıkladığı şekilde politika hedeflerinin belirlenmesi, ekonomik ve politika tahminleri gibi biçimlerde ortaya çıkmasının yanı sıra demeçler, para politikası raporları gibi farklı şekillerde de kullanılmaktadır. Bu noktada "Delphic"

ve ‘‘Odyssean’’ olarak adlandırılan ileriye dönük rehberlikler arasındaki farka değinmek gerekmektedir. Delphic rehberliği yalnızca bilgilendirme amaçlıdır ve halkın ve piyasa ajanlarının, politika yapımcılarının ekonomik bakış açısını ve politika planlarını anlamalarına yardımcı olmaktadır. Buna karşın Odyssean rehberliği politika yapımcıların gelecekte belirli bir politika yürütme sözünü veya taahhüdünü içermektedir.

Niceliksel genişleme ve ileriye dönük rehberlik pratikte birbiriyle iç içe geçmiş iki araç olarak kabul edilmektedir. Niceliksel genişleme politika faizlerinin muhtemel yönünü örtük biçimde işaret ederek çalışmaktadır. Avrupa Merkez Bankası başta olmak üzere kimi merkez bankaları varlık satın alma programlarının sona ermesinden itibaren uzun bir süre faiz oranlarının arttırılmayacağını sözünü vererek söz konusu bağlantıyı açık hale getirmiştir. Bu noktada rehberlik, ileriye dönük varlık satın alımları hakkında dahi olabilmektedir (Greenwood, Hanson ve Vayanos, 2015: 1-2). Bundick, Herriford ve Smith (2017: 17-18)’e göre, iletişim, iktisadi ajanlar tarafından algılanan belirsizliği azaltabilmekte ve bu kanal aracılığıyla tahviller ve diğer varlıkların risk primlerini büyük ölçekli varlık alımları yapılmaksızın düşürebilmektedir.

İleriye dönük rehberlik kanalının etkinliği politika yapıcının kredibilitesine bağlı durumdadır. Politika yapımcılar gelecekte verecekleri vaatlerin güvenilirliği sağlamak amacıyla geçmişte verilen sözleri yerine getirmeye çalışmaktadırlar. Politika yapımcılara sınırlı takdir yetkisi veren enflasyon hedeflemesi gibi politika rejimlerinin başarısı önemli ölçüde kredibiliteye bağlı gerçekleşmektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 105). Gertler (2017)’in enflasyon geçmişi olmayan Japonya halkı nezdinde yaptığı araştırma, Japonya Merkez Bankası’nın enflasyon beklentilerini yükseltme konusundaki uzun süreli başarısızlığının kurumun kredibilitesine önemli zararlar verdiğini göstermektedir.

Bernanke (2020: 958)’nin belirttiği üzere alternatif araçlar birkaç ana kategoriye ayrılmıştır. Bunların ilki, devlet tahvili ve devlet garantili şirketlerin borçlanma senetlerini satın almanın dışında kurumsal borç, ticari senet, teminatlı tahviller gibi bir dizi özel varlık satın alımı gerçekleştirmektir. Japonya Merkez

Bankası bu konuda daha ileri giderek gayrimenkul yatırım ortaklıklarından hisse senedi satın almıştır. Özel varlık satın alma faaliyetinin titizlikle yürütülmemesi durumunda, para otoritelerinin kimi firmaları veya endüstrileri destekleyip kayırdığı gibi bir algının ortaya çıkma ihtimali artış gösterecektir.

İkinci olarak İngiltere Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası gibi kimi merkez bankaları, sırasıyla ‘‘Funding for Lending Scheme’’ ve Targeted Long-term Refinancing Operations’’ programları ile, belirli şartlar sağlanması karşılığında ucuz uzun vadeli finansman yoluyla banka kredilerini sübvans etmiştir. Kriz dönemi programlarının aksine söz konusu kredi programı, banka ağırlıklı ekonomilerde borç verme darboğazlarının üstesinden gelerek ve daha spesifik olarak, bankalara bağımlı ödünç alıcıların krediye erişim olanağını, menkul kıymet piyasalarına erişimi olan ödünç alıcıların seviyesine getirerek ekonomik istikrarı hedef olarak almıştı. Söz konusu programların banka finansman maliyetlerini düşürdüğü, borç vermeyi teşvik ettiği ve para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisini arttırdığı sonucuna varılmıştır (Andrade, Cahn, Fraisse ve Mésonnier, 2019; Churm, Joyce, Kapetanios ve Theodoridis, 2015; Cahn, Matheron ve Sahuc, 2017).

Bernanke (2020: 959) üçüncü olarak Japonya Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve birkaç merkez bankası daha olmak üzere banka rezervlerine uygulanan negatif kısa vadeli faiz oranlarının benimsenmesine değinmiştir. Söz konusu negatif faiz uygulamaları finansal istikrarın bozulacağı endişesine yol açmıştır. Bunun sebeplerinden biri banka sermayesinin ve borç verme kapasitesinin bozulacak olmasıdır. Bankaların negatif oranları mevduat sahiplerine aktarması kolay olmamaktadır.

1.7.2. Alternatif Para Politikası Stratejileri

Mankiw (2018: 511)’in üzerinde durduğu ve detaylıca açıkladığı gibi iradi para politikalarının beceri eksikliği ve gücü kötüye kullanmanın yol açtığı siyasi iş döngüleri olmak üzere iki temel sorunu mevcuttur. Hükümet, merkez bankası yöneticilerine ekonomik düzeni sağlama görevi vermesine rağmen bu işin nasıl yapılacağına dair bir yönerge vermemektedir. Bu durum para politikası yapımcıların disiplin altına alınmamış bir takdir yetkisine sahip olması demektir. Gücün kötüye

kullanılmasının bir örneği olarak merkez bankası yöneticilerinin seçim sonuçlarını etkilemek amacıyla para politikasını kullanma eğiliminde olmalarıdır. Mevcut hükümete sempati duyan bir merkez bankası yöneticileri, ortaya çıkacak olan enflasyonun seçim sonrasına kadar ortaya çıkmayacağını bilincinde olarak, seçimden önce üretimi ve istihdamı canlandırmak için genişletici politikalar izlemeye meyilli olabilmektedir. Dolayısıyla merkez bankacıları, politikacılarla kurdukları ittifak ölçüsünde seçim takvimini yansıtan ekonomik dalgalanmalara yol açabilmektedirler.

İrادی para politikasının yol açtığı ikinci sorun ise arzu edilenden daha yüksek enflasyona yol açabilmesidir. Para otoriteleri uzun dönemde işsizlik ve enflasyon arasında bir değiş tokuş olmadığını farkındadır ve enflasyon hedeflerini ise genellikle sıfır olarak açıklamaktadırlar ancak bu hedefe çok nadiren ulaşabilmektedir. Bunun sebebi halkın enflasyon beklentilerini oluşturduğu andan itibaren, politika yapıcılarının enflasyon ve işsizlik arasında kısa vadeli bir değiş tokuşla karşı karşıya kalmalarıdır. Daha düşük işsizlik oranı uğruna kamuoyuna duyurdukları fiyat istikrarı hedefinden vazgeçme eğiliminde olacaklardır. Politika yapıcıların yapacaklarını söyledikleri duyurular ile eylemler arasındaki bu tutarsızlığa, politikanın zaman tutarsızlığı adı verilmektedir. Politika yapıcıların açıklamalarının ve eylemlerinin tutarsız olması, merkez bankasının enflasyon oranını düşürme niyetini açıklaması durumunda halkın şüphesiyle karşı karşıya kalınmasına yol açmaktadır. Sonuç olarak halk, para politikası yapıcılarının ulaşmaya çalıştıkları enflasyon hedefinden daha yüksek bir oran beklemektedir. Daha yüksek enflasyon beklentileri kısa vadeli Phillips eğrisini yukarı kaydırarak enflasyon ve işsizlik arasındaki kısa vadeli değiş tokuşun daha elverişsiz hale gelmesine yol açmaktadır (Kydländ ve Prescott, 1977: 486-487; Mankiw, 2018: 511).

Aktivist politikalara karşı sunulan argümanlar ve enflasyonun büyük maliyetleri döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejisi gibi alternatif para politikası stratejilerinin araştırılmasına yol açmıştır. Bu stratejilerin amacı para politikasının kredibilitesini arttırmaktır. Kredibilite arttırılarak enflasyon beklentilerini kırmak hedefidir (Parasız ve Ekren, 2015: 617-

618). Uygulamada döviz kuru, enflasyon oranı ve parasal büyüklükler gibi değişkenler ara hedef olarak kullanılmaktadır.

Milton Friedman'ın öncülük ettiği monetarist iktisatçılara göre iktisadi dalgalanmaların sebebi para arzındaki değişikliklerdir. Bu sebepten ötürü bir ekonomide istikrar sağlanmak isteniyorsa para arzı düşük ve sabit bir hızda arttırılmalıdır. Sabit parasal büyüme adı verilen bu kurala göre para arzı belirli dönemlerde düşük ve sabit bir oranda arttırılmalıdır. Parasal hedefleme stratejisinin başarılı olma şartı nihai hedeflerle olan ilişkisinin kusursuz olmasıdır. Nihai hedefler ile arasında kesin bir ilişki bulunmaması durumunda sabit parasal büyüme kuralı sorunları çözmekte başarısız olacaktır. 1990'lı yıllarda bu politikanın gözden çıkarılmasının sebebi para talep fonksiyonlarının istikrarsız olmasıdır ve para talebinin istikrarsızlığı LM eğrisinin para arzı sabitken sağa-sola kaymasına yol açmaktadır (Ünsal, 2009: 555). Bu da denge noktasını değiştirerek faiz haddinin ve fiyatlar genel düzeyinin istikrarsızlığını getirmiştir.

Finansal piyasalardaki yenilikler para arzı ile fiyatlar arasındaki ilişkiyi oldukça istikrarsız hale getirmektedir (Petursson, 2000: 39). Finansal enstrüman sayısındaki hızlı artış parasal büyüklüklerin bileşimini değiştirmektedir ve hangi finansal enstrümanın para tanımına dahil olup olamayacağı hususunda iki farklı görüş bulunmaktadır. İşlem yaklaşımına göre paranın değişim işlevi ön planda tutulurken; likidite yaklaşımına göre paranın değer biriktirme işlevi öne çıkmaktadır. Bu konuda bir fikir görüşü bulunmaması ara hedef seçimini karmaşıktırmaktadır. Örneğin merkez bankası nihai amaçlarıyla uyumlu olması bakımından kimi zaman M1 para tanımını kullanırken kimi zaman M2'yi kullanmayı tercih etmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 298).

Birleşik Krallık ve İsveç gibi ülkelerde döviz kuru hedeflemesi stratejisinin çöküşü ve parasal hedefleme stratejisinin başarısız olması parasal otoriteleri yeni nominal çıpalar bularak kamuoyuna para politikasının disiplinini koruyacağına dair güvence verme arayışına itmiştir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 103-104). Neumann ve von Hagen (2002: 1) enflasyon hedeflemesi stratejisinin ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda ve Şili'de uygulandığını ve 1991'de Kanada'da ve 1992'de

İngiltere’de benimsenmesiyle birlikte akademik tartışmalarda büyük ilgi görmeye başladığını belirtmişlerdir.

Bir para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesinin belli başlı ana unsurları bulunmaktadır. Birinci unsur orta vadeli bir enflasyon oranının halka duyurulmasıdır. Söz konusu oran bir hedef aralığı olabileceği gibi tek bir nokta hedef şeklinde de olabilmektedir. Açıklanan hedef oranının etrafında artı veya eksi olmak üzere yüzde bir oranında bir tolerans payı bulunabilmektedir (Rudebusch ve Svensson, 1998: 203). İkinci olarak merkez bankası fiyat istikrarını birincil amacı olarak belirlemektedir ve diğer hedeflere ulaşmak için kullanılan politika araçları enflasyon hedeflemesiyle tutarlı bir şekilde uygulanmalıdır. Üçüncü olarak parasal otoritenin planları, hedefleri ve kararları hakkında kamuoyu ve piyasalarla kurduğu iletişim sonucunda para politikası stratejilerinde şeffaflık yüksek olmaktadır ve enflasyon hedeflerine ulaşması konusunda hesap verebilirliği artmaktadır (Mishkin, 2000: 1-2). Svensson (1997:1)’un belirttiği üzere diğer unsurlar ise merkez bankasının politika araçlarını seçmesi ve kullanması hususunda bağımsızlığa sahip olması ve dalgalı döviz kuru rejiminin benimsenmiş olmasıdır.

Kahn ve Parrish (1998: 7)’e göre şeffaflığın çok yüksek düzeyde olduğu bu stratejide belli bir enflasyon hedefinin olması hesap verebilirliği yükseltmektedir. Para politikası hedefinin açık ve kesin bir şekilde kamuoyuyla paylaşılma olmasa politika yapıcıların sorumluluğunu arttırmaktadır. Kamuoyuyla paylaşılan enflasyon hedefine ulaşılamaması durumunda politika yapıcılar başarısızlığın sebebini açıklamak durumunda kalmaktadır. Petrol fiyatı artışı gibi beklenmedik ve tek seferlik dışsal şoklar sebebiyle fiyatlar genel seviyesinin geçici olarak yükselmesinin önüne geçmek mümkün olmayabilmektedir. Ancak para politikasının yanlış yönetimi nedeniyle hedef tutturulamazsa- tespit edilmesi para politikasının teknik yapısından dolayı çok zor olsa da- siyasi otorite merkez bankasını sorumlu tutabilmektedir. Hükümet olağanüstü durumlarda para politikası yapıcılarını görevden alabilmekte veya merkez bankasını yeniden yapılandırabilmektedir. Hükümetin merkez bankasından bir dizi yaptırım tehdidi altında performansını iyileştirmesini talep etmesi günümüz dünyasında karşılaşılabilen bir durum olabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı bir biçimde uygulanabilmesi fiskal baskınlığın ortadan kaldırılmasını gerektirmektedir. Fiskal baskınlığın ortadan kaldırılması kamu sektörünün merkez bankasından veya bankacılık sisteminden borçlanmasının düşük düzeyde olması veya hiç olmaması anlamına gelmektedir. Hükümet geniş bir gelir tabanına sahip olmalı ve reel para talebini aşan aşırı para basımının yarattığı senyorejeli gelirlerine güvenmemelidir. Yurtiçi finansal piyasaların ise kamu ve özel sektör borçlanma araçlarını absorbe edebilecek düzeyde yeterli derinliğe sahip olması gerekmektedir. Kamu borç stokunun sürdürülebilir olması para politikasının başarısı açısından en önemli hususlardan biridir (Masson, Savastano ve Sharma, 1998: 35).

Derin ve likit finansal piyasalar varlık fiyatlarındaki hareketlerin ekonomik konjonktür ve piyasaların gelecekteki parasal eylemlere yönelik beklentileri hakkında merkez bankasına bilgi sağlama rolünü üstlenmektedir. Dahası, söz konusu niteliklere sahip piyasalar ortaya çıkabilecek kısa vadeli şokların etkilerinin absorbe edilmesine yardımcı olarak finansal istikrarın korunmasına yardımcı olmaktadır. Bu şartlar altında merkez bankasının enflasyon hedeflemesi stratejisini yürütmesi kolaylaşmaktadır. Ancak unutulmamalıdır ki yüksek dolarizasyon para politikası etkinliğini zayıflattığından ötürü finansal piyasaların para politikası etkinliğine katkıda bulunabilmesi için dolarize olmamış olması gerekmektedir (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002: 15).

Masson vd. (1998: 35)'ye göre bu koşulların sağlanamaması durumunda mali dengesizlikler, herhangi bir nominal hedefe ulaşmada para politikasının etkinliğini sarsacak ve para otoritesini yüksek enflasyon oranlarına uyumlu bir politika stratejisi benimsemeye zorlayacak olan enflasyonist baskılara yol açacaktır. Buradan çıkartılacak sonuç para politikasının enflasyon oranında kalıcı bir düşüşü gerçekleştirmek için yetersiz olduğudur ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisinde para ve maliye politikası birbirinden ayrılamaz iki unsur olarak kabul edilmektedir. Enflasyon hedeflemesinin bir diğer şartı, otoritelerin ücretler veya nominal döviz kuru gibi herhangi bir nominal değişkenin seviyesini hedeflemekten kaçınmaları gerekliliğidir. Hedefler arasında bir çatışma olması durumunda ise enflasyon hedefi tercih edilmektedir.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinde politika yapıcılar ulusal paranın değerini genellikle en büyük ticari partnerleri olan güçlü bir ülkenin parasının değerine bağlamaktadırlar. Yurtiçi enflasyon oranını ve enflasyon beklentilerini düşürmek için benimsenen söz konusu politika rejiminde belirlenen döviz kuru sabit bir değer olabileceği gibi belirlenmiş bir aralık içinde değişkenlik gösterebilmektedir. Bu politikada yabancı ülkenin politikaları ve kredibilitesi ithal edilerek ve döviz kurunu belirlenen hedefte tutmak için gerekli yurtiçi parasal ve mali kısıtlamalar uygulanarak bu hedefe ulaşılmaya çalışılmaktadır (Quispe-Agnoli, 2001: 45).

1.7.3. Para Politikasında Etki Kanalları

Merkez bankasının bilançosunun büyüklüğünü değiştirmesi sonucunda yarattığı etkiler tüm ekonomiyi ve bireylerin davranışlarını etkilemektedir. Hanehalkı tüketim kararlarını değiştirirken firmalar ise büyüme kararlarını yeniden ele almaktadır. Döviz kurunda hareketler gerçekleşmekte, tahvil ve hisse senetlerinin fiyatları değişmekte ve bankalar bilançolarında ayarlamalar yapmaktadır (Cecchetti ve Schoenholtz, 2006: 651). Para politikası uygulamalarının makroekonomik değişkenleri etkileme yollarını ifade eden parasal aktarım mekanizması ikiye ayrılmaktadır. Bunların birincisi para politikası uygulamalarının toplam talep etkisiyken ikincisi toplam talepteki değişikliklerin nihai hedefler olan milli gelir, fiyat istikrarı ve istihdam gibi değişkenler üzerindeki etkisidir. Bu kısımda anlatılacak olan para politikası uygulamalarının hangi kanallar vasıtasıyla ekonomiyi etkilediğidir. Unutulmamalıdır ki merkez bankası herhangi bir politika uyguladığında reel ekonominin etkilenmesi belli bir gecikme ile gerçekleşmektedir. Bu sebepten ötürü karar vericiler söz konusu gecikmeleri göz önünde bulundurup tahminlerde bulunmaktadırlar. Geleneksel para politikasının nasıl işlediğini tam anlamıyla anlamak için politika kontrollü faiz oranındaki değişikliklerin ekonomide talep edilen toplam hasıla miktarını etkilediği çeşitli yolların incelenmesi gerekmektedir (Aslan, 2008: 328). Etki kanallarında ilk olarak faiz kanalı anlatılacak olup ardından sırasıyla servet kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklenti kanalı anlatılacaktır.

Keynesyen para politikasının tek parasal aktarım kanalı faiz oranı üzerinden gerçekleştirilendir. Merkez bankası paranın borçlanma maliyetini, yani faiz oranını

değiştirerek hem tüketicilerin hem üreticilerin kararlarını etkileyerek toplam talebi değiştirmektedir. Tüketicilerin tüketim kararları ve nakit akımları etkilenirken üreticilerin yatırım ve harcama kalemlerini etkilenmektedir (TCMB, 2013)

Aslan (2008: 335)'a göre faiz oranları firmaların yatırım kararlarının belirleyicilerinden biri olmakla birlikte konut yatırımları faiz oranlarından etkilenmektedir. Konut yatırımlarının faize olan duyarlılığının, firmaların fabrika ve teçhizat yatırımlarının faize olan duyarlılığından daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Yapılan araştırmaların neticesinde tüketim kararlarının ve hatta yerel yönetim harcamalarının etkilendiği bulunmuştur. Milton Friedman ise faiz oranlarının büyük harcama türlerini etkilediğini ifade etmiştir.

Reel faiz oranının düşmesi sonucunda sermayenin maliyeti azalmakta ve dolayısıyla yatırım harcamaları artış göstermektedir ve öte yandan tüketiciler tasarruflarını azaltarak harcamalarını arttırmaktadırlar (Cecchetti ve Schoenholtz, 2006: 652). Burada dikkat edilmesi gereken nokta tüketici ve üretici kararlarını değiştiren faiz oranının uzun vadeli reel faiz oranı olmasıdır. Kısa vadeli nominal faiz oranlarında yapılan bir değişiklik, fiyatların rijitliği sayesinde, kısa ve uzun vadeli reel faiz oranlarını değiştirmektedir. Genişletici para politikası uygulaması sonucu kısa vadeli reel faiz oranı düşmektedir. Uzun dönem faiz oranları, bekleyişler teorisine göre, gelecekte beklenen kısa dönem faiz oranlarının ortalamasına risk priminin eklenmesi ile hesaplanmaktadır. Kısacası kısa dönem reel faiz oranlarının düşmesi uzun dönem reel faiz oranlarının düşmesine yol açacaktır. Neticede firmaların sabit sermaye ve konut yatırımları ve tüketicilerin dayanaklı tüketim harcamaları artış göstererek reel ekonomik değişkenler etkilenmektedir (TCMB, 2013).

Özatay (2015)'ın kaleme aldığı gibi bahsedilenlerden çıkartılabilecek başka bir sonuç para politikasının deflasyonist bir süreçte ekonomiyi uyarabileceğidir. Nominal faiz oranları sıfır olsa dahi harcamanın belirleyicisi reel faiz oranı olduğundan ötürü genişletici bir politika sonucu reel faiz daha da düşebilir ve toplam harcamalar faiz kanalı aracılığıyla artış gösterebilmektedir.

Söz konusu faiz kanalı teorik olarak anlamlı olsa da pratikte farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Para politikasındaki değişiklikler firmaların yeni ekipman satın alımı veya yeni fabrikalar inşa etme kararlarını etkilemesine rağmen faiz oranı kanalının zayıf olduğu tespit edilmiştir. Toplam harcamaların yatırım bileşeninin faize olan duyarlılığının düşük olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca bilgi sorunlarının ister doğrudan olarak finansal piyasalardan ister dolaylı yoldan kurumlardan olmak üzere firmaların dış finansman bulabilmelerini zor ve maliyetli hale getirdiği tespit edilmiştir ve sonuç olarak yatırımların çoğu firmaların kendi fonları tarafından finanse edilmektedir (Cecchetti ve Schoenholtz, 2006: 652). Faiz oranlarında meydana gelecek bir değişiklik dış finansmanın maliyetini değiştirmesine rağmen yatırım kararları üzerindeki etkisi zayıf kalmaktadır.

Para otoritesinin uygulayacağı politika uygulamasına göre faiz oranı değişiklik göstermektedir. Faiz oranındaki değişimler servette değişikliklere yol açarak tüketim ve tasarruf kararlarını etkilemektedir. Söz konusu durum para politikasının servet kanalıyla ekonomiyi etkilediğini göstermektedir. Faiz oranlarındaki değişiklik sonucu hisse senedi fiyatları değişiklik göstermektedir, genişletici bir para politikası faiz oranını düşürmekte ve hisse senedi fiyatlarını yükseltmektedir. Merkez bankasının açık piyasa işlemleri aracılığıyla senet satın alması senet fiyatlarında yükselmeye yol açarken senet getirilerini düşürmektedir. Fiyatların yükselmesi ve getirilerin düşmesi diğer aktifler için de söz konusu olmaktadır. Unutulmamalıdır ki bir hisse senedinin değeri gelecekteki temettü akışının bugünkü değeri olmaktadır. Faiz oranı ne kadar düşükse, bugünkü değer o kadar yüksek olacaktır, kısacası bu aktiflere sahip olanların servetleri artacak ve dolayısıyla toplam talep artış gösterecektir. Toplam talebin artması makroekonomik değişkenler olan hasıla, istihdam ve enflasyonu etkileyecektir ve bu etkileşime ek olarak genişletici para politikası tüketicilerin ve firmaların gelecekteki ekonomik büyüme beklentilerini iyileştirebilmektedir. Büyüme beklentilerinin iyileşmesi ve uzun dönem faiz oranlarının daha düşük olacağı beklentisi cari hisse senedi fiyatlarının yükselmesine yol açmaktadır, zira bu ikili hisse senedi değerinin temel belirleyicisi olarak bilinmektedir (Cecchetti ve Schoenholtz, 2006 :657).

Bunlara karşı farklı görüşler ortaya atılmıştır, örneğin iskonto oranlarındaki düşüşler aktiflerin değerlerini arttırsa dahi getiri oranlarının düşmesi farklı sonuçlara yol açabilmektedir. Getiri oranının düşmesiyle birlikte azalan gelir düzeyini eski haline getirmek için daha fazla tasarruf yapmak gerekebilmektedir ve bu durumda toplam harcamalarda bir artış gerçekleşmeyecektir. Eğer monterasitlerin belirttiği şekilde şimdiki tüketim sürekli gelirin bir fonksiyonuysa bu durumda aktiflerin piyasa değerinin artması tüketimi arttıracaktır (Aslan, 2008: 338). Modigliani'nin yaşam boyu gelir teorisinde tüketicilerin harcamaları yaşam boyu gelirlerine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Bireylerin servetlerinin önemli bir kısmı hisse senetlerinden oluşmakta olup bunların fiyatlarında meydana gelebilecek bir artış yaşam boyu geliri arttıracak ve toplam tüketimi ve dolayısıyla toplam yatırımları arttıracaktır (TCMB, 2013).

Servet etkisi kanalında son olarak Tobin'in q teorisine değinilecektir. Söz konusu teori para politikasının hisse senetlerinin değerleri üzerindeki etkisiyle ekonomiyi ne şekilde etkilediğini açıklamaktadır:

$Q = \text{Firmanın sermaye piyasası değeri} / \text{Firma varlıklarının yenilenme maliyeti}$

Bu değerin birden büyük olması mikro bazda firmaların kaynaklarını etkin bir biçimde kullandığını göstermektedir. Q değerinin birden büyük olması yatırımların artacağı anlamına gelmektedir ve firmanın hisse senetlerinin fiyatı sermaye maliyetinden büyük olduğundan ötürü firma senet ihracını genişletmelidir. Genişletici bir para arzı uygulamasında fon fazlasının bir kısmı hisse senedi piyasasına yönelmekte ve hisse senetleri fiyatlarının artışıyla q değeri artmaktadır ve sonucunda yatırımlar ve hasıla artış göstermektedir. Kısacası hisse senedi fiyatlarında oluşan bir artış firmaların yatırım kararlarını etkilemektedir. Kurumlar vergisinde yapılacak bir indirim, pozitif beklentiler ve genişletici para politikası uygulamaları hisse senetleri fiyatlarında ve dolayısıyla yatırımlarda artışa yol açacaktır. Belirtmek gerekir ki daha güncel araştırmalar, Tobin'in q 'sunun yatırım regresyonlarında düşük performans gösterdiğini göstermiştir ve Q yeterli bir istatistik olarak kabul görmemeye başlanmıştır. Çıktı veya nakit akışı ve hatta gecikmeli q gibi

diğer değişkenler, yatırımları tahmin etme sürecinde yararlı kabul edilmektedir. Ek olarak, q 'nın katsayısı küçük olma eğilimindedir, bu durum düzeltme maliyetlerinin yüksek olduğunu göstermektedir. Bu zayıf performans için yapılan açıklamalardan biri yatırımların iç kaynaklarla finanse etmenin daha az maliyetli olması durumunda yatırımın nakit akışıyla ilişkilendirilebileceğidir. Bu ve benzeri argümanlar, Tobin'in, firma değerindeki artışların yatırım teşviki yarattığı şeklinde kurduğu ilişkiyi ortadan kaldırmamaktadır ancak söz konusu ilişkinin düşünöldüğü kadar doğrudan olmadığı sonucuna yol açmıştır (Gilchrist ve Leahy, 2002: 82). Q teorisi, çelişkili çalışma sonuçlarına rağmen para politikasının servet etkisi kanalını açıklayan teorilerden biri olarak literatürdeki yerini almıştır.

Döviz kuru kanalının işlemleri için gerekli olan koşul dalgalı döviz kuru rejiminin benimsenmiş olmasıdır. Uygulanan para politikası uygulamaları ile faiz oranı değiştirilerek döviz kuru ayarlanmaktadır ve döviz kurundaki değişiklikler ise hasıla ve enflasyonu etkilemektedir. Uygulanan politikanın genişletici veya daraltıcı olması sermaye hareketlerini farklı şekillerde etkileyecektir. Daraltıcı bir politika uygulanması durumunda reel faiz oranları yükselecektir. Yüksek reel faiz oranları yabancı portföy yatırımcılarını cezbedecek ve ölkeye sermaye girişı gerçekleşecektir ve bunun sonucunda ulusal paranın değeri yükselecek ve yurt içi malların fiyatı yabancı malların fiyatına oranla yükselecektir. Bunun sonucunda ihracat azalırken ithalat artacak yani net ihracat azalacaktır. İhracatın azalması üretimin azalmasına ve milli gelirin düşmesine yol açmaktadır. Buna ek olarak ithal malların ulusal para cinsinden fiyatının yükselmesi enflasyonun artmasına yol açacaktır (Yay, 2015: 274).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2013)'nın "Parasal Aktarım Mekanizması" adlı yayınında belirttiğı üzere döviz kuru kanalının etkisi söz konusu ekonomide ihracat ve ithalatın milli gelir içinde ne kadar yer tuttuğına yani dışa açıklık seviyesine ve uluslararası ticaretin seviyesine bağlı olarak değişmektedir. Küreselleşmenin artması ve ekonomilerin zamanla esnek döviz kuru rejimine geçmesiyle birlikte önem kazanan söz konusu kanalın etkisi, yurt içi ve yurt dışı faiz oranlarından ve enflasyon bekleyişlerinden etkilenen döviz kuru sebebiyle tam olarak belirlenememiştir.

Aslan (2008: 340)'a göre para politikasının etki kanallarından biri olan kredi kanalı kredilerin elde edilebilirliğini ele almaktadır. Kredilerin mevcudiyeti ve edinilebilmesi çerçevesinde ekonominin üretim ve toplam talep düzeyini etkilemesi kredi kanalını oluşturmaktadır. Kredi kanalı, bilanço kanalı, beklenmeyen fiyat değişikliği mekanizması, hanehalkı likidite etkisi, banka kredileri, bilanço kanalı ve kredi tayinlaması alt başlıklarıyla birlikte açıklanacaktır.

Kredi kanallarının parasal aktarım mekanizmasının önemli bileşenlerinden biri olmasının üç farklı sebebi olduğu kabul edilmektedir. İlk olarak firmaların davranışları incelendiğinde, kredi kanallarının işleyişinde hayati bir öneme sahip olan kredi piyasası aksaklıklarının firmaların harcama ve istihdam kararlarını etkilediği görülmektedir. İkinci olarak kredi kısıtlamalarıyla karşı karşıya kalma riski büyük firmalara göre daha yüksek olan küçük firmaların daraltıcı para politikası uygulamalarından daha fazla etkilenmeleri ve zarar görmeleri kabul edilmektedir. Üçüncü olarak, kredi kanalı analizinin merkezinde bulunan kredi piyasası aksaklıklarından asimetrik bilgi görüşü, finansal kurumların var oluşu, finansal sistemin mevcut yapısı ve finansal krizlerin ekonomilere nasıl büyük zararlar verdiğini açıklayan bir teorik yapıdır (Mishkin, 2004: 625).

Banka kredileri kanalı görüşüne göre bireyler ve küçük ölçekli firmalar fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için bankalara muhtaç durumda olarak kabul edilmektedir. Büyük ölçekli firmalar hisse senedi ve tahvil ihraç ederek fon ihtiyaçlarını karşılayabilmekteyken küçük ölçekli firmaların banka kredileri dışında bir seçenekleri bulunmamaktadır. Bunun yanı sıra banka kredileri kanalı para politikasının ekonomiyi etkileme sürecinde önemli bir kanal olarak görülmektedir (Bernanke ve Gertler, 1995). Cecchetti ve Schoenholtz (2006: 654), bankacılık sektörüne sağlanan kredi arzının değiştirilmesinin bankaların borç verme kabiliyetlerini ve arzularını doğrudan etkilediğini belirtmişlerdir. Para arzı artışı banka rezervlerini ve mevduatları arttıran bir etki yaratmaktadır. Bu durumun sonucu olarak banka kredilerinde artış gerçekleşmekte ve ekonomide yatırımlar ve dolayısıyla hasıla artmaktadır.

Ele alınacak ikinci kanal olan bilanço kanalına göre para politikası bankaların kredi verme isteğini değiştirmenin yanında ödünç alıcıların kredi elde edebilme yeteneklerini etkilemektedir. Para otoritesi genişletici para politikası uygulamasıyla öz sermaye artışına yol açarak firmaların bilançolarını iyileştirmekte ve net varlıklarının değerini arttırmaktadır. Potansiyel ödünç alıcıların öz kaynaklarını doğrudan etkileyerek ahlaki tehlike ve ters seçimi azaltmaktadır. Bir firmanın öz kaynaklarının değeri ne kadar yükselirse elindeki teminat karşılığı o kadar yüksek olacaktır. Bunun sonucu olarak borcunu ödeme ihtimalinin de o kadar yüksek olduğu kabul edilmektedir. Kısacası genişletici para politikası varlık fiyatlarını arttırarak firmaların ve hanehalkının net varlıklarının değerini arttırmaktadır. Bu artış daha bilgi edinme maliyetlerini düşürürken krediye ulaşımı büyük ölçüde kolaylaştırmaktadır (Yay, 2015: 276-277).

Firma ve hanehalkı öz kaynağını arttıran bir başka faktör ise genişletici para politikasının faiz oranı düşürmesiyle ortaya çıkmaktadır. Faiz oranlarının düşmesi halihazırda kredi borcu ödemelerini gerçekleştiren borç alıcıların ödeme yükünü azaltıcı bir etki yaratmaktadır. Firma tarafında ise finansman maliyetlerindeki azalma sonucu gelir ve gider arasındaki makas nispeten açılarak karlar yükselmektedir ve bu süreç bireyler açısından da aynı biçimde işlemektedir (TCMB, 2013).

Mishkin (2004: 623)'in üzerinde durduğu gibi kredi kanalında değinilmesi gereken bir diğer kanal ise nakit gelirler ve nakit giderler arasındaki farkı ifade eden nakit akımıdır. Firmaların kredi anlaşmalarının değişken faiz oranı üzerinden yapılması durumunda uygulanacak para politikasına göre firmaların nakit akışı değişiklik gösterecektir. Genişletici bir para politikası faiz oranlarını düşürerek kısa dönem borçlanan firmaların faiz ödemelerini azaltacak ve nakit akışını arttıracaktır. Bu aktarım kanalında önemli olan nokta nominal faiz oranlarının firmaların nakit akımını etkilediğidir. Bu kanaldaki faiz oranı mekanizması daha önce değinilen geleneksel faiz oranı mekanizmasından farklılık göstermektedir. Geleneksel faiz oranı mekanizmasına göre yatırımları etkileyen faiz oranı reel faiz oranı olmaktadır. Buna ek olarak kısa vadeli faiz oranları söz konusu mekanizmada önemli bir role sahiptir ve belirtmek gerekir ki kısa vadeli faiz ödemelerinin hanehalkı ve firmalar üzerindeki etkisi uzun vadeli faiz ödemelerinin etkisinden daha büyüktür.

Dördüncü kanal beklenmedik fiyat değişimi kanalıdır. Cambazoğlu (2010: 27)'nin açıkladığı şekilde bu kanal para politikasının fiyatlar genel seviyesini etkilemesiyle fonksiyon göstermektedir. Sanayileşmiş ülkelerde borç ödemeleri yapılan anlaşmalardan dolayı nominal olarak sabitlenmiştir. Fiyat seviyesinde beklenmedik bir artış firmaların borçlarının reel değerini düşürmesine rağmen firmaların varlıklarının reel değerini düşürücü bir etki yaratmamaktadır. Fiyatlar genel düzeyinde beklenmedik bir yükselmeye yol açan genişletici para politikası uygulaması firmaların öz kaynak değerini yükseltmektedir. Bunun sonucunda ters seçim ve ahlaki tehlike azalmakta ve yatırım harcamaları ve toplam çıktı miktarı gibi değişkenlerin değerinde artış görülmektedir.

Değınilecek olan beşinci kanal hanehalkı likidite etkileridir ve literatürde kredi kanalı ele alınırken çoğunlukla firmaların harcamalarına odaklanılmaktadır. Bu odak noktasının yanı sıra özellikle dayanıklı tüketim ve konut harcamalarını ele alacak şekilde tüketici harcamalarına odaklanılması gerekmektedir. Likidite etkileri görüşüne göre bilanço etkisi, fon arz edenlerin borç verme arzularından ziyade tüketicilerin harcama arzuları üzerindeki etkisiyle işlemektedir. Dayanıklı tüketici malları ve konutlar, kaliteleri hakkındaki asimetric bilgi sorunundan dolayı, likiditesi oldukça düşük mallar olarak kabul edilmektedir. Gelirde meydana gelecek olumsuz bir şok sonucunda tüketicilerin söz konusu dayanıklı tüketim mallarını veya konutlarını aceleyle satmaları gerekecek ve sattıkları varlıklarının gerçek değerini elde edemeyeceklerdir. Buna karşın tüketicilerin para, hisse senedi veya tahvil gibi finansal varlıklar tutmaları durumunda, herhangi bir olumsuz gelir şoku meydana geldiğinde, söz konusu finansal varlıklar hızlıca ve piyasa fiyatları üzerinden satılacaktır. Tüketicilerin, gelecekte, mali sıkıntılarla karşı karşıya kalmaları ihtimalini yüksek görmeleri halinde likiditesi düşük olan dayanıklı tüketim malları veya konut yerine likiditesi yüksek finansal varlıkları tutması gerekmektedir (Mishkin, 2004: 624).

Tüketicinin bilançosu gelecekte mali sıkıntılar yaşayıp yaşamayacağı üzerine yapılan tahminleri önemli ölçüde etkilemektedir. Tüketicilerin finansal varlıklarının tutarı borçlarının tutarına göre yüksekse mali sıkıntı yaşama ihtimallerini düşük olarak hesaplayacaklardır. Bu durumda dayanıklı tüketim malları ve konut almaya

daha sıcak bakacaklardır. Hisse senedi fiyatları yükseldiğinde finansal varlıkların değeri yükselecek, tüketicilerin mali sıkıntı yaşama ihtimalleri azalacak ve dayanıklı tüketim mallarının satın alımı artacaktır. Bu noktada para ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki üzerinden işleyen bir başka aktarım mekanizması ortaya çıkmaktadır (Mishkin, Gordon ve Hymans, 1977: 125-126; Mishkin, 2004: 624).

Keynesyen iktisatçılar para politikasının yalnızca faiz oranlarındaki değişimlerle değil kredi varlığındaki değişimler üzerinden de çalışabileceğini dile getirmişlerdir. Bu noktada kredi tayinlaması yani kredinin bulunamaması veya bulunsa dahi arzu edilen miktarda elde edilememesi kavramına değinmek gerekmektedir (Bain ve Howells, 2003: 202). Kredi piyasalarında iki tür tayinlama biçimi bulunmaktadır ve bunların ilkinde ödünç alıcı çok yüksek faiz ödemeleri yapmaya razı olmasına rağmen krediyi elde edememektedir. İkinci türde ise belirli miktarda kredi belirli faiz oranından sunulmaktadır ve daha yüksek bir faiz ödemesi yapıp borç alınacak kredi miktarı arttırılamamaktadır. Bu iki tayinlama türü para piyasalarının dengede olmadığına göstergesidir. Finansal piyasaların mükemmel olmamalarından dolayı finansal kurumların kredi arzları kredi talebinden çok daha düşük düzeylerde gerçekleşmektedir (Stiglitz ve Weiss, 1981: 394-395). Bain ve Howells (2003: 202) buna ek olarak söz konusu dengesizliği giderip piyasayı dengeye getirecek olan yeterli faiz oranı hareketlerinin gerçekleşmediği bir yapışkan fiyat modelinin de bu süreçte yer aldığını belirtmişlerdir.

Yatırımlarda yüksek risk yüksek getiriye beraberinde getirmektedir ve buna göre riskli yatırım projelerine sahip olanlar yüksek faiz oranları ödemeye daha isteklidirler. Kredi ödünç veren kesim ise yüksek riskli projelere sağlanacak kredilerin geri ödemelerinin eksiksiz ve zamanında olmayacağına ihtimal vermektedir. Böyle bir durumda faiz ne kadar yüksek olursa olsun kredi sağlamaktan kaçınacaklardır. İkinci tip kredi tayinlaması finansal kurumlar tarafından tercih edilmektedir ve kredi miktarının artması kredinin geri ödenmesini zorlaştıracak faaliyetlere yönelimi arttıracaktır. Verilen kredi miktarının talep edilene göre düşük miktarda tutulması kredinin borç ödemelerinin riske girmeyeceği olarak kabul edilmektedir. Kimi durumlarda ise hükümetlerin finansal kurumların faiz oranlarına müdahale ettiği görülmektedir. Piyasada faiz oranı değişkenlik gösterirken kimi

finansal kurumların fon toplama kabiliyetlerine zarar veren faiz oranı tavanları koyulabilmektedir. Böyle bir durumun ortaya çıkması finansal kurumların arzu edilen kredi miktarını sunamamalarına yol açmaktadır ve kredi tayinlemesine başvurmak zorunda kalmaktadırlar (Aslan, 2008: 344-345).

Stiglitz ve Jaffee (1990: 882)'ye göre kredi tayinlemesi tüketiciler üzerinde önemli etkilere sahiptir ve faiz oranlarına tavan koyulmasının tüketici harcamaları üzerindeki etkisi ABD'de 1980 yılının ikinci çeyreğine damga vurmuştur. Tüketici harcamalarında kayıtlara geçen en büyük çeyreklik düşüşlerden birine tanıklık eden FED bankalara ve kredi veren kuruluşlara uyguladığı kredi kontrolü politikalarını uygulamaktan vazgeçmiştir.

Stiglitz ve Weiss (1981: 408-409) kredi tayinlemesinin yıkıcı etkisinin daha çok küçük işletmeler üzerinde gerçekleştiğini belirtmişlerdir. Daha önce bahsedildiği gibi sermaye piyasalarına erişimi kısıtlı olan ve bu yüzden banka kredilerine ihtiyaçları olan küçük işletmeler daraltıcı bir para politikası uygulamasının kredi arzını daraltması karşısında çaresiz kalabilmektedir. Böyle bir durumda bankalar kredilerini düzenli müşterilerine vermektedir. Küçük işletmeler böyle durumlarda bizzat banka kredilerine ulaşımı olan söz konusu büyük firmalardan ticari kredi alabilmektedir. Bunun yanı sıra kredi tayinlemesinin iktisadi konjonktüre göre hareket ettiği kabul edilmektedir. Buna göre büyümenin ve istihdamın arttığı genişleme dönemlerinde kredi tayinlemesi vardır. Daralma dönemlerinde ise kredi tayinlemesi görülmemektedir.

İktisadi ajanlar uyarlanmış veya rasyonel beklentilere sahiptirler ve buna göre iktisadi koşullar hakkında öngörülerde bulunup beklentilerini yaratmaktadırlar. Mayes (2004: 15-16)'e göre beklenti oluşturma sürecinde para politikası uygulamaları ve hatta para otoritesinin gelecek politika uygulamalarına yönelik söylemleri iktisadi ajanların gelecekteki ekonomik durum hakkındaki güven ve beklentilerinde değişikliklere yol açmaktadır. Söz konusu değişiklikler politika uygulamalarının etkileri üzerinde belirleyici etkilere sahiptir. Beklenti etkileri özellikle tepki gecikmelerini kısaltarak diğer parasal etki kanallarının üzerinden para

politikasının etkinliğini arttırabilmektedir. Beklentilerin bahsedilen etkileri sebebiyle beklenti kanalı para politikasında önemli bir yere sahiptir.

Geçici olarak kabul edilen para politikası uygulamaları beklentilerin ve tepkilerin istenilen düzeyde uyum sağlayamamasına yol açmaktadır. Unutulmamalıdır ki beklenti kanalının etkinliğinin birinci şartı merkez bankasının güvenilirliğinin yüksek olmasıdır ve para otoritesinin güvenilir bulunmaması, bir diğer deyişle, gelecekte uygulayacağını taahhüt ettiği politikaların uygulanacağına inanılmaması arzu edilen etkileri ortaya çıkarmayacaktır. Bunun için gerekli şartlar olarak merkez bankasının bağımsızlığının sağlanmış olması, şeffaflık ve hesap verebilirliliğin olması, kurala dayalı para politikalarının uygulanması ve bunların yanı sıra istikrarlı bir maliye politikası uygulamaları kabul edilmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2015:88).

Williams (1999: 1-3)'a göre son olarak değinilmesi gereken bir nokta ise etkin politika kurallarının oluşumu beklentilerin meydana gelme biçiminden önemli ölçüde etkilenmektedir. Rasyonel beklentiler varsayımı altında etkin politikalar, gelecekte beklenen politika eylemlerinin günümüze ilişkin geri bildirimde bulunduğu bekleyişler kanalından yararlanmaktadır. Beklentilerin, gözlemlenebilir değişkenlerin merkez bankası politikalarından bağımsız fonksiyonları olduğu geriye dönük modellerde ise söz konusu beklenti kanalı etkinliğini yitirmektedir. Buna ek olarak, rasyonel beklentiler altında, kısa vadeli faiz oranlarında beklenen hareketlerin etkilerine dayanan politikalar iyi bir performans göstermekten uzak kalmaktadır.

1.8. Kripto Paralar ve Para Politikası

Kripto para birimleri ve para politikası arasındaki ilişki ele alındığında ilk olarak kripto paralar ve mübadele aracı olan ulusal paranın bir arada bulunmasının mümkün olduğu görülmektedir. Buna rağmen söz konusu etkileşim ele alındığında merkez bankalarının bariz bir avantaja sahip olduğu görülmektedir. Para politikası seçimlerine göre kripto para birimlerinin mübadele aracı olarak kullanılmasının önüne geçebilmektedirler ancak spekülatif bir varlık olmalarının önüne geçmeleri olası görülmemektedir. Parasal büyüme kuralını uygulayan bir merkez bankası kripto paraların varlığı durumunda para politikası uygulamalarında sorunlar yaşayacaktır.

Kar maksimizasyonu hedefleyen girişimciler özel olarak ihraç edilen, bir diğer deyişle, kripto paraları tutmaya istekli olduklarında, merkez bankasının rolünü küçültüp hükümetin senyoraj gelirini azaltacaktır. Bu şekilde ortaya çıkan mali risk, ekonomik büyümeye engel olabilecek daha yüksek vergiler şeklinde bir karşılık gerektirebilecektir. Yine de unutulmamalıdır ki senyoraj gelirleri hükümet gelirlerinin küçük bir kısmına denktir ve dolayısıyla söz konusu risk büyük bir önem teşkil etmemektedir. Bu anlatılanların ışığında, ulusal para ile kripto paraların bir arada bulunması tehditkar bir durum oluşturmak yerine merkez bankaları üzerinde disiplin sağlayıcı etki yaratmaktadır. Para birimlerinin rekabeti hükümeti iktisadi gelişmeyi desteklemek için “iyi” para sağlamaya itmekte ve para politikası uygulamalarında piyasa disiplininin sağlanmasına yol açmaktadır. Yukarıda anlatılanlar, para biriminin istikrarının sağlanması için devletin para üstündeki tekelinin kırılmasının gerekliliğini savunan Hayek (1976)’ın görüşleriyle benzerlik göstermektedir (Fernandes-Villaverde ve Sanches, 2018: 3-5).

Stevens (2017: 79)’a göre bunların yanı sıra, kripto paraların istikrarlı satın alma gücüne sahip olan mübadele araçlarına dönüşmesi merkez bankalarını kimi zorluklarla karşı karşıya bırakabilecektir. İktisadi ajanların tarafından, kripto paralar için nakit ve banka mevduatlarının ikamesinin kapsamı para politikasının etkinliğini şüphesiz biçimde etkileyecektir. Bu kalemlerden banka mevduatının kripto paralar tarafından ikame edilmesinin artması ekonomideki geniş para miktarının azalmasına yol açacak ve sonuç olarak parasal kontrolü azaltacaktır. Bunun en ekstrem sonucu olarak parasal tabanın sağlanması ve parasal tabanın faiz oranları üzerindeki etkisinin ortadan kalkması öngörülmektedir. Merkez bankası tarafından arz edilen paranın hesap birimi rolünü koruması bir mübadele aracı olarak kripto para birimlerine geçişi sınırlayıcı bir etki yaratacak ve dolayısıyla parasal kontrole yönelik tehdit sınırlı ölçüde kalacaktır.

Kripto paralar ile finansal istikrar arasındaki ilişki değişilmesi gereken bir başka konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Kripto para birimleri günümüzde para olarak değil spekülatif yatırım araçları olarak kullanılmaktadır ve doğası gereği balonlara eğilimi bulunmaktadır. Bir kripto para birimi balonunun çöküşü, hanehalkları, firmalar ve finans kurumlarının riskten korunma amacıyla karşı

pozisyon alınmamış borçlarının bulunması durumunda geniş kapsamlı bir finansal istikrarsızlığa sebep olacaktır. Böyle bir durumun oluşması merkez bankalarını iki farklı riskle karşı karşıya bırakmaktadır ve bunların ilki, düzenlenmemiş kripto para piyasalarında işlem yapan finansal kurumların istikrarının tehlikeye girmesi ve borçların geri ödenmemesi ve temerrüde düşmesinin reel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinden oluşmaktadır. Para otoritesi tarafından kontrol edilen ulusal para biriminin bir kripto para birimi ile yer değiştirmesi için derin bir güven krizi gerçekleşmelidir. Hiper enflasyon gerçekleşmesi durumunda dahi otoritelerin ilk olarak ABD doları veya İsviçre frangı gibi daha güvenilir para birimlerine geçmeyi tercih etmeleri beklenmektedir. Kripto para birimlerine geçiş ise yüksek erişilebilirliği sayesinde mümkün olabilecektir. Bugün sahip olunan kısmi rezerv bankacılık sisteminin bir kripto para birimi dünyasında var olması mümkün gözükmeyle birlikte beraberinde belli başlı sorunlar getirmektedir. İlk olarak özel bankalar tarafından yaratılan para, kripto para biriminin para arzı üzerindeki kontrolünü sarsacaktır ve ikinci olarak bankalar banka hücumlarına karşı savunmasız olacaktır. Bir kriz anında likiditeye olan büyük bir kaçış gerçekleşecek ve merkez bankası bankalara ve finansal istikrara olan güveni sağlamak son kredi mercii olarak hareket etmek durumunda kalacaktır. Kripto para birimlerinin ise bu tarz bir kriz karşısında likidite sağlaması mümkün gözükmemektedir (Claeys, Demertzis ve Efstathiou, 2018: 8-10). Günümüzde önemli bir yatırım aracı haline gelmiş olan kripto paraların ulusal para haline gelmesi mümkün gözükmesine rağmen finansal istikrarı ve dolayısıyla ekonomik istikrarı tehlikeye sokabilecek özellikler taşıması söz konusu geçişin gerçekleşmesini olası göstermemektedir.

1.9. Finansal Gelişme ve Enflasyon İlişkisi

Finansal gelişme iktisadi büyüme üzerinde önemli bir etkiye sahip olmasının yanı sıra eşitsizliği azaltıcı bir güç olarak da kabul edilmektedir (Banerjee ve Newman, 1993: 274). Kim ve Lin (2010: 343)'a göre finansal gelişme, bilgi asimetrisini ve işlem maliyetlerini azaltma yoluyla yoksullar üzerindeki finansal kısıtlamaları azaltmakta ve fiziksel ve beşeri sermayeye yönelik yatırımların artışını teşvik etmektedir. Bu ve benzeri faaliyetler iktisadi büyümeyi önemli ölçüde

arttırırken yoksullar ve zenginler arasındaki uçurumu daraltmaktadır. Buna ek olarak, kredi piyasasındaki sürtüşmeler iş döngüsü dalgalanmalarını derinleştirebileceğinden ötürü finansal gelişme makroekonomik volatilitenin hafifletilmesine yardımcı olmaktadır.

Yüksek ve sürekli enflasyonun ekonomik büyümeye zarar verdiği ve servet eşitsizliğini arttırdığı iktisat literatüründe kabul görmektedir. Smith'in (2003) öne sürdüğü gibi enflasyon finansal sistem operasyonlarını engelleyerek finansal piyasalar üzerinde zarar verici etkiler yaratmaktadır. Söz konusu genel kabule rağmen enflasyon ve finansal gelişme arasındaki ilişki tartışmasız olmaktan uzak durumdadır. Mundell (1963) ve Tobin'e (1965) göre, enflasyon, portföy seçiminde paranın yerine sermayenin tercih edilmesini teşvik ederek sermayenin daha düşük reel getirisine ve daha yüksek yatırım seviyelerine yol açmaktadır. Ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratan bu sürece English (1999) katkıda bulunmuş ve daha yüksek enflasyonun, hanehalkını paradan uzaklaştırdığını, bunun da finansal hizmetlerin üretimini artırdığını ve finansal hizmetler sektörünün boyutunu artırdığını öne sürmektedir.

Öte yandan, mükemmel olmayan kredi piyasalarına dayanan teorik modeller, kredi piyasası sürtüşmeleri olduğunda, daha yüksek enflasyon oranlarının daha fazla kredi tayinlaması yarattığını ve bilgi akışını bozarak kredi piyasası sürtüşmelerini şiddetlendirdiğini varsaymaktadır. Yüksek enflasyon, parasal varlık tutmanın karlılığını azaltarak ve finansal yapıyı bozan politika kararlarına yol açarak finansal aracılığı baskılayabilmektedir (Kim ve Lin, 2010: 343-344). Bu nedenle, enflasyon oranındaki bir artış, finansal sektörlerin kaynak tahsis etme yönüne etki ederek sermaye birikimini ve ekonomik büyümeyi azaltabilmektedir. Enflasyon ve finansal gelişme arasında negatif ve doğrusal olmayan ilişkiler bulan çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır. Haslag ve Koo (1999), enflasyonun finansal baskı ile ilişkili olduğunu ve enflasyon ile finansal gelişme arasında negatif bir ilişki bulunduğunu ancak enflasyon oranının belirli bir eşik değerin üzerine çıkmasıyla birlikte ilişkinin ortadan kalktığını iddia etmektedir. Boyd vd. (2001) benzer sonuçlar elde etmiş ve enflasyon eşiğini yıllık %15 olarak belirlemiştir. Yazarlar, yıllık enflasyon oranındaki yüzde 15'in üzerindeki artışların, özel sektöre verilen kredilerin belirgin

şekilde düşmesine, bankaların alacaklarını tahsil edememesine ve borsa kapitalizasyonu ve işlem hacminin önemli ölçüde azalmasına yol açtığını bulmuşlardır. Ayrıca, enflasyon oranındaki belirli bir yüzde puanlık artışın, düşük enflasyon oranlarında yüksek enflasyon oranlarına göre finansal gelişme üzerinde çok daha büyük bir etkiye sahip olduğunu bulmuşlardır. Bunun aksine Khan, Senhadji ve Smith (2006), enflasyon eşik değerinin yaklaşık olarak %3-%6 olduğunu ve eşik değerin üzerindeki oranlar için enflasyondaki artışların finansal gelişme üzerinde güçlü olumsuz etkilere sahip olduğunu tespit etmiştir.

Uzun vadeli ilişkileri inceleyen araştırmaların yanı sıra kısa vadede enflasyon ve finansal gelişme ilişkisini irdeleyen çalışmalar bulunmaktadır. Mankiw (1989), petrol fiyatında gerçekleşen değişiklikler benzeri reel şokların yokluğunda enflasyonun, büyüme dönemlerinde yükselme ve durgunluk dönemlerinde azalma eğiliminde olduğunu ifade etmektedir. Boyd ve Champ (2003)'in ve Loayza ve Ranciere (2006)'nin belirttiği şekilde finansal gelişme yalnızca uzun vadeli finansal derinleşme ile değil, aynı zamanda kısa vadeli finansal istikrarsızlık ile karakterize edilmekte ve yüksek enflasyonlu ortamlarda bankacılık krizi riski daha yüksek olma eğiliminde olduğundan ötürü daha yüksek enflasyon finansal kırılganlığı besleyebilmektedir.

Borç deflasyonu ile ilgili literatür, beklenmedik deflasyonun serveti borçlulardan alacaklılara doğru yeniden dağıtarak nominal borcun yükünü arttırdığını, borçluların net değerini kötüleştirdiğini ve borçluların risk alma eğilimini yükselttiğini ve kredilerde temerrüde düşmelerine ve dolayısıyla banka bilançolarında yer alan varlıkların nominal değerlerinde düşüşe yol açtığını öne sürmektedir. Bahsedilen bu durum unutulmamalıdır ki, uzun vadeli araçlar söz konusu olduğunda (uzun vadeli tahviller) doğru olmaktadır. Kısa vadeli varlıklar borç deflasyonundan daha az oranda etkilenmektedir zira nominal faiz oranları enflasyona göre ayarlanmaktadır. Banka varlıklarındaki bozulma iflas riskini ortaya çıkarmakta ve dolayısıyla kredi arzını kısıtlamaktadır (Bernanke, 1983). Alternatif olarak, kredi kanalı görüşüne göre varlık fiyatlarında beklenmeyen bir düşüş benzeri negatif bir servet şoku borçluların bilançolarını kötüleştirerek borç alanların alabileceği azami kredi miktarını azaltmaktadır zira bir firmanın net değeri teminat

benzeri bir rol oynamaktadır (Kiyotaki ve Moore, 1997: 1). İlimli enflasyon tarafından tetiklenebilecek nominal servetin yeniden dağıtım miktarı oldukça fazladır (Doepke ve Schneider, 2006: 1069) ve küçük şoklar kredi ve dolayısıyla iş çevrimleri üzerinde büyük etkilere neden olabilmektedir (Bernanke, Gertler ve Gilchrist, 1999: 1343-1344). Borç deflasyonu bilanço kanalı, kısa vadede enflasyon ile finansal gelişme arasında pozitif bir ilişki olabileceğini göstermektedir.

Sürdürülebilir ve dolayısıyla tahmin edilebilir yüksek enflasyon oranları, bir ekonominin uzun vadeli reel büyüme oranı veya uzun vadeli reel faaliyet düzeyi için olumsuz sonuçlara yol açabilmektedir. Enflasyon oranındaki öngörülebilir artışların dahi finans sektörünün kaynakları etkin bir şekilde tahsis etme kabiliyetine müdahale ettiği mekanizmaları açıklamakta bulunan iktisadi literatür gün geçtikçe daha da genişlemektedir. Daha spesifik olarak kimi çalışmalar, kredi piyasalarındaki bilgi asimetrisinin önemini vurgulamakta ve enflasyon oranındaki artışların kredi piyasası sürtüşmelerini nasıl olumsuz etkilediğini ve finansal sektör (hem bankalar hem de hisse senedi piyasası) performansı ve dolayısıyla uzun vadeli reel aktivite için olumsuz yansımaları olduğunu göstermektedir (Huybens ve Smith, 1998, 1999). Enflasyon oranındaki bir artış, yalnızca paranın değil, genel olarak varlıkların reel getiri oranını düşürmektedir. Reel getirilerdeki zımni azalma, kredi piyasasındaki sürtüşmeleri şiddetlendirmekte ve bu piyasa sürtüşmeleri kredi tayinlamasına yol açtığından ötürü enflasyon yükseldikçe kredi tayinlaması daha şiddetli hale gelmektedir. Neticede, finans sektörü daha az kredi tahsis etmekte, kaynak tahsisi daha az verimli olmakta ve sermaye yatırımları için aracılık faaliyeti azalmaktadır. Sermaye oluşumundaki azalma hem uzun vadeli ekonomik performansı hem hisse senedi piyasası faaliyetlerini olumsuz olarak etkilemektedir (Huybens ve Smith, 1999; Choi, Smith ve Boyd, 1996).

Mevcut modeller ayrıca, enflasyon belirli kritik oranları aştığında bilgi sürtüşmelerinin önemli bir rol oynadığını vurgulamaktadır. Azariadas ve Smith (1996) veya Choi, Smith ve Boyd (1996)'a göre enflasyon çok düşük olduğunda, kredi piyasasındaki sürtüşmeler bağlayıcı olmamakta ve böylece enflasyon bilgi akışını bozmamakta veya kaynak tahsisi ve iktisadi büyümeye müdahale etmemektedir. Bununla birlikte, enflasyon oranı bir eşik seviyesini aştığında, kredi

piyasası sürüşmeleri bağlayıcı hale gelmekte ve kredi tayinlaması yoğunlaştıkça finansal sektör performansında belirgin bir düşüş gerçekleşmektedir. Buna ek olarak, ilgili modeller daha yüksek bir enflasyon eşığının varlığını ortaya koymaktadır (Boyd ve Smith, 1998; Huybens ve Smith, 1998, 1999). Söz konusu eşik aşıldığında, enflasyondaki daha fazla artışın finansal sistem üzerinde ek zararlı etkileri olmamaktadır. Dolayısıyla bu modeller, enflasyon oranı belirli bir kritik eşığa ulaştığında finansal sisteme verilen tüm zararın halihazırda verilmiş olduğunu açıklamaktadır. Enflasyondaki daha fazla artışın finansal sektör performansı veya ekonomik büyüme üzerinde ek sonuçları olmayacaktır.

Özet olarak kredi piyasası sürüşmeleri, finans ve büyüme hakkındaki teorik literatür, daha yüksek uzun vadeli veya kalıcı enflasyon oranlarının sonuçlarına ilişkin aşağıda yer alan bulguları sunmaktadır (Boyd vd., 2001: 223):

1. Daha yüksek enflasyon oranları, daha yüksek enflasyon ve hisse senedi getiri değişkenliği ile ilişkili kabul edilmektedir.
2. Daha yüksek enflasyon, daha az uzun vadeli finansal faaliyet anlamına gelmektedir. Yüksek enflasyonlu ekonomilerde, araçlar daha az borç verecek ve sermayeyi daha az etkin bir şekilde tahsis edecek ve hisse senedi piyasaları daha küçük ve daha az likit olacaktır.
3. Birkaç enflasyon eşığı, enflasyon ve finansal sektör koşulları arasındaki ilişkiyi karakterize edebilme özelliğine sahiptir. En belirgin şekilde, enflasyon kritik bir seviyeyi aştığında, (uzun vadeli) enflasyon oranındaki artan artışların finansal sektör faaliyeti üzerinde ek bir etkisi olmayabilir.
4. Daha yüksek uzun vadeli enflasyon, daha düşük uzun vadeli reel faaliyet seviyeleri ve/veya daha yavaş uzun vadeli büyüme oranları anlamına gelmektedir.

Enflasyonun düşük oranda ve istikrarlı bir biçimde seyretmesi ekonomilerde arzulanmaktadır. Enflasyon oranının yüksek değerlere ulaşması ekonomide büyük tahribatlar bırakmaktadır.

1.10. Finansal Gelişme ve Para Politikası Etkinliği

Para politikasının işlevlerinden biri, kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek genel fiyat seviyesini ve ekonomik çıktıyı etkilemektir. Kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklikler, ekonomik aktörlerin, para politikası uygulamalarından etkilenen borçlanma ve kredi verme oranları, kredi arzı, piyasa likiditesi ve varlık fiyatları gibi faktörleri dikkate alarak tüketim ve yatırım davranışlarını değiştirmesine yol açar. Para politikasının etkinliğine bakıldığında, parasal bakış açısı, likidite kanalının önemini vurgular ve bu yaklaşıma göre, para arzındaki bir artış, faiz oranlarını düşürerek özel harcamalarda değişikliklere neden olmaktadır.

Bu bağlamda alternatif bir yaklaşım, kredi kanalının önemini öne çıkarmaktadır. Kredi kanalı, esas olarak bilanço kanalı ve kredi kanalı olarak işlemektedir. Bilanço kanalında, para politikası borçluların net değerini ve borç teminatını etkilerken, kredi kanalında ise aracılık edilen kredi miktarını etkilemektedir (Bernanke ve Gertler, 1995: 29). Kredi kanalı teorisine göre, kredi piyasalarındaki sürtünmeler, yani dış finansman primi ile iç finansman maliyetleri arasındaki fark, para politikasının reel değişkenler üzerindeki etkisini değiştirir. Örneğin, kredi piyasalarındaki izleme maliyetleri, düşük teminatlı borçluların, yüksek teminatlı borçlulara kıyasla, dış fonlar için daha yüksek bir prim ödemek zorunda kalacaklarını gösterir. Para politikasının kredi kanalı, para politikası şoklarının dış finansman primleri üzerindeki etkisiyle, reel ekonomi üzerinde yarattığı etkiyi artıran bir mekanizmadır (Aysun, Brady ve Honig, 2013: 1097-1098). Carranza, Galdon-Sanchez ve Gomez-Biscarri (2010)'nın özetlediği gibi, bu görüşe göre para arzındaki değişiklikler, likiditenin maliyetine (kısa vadeli faiz oranı) ek olarak, ekonomik aktörlere tahsis edilen kredinin koşullarını (dış finansman primi) da değiştirir. Para politikasının etkinliğini konu alan çalışmalarda bu iki kanaldan hangisinin daha güçlü bir etkiye sahip olduğu araştırılmıştır. Söz konusu kanallar, finansal sistem üzerinden çalıştığından dolayı finansal gelişme seviyesi para politikasının etkinliğini açıklama konusunda önemli bir yere sahiptir.

Söz konusu kanallar, ampirik uygunluklarını artırmak amacıyla genel denge modellerine dahil edilmiştir (Bernanke ve Gertler, 1995). Kurulmuş olan

modellerden elde edilen en önemli sonuç, her iki kanalın gücünün finansal sürtünmelerin seviyesiyle artmasıdır. Özellikle izleme maliyeti gibi finansal sürtünmelerin daha büyük olduğu finansal sistemlerde, para politikası kredi kanalı yoluyla dış primler üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olmaktadır. Bunun yanı sıra belirtmek gerekir ki dış finansman primlerinin firmaların finansal kaldıracına daha duyarlı olduğu yönündeki varsayımın altında bu sonuç elde edilmektedir. Bu nedenle, para politikası varlık fiyatlarını etkileyerek dış finansman primleri ve çıktı üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olmaktadır (Aysun, Brady ve Honig, 2013: 1112-1113).

Carranza, Galdon-Sanchez ve Gomez-Biscarri (2010: 861-862)'nin vurguladığı gibi, gelişmiş bir finansal sektör, para politikasının etkinliğini azaltabilir. Finansal yeniliklerin hızla ilerlemesi, ekonomik aktörlerin beklenmedik para politikası şoklarına karşı harcama kalıplarındaki değişiklikleri sınırlayacak yeni araçların ortaya çıkmasına yol açar. Diğer taraftan, yetersiz rekabet şartları ve az sayıda finansal aracıya sahip az gelişmiş finansal sistemlerde, bankaların yetersiz özkaynağa sahip olmaları durumunda kredi genişlemesini sağlamak zorlaşır. Böyle bir durumda, para politikasının borçlanma ve kredi verme oranlarını veya kredi miktarını etkilemesi zaman alabilir.

Geçmişte yapılan araştırmalara dayanarak, finansal gelişmenin para politikasını dört farklı yolla etkileyebileceği öne sürülebilir. İlk olarak, finansal liberalleşme sürecinde faiz tavanlarının kaldırılması durumunda, bankaların portföy tercihleri modeli gündeme gelmiştir. Bu modelde, finansal liberalleşme (faiz tavanlarının kaldırılması), banka kredilerinin artmasına neden olacaktır. Bu gelişme, liberalleşme öncesi döneme kıyasla politika faiz oranlarının banka kredileri ve banka bilançoları üzerindeki etkisini azaltacaktır. İkinci olarak, sermaye piyasasının gelişiminin (finansal derinleşme) de para politikası etkinliği üzerinde doğrudan bir etkisi olduğu belirtilmektedir. Gelişmiş bir sermaye piyasası, yatırımcıları sermaye piyasasına yönlendirecek ve işletmelerin banka kredilerine bağımlı olmadan fon elde etmelerini sağlayacaktır. Bu nedenle, işletmeler alternatif finansman kaynaklarına sahip olduklarından, banka kredilerine olan bağımlılıkları azalacak ve bu da para politikasının etkinliğini azaltacaktır (Karim, Basa ve Karim, 2021: 668). Bu görüş,

Singh vd. (2008)'nin görüşleriyle de uyumludur. Sermaye piyasası gelişimi, ödünç alıcıların krediye alternatif yollarla (hisse senetleri, tahviller ve diğer menkul kıymetler) erişebilmesi nedeniyle, politika faiz oranlarının banka kredileri ve bilanço kanalı üzerindeki etkisini azaltacaktır.

Üçüncü olarak, finansal yenilikler, bankacılık sektöründeki gelişmeler aracılığıyla para politikasının etkinliğini zayıflatabilir. Mishra ve Pradhan (2008), finansal kuruluşların daha yüksek kar elde etmek için para otoritesinin düzenlemelerinden kaçınmak amacıyla yeni teknikler ve araçlar arayışına girdiğini vurgulamışlardır, bu da bir döngünün başlangıcıdır. Bu döngü nedeniyle, para politikasının etkin uygulanması yalnızca kısa vadede mümkün olabilir. Sonuç olarak, finansal yenilikler ve para politikasındaki değişiklikler birbirini takip edecektir. Merkez bankaları, bu karmaşıklıklarla başa çıkabilmek için finans sektöründeki gelişmeleri yakından izlemeli ve başlangıçta önemsiz gibi görünen yeniliklerin sonuçlarını öngörerek zamanında yanıt vermelidir. Dolayısıyla, merkez bankalarının ekonomik istikrarı sağlamak için finansal yeniliklerle başa çıkabilmek amacıyla araçlarını, hedeflerini ve işleyişlerini periyodik olarak yeniden gözden geçirmesi gerekmektedir. Uluslararası Para Fonu'na (2005) göre, artan finansal rekabet seviyesi, çeşitli finansal piyasa araçlarının geliştirilmesini teşvik ederken, tüketicilere çeşitli sağlayıcılara, finansal hizmetlere ve finansal ürünlere erişim açısından daha fazla fırsat sunmaktadır. Bu durumda, bankalar ve firmalar, politika faiz oranlarının etkilerini farklı finansman kaynaklarını kullanarak azaltabildikleri için para politikasının kredi ve bilanço kanalı üzerindeki etkinliği azalacaktır.

Sonuç olarak, finansal gelişme süreci, piyasa ve finans sektöründe yapısal değişikliklerin yaşandığı durumları da kapsamaktadır. Singh vd. (2008), bu durumun, finansal gelişmeye katkıda bulunan yasa ve kurumların yapısındaki değişimlerin yanı sıra parasal işlemlerin çerçevesinin yenilenmesini içerdiğini belirtmektedir. Beck ve Levine (2003), finansal sistemi iyileştirmeyi amaçlayan deregülasyon ve yasal değişiklik politikalarının, yasal sistemdeki değişimlerin finansal gelişmeyi desteklediğini vurgulamaktadır. Pratikte, birçok ülkede meydana gelen yapısal değişiklikler, ekonominin, hükümetin, mali durumun ve bu ülkelerdeki finansal gelişmenin sebeplerine bağlı olarak farklılık göstermektedir.

1990'ların ikinci yarısı ve 2000'li yıllarla devam eden süreç, hem sanayileşmiş hem gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik performansta genel bir iyileşme olduğunu kanıtlamıştır. Enflasyonun hem düzeyi hem değişkenliği 1990'ların ikinci yarısında önceki on yıla göre daha düşük gerçekleşmiştir. Örneğin Cecchetti, Flores-Lagunes ve Krause (2006), 102 ülkeyi kapsayan çalışmalarında medyan enflasyonun 1983:I-1990:IV döneminde yıllık ortalama yüzde 7,6'dan 1991:I-1998: IV döneminde yüzde 4,9'a düştüğünü belgelemektedir. Ortalama enflasyondaki düşüş, bu iki alt dönem arasında daha da keskin bir düşüş gerçekleştirmiştir; yıllıklandırılmış seviye yüzde 102'den yüzde 16'ya doğru hareket etmiştir. Hasıla volatilitesi de 1980'lerin ortalarından itibaren düşüş trendine girmiştir. Kent, Smith ve Holloway (2005), 20 OECD ülkesi için GSYİH büyümesinin standart sapmasının 1983'te ortalama yüzde 1,9'dan 2003'te yüzde 1,4'e düştüğünü ortaya koymuştur.

Makroekonomik sonuçlardaki bu genelleştirilmiş iyileşmenin birçok nedeni bulunmaktadır. Yapılan çalışmalara göre, merkez bankası bağımsızlığının derecesi ile enflasyonun hem seviyesi hem değişkenliği arasında bir bağlantı bulunmaktadır. Berger, de Haan ve Eijffinger (2001), merkez bankası bağımsızlığının teorik ve ampirik literatürü hakkında kapsamlı bir araştırma sunmuştur. Başka çalışmalarda ise, para politikası çerçevesindeki belirli unsurların etkilerine ilişkin benzer bulgular analiz edilmiştir ve söz konusu unsurlar enflasyon hedeflemesi rejimlerinin rolünü, yasal ve siyasi ortamı, belirli döviz kuru rejimlerinin benimsenmesini ve bir para birliğine katılmanın etkilerini içermektedir (Krause ve Rioja, 2006). Hasıla volatilitesindeki değişiklikler konusunda ise, Clarida, Gali ve Gertler (2000), kalıcı düşüşün çoğunu para politikası rejimindeki değişikliklere bağlamaktadır ve benzer şekilde, Romer (1999), 1980'lerin ortasından sonuna kadar ABD iş çevriminin ölçülü olmasını, resesyonların etkisini ve sıklığını azaltmada para politikasının ve otomatik stabilizatörlerin başarısına ve 1960'larda ve 1970'lerde ekonomiyi aşırı genişletme ve daraltma uygulamalarında yapılan hataların yapılmamış olmasına bağlamaktadır. Bunlara ek olarak, bu tür sonuçları etkileyebilecek, en azından kısa vadede politika yapıcıların doğrudan kontrolü altında olmayan başka unsurlar bulunmaktadır. Bunlar, dış şokların boyutundaki ve sıklığındaki azalmayı ve üreticilerin talepteki

değişikliklere yanıt verme esnekliğini arttıran bilgi teknolojisindeki gelişmeleri içermektedir (Kahn, McConnell ve Perez-Quiros, 2002; Herrera ve Pesavento, 2005).

Belirli bir zamana kadar çalışmalarda, başarılı bir makroekonomik politikaya yardımcı olmada finansal gelişme ve kurumların rolü yakından incelenmiştir. Posen (1995), fiyat istikrarı hedefini hangi toplumsal güçlerin desteklediğini belirlemenin önemini tartışmış ve para politikası kurumlarının istikrar hedeflerine başarılı bir şekilde ulaşması için enflasyona karşı etkin finansal muhalefetin yapılmasının uygun olduğunu iddia etmiştir. Argümanı, merkez bankası kararlarının yalnızca kurumsal kapasitelerini ve yasal kısıtlamaları yansıtmadığı, aynı zamanda bu tür kararların siyasi ortama bir yanıt verme niteliği taşımasıdır. Bu nedenle, merkez bankası fiyat istikrarını sağlamayı ancak finans sektörü enflasyonu düşürmeye yönelik politikaları desteklemeye hazır olduğu sürece garanti edebilecektir: finans sektörü ne kadar gelişmişse, istikrar politikaları o kadar başarılı olacaktır. Cecchetti ve Krause (2001), daha az merkezi olarak kontrol edilen bir bankacılık sistemi tarafından eşlik edilen finansal sektör ve aracılık sürecinin derinliğindeki bir iyileşmenin, enflasyon ve çıktı değişkenliğinde azalmaya katkıda bulunduğunu gösteren kanıtlar bulmuştur.

Bunlara ek olarak Lastrapes ve McMillin (2004), 21 ülkeden oluşan bir örneklem için likidite etkisinin büyüklüğünü tahmin ettikleri bir çalışma kaleme almışlardır. Söz konusu çalışmada finansal piyasaların likidite etkisinin boyutunun önemli bir belirleyicisi olduğunu bulmuşlardır. Spesifik olarak, finansal faktörlerin likidite etkisinin büyüklüğünü belirlemede önemli bir rol oynadığını ve bunun en çok sınırlı katılımlı modellerin genelleştirilmiş versiyonlarıyla tutarlı olduğunu bulmuşlardır. Para politikası değişikliklerine tepki olarak bireylerin portföylerini daha kolay şekilde dengeleyebildiği ülkelerde ise likidite etkisi zayıf olarak tespit edilmiştir. Dynan, Elmendorf ve Sichel (2006), daha derin finansal piyasaların özel ajanların (tüketiciler ve firmalar) harcamaları yumuşatmasına izin vermesine ve böylece ekonomik aktivitedeki dalgalanmaları azaltmasındaki rolünü vurgulamaktadır.

Finansal çevrenin parasal aktarım mekanizmasındaki rolü (borç verme) uzun yıllar boyunca literatürde kapsamlı bir şekilde tartışılmıştır. Borç verme görüşü,

ekonomik ajanların net değeri (Bernanke ve Gertler, 1989) ve doğrudan banka kredisi uygulamaları (Kashyap ve Stein, 1994) aracılığıyla para politikasının fiyatları ve çıktıyı nasıl etkilediğini ele almaktadır. Her iki aktarım mekanizması için, bir ekonomide banka finansman araçlarına bağımlılık derecesi ne kadar büyük olursa nominal faiz oranındaki bir artışın ekonomi üzerinde daha büyük bir etkisi olacaktır. Bu sebepten ötürü, üretim için bir fon kaynağı olarak finansal aracılık sektörünün daha yüksek katılımının sağlanması, para politikası için daha geniş bir eylem alanı anlamına gelecektir. Diğer şartlar sabitken, özel sektöre verilen daha büyük bir kredi payı daha verimli politikalar ile ilişkilendirilmelidir (Cecchetti ve Krause, 2001).

Özet olarak finansal sistem para politikasının yürütülmesi sürecinde büyük bir rol üstlenmektedir. Belirli makroekonomik değişkenleri değiştirmeyi hedefleyen para politikası, esas olarak bir finansal süreçtir ve finansal sistem, parasal aktarım mekanizması yoluyla merkez bankası politikaları ile reel ekonomiyi birbirine bağlayan bir arabirim niteliği taşımaktadır. Para politikasının büyük ölçüde finansal sistem üzerindeki etkisi aracılığıyla işlev gösterdiği düşünüldüğünde, finansal sistemin yapısını veya şartlarını değiştirecek herhangi bir gelişme, aktarım mekanizması üzerinde etki yaratma potansiyeline sahip olacaktır. Bu sebepten dolayı, para politikasının etkinliği, büyük ölçüde finansal sistemin gelişiminden etkilenen çeşitli parametrelerle ilişkilidir. Bu bağlamda, finansal gelişme ile para politikasının etkinliği arasındaki ilişkinin incelenmesi, birçok ekonomi, özellikle hızlı bir finansal gelişme yaşayan ekonomiler için önemli teorik ve politika çıkarımlarına sahiptir (Ma ve Lin, 2016).

Ancak literatürde, finansal gelişmenin para politikası etkinliğini zayıflatabileceğini savunan çalışmalar da mevcuttur. Örneğin, Gomez, Vazquez ve Zea (2005), türev araçların kullanımının bazen parasal aktarım kanallarının etkinliğinde azalma, bazen de aktarım hızında artış yarattığını bulmuşlardır. Bu durum, türev araçların ekonomik birimlerin tüketim, üretim ve yatırım kararlarına yönelik etkilerini artırarak, aktif para politikası uygulamalarının neden olduğu fiyatlardaki nispi değişikliklere karşı esneklik sağlamasından kaynaklanmaktadır. Menkul kıymetleştirmenin kredi kanalını zayıflatma potansiyeli olmasına rağmen, bazı araştırmalar bunun tersini de göstermiştir; örneğin, ABD bankalarının menkul

kıymetleştirme yaptığı durumlarda, parasal aktarımın bilanço kanalı daha güçlü bulunmuştur. Bu, menkul kıymetleştirme yapan bankaların kredi talep edenlerin bilançolarını daha dikkatli bir şekilde değerlendirerek para politikasının daha büyük etkiler yaratmasına neden olmaktadır. Menkul kıymetleştirmenin politika etkinliği üzerindeki olumlu etkileri, menkul kıymet fiyatlarının politika faiz oranlarına yüksek duyarlılığından kaynaklanabilmektedir (Aysun ve Hepp, 2011).

Finansal piyasaların yapısının parasal aktarım mekanizması üzerinde önemli etkileri vardır. Düşük gelirli ülkelerde yapılan araştırmalar, zayıf kurumsal yapıların menkul kıymet piyasalarının rolünü büyük ölçüde azalttığını göstermiştir. Zayıf kurumsal yapılar, bankaların firmalara kredi verme maliyetini artırmakta ve bankacılık sektöründeki yetersiz rekabet ile birleştiğinde, bankalar daha yüksek rezerv tutmaya ve yerel devlet tahvillerine veya yabancı tahvillere yatırım yapmaya yönelmektedir. Sonuç olarak, finansal sistemin kaynak dağılımındaki aracılık rolünü yerine getirememesi, banka kredi kanalının büyük ölçüde işlevsiz hale gelmesine neden olmaktadır (Mishra, Montiel ve Spilimbergo, 2010).

Finansal faktörlerin yanı sıra, para politikasının etkinliğini etkileyebilecek başka önemli faktörler de vardır. Birçok çalışma, kurumların finansal piyasalar ve para politikasının etkinliği üzerindeki etkilerini incelemiştir. Alacaklıların yasal korumasının kredi piyasalarının gelişimini desteklediğine dair kanıtlar bulunmaktadır (Levine, 1998). Literatürde yasal faktörlerin yanı sıra, para politikasının etkinliğini etkileyebilecek diğer kurumsal faktörler de tartışılmaktadır. Örneğin, Elbourne ve de Haan (2006), geçiş ekonomilerinde parasal aktarım mekanizmasının finansal yapı ile ne kadar ilişkili olduğunu incelemişlerdir. Bulgularına göre, finansal gelişme göstergeleri ile para politikası arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Mishra ve diğerleri (2010), merkez bankası bağımsızlığının ve diğer kurumsal faktörlerin (örneğin, hükümetin hesap verebilirliği, şeffaflık standartları, düzenleyici ortam) sadece para politikasının kapsamını değil, aynı zamanda etkinliğini ve güvenilirliğini de etkilediğini göstermektedir.

Literatürde tercih edilen finansal gelişme ölçüsü olarak (Levine, Loayza ve Beck, 2000; Levine, 2004), finansal aracılarda GSYİH içindeki payı olarak özel

sektöre verdiği tüm kredilerin değeri olan özel kredi kalemi karşımıza çıkmaktadır. Kamu işletmelerine ve diğer devlet kurumlarına verilen tahsis edilemeyen kredileri içermemesi tercih edilme sebeplerinden birini oluşturmaktadır. Özel kredi, bir ülkedeki tüm finansal araçlar (mevduat kabul etmeyen bankalar dahil) tarafından verilen kredileri içermektedir, ancak merkez bankaları tarafından verilen kredileri içermemektedir. Levine, Loayza ve Beck'e (2000: 39) göre, daha yüksek özel kredi seviyeleri, “daha yüksek finansal hizmetler ve dolayısıyla daha fazla finansal aracı gelişimi” anlamına gelmektedir.

Krause ve Rioja (2006)'nın üstünde durdukları bir diğer finansal gelişme ölçüsü, yukarıda anlatılan gibi yalnızca banka bazlı ölçüleri değil, aynı zamanda borsa değişkenlerini de içermektedir ve bu ölçü finansal toplam olarak ifade edilmektedir. Finansal toplam, borsa ile ilgili ölçüleri içermesinden ötürü literatürde kullanımının gerekçelerini belirtmek gerekmektedir. Hisse senetleri bir yandan alternatif bir fon kaynağıdır ve dolayısıyla girişimciler için bir finansman aracı olarak banka kredilerinin yerini almaktadır. Merkez bankası tarafından belirlenen faiz oranları, hisse senedi alım satımını doğrudan etkilemediğinden, hisse senedi piyasasının büyüklüğü politika eyleminin kapsamını azaltabilmektedir. Öte yandan, birçok ülkede varlık fiyatlarının hareketi para politikasındaki değişikliklerle uyumludur: faiz oranlarındaki keskin bir artışı genellikle hem hisse senedi alım satımında hem hisse senedi değerinde bir azalma takip etmektedir. Söz konusu ikinci etki, fon kaynaklarının ikame edilmesinden daha güçlüyse, daha gelişmiş bir hisse senedi piyasası, politika uygulamalarındaki değişikliklerin ekonomik aktivite ve enflasyon oranı üzerinde daha geniş bir etki yaratmasına yarayacaktır.

Finansal toplamın elde edilmesinde üç hisse senedi piyasası ölçütü kullanılması gerekmektedir. İlk olarak, kapitalizasyon GSYİH'nın bir payı olarak yurtiçi piyasalarda listelenen tüm yerli hisselerin değeri olan borsa kapitalizasyonunu ifade etmektedir. Bu ölçü, diğerlerinin yanı sıra Levine ve Zervos (1998) ve Rousseau ve Wachtel'in (2000) literatüründe yaygın olarak kullanılmıştır. Bununla birlikte Levine (2005), borsa kapitalizasyonunun yalnızca ulusal bir borsadaki kayıtları ölçebileceğini, ancak borsanın etkinliğini ölçemeyeceğini belirtmiş ve uyarıda bulunmuştur. Hisse senedi piyasalarındaki aktivite ise ciro oranı ve işlem

gören değer ile ölçülmektedir. Ciro oranı, borsada işlem gören yurtiçi hisselerin toplam değerinin tüm hisselerin toplam değerine oranıdır. Dolayısıyla, borsanın likiditesini ortaya koymaktadır. Ayrıca, borsadaki işlem maliyetlerinin bir göstergesidir: yüksek devir oranları düşük işlem maliyetlerini göstermektedir ve bunun tersi de geçerlidir. İşlem gören değer, yurtiçi borsada işlem gören tüm hisselerin GSYİH'ye bölünmesiyle elde edilmektedir (Krause ve Rioja, 2006).

Finansal piyasaların kapsamlı ölçüsü finansal toplamdır. Finansal büyüklük, yani piyasanın toplam büyüklüğü ise özel krediler ve kapitalizasyonun toplamı olarak hesaplanmaktadır. Finansal aktivite ise özel krediler, işlem gören değer ve ciro oranı toplamından oluşmaktadır ve finansal piyasalardaki genel faaliyeti ölçmektedir. Beck ve Levine (2002) finansal piyasanın iki farklı özelliğini ülkedeki toplam finansal gelişmeyle tanımladığı tek bir değişkende birleştirmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

ÖRNEK ÜLKELER BAĞLAMINDA FİNANSAL GELİŞME VE POLİTİKA UYGULAMALARI

1990'ların başında coşkuyla karşılanan küreselleşme, uluslararası fikir ve bilgi akışı, kültürlerin paylaşımı, küresel sivil toplum ve küresel çevre hareketi gibi çok sayıda başlığı kapsamaktadır. Ekonomik küreselleşme ise, daha spesifik olarak, artan mal ve hizmet, sermaye ve hatta emek akışı yoluyla dünya ülkelerinin daha yakın ekonomik bütünleşmesini tanımlamaktadır. Küreselleşmenin en büyük vaadi, dünya çapında yaşam standartlarını yükseltmektir. Yoksul ülkelere, mallarını satabilmeleri için denizaşırı pazarlara erişim hakkı vermek, yeni ürünleri daha ucuz fiyatlarla üretecek yabancı yatırıma izin vermek ve insanların daha rahat yaşaması için sınırları açmak vaatlerinden birkaçıdır (Stiglitz, 2006: 4). Gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı, 1990'dan 1996'ya kadar altı yılda altı kat artış göstermiştir. Hesaplamalara göre hem gelişmekte olan ülkelerdeki herkesin kazançlı çıkması bekleniyordu ve küreselleşme gelişmiş hem de benzeri görülmemiş bir refah getirecekti. Tüm bu beklentilere rağmen 2008 finansal krizi, bu yaklaşımı derinden sarsmıştır (Stiglitz, 2006: 7).

Link (2018: 20)'e göre küresel bir ekonomik kriz olan Büyük Buhran günümüzde de benzersiz kabul edilmektedir ve küreselleşmeden uzaklaşma eğiliminin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Günümüzün küresel ekonomik düzeni ile 1920'lerinki arasındaki farklar, böyle bir krizin tekrarının yaşanmasını pek mümkün kılmamaktadır. Hem kapsamlı hem de şiddetli bir kriz olarak dünyanın neredeyse tüm bölgelerini ciddi şekilde etkilemiştir. Buna karşılık, diğer ekonomik krizler ya daha yerel ve şiddetli (örneğin 1997, 2007-9) ya da uzun süreli kapsayıcı (on dokuzuncu yüzyılın sonlarındaki Büyük Deflasyon gibi) olmuştur. Bunalım'ın hem kapsayıcı hem de şiddetli olmasının küreselleşmenin mimarisini yansıtan somut tarihsel nedenleri vardı. Bunlar altın standardı ve Büyük Uzmanlaşma olarak kabul edilmektedir.

İktisat tarihçilerinin çalışmaları incelendiğinde, Büyük Buhran'ın başlıca iki sebebi bulunmaktadır. Bunlar 1920'lerdeki uluslararası yükümlülüklerin eşit olmayan

yapısı ve altın standardının dayattığı kısıtlamalardır. 1920'lerin ortalarında, savaş borçları, tazminatlar ve Amerikan sermaye ihracatı, dünya çapındaki tüm ulusları ABD'ye borçlu hale getirmiştir. ABD dışındaki büyüme ise tersine, Amerikan dış kredilerinin bolluğuyla desteklenmiştir. Almanya'nın hiperenflasyon sonrası toparlanması büyük ölçüde Amerikan kredilerine dayanıyordu; Amerikan sermayesi Latin Amerika'da emtia ihracatında çığır açtırmıştır. Amerikan hisse senedi piyasalarındaki 1928-9 balonu, borç veren ülkelerden gelen kısa vadeli kredileri uzaklaştırmıştır; 1931'deki büyükşehir bankası iflaslarıyla birlikte tamamen uzaklaşma gerçekleşmiştir. Kredi sıkışıklığına tepki olarak altın standardı, ülkeler altın taahhütlerini birer birer iptal edene kadar dünya çapında uyumlu deflasyonist eylemlere zorlamıştır (Link, 2018: 20-21).

Bugün böyle bir senaryonun tekrarlanması pek mümkün gözükmemektedir. Birincisi, 1931'den farklı olarak, devletler sarsılan finansal sistemleri desteklemeye hazır olduklarını göstermişlerdir. Devlet garantili finansın yeni çağının test örneği, büyük merkez bankalarının finansal sisteme likidite aktararak banka iflaslarının zincirleme reaksiyonunu önlediği 2008 krizi olmuştur. Bu kadar hızlı ve keskin bir eylem muhtemelen o zamanki Fed başkanı Ben Bernanke'nin Büyük Buhran öğrencisi olması gerçeğiyle kolaylaştırılmıştı (Link, 2008: 21): merkez bankaları para arzının 1929-33 döneminde görülen büyüklükteki çöküşlerine izin veren tutumdan kaçınmaya istekliydi (Wheelock, 2010). İkinci olarak, Avrupa haricinde, altın standardı kısıtlamaları artık ulusların ekonomik krize tepkilerini belirlememektedir. Hükümetler konjonktüre karşı hareket edebilmekte ve ekonomilerini bulaşmadan koruyabilmektedir. Bu esneklik, korumacı zincirleme reaksiyonların önlenmesine yardımcı olmaktadır. Büyük Buhran sırasındaki korumacılık, öncelikle bir dizi gümrük vergisi misillemesinden ibaret değildi; mantığını ödemeler dengesine borçluydu: azalan döviz rezervleri, hükümetlerin ithalata engeller koymasını gerektirmiştir ve bu kısıtlamalar artık geçerli değildir (Link, 2008: 21).

Ancak bugün ile o dönem arasındaki en temel farklılıklar için para politikası ve döviz kurlarının ötesine geçerek Büyük Buhran'da çöken emperyal küreselleşmenin siyasi mimarisine dönmek gerekmektedir. Büyük Uzmanlaşma,

İngiltere'nin sermaye ihraç etme ve ithalata açık kalma konusundaki ikili kararlılığına bağlıydı. Dünya sermaye ihracatçısı rolü, 1920'lerde olduğu gibi, dünyanın en korumacı ülkelerinden birine (ABD) kaydığında, bu, borçların daha ihracat hacminin arttırarak değil, yalnızca yeni borçlarla finanse edilebileceği bir dinamiği hızlandırmıştır. Buna karşılık, Büyük Uzmanlaşma, çevre ülkelerinin büyümek için dar bir yelpazedeki ihraç mallarına bağımlı olmalarını sağlamıştır. Ekonomik monokültürler olarak, bir sektördeki gelir çöküşünü diğer sektördeki esneklikle telafi edemeyeceklerdi. Altın standardı ise kriz zamanlarında ithalatçı olarak hareket edememelerine yol açmaktaydı (Link, 2018: 21-22).

Kısacası, Büyük Uzmanlaşmayı karakterize eden orantısız gelişme, metropoldeki ciddi bir krizin dünya çapında yankılanacağını neredeyse garanti etmekteydi. Buhran sırasında emperyal küreselleşme tek kutuplu doğasının kurbanı olmuştur. Günümüzün küresel ekonomik düzeni 1920'lerinkiyle karşılaştırıldığında iki gerçek öne çıkmaktadır. Büyük Uzmanlaşma tersine dönmüştür ve Doğu Asya'nın büyük yükselişi gerçekleşmiştir. Bu, Büyük Buhran döneminin aksine, dünya genelinde daha eşit kalkınma ve gelişmekte olan ülkelere çok daha büyük ekonomik çeşitlilik ile tanımlanan küresel bir ekonomide yaşanıldığı anlamına gelmektedir. 2007-2009 yıl aralığında, Brezilya, Hindistan ve Çin gibi ülkeler (nispeten) dirençli kalırken, ekonomik açıdan daha çok kutuplu bir dünya gerçeği, her şeyi kapsayan küresel krize karşı otomatik bir fren olmuştur (Crafts ve Fearon, 2013: 37). Bir kırılma kaynağı olmak yerine, yeni çok kutupluluk aslında bir güç kaynağıdır. Bu durumda, evrensel liberalizasyon, ikinci bir küresel Büyük Bunalım'dan kaçınmak için zayıf bir reçetedir. Bu daha çok kapsamlı kalkınma yollarının kabul edilmesine bağlı gibi görünmektedir.

Günümüzün çok kutuplu küresel ekonomik düzeninin bir başka Büyük Bunalım'ın kurbanı olma ihtimalinin düşük olması, küreselleşmenin yapısının değişmeyeceği anlamına gelmemektedir. Değişim halihazırda başlamıştır ve devam etmektedir. 2005'te ABD 53 ülkenin en büyük ticaret ortağıyken Çin 10 ülkenin en büyük ticaret ortağıydı; 2014 yılında bu rakamlar ABD için 31, Çin için ise 43 olarak gerçekleşmiştir (<http://www.businessinsider.com/chart-how-china-has-quickly-become-a-top-trading-partner-2015-9>). 2016 yılı itibarıyla dünya nüfusunun yaklaşık

%42'si (yani 3 milyar insan) topluca BRIC ülkeleri olarak bilinen Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'de yaşamaktaydı. Bu dört ülke arasında Hindistan ve Brezilya da ortalamanın üzerinde doğum oranına sahiptir. BRIC ülkeleri, 2015 yılında küresel GSYİH'nın %25,6'sını oluşturmaktaydı. Bu dörtlüye Güney Afrika'nın da eklenmesiyle birlikte 2022 yılında söz konusu oran %32'ye yaklaşmıştır. BRIC ekonomilerini incelemek, hızlı ekonomik büyüme oranları, büyük nüfusları ve hızla büyüyen mal ve sermaye pazarları dahil olmak üzere birçok nedenden dolayı önem arz etmektedir. Kişi başına ortalama yıllık gelirleri, SAGP bazında yaklaşık 3.000 ABD Doları ile yaklaşık 15.000 ABD Doları arasında değişmektedir. 2015 yılında ortalama yıllık GSYİH büyümesi %6'yı aşmıştır; bu oran, OECD ülkelerinin %1,9'undan çok daha yüksektir. Gelecek yirmi yılda dünya ekonomisindeki paylarının ikiye katlanarak %25,6'dan %40'a çıkacağı tahmin edilmektedir (Siddiqui, 2016: 315).

Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in (BRIC'ler) birleşik ekonomileri dünyada baskın bir ekonomik blok ortaya çıkarma ihtimaline sahiptir. BRIC ülkelerinin politika ve kurumlarının, uluslararası ortam istikrarlı olduğunda büyümeyi olumlu etkileyebilecek neoliberal politikalarla bütünen uyum içinde bulunduğu ve ikincisi, küresel siyasi ve ekonomik güçlerinin yakın gelecekte G7'ninkine benzer bir seviyeye yükseleceği öngörülmektedir (Hawksworth ve Cookson, 2008: 24). Siddiqui (2016: 315)'ye göre bununla birlikte, BRIC'ler aynı zamanda mevcut güç dengesine meydan okuma yeteneklerini tehlikeye atabilecek birçok iç ve dış zorlukla da karşı karşıyadır. Yumuşak güç ve askeri gücün eksikliği, yavaşlayan ekonomik büyüme, sağlam iç kurumların eksikliği, sosyal hizmet ve sağlık hizmetlerinin eksikliği gibi sebepler günümüzde de kendini göstermektedir. BRIC ekonomilerinin küresel GSYİH içindeki payı 2000 yılındaki %16,4'ten 2015'te %25,6'ya keskin bir artış göstermiştir. 2050 yılına gelindiğinde üretim açısından Çin'in dünyanın en büyük ekonomisi, Hindistan'ın üçüncü büyük ekonomisi, Rusya ve Brezilya'nın Japonya'nın ardından sırasıyla beşinci ve altıncı sırada yer alacağı öngörülmektedir.

BRIC ülkeleri arasında heterojenlik olmasına rağmen ekonomilerinin son on yılda daha yüksek büyüme oranları yakalamaları gibi bazı önemli ortak özelliklere sahip olduğu görülmektedir. Bunlara ek olarak büyük nüfus ve pazar büyüklüğü,

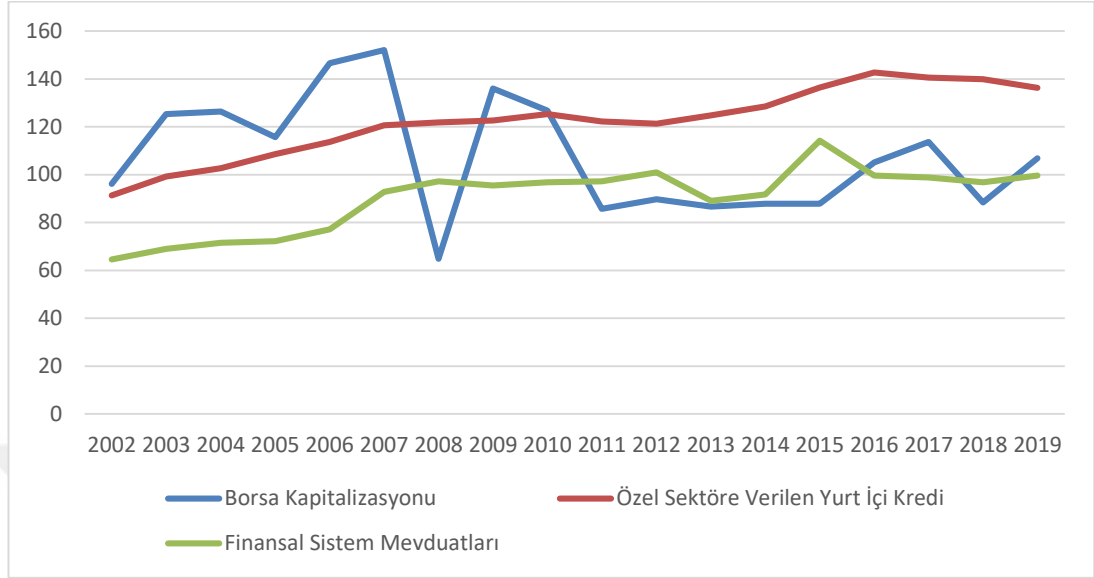
doğal kaynaklara sahip olmak ve özellikle kırsal sektörde bol miktarda işgücü arzına sahip olmaları diğer ortak özelliklerindendir. Her ülke farklı düzeylerde piyasa yanlısı politikalar benimsemiştir. Devlet ise, altyapı ve enerji sektörüne daha fazla yatırım yapmak suretiyle toplam talebi artırarak büyümeyi doğrudan teşvik etmiştir. Öyle görünmektedir ki iki BRIC ülkesi, Çin ve Hindistan, daha fazla miktarda doğal kaynağa ihtiyaç duyacaktır. Gelişmekte olan birçok ülke bu kaynaklara fazlasıyla sahiptir ve bunları nispeten daha düşük fiyatlı mamul mallar karşılığında sağlayabilmektedir (Siddiqui, 2016: 316-317). Geniş bir nüfus tabanına ve nispeten düşük kişi başına düşen gelire sahip olan BRIC ülkelerinin dünya ekonomisindeki rolü öngörülere göre zamanla artacak ve gelişmiş ülkelerle aradaki farkı kapatabileceklerdir. Bölümün ilerleyen kısmında çalışmada örneklem olarak yer alacak ülkelerin G-20'ye dahil olanları ekonomik ve finansal gelişmişlik durumları grafikler yardımıyla incelenecektir.

2.1. Yüksek Gelirli Ekonomiler

2.1.1. Avustralya

Avustralya, küresel rekabetçilik endeksinde 2018'den bu yana iki sıra gerileyerek genel olarak 141 ülke arasında 16. sırada yer almaktadır. 25.2 milyon nüfusa sahip olan ekonomisi, 5.4 işsizlik oranına ve 10 yıllık ortalama %2.4 ekonomik büyüme oranına sahiptir. Avustralya'nın güçlü yönleri arasında makroekonomik istikrar (1. sıra), beceriler (13. sıra) ve finansal sistem gelişimi (13. sıra) yer almaktadır. Avustralya, sağlık alanında da yüksek sıralarda yer alsa da (17. sıra) olumsuz bir eğilime sahiptir: sağlıklı yaşam beklentisi -70,4 yıl- geçen yıldan bir yıl daha kısa olarak gerçekleşmiştir. Ürün pazarı verimliliği göreceli bir güçlü yön olarak yer almaktadır (5. sıra). Avustralya'nın performansı, kurumlar (17. sıra) ve inovasyon yeteneği (18. sıra) sütunlarındaki sonuçları ve iş dinamizmi (16. sıra) sütununda önemli ölçüde daha iyi performans göstermesi dışında, büyük ölçüde OECD ortalamasıyla uyumludur. Avustralya, hem altyapı sütununda hem de bilgi ve iletişim teknolojisi benimseme sütununda en düşük performansı olan 29. sırada yer almaktadır (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 66-69).

Şekil 2.1: Avustralya



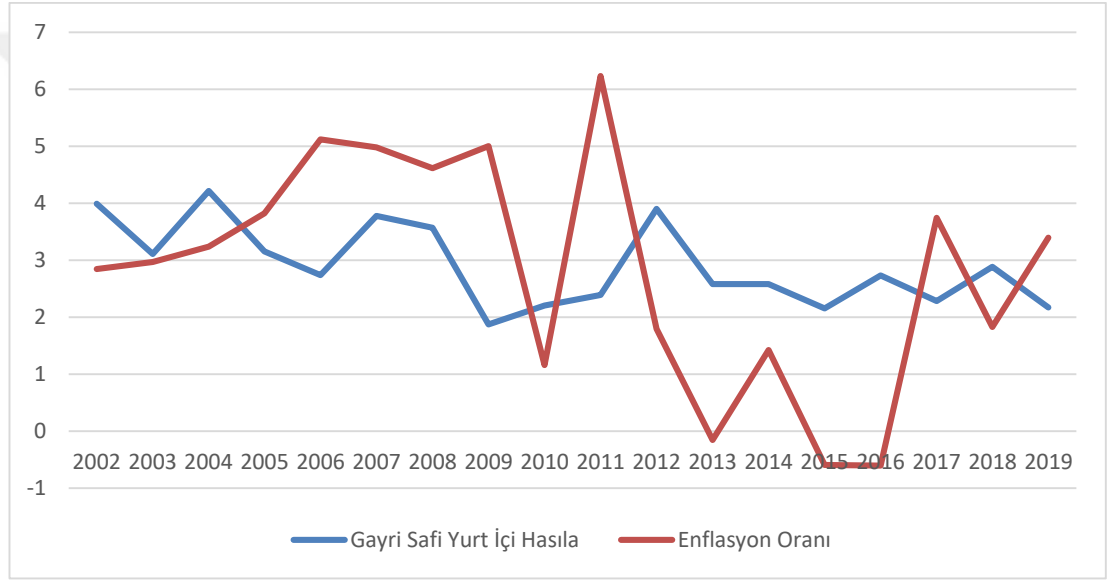
Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Avustralya, yüksek nüfusa sahip olmasına rağmen olmasına rağmen ekonomik ve finansal açıdan dünya ekonomisinde önemli bir rol oynaması açısından özeldir. Örneğin Avustralya, nominal gayri safi yurt içi hasıla açısından dünyanın en büyük 13. ekonomisidir. Ekonomi, aynı zamanda, son birkaç on yılda finansal derinleşmesinde de önemli bir büyüme göstermiştir. Örneğin, 1980-2014 döneminde banka mevduatlarının GSYİH'ye oranı, bankalardan özel sektöre verilen yurt içi kredilerin GSYİH'ye oranı ve borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı sırasıyla %173,35, %367,10 ve %163,78'dir. Ek olarak, hem doğrudan yabancı yatırım, hem de GSYH'ye net giriş ve kişi başına düşen reel gelir de sırasıyla %152,00 ve %82,56 gibi önemli büyüme oranları sergilemiştir. Bu büyüme oranları, Avustralya finans piyasasının ve bütün olarak ekonominin kayda değer bir büyümeye tanık olduğunu göstermektedir (Shi, Paul ve Paramati, 2022: 3565)

Avustralya'nın 2002-2019 yıl aralığındaki finansal gelişme durumuna bakıldığında ilk olarak piyasa bazlıdan ziyade banka bazlı bir piyasa yapısı göze çarpmaktadır. Banka kredilerinin GSYİH'ye oranı yüzde 100'ün altına 2002 ve 2003 yılları dışında düşmemiştir. Avustralya ekonomisi 2008 yılına kadar piyasa bazlı bir yapıya sahip olmasına rağmen küresel kriz dönemi ve sonrasında banka bazlı

piyasaya geçiş yaşamıştır. Finansal sistem mevduatları özelinde ise yıllar boyu süren bir yükseliş trendi görülmektedir. Borsa kapitalizasyonunda ise inişli çıkışlı bir gidişat görülmektedir. İlgili değişkenin kriz yılına kadar GSYİH'ye oranı yüzde 100'ün üstündeyken, kriz sonrası dönemde kimi yıllar yüzde 100'ün altında ve kimi yıllar yüzde 100'ün üstünde gerçekleşmiştir. Ekonomide kredi genişlemesi önemli ölçüde artış göstermektedir. Bu durum aşağıdaki grafikte birlikte daha anlaşılır olacaktır.

Şekil 2.2: Avustralya



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

Avustralya ekonomisi, 2016 yılında tarihinin en düşük politika faiz oranını görmüştür. Yüzde 1,75 olan bu değer ile birlikte yatırımları desteklemeye çalışan Avustralya ekonomisi, düşük kurun ve yavaşlamış olan küresel büyümenin etkisinden dolayı iktisadi büyümeyi hızlandırmakta zorlanmıştır. Söz konusu faiz oranının belirlenmesi, şüphesiz, yaşanan deflasyonun da bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Avustralya ekonomisinin geçmiş yıllarda yakaladığı görece yüksek büyüme performansı, Çin Halk Cumhuriyeti'nin yüksek büyüme seviyelerini korumak için Avustralya'dan yaptığı hammadde ithalatından etkilenmiştir (Ataşeliği, T. S. B. T., 2016: 21-22). Uluslararası piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler Avustralya'nın madencilik dışındaki sektörlerde yaptığı yatırımları arttırarak büyüme stratejisini değiştirmesini zorunlu kılmıştır.

Avustralya'nın GSYİH büyümesi çalışmanın yıl aralığı özelinde incelendiğinde Avustralya'nın küresel kriz döneminde dahi negatif büyümeyle karşı karşıya kalmadığı görülmektedir. 2013, 2015 ve 2016 yıllarında ise deflasyonla karşılaşan Avustralya ekonomisi küresel kriz döneminde yüzde 6'yı aşan enflasyon oranıyla en yüksek değerini görmüştür. Avustralya ekonomisi, üreticilerin üretim kararlarını alırken tercih ettikleri pozitif oranlı ve düşük bir enflasyon oranını istikrarlı bir biçimde sağlama konusunda başarı sağlayamamıştır.

Avustralya, kolaylıkla maruz kalabileceği büyük bir finansal krizden minimum hasarla kurtulmuştur. Bunun çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Avustralya bankalarının yüksek kârlı olması, iyi yönetilmesi, iyi denetlenmesi ve ABD ve Avrupa bankalarının varlıklarından farklı bir varlık yapısına sahip olmalarıdır. Yurt içi mevduatlarla ilgili olarak bankalar endişelenmemektedir, çünkü Avustralya Merkez Bankası (RBA) onlara ihtiyaç duydukları Avustralya doları kredilerini sağlama taahhüdünü vermiştir. Daha doğrudan ve özellikle dış kredilere yönelik olmak üzere birden çok müdahale de bulunmaktaydı. Bunlardan en ileri çıkanı Eylül 2008'deki garantiydi. Avustralya Merkez Bankası'nın diğer merkez bankalarıyla ortak olarak yürüttüğü bir diğeri, günün sonunda ABD Merkez Bankası tarafından sağlanan, ABD doları borç verme olanağıydı. 2007 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin ödemeler dengesi verilerine bakıldığında, özel sektörün bu çeyrekte net anlamda borçlanmadığını ve dolayısıyla cari dönemi finanse edemediği görülmektedir. İlgili çeyrekte 19 milyar AU\$ tutarında hesap açığı kaydedilmiştir. Avustralya İstatistik Bürosu (ABS) verileri, cari açığı kapatan kalemin merkez bankasının döviz varlıklarındaki azalma olduğunu göstermektedir. Resmi rezerv varlıkları (RBA'nın rakamlarına göre) Temmuz'daki 80 milyar AU\$'dan Aralık'ta 30 milyar AU\$'ya düşmüştür; bu miktar kabaca iki çeyrekteki cari işlemler açığına karşılık gelmekteydi (Edwards, 2010: 362-363). Krizin sonucu olarak Avustralya'nın deniz aşırı borçlanma konusunda bir kırılma noktasına sahip olmasına rağmen çok zorlu bir teste dayanabildiği görülmüştür. Avustralya'nın savunmasız olduğu değil, banka borcunun zımni olarak garanti edildiği ve bu nedenle düzenleyicilerin banka riskini yakından izlemesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. Sonuç olarak Avustralya,

küresel mali krizden ve ardından gelen küresel durgunluktan yalnızca hafif yaralarla kurtulmuştur.

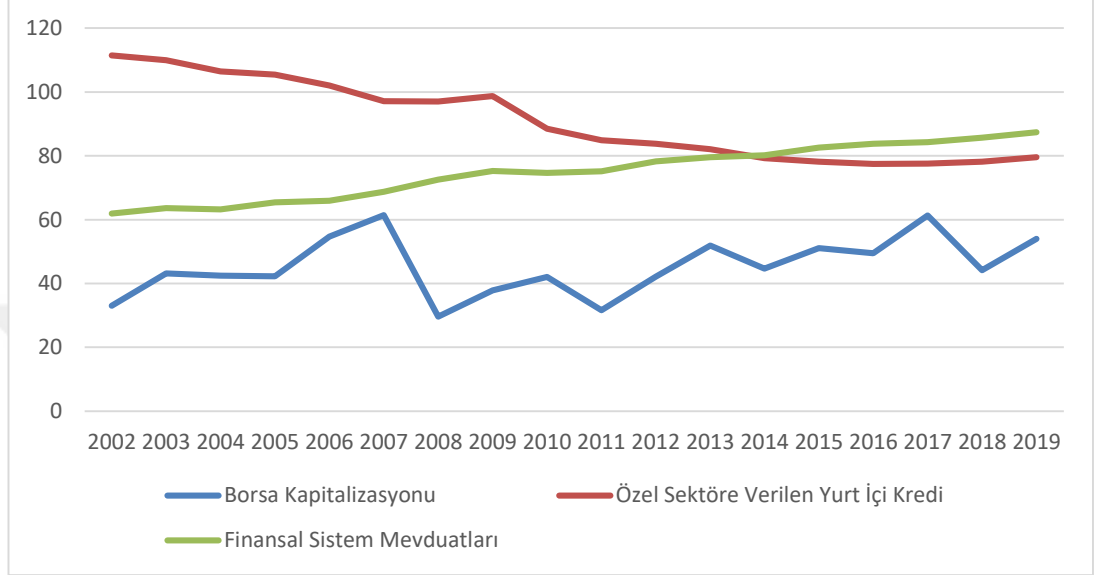
2.1.2. Almanya

Almanya, 2019 yılı itibarıyla küresel rekabetçilik endeksinde 7. sırada yer almaktadır. Yaklaşık 83 milyon nüfusa, 10 yıllık ortalama %1.8 ekonomik büyüme oranına ve %3.4 işsizlik oranına sahip olan ekonomi makro ekonomik istikrar ve inovasyon kapasitesi alanlarından tam puan alarak 1. sırada yer almaktadır. İş dinamiği (5. sıra), pazar büyüklüğü (5. sıra), beceri (5. sıra) ve altyapı (8. sıra) alanlarında oldukça yüksek performans göstermektedir (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 238).

Almanya, 2019 küresel rekabetçilik endeksinde genel puanında (81,8) bir puanlık düşüş ve diğer ülkelerin iyileşmesinin sonucu olarak 4 sıra gerileyerek genel olarak 7. sırada yer almıştır. Almanya, Hollanda (4.) ve İsviçre'nin (5.) ardından Avrupa'da üçüncü sırada yer almaktadır. Almanya, endeksi oluşturan 103 göstergeden 53'ünde gerilerken 18'inde iyileşme göstermiştir. Bununla birlikte, Almanya'nın performansı her alanda güçlü kalmaya devam etmektedir: ülke, yedi sütunun ilk 10'unda yer alıyor, ikisinde birinci sırada yer alıyor ve tek önemli istisna olan bilgi ve iletişim teknolojileri benimsemesi dışında tüm sütunlarda OECD ortalamasını geçmektedir. Almanya, üst üste ikinci yıl, 86,8 (-0,7 puan) puanla dünyanın en iyi inovasyon yeteneğine (1.) sahip olarak ABD'yi (84,1) ve İsviçre'yi (81,2) geride bırakmıştır. Diğer güçlü yönler arasında altyapı (90.2, 8. sıra), makroekonomik istikrar (tam puan), pazar büyüklüğü (86.0, 5. sıra) ve sağlık (92.3, 31. sıra) yer almaktadır. Buna rağmen Almanya'nın 69.5 yıllık sağlıklı yaşam beklentisi Avrupa ülkeleri arasında en kısa olanlardan biri ve Singapur'un beş yıl gerisinde kalmaktadır. Almanya ayrıca yüksek eğitimli bir işgücüne de sahiptir (84.2, 5. sıra) ancak mevcut işgücünün becerilerinin artırılması ve yeniden beceri kazandırılması ve mezunların istihdam edilebilirliğinin iyileştirilmesi yoluyla beceri açığının kapatılması gerekmektedir (68.4, 13. sıra). Almanya'nın en büyük zayıflığı nispeten düşük düzeydeki bilgi ve iletişim teknolojileri benimsemesidir. Yüksek sıralarda yer almasına rağmen, ürün pazarı verimliliği (68,2, 9. sıra) ve işgücü

piyasası işleyişi (72,8, 14. sıra) iyileştirme için alan sunmaktadır (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 16).

Şekil 2.3: Almanya

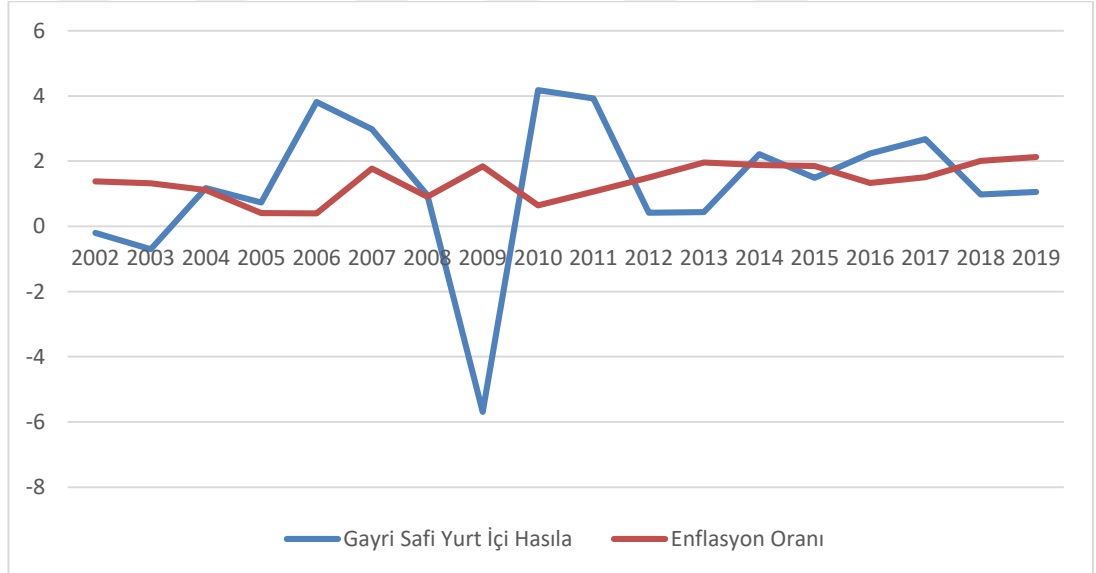


Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Finansal kriz ortaya çıktığında, Büyük Buhran'dan bu yana yaşanan en ciddi finansal krizlerden biriyle karşı karşıya kalınacağı tahmin edilememiştir. Aynı zamanda, kriz sırasında GSYİH'de en sert düşüşlerden birini yaşayan Almanya'nın, krizin zirve yaptığı 2009'dan sonra bu kadar hızlı toparlanabilmesi de farklı bir sürpriz olmuştur. Alman bankacılık sisteminin, ABD varlıklarına oldukça açık olduğu gerçeği ışığında bu durum özellikle şaşırtıcıdır. Almanya ekonomisi söz konusu açıklığa bağlı olarak ciddi şekilde etkilenmiştir. Pek çok ekonomist, finansal sistemdeki hasarın, krizi ağırlaştıracak ve uzatacak bir kredi krizine yol açabileceğinden endişe etmekteydi. Alman finansal sistemi uzun zamandır banka temelli mali sistemin en önemli örneği olmuştur. Bazı değişikliklere rağmen piyasa, bugün dahi bankaların hakimiyetindedir ve finansal piyasaları nispeten gelişmemiştir. ABD ile karşılaştırıldığında, Alman firmaları daha büyük ölçüde banka kredileriyle finanse edilmektedir ve hanehalkı finansal servetlerinin daha büyük bir kısmını banka mevduatı şeklinde tutmaktadır. Sonuç olarak firmalar finansman elde etmek için piyasaları daha az kullanmaktadırlar (Mannar, 2019: 17).

Almanya'nın, çalışmanın dikkate aldığı yıl aralığında, banka bazlı bir kredi yapısına sahip olduğu görülmektedir. Bu durum finansal kriz yıllarında da devam etmiştir. 2007 yılına gelene kadar GSYİH'nin yüzde 100'ünden fazla olan özel sektöre verilen krediler, 2007 yılı ve sonrasında yüzde 100'ün altına inerek bir düşüş trendiyle karşı karşıya kalmıştır. Kriz sonrası yıllarda yüzde 80 civarlarında değerler alan söz konusu oran istikrarlı bir gidişat tutturmuştur. Borsa kapitalizasyonu ise en yüksek değer olarak yüzde 60'ları görmüştür. 2002 yılından 2019 yılı sonuna kadar istikrarsız bir görüntü çizmiştir. Finansal sistem mevduatları ise istikrarlı bir artış trendine sahiptir.

Şekil 2.4: Almanya



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

Euro Bölgesi 2008'in ilk çeyreğinde resesyona girmiştir. Üç aylık büyüme oranları 2009'un ilk çeyreğinde çöküş göstermiştir. İhracata bağımlı olan Almanya ağır bir darbe almıştır: GSYİH'si art arda beş çeyrekte kümülatif yüzde 6,6 puan düşmüştür. Bunun hemen ardından toparlanma başladı ve Almanya'nın GSYİH'si 2011'in ilk çeyreğinde 2008'in ilk çeyreğindeki seviyesine geri dönmüştür. Almanya GSYİH'sinin toparlanması 12 çeyrek sürerken, Fransa'nın reel GSYİH'si tam 5 yılın ardından 2013'ün 4. çeyreğinde 2008'in ilk çeyreği seviyesine yükselmiştir. İtalya ve İspanya'nın durumu daha da kötü olarak gerçekleşmiştir. İtalya'nın reel GSYİH'si kümülatif olarak yüzde 9 puanlık bir düşüş yaşarken, İspanya'nın GSYİH'si bu 5

yılda yüzde 7,4 puan düştü. Bu nedenle, diğer Avrupa ekonomileri başarısız olmasa da hala mücadele ederken, Almanya yeniden canlanan ihracat endüstrileri, düşük borçlanma maliyetleri, yatırımcı nakit girişi, büyük bir dış fazla ve dengeli bir bütçeyle hızlı bir şekilde toparlanma göstermiştir. Almanya'nın performansı daha da dikkat çekicidir, çünkü sadece yirmi yıl önce yeniden birleşme sonrasında ekonomisi beş milyon işçinin işsiz kalmasıyla durgunluk içindeydi. Yazarlara göre Almanya'nın bu başarısı, üstün uluslararası maliyet rekabetçiliğiyle açıklanamayacağı gibi, Euro Bölgesi dengesizlikleri de göreceli birim işgücü maliyetlerindeki farklılıklara bağlanamaz durumdadır. Almanya'nın kayda değer toparlanmasının, ülkenin fiyat dışı güçlü rekabet gücüne yol açan üstün teknolojik performansı ile açıklanması gerektiğini savunmaktadırlar. Almanya'nın teknolojik gücü ise maliyet rekabetine değil, ekonomik koordinasyona ve piyasayı güçlü bir şekilde yönlendiren sanayi politikalarına dayanmaktadır (Storm ve Naastepad, 2015: 11-12).

Almanya'nın kriz deneyimi, Avrupa'daki diğer ülkelerin çoğuyla karşılaştırıldığında çok farklıydı. Almanya, nispeten ihracat ve imalat sanayinde yoğunlaşan çok güçlü bir şokla sarsılmıştır. Buna ek olarak, daha önceki işgücü piyasası reformları ve emek istifleme kolaylaştıran politika araçları nedeniyle Alman işgücü piyasası kriz sırasında oldukça dirençliydi. Sonuç olarak, kamu maliyesi yalnızca orta düzeyde etkilenmiştir. Üstelik Almanya'nın kriz patlak verdiğinde dengeli bir kamu sektörü bütçesi vardı, dolayısıyla otomatik dengeleyicilerin çalışmasına izin verecek yeterli mali alan mevcuttu. Bu nedenle, diğer ülkelerdeki mali konsolidasyon baskılarının yönlendirdiği temel vergi ve harcama reformları Almanya'da gerçekleşmemiştir.

Mannar (2019: 18-19)'a göre Almanya, "ihracata dayalı merkantilist" büyüme modeli ve yüksek düzeyde uluslararası mali entegrasyon nedeniyle mali krizden büyük ölçüde etkilenmiştir. Uluslararası ticaretteki çöküş Alman reel ekonomisini doğrudan etkileyerek GSYİH'de keskin bir düşüşe yol açmıştır. Ancak gelişen piyasa ekonomilerinden Alman mallarına olan talep arttığında, Alman reel ekonomisi hızla toparlanmayı başarmıştır. Alman finans sektörü, yabancı varlıklarındaki ağır kayıplar nedeniyle hasar almıştır. Finansal sistemi istikrara kavuşturmak için yoğun hükümet müdahalesine ihtiyaç duyulmuştur. Yaygın bir bankacılık krizini önlemeyi

başarıırken, hasar gören bankacılık sisteminin krediye erişimi kısıtlayarak zamanında toparlanmayı baltalayacağına dair korkular yer almaktaydı. Alman reel ekonomisine ve Alman hanehalkına verilen kredi büyümesi yavaşlayarak 2009'da negatife dönmüştür. Yine de söz konusu düşüş, genel bir kredi düşüşünü temsil edebilecek düzeyde gerçekleşmemiştir.

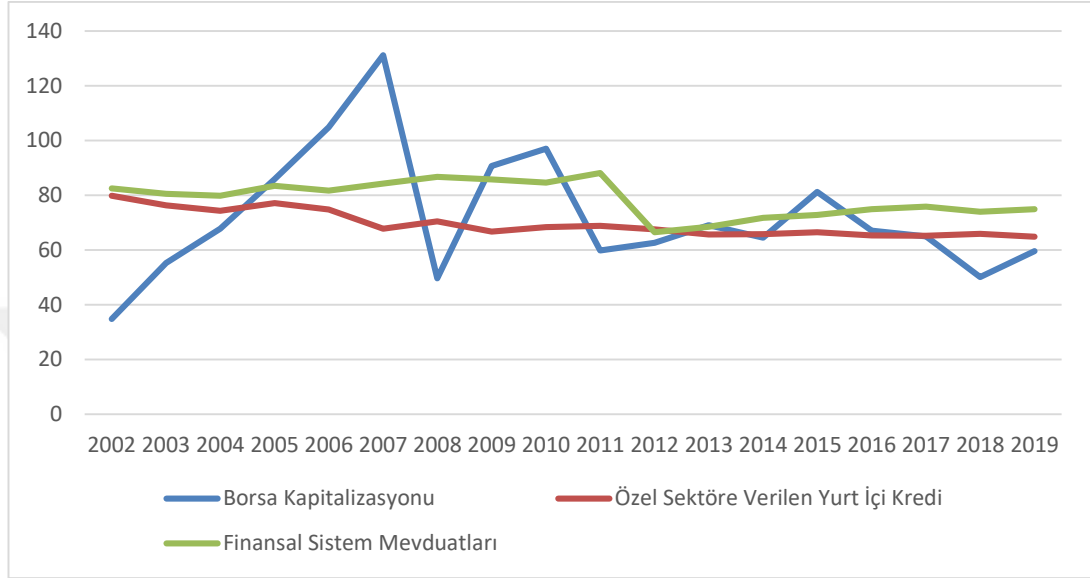
Almanya'nın iktisadi büyüme performansı ele alındığında, 2002 ve 2003 yıllarındaki negatif büyüme oranları göze çarpmaktadır. Bunu izleyen üç yılda kademeli artışlar ve pozitif büyüme oranları görülmesine rağmen finansal kriz Almanya'nın ekonomik büyümesine önemli ölçüde zarar vermiştir. 2009 yılında neredeyse yüzde 6'lık bir küçülme yaşayan Almanya, 2010 yılıyla beraber pozitif büyüme oranlarına kavuşmuştur. İlerleyen yıllarda da büyüme oranları pozitif olmasına rağmen genellikle yüzde 0-2 aralığında gerçekleşmiştir. Fiyat istikrarı tarafında, Almanya, başarılı politika uygulamalarına sahiptir. Enflasyon uzun yıllar boyunca ve başarılı bir biçimde yüzde 1-2 aralığında tutulmuştur.

2.1.3. İsrail

İsrail, 2019 yılı için küresel rekabetçilik endeksinde 20. sırada yer almaktadır. Ülke, iyi gelişmiş bir ekosistem sayesinde inovasyon yeteneği sütununda 15. sırada yer alan bir yenilik merkezidir. İsrail, Ar-Ge'ye en çok harcama yapan ülkedir (GSYİH'nin %4,3'ü) ve girişimcilik kültürünün en güçlü olduğu, girişimci başarısızlığının kabulünün en yüksek olduğu, şirketlerin değişimi en çok benimsediği ve yenilikçi şirketlerin en hızlı büyüdüğü yerdir. İsrail ayrıca, ortalama 13 yıllık eğitimle (12. sıra) yüksek eğitimli bir işgücüne sahiptir. Ülke, doğru becerilere sahip çalışanları bulma kolaylığı ve gelişen ve yenilikçi bir özel sektörü destekleyen risk sermayesinin mevcudiyeti nedeniyle Amerika Birleşik Devletleri'nin ardından 2. sırada yer almaktadır. Ancak bu bağlama rağmen, temel teknolojik benimseme oranı (67.6, 45. sıra) nispeten düşük kalmaktadır. OECD ortalamasının (73.0) oldukça altında yer almaktadır. İyileştirmeye açık diğer alanlar arasında kurumlar yer almaktadır. Kalıcı güvenlik endişeleri (42. sıra), külfetli düzenlemeler (69.) ve sürdürülebilirliğe düşük bağlılık (81.) nedeniyle kurumlar alanı geliştirilmeye ihtiyaç duymaktadır. Son olarak, piyasa verimliliği (61.8, 32. sıra) göreceli bir rekabet

eksikliğinden ve giriş engellerinden muzdariptir (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 17).

Şekil 2.5: İsrail



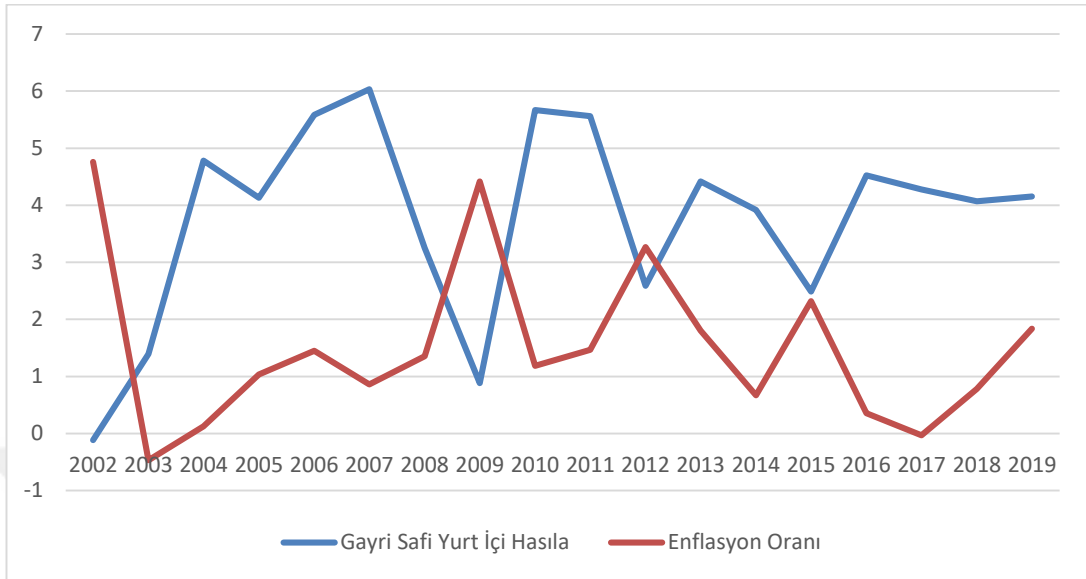
Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Küresel kredi krizinin İsrail mali piyasaları üzerindeki etkisi sınırlı kalmıştır. İsrail emlak piyasası, yurt dışındaki borç verenleri büyük kayıplarla karşı karşıya bırakan türden bir balonu hiçbir zaman yaşamamış ve İsrail bankaları, pek çok ABD'li ve Avrupalı kredi veren ve sigortacıyı çökerten egzotik finansal araçlardan büyük ölçüde uzak durmuştur. İsrail kredi krizi, esas olarak, krizden önceki yıllarda önemli bir kurumsal finansman kaynağı olarak ortaya çıkan banka dışı kredi sektöründe hissedilmiştir (2002'den 2008'e kadar toplam sektörün yüzde 20'sine yükselmiştir). Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası'nda toplanan özsermaye ve borçlar 2007'nin dördüncü çeyreğinden itibaren istikrarlı bir şekilde azalmıştır ve 2008'in son dört ayında neredeyse tamamen bitmiştir; bu durum, o dönemde diğer gelişmiş ekonomilerde meydana gelene benzer bir kredi krizi yaratma tehlikesi yaratmıştır. Banka dışı kredi piyasasının başarısızlığının en yakın nedeni dışsaldı: Lehman Brothers'ın Eylül 2008'deki çöküşü, yatırımcıların sermayelerini emeklilik fonlarından ve diğer kurumsal yatırımcılardan çekmelerine neden olmuştur. Pazarın hızla genişlemesi ve onu düzenlemek için iyi geliştirilmiş mekanizmaların olmayışı

güven duygusunda zedelenmeye yol açmıştır. İsrail'deki ciddi piyasa başarısızlığı vakası, piyasanın en az düzenlendiği bölgede meydana gelmiştir. Banka dışı kredi krizi ise oldukça sınırlıydı. Kurumsal borçluların borçlarını ödeyemedikleri durumlar olsa da (özellikle küresel emlak patlaması sırasında İsrail şirketlerinin yurtdışında yoğun yatırım yaptığı emlak sektöründe), sorun esas olarak arz tarafındaydı, yani iyi kredi notuna sahip borçlular sermaye elde edemiyordu. Krizin kısa ömürlü olduğu ve kaynak yaratma faaliyetleri 2009'un ilk çeyreğinde toparlanmaya başladığı ortaya çıkmıştır. Teknoloji sektörünün deneyimi, yurt içi gelişmelerden veya politikalardan ne kadar kopuk olduğunu göstermiştir. Finans tarafında ise sektör, küresel teknoloji balonunun ardından 2001-2003'te yaşadığından daha kötü bir çöküş yaşamıştır (Rosenberg, 2010: 69-70).

İsrail, finansal kriz yıllarına kadar piyasa bazlı bir yapıya sahip olmuş olup kriz yıllarından sonraki süreçte kimi yıllar piyasa bazlı kimi yıllar banka bazlı bir yapıya sahip olmuştur. Finansal kriz öncesinde, 2007 yılında, borsa kapitalizasyonu GSYİH'nin yüzde 130'unu geçen bir değerle en yüksek değerine ulaşmıştır ancak bu durum devam ettirilememiştir. Bu süreçte, özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranı istikrarlı bir trende sahip olmuştur. Finansal sistem mevduatlarının GSYİH'ye oranı çoğunlukla yüzde 80 ve çevresinde gerçekleşmiştir.

Şekil 2.6: İsrail



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

İsrail oldukça düşük nüfuslu bir ekonomi olmasına rağmen sıradışı başarılarla sahip bir ekonomiye sahiptir. İsrail, 2019 yılı itibarıyla, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Silikon Vadisi dışında herhangi bir yerde yüksek teknoloji start-up şirketlerinin en yoğun olduğu ülkedir. Yüksek teknoloji endüstrisi İsrail'in endüstriyel ihracatının %54'ünden fazlasını ve ülkenin ihracatının %26'sından fazlasını oluşturmaktadır. İsrail'de her 10.000 işçiden 135'i bilim insanı ve mühendistir; ABD ise her 10.000 işçiden 85'inin istihdam edildiği ikinci sırada yer almaktadır. İsrail'de her 1000 çalışandan 9'u Araştırma ve Geliştirme (Ar-Ge) alanında çalışmaktadır; bu oran ABD ve Japonya'nın oranlarının neredeyse iki katıdır. İsrail, rejeneratif tıp ve kök hücre araştırmaları, doku mühendisliği, havacılık, mikroelektronik, iletişim, bilgisayar bilimi, süperiletkenlik, fiber optik, optoelektronik, kuantum mühendisliği, su kaynakları geliştirme ve yönetimi gibi öncü alanlarda dünya çapında başarılarla sahiptir ve tanınmaktadır (Shachmurove, 2019: 5-6).

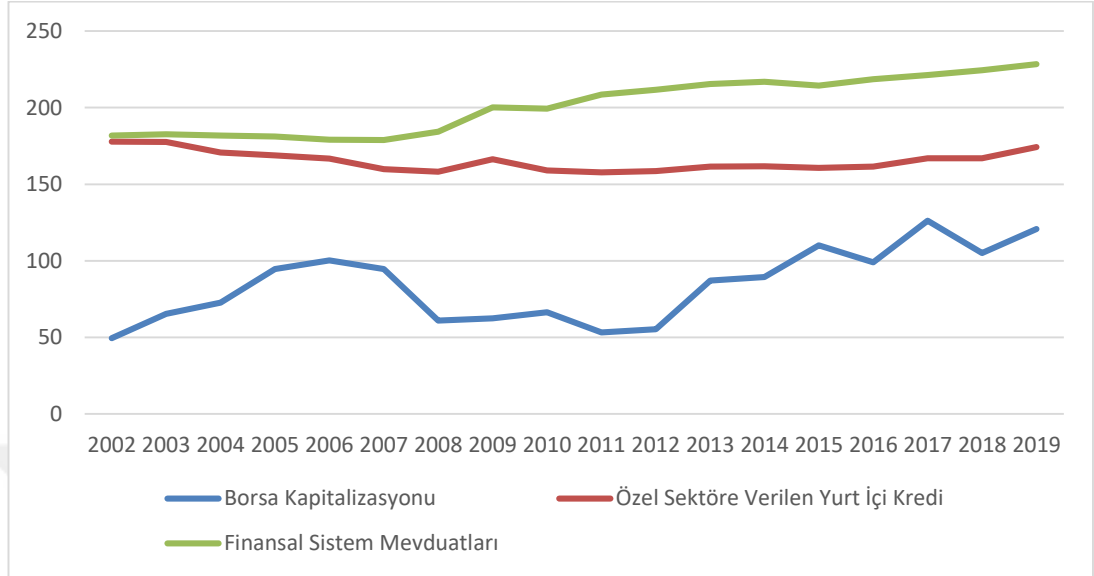
Enflasyonla mücadele açısından İsrail, 2002 yılını yaklaşık yüzde 5 gibi bir değerle kapamıştır. 2003 yılıyla birlikte bu değer sıfırın altına düşerek deflasyonist bir yapıya geçiş yapılmıştır. Sonraki yıllarda pozitif enflasyon oranlarına geçiş yapılmış olup değerler yıldan yıla büyük değişkenlikler göstermiştir. Enflasyon

kontrolünde başarılı kabul edilebilecek politika uygulamalarıyla ilgili oran yüzde 5 ve üstüne çıkartılmamıştır. Ekonomik büyüme açısından bakıldığında, 2002 yılındaki negatif büyüme oranından sonra İsrail, her yıl pozitif oranlar tutturmuştur. Bu alanda en yüksek değer olarak yüzde 6 gibi bir değer yakalamıştır. İktisadi büyüme oranında da yıldan yıla büyük değişiklikler göze çarpmaktadır. Finansal kriz yılında düşük de olsa pozitif büyüme oranı elde edilmesi önemli bir detay olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.1.4. Japonya

2019 küresel rekabetçilik endeksine göre Japonya, 2018'e göre bir sıra gerileyerek genel olarak altıncı sırada yer almaktadır. Japonya, Doğu Asya ve Pasifik bölgesinde Singapur ve Hong Kong'un ardından üçüncü sırada yer almaktadır. Altyapı (93,2, 5.), makroekonomik istikrar (94,9, 42. sıra) ve sağlık (100, 1.) konularında 90'ın üzerinde puan alarak altı sütunun ilk 10'unda yer bulmuştur. Japonya, dünyanın en teknoloji meraklısı ülkelerinden biridir (86,2, 6. sıra) ve finans sektörü büyük, derin ve istikrarlı bir yapıya sahiptir (85,9, 12. sıra). Ülke ayrıca pazarının büyük boyutundan da faydalanmaktadır (yurt içi ve ihracat pazarları birleştirildiğinde 86,9, 4. sıra). Bununla birlikte, her kategoride, genel performansı sistematik olarak zayıflatan belirli yönler bulunmaktadır. Örneğin, beceriler sütununda (73,3, 28. sıra), işgücündeki ortalama eğitim yılı dünyadaki en yüksekler arasında yer alırken (12,8 yıl, 14. sıra), yetersiz öğretim yöntemleri (ör. öğretimde eleştirel düşünme için 87. sırada) beceri açığını körüklemeye yardımcı olmaktadır (56,7, 54. sırada). Japonya'nın işgücü piyasası (71,5, 16. sırada) çeşitli katılıklar (ör. işe alma ve işten çıkarma esnekliği için 104. sırada) ve düşük kadın katılımı (100 erkek çalışana karşılık 76 kadın çalışan, 62. sırada) nedeniyle zayıflamaktadır. Riskten kaçınma (52,7, 58. sıra), katı kurum kültürü (65,7, 27. sıra) ve düşük işgücü çeşitliliği (50,7, 106. sıra) gibi faktörler, iş dinamizmini (75,0, 17. sıra) ve inovasyon yeteneğini (78,3, 7. sıra) zayıflatmaktadır. Japonya dünyanın en iyi yenilikçi ülkelerinden biri olsa da, Almanya'nın (86,8) yaklaşık 10 puan gerisinde yer almaktadır (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 17).

Şekil 2.7: Japonya



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

2008 küresel finansal krizinin Japonya'nın bankacılık sektörü üzerindeki etkisi, diğer gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında nispeten az olmuştur. Japonya üzerindeki sınırlı etkinin ana nedeni, maruz kalınan nispeten küçük riskti. Bunun sebepleri aşağıda sıralanmıştır (Yamamoto, 2015: 3-4):

1) Balon ekonomisinin krize yol açmasının ardından Japon bankaları sermayelerini arttırarak ve takipteki kredileri azaltarak bilançolarını iyileştirmeye çalışmıştır. Sonuç olarak, bankalar da dahil olmak üzere Japon finans kurumları kaynak-dağıtım modeline eğilimli değildi ve yalnızca küçük miktarda eşikaltı ile ilgili ürün tutmaktalardı.

2) Japonya'da menkul kıymetleştirilmiş ürün piyasası olgunlaşmamış olduğundan, kaynak-dağıtım modeli Japon finans kurumları arasında geçerli değildi.

3) Pek çok Japon bankası, Basel II gerekliliklerini karşılamak için ipotek kredileri ve menkulleştirmeyle ilişkili riskleri azaltmıştı.

4) Japon ekonomisi 2000'li yıllarda konut balonu yaşamamıştır.

5) Toplam ücretin kurumsal performansla yakından bağlantılı olmadığı Japonya'daki kurumsal yönetim ve ücretlendirme sistemi, yöneticilerin kısa vadeli kar elde etmek için daha yüksek riskler almamasına yol açmamıştır.

Kriz döneminde alınan önlemlerin özellikleri Japonya ile ABD ve Avrupa arasında oldukça farklılık göstermektedir. ABD ve Avrupalı yetkililer, finansal sistemlerini istikrara kavuşturmak için bir dizi olağanüstü eylem gerçekleştirmiştir. Bunlar arasında kamu fonlarıyla büyük ölçekli sermaye enjeksiyonları, geçici banka kamulaştırmaları ve devlet bankası borç garantilerinin yanı sıra merkez bankalarının büyük miktarda likidite sağlaması yer almaktadır. Bu arada Japonya'da mevcut karmaşaya yanıt olarak bu aşırı eylemlerin çok azı gerçekleştirilmiştir. Bu fark, Japonya'nın mevcut çalkantıda yaşadığı şokun dışsal olduğu gerçeğini yansıtmaktadır. Japonya'nın finansal sistemi iç hasardan değil, dış hasardan muzdaripti. Bu nedenle Japonya'daki kısa vadeli politikaların çoğu, dışsal hasarın ülke içinde ciddi ve kalıcı bir hasar bırakmasını engellemeye yöneliktir. Daha spesifik olarak alınan önlemler üç türe ayrılabilir (Sato, 2009: 288-289):

1) Birinci tür, finans sektörünün sağlamlığının korunmasına yönelik tedbirlerdir. Finansal sektörün sağlamlığının korunmasını sağlamak amacıyla finansal firmalarla düzenli olarak stres testleri gerçekleştirilmiştir.

Ayrıca Lehman Brothers'ın çöküşü ve AIG'ye (Amerikan Uluslararası Grubu) kamu müdahalesi gibi denizaşırı olayların potansiyel yayılma etkilerini de mümkün olan en kısa sürede tespit edilmiştir. Bu dış şoklardan önemli ölçüde etkilenebilecek olan finansal firmalara alınması gereken tedbirleri almaları iletilmiştir.

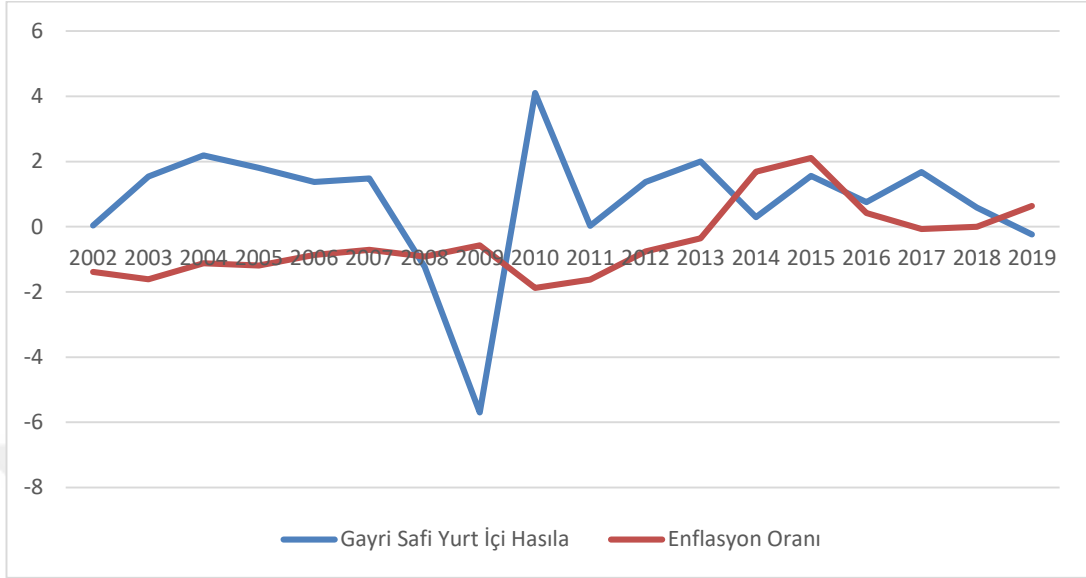
2) İkinci tür tedbirler mali piyasaların işleyişinin sürdürülmesine yöneliktir. Örneğin, hisselerin çıplak açığa satışı yasaklanmıştır. Bu önlemlerin amacı hisse fiyatlarını belirli bir seviyede tutmak değil, aşırı fiyat dalgalanmalarından kaçınmak ve piyasaların fiyatlama fonksiyonunu desteklemektir. Ayrıca, Lehman'ın çöküşünü takip eden piyasa çalkantısına yanıt olarak, Finansal Hizmetler Ajansı, likidite sağlamak amacıyla hükümetin veya merkez bankasının nitelikli ticari senet ve tahvil alımları konusunda Japonya Merkez Bankası ve ilgili devlet kurumlarıyla koordinasyon sağlamıştır.

3) Üçüncü tür tedbirler ise reel ekonomideki faaliyetleri desteklemek amacıyla banka kredilerinin sürdürülmesine odaklanmaktadır. Bankaların yeterli sermaye tabanını korumak ve kredi vermelerini sürdürmek için gönüllü olarak kullanılabilecek sermaye enjeksiyonlarının sağlanması ve finansal aracılık fonksiyonlarının düzgün bir şekilde çalışmasını sağlamak amacıyla bankaların kredi verme uygulamalarının yoğun denetlenmesi gibi başlıklara sahiptir.

2008 küresel mali krizinin ardından Japon bankaları ve sigorta şirketleri sermaye pozisyonlarını güçlendirmeye ve risk yönetimlerini geliştirmeye devam etmiştir. Özellikle uluslararası alanda faaliyet gösteren büyük bankalar, sermaye yeterliliklerini artırmak ve risk maruziyetlerini azaltmak amacıyla 2013 yılından itibaren Basel III'ü uygulamaya başlamışlardır. Sonuç olarak BOJ'un makro stres testlerine göre Japon finansal sisteminin yurt içi ve yurt dışındaki çeşitli ekonomik ve finansal şoklara karşı genel olarak güçlü bir dirence sahip olduğu değerlendirilmektedir (Yamamoto, 2015: 5).

Finansal gelişme değişkenleri açısından Japonya, görüldüğü üzere, net bir şekilde banka bazlı bir yapıya sahip olmuştur. Özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranı hiçbir yıl yüzde 150'nin altına düşmemiştir. Oldukça yüksek olan bu değerle birlikte borsa kapitalizasyonunun aldığı değerler arasında büyük farklar bulunmaktadır. Borsa kapitalizasyonu oranı son yıllarda artış gösterse de piyasa bazlı bir yapıya geçmekten çok uzakta görünmektedir. Finansal sistem mevduatları çoğu yılda GSYİH'nin yüzde 200'ünden yüksek gerçekleşmiştir. Japonya'nın GSYİH verileri göz önünde bulundurulduğunda söz konusu değer oldukça yüksektir.

Şekil 2.8: Japonya



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

Geniş bir ekonomi literatürü, Japonya'nın düşük ekonomik büyüme ve hafif deflasyonun yanı sıra yüksek kamu borcu ve hızla yaşlanan nüfusu olmak üzere büyük sorunlara sahip olduğunu belirtmektedir. Deflasyonun ortaya çıkışı genellikle Japonya Merkez Bankası'nın (BOJ) uyguladığı politikaların başarısızlığına bağlanmaktadır. Enflasyonun parasal bir olgu olduğu iddiası devam etmesine rağmen BOJ enflasyon oranının negatife dönmesini engellemekte oldukça zorlanmıştır. Küresel finansal krizin ardından yaşananlar buna örnek teşkil etmektedir. BOJ politika faizini sıfıra indirmiş ve bilanço büyüklüğünü genişletmiştir. Deflasyon yoğunlaştıkça BOJ, varlık satın alma programının kapsamının sınırlı olması ve niceliksel gevşemenin somut faydalar sağlayacağına dair inancın karşılık görmemesi nedeniyle eleştirilere maruz kalmıştır (De Michelis ve Iacoviello, 2016: 68).

Shinzo Abe, 2012 yılının sonlarında Başbakan seçilmiş ve "Abenomics" olarak bilinen bir ekonomik platform üzerinde çalışmıştır. Abenomics, Japonya'nın uzun süren çöküşünü üç "okla" sona erdirmeye çağrısında bulunmuştur: agresif parasal genişleme, esnek maliye politikası ve yapısal reformlar (Ito, 2013: 4). Abe, iktidara gelmeden önce, Kasım 2012'de para politikasının radikal bir şekilde yeniden yönlendirilmesi çağrısında bulunmaya başlamıştır. Şubat 2013'te BOJ, yüzde 2'lik yeni bir enflasyon hedefi belirlemesine rağmen çok daha agresif bir genişleme

izlemekten kaçınmıştır. Nisan 2013'te, Başkan Haruhiko Kuroda'nın yeni liderliğinde BOJ, “Niceliksel ve Niteliksel Parasal Genişleme” (QQE) başlıklı yeni bir politika paketini açıkladı ve BOJ, Japon devlet tahvili ve Japon hisse senedi de dahil olmak üzere diğer varlıkların alımlarında keskin bir artış olduğunu duyurmuştur. BOJ ayrıca devlet tahvili alımlarının vadesini de uzatmıştır. Ekim 2014'te BOJ, varlık alımlarının hızını bir miktar hızlandırarak QQE programını genişletmiştir (De Michelis ve Iacoviello, 2016: 68).

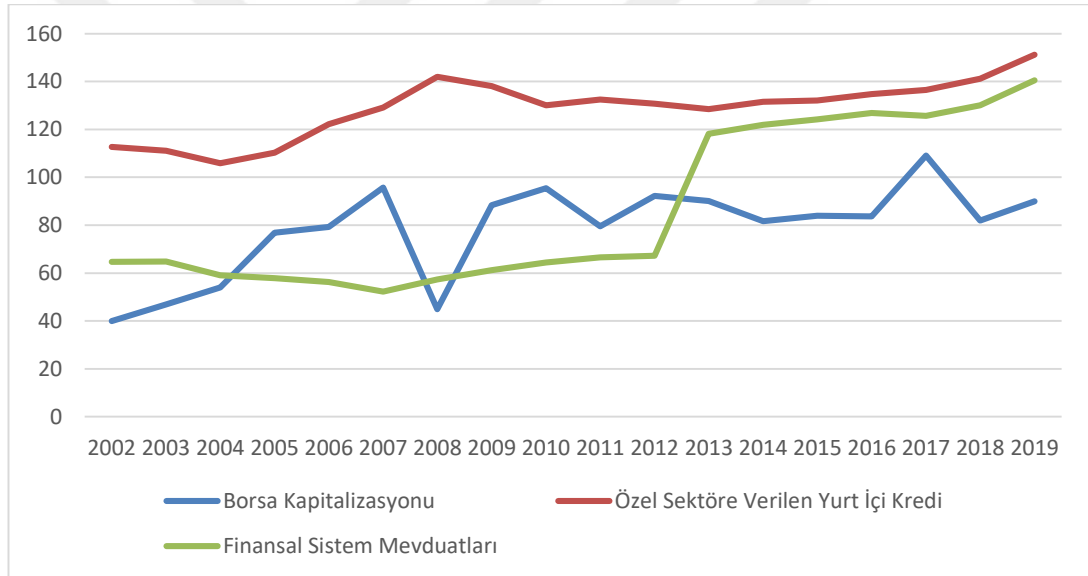
Japonya ekonomisi, çoğu ekonominin aksine, uzun yıllar boyunca deflasyonla mücadele etmiştir. Deflasyon, bilindiği üzere, üreticilerin üretim kararlarını ertelemelerini veya iptal etmelerine yol açan önemli bir iktisadi problemdir. 2014 yılında deflasyondan çıkmayı başaran Japonya, 2014 ve 2015 yıllarında yüzde 2'ye yaklaşan enflasyon oranları yakalamıştır. Takip eden yıllarda deflasyonla yeniden karşılaşan Japonya ekonomisi, bu gidişatın önüne geçmeye çalışmaktadır. İktisadi büyüme yönünden bakıldığında Japonya, inişli çıkışlı bir grafik çizmektedir. Çoğunlukla yüzde 0-2 aralığında büyüme oranları yakalayan Japonya, 2009 yılında eksi yüzde 6 gibi bir negatif büyüme oranıyla karşılaşmıştır. Krizin ardından yüzde 4'ü aşan bir büyüme oranı elde etmiş olup bu performansı devam ettirememiştir.

2.1.5. Güney Kore

Güney Kore, 2019 yılı küresel rekabetçilik endeksinde 13. sırada yer bulmuştur. 2019 yılında Doğu Asya ve Pasifik bölgesinde Singapur'un (1.), Hong Kong'un (3.), Japonya'nın (6.) ve Tayvan'ın (12.) ardından beşinci sırada yer almaktadır. Kore beş sütunun ilk 10'unda yer alırken 92,8 puanla bilgi ve iletişim teknolojileri benimsemesinde dünyaya öncülük etmektedir. Ülke, dünyada kişi başına en fazla optik fiber bağlantıya sahip olmasına ek olarak (100 kişi başına 31,9 abonelik) nüfusun %96'sı düzenli olarak interneti kullanmaktadır. Kore, makroekonomik istikrar sütununda dünyanın en iyi notuna sahiptir. Bune ek olarak dünyanın inovasyon merkezlerinden biridir (6. sıra). Ancak, dikkat çekici bir şekilde, inovasyon ekosistemi, şu anda değişime karşı isteksizlik (42. sıra) ve yüksek riskten kaçınma (88. sıra) gibi kültürel ve sosyolojik faktörler tarafından zayıflatılan girişimciliği (55. sıra) teşvik ederek güçlendirilebilecektir. Ataerkil kurum kültürü

(85. sıra) ve çeşitlilik eksikliği (86. sıra) gibi alanlar da problem teşkil etmektedir. Kore'nin performansının en zayıf yönü, öncelikle yerel rekabetin eksikliğinden (66. sıra) ve yüksek ticaret engellerinden (76. sıra) kaynaklanan piyasa verimsizlikleridir (59. sıra). Bir diğer büyük zayıflık ise Kore'nin işgücü piyasasıdır (51. sıra). Bu piyasa, kalıcı sözleşmeler ve cömert yan haklar elde eden 'içeridekiler' ile güvencesiz 'dışarıdakiler'den oluşan katı, fiili iki kademeli bir sistemle karakterize edilmektedir; OECD standartlarına göre çok düşük olan kadın katılımı (100 erkek için 78, 59. sıra); çatışmalı endüstriyel ilişkiler (130. sıra); ve nispeten zayıf işçi hakları koruması (93. sıra) (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 17-18).

Şekil 2.9: Güney Kore



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Kriz başladığında, Güney Kore, esasen bankacılık kaldıraçsızlaştırma operasyonlarıyla sermaye akışlarında önemli bir tersine dönüş yaşamıştır. Daha önce de gözlemlendiği gibi, yerel düzenleyiciler yabancıları verimlilik ve istikrarın garantisi olarak gördükleri için düzenleme onlara karşı önyargılıydı. Ancak kriz ortaya çıktığında durum ayrıntılı olarak incelendi ve yetkililer piyasayı yeniden düzenlemek için harekete geçti (Bruno ve Shin, 2013: 2). Kore deneyimi aynı zamanda bankaların ev sahibi ülkenin para politikası önlemlerine nasıl tepki verdiğini ve başarılı olduğunu, kredi büyümesini ters yönde ayarlayarak

tamponlayıcı ve hatta engelleyici bir rol oynayarak göstermiştir (Jeon, Lim ve Wu, 2015: 18-19). Kore'nin bankacılık düzenleyicileri, bankacılık sistemini dalgalanmalardan korumak amacıyla bazı norm ve kuralları da yeniden uygulamaya koymuştur, ancak bazı yeni kurallar sektör tarafından çok katı olarak değerlendirilmiştir (Stanley, 2018: 198-199).

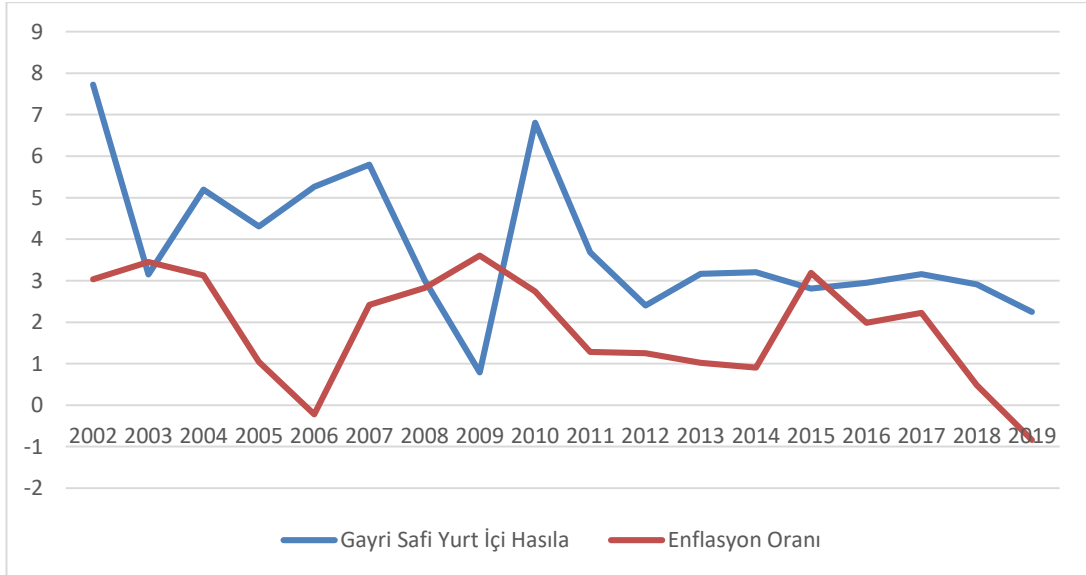
Kore Merkez Bankası (BoK) krizle mücadele etmek adına aktif politikalar yürütmüştür. Ekim 2008 ile Şubat 2009 arasında altı kez baz faiz oranını, toplamda 3,25 puan düşürerek %5,25'ten %2,00'e düşürmüştür; bu, Mayıs 1999'da politika faizi hedefinin açıklanmaya başlamasından bu yana en düşük seviyeydi. BoK, para ve tahvil piyasalarındaki fonların kesintisiz dolaşımını sağlamak amacıyla açık piyasa işlemleri yoluyla toplam 18,5 trilyon KRW (2008 sonu itibarıyla rezerv paranın yaklaşık %28,5'ine eşdeğer) tutarında likidite sağlamıştır. Buna ek olarak, BoK, sermayesi 5 trilyon KRW olan Tahvil Piyasası İstikrar Fonu'nun kurulmasına destek olarak 2,8 trilyon KRW sağlamıştır. Bankalar aracılığıyla kredi arzını kolaylaştırmak amacıyla Merkez Bankası, toplam kredi tavanını yükseltmek, bankaların zorunlu karşılık mevduatlarına faiz ödemek ve bankaların sermayelerini artırmalarına yardımcı olmak gibi çeşitli önlemler almıştır. Bankaların KOBİ'lere kredi verme teşviklerini artırmak amacıyla, toplam kredi tavanı %50'den fazla artırıldı (Kasım 2008'de 6,5 trilyon KRW'den Mart 2009'da 10 trilyon KRW'ye). Bankaların BIS sermaye yeterlilik oranlarını artırarak kredi arzlarını genişletmelerine yardımcı olmak amacıyla BoK, onlara zorunlu karşılık mevduatları üzerinden bir defaya mahsus 0,5 trilyon KRW faiz ödemiştir. BoK ayrıca 4 trilyon KRW'lik Banka Yeniden Sermayelendirme Fonu'nun oluşturulması için 3,3 trilyon KRW sağlamıştır. Bu fon, ilgili sermaye benzeri borç ve hibrit tahvillerin satın alınması yoluyla bankaların özsermayesinin arttırılmasına destek olmuştur (Chung, 2011: 257-259).

Chung (2011: 259-260) bunlara ek olarak, Kore Merkez Bankası'nın, ABD Merkez Bankası ile 30 milyar ABD doları tutarında, Çin Halk Bankası ile 180 milyar yuan/KRW 38 trilyon tutarında swap anlaşmaları imzaladığını belirtmiştir. BoK ayrıca Japonya Merkez Bankası ile yapılan mevcut para birimi düzenlemesinin tavanını 3 milyar ABD Doları eşdeğerinden 20 milyar ABD Doları eşdeğerine genişletti. Merkez Bankası, yurt dışından kaynak bulmakta zorluk yaşayan bankalara

toplam 26,6 milyar dolar döviz likiditesi sağlamıştır. Merkez Bankası döviz rezervlerinden yaklaşık 10 milyar ABD doları rekabetçi ihale yoluyla swap piyasasına sağlandı. Ayrıca, ABD Merkez Bankası ile yapılan döviz takaslarından elde edilen gelirler kullanılarak rekabetçi açık artırma kredisi aracılığıyla kümülatif 16,4 milyar ABD doları sağlanmıştır. Bu programların yanı sıra, Merkez Bankası, bankaların KOBİ'lere yönelik ticaret finansmanını yönetmede aktif olmalarını teşvik etmek amacıyla Satın Alınan İhracat Faturaları ile Teminatlanan Döviz Kredileri programını uygulamaya koydu.

Güney Kore, özel sektöre verilen yurt içi oranı göz önünde bulundurulduğunda banka bazlı bir piyasa yapısına sahiptir. Söz konusu değer hiçbir yıl GSYİH'nin yüzde 100'ünün altına düşmemiştir. Finansal sistem mevduatları yüzde 60 civarlarında gerçekleşmekteyken 2013 yılı ve sonrasında yüzde 100'ü aşan ve yüzde 120'lere varan bir grafik çizmiştir. Borsa kapitalizasyonu değişkeni ise oldukça inişli çıkışlı, istikrarsız bir grafik çizmiştir. Yalnızca 2018 yılında GSYİH'nin yüzde 100'ünü aşabilmiştir.

Şekil 2.10: Güney Kore



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

Artan uluslararası ticaret, ihracatın teşviki ve ticaretin serbestleştirilmesi politikaları, 1963'ten bu yana Güney Kore ekonomisinin yapısında ve büyüklüğündeki büyük değişikliklerle aynı zamana denk gelmiştir. Yapısal değişim,

geçici olarak diğer Asya ülkelerindeki ticaret politikası değişimleriyle ilişkilendirilmiştir. Bu ülkeler Çin’le birlikte diğer “Kaplanlar” (Hong Kong, Singapur ve Tayvan) ve Doğu Asya “Kaplan Yavruları” (Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland) olarak literatürde yer etmiştir. Bu ülkeler arasında, Kore'nin 1960'ların sonu ve 1970'lerdeki kalkınma stratejisi, sanayileşmeyi teşvik etmek için ihracat sübvansiyonları ve tarifelerinin sektörler arasında ve zaman içinde nasıl birleştirildiğinin mükemmel bir örneğidir. Yüksek ihracat sübvansiyonları, 1979'a kadar düşen tarımsal gümrük tarifesi oranı ve nispeten yüksek sanayi tarifesi oranıyla birleşti; bu durum, Kore'de tarımın istihdam payında çarpıcı bir düşüş ve sanayi sektörünün payında bir artışla aynı zamana denk geldi. 1980'den itibaren, dramatik endüstriyel tarife indirimleri ve ihracat sübvansiyonlarının kaldırılması aslında Kore'nin endüstriyel istihdam payındaki büyümenin devam etmesiyle aynı zamana denk geldi, ancak 1990'dan sonra sanayisizleşme gözlemlenmiştir (Betts, Giri ve Verma, 2017: 746).

Kore Cumhuriyeti 1960'lı yılların başlarından bu yana dikkate değer bir ekonomik performans sergilemiştir ancak ekonominin son dönemdeki büyüme performansı oldukça hayal kırıklığı yaratmıştır. Gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH) büyümesi 2000-2010 döneminde ortalama yalnızca %4,1 olarak gerçekleşmiştir; bu, 1960-2000 döneminde elde edilen %7,9 ortalamasından önemli bir düşüşe işaret etmektedir. Üstelik 2011'den 2015'e kadar Kore Cumhuriyeti'nin GSYİH büyümesi ortalama %3,0 olmuştur. Bazı araştırmacılar, Kore Cumhuriyeti'nin güçlü ekonomik performansının verimlilik artışından ziyade faktör birikiminin bir sonucu olduğunu öne sürerken (örneğin, Krugman 1994), diğerleri büyümeyi büyük ölçüde yüksek tasarruf oranı, güçlü insan sermayesi, iyi kurumların sürdürülmesi, yüksek ticari açıklık ve ihtiyatlı mali ve parasal yönetim ile açıklamışlardır (Radelet, Sachs, Lee 2001; De Gregorio ve Lee 2003). Özellikle dışa dönük kalkınma stratejisinin yönlendirdiği ticari açıklık, ucuz ithal ara mallara, daha büyük pazarlara ve ileri teknolojilere erişim sağladığından ve dolayısıyla hızlı üretkenlik artışına katkıda bulunduğundan, genellikle temel bir büyüme faktörü olarak vurgulanmıştır. İhracatçılara performansa dayalı teşvikler sunmak üzere tasarlanan ihracat odaklı politikalar, Kore Cumhuriyeti firmalarının küresel pazarlardaki karşılaştırmalı

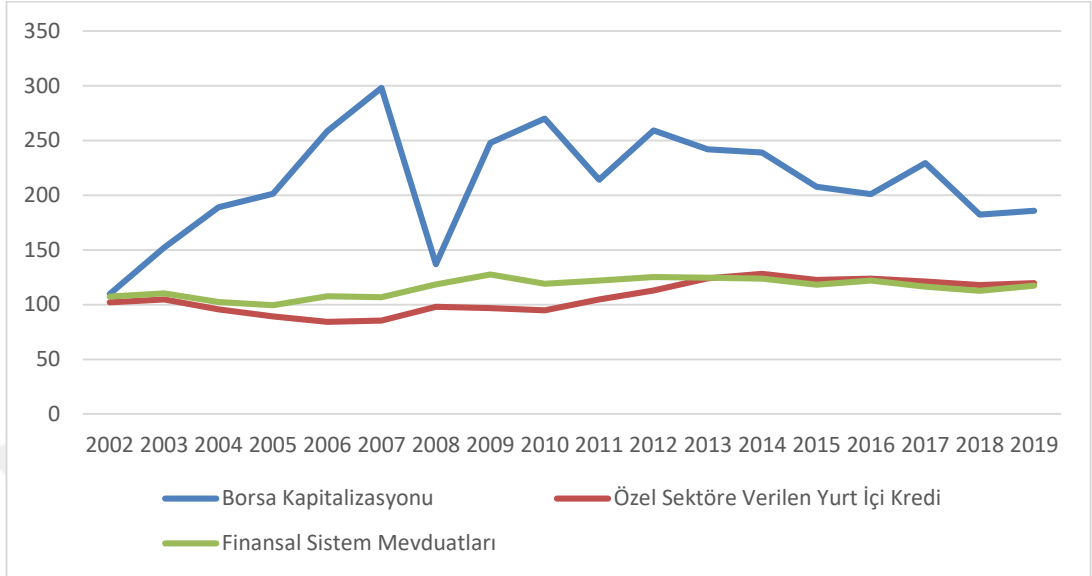
üstünlüğünün sürekli geliştirilmesini kolaylaştırdığından, hükümet ihracat odaklı sanayileşmeyi teşvik etmede de önemli bir rol oynamıştır (Lee, 2016: 3).

Güney Kore, iktisadi büyüme bakımından pozitif değerler elde etmiştir. Finansal krizin de etkisiyle, 2009 yılında, yüzde 1'in altına düşen bir büyüme oranıyla karşılaşmıştır. Krizden çıkışla birlikte, baz etkisinin yardımıyla, yüzde 7'ye yaklaşan bir büyüme oranı yakalanmıştır. Bunun devamında bu oran sürdürülememiş ve Güney Kore, genellikle yüzde 3 civarında büyüme rakamlarıyla devam etmiştir. Enflasyon oranının hiçbir dönem yüzde 4'e ulaşmadığı görülmektedir. Enflasyonla mücadele konusunda başarılı bir grafik çizilmiş olsa da 2006 ve 2019 yıllarında deflasyonla karşı karşıya kalınmıştır. Bunun dışında ekonomi çoğunlukla yüzde 1 ve 3 arası enflasyon oranlarıyla fiyat istikrarını korumaya çalışmaktadır.

2.1.6. Singapur

Genel puanında 1,3 puanlık bir iyileşme ve ABD'nin daha düşük kalan performansı, Singapur'un 2019 küresel rekabetçilik endeksi sıralamasında 1. sıraya yerleşmesini sağlamıştır. Singapur, 12 sütunun 10'unda zaten oldukça yüksek olan bir tabandan iyileşme göstermiştir. Her sütundaki puanı OECD ortalamasından 4 ila 19 puan daha yüksek olarak gerçekleştirmiştir. Ülke, altyapı sütununda (95,4) ile ilk sırada yer alırken, burada ayrıca yol kalitesi altyapısı, liman ve havaalanı hizmetlerinin verimliliği ve deniz taşımacılığı bağlantısında da ilk sırada yer almaktadır. Ayrıca sağlık (100), işgücü piyasası (81,2) ve finansal sistem sütunlarında da (+2,0 puan, 91,3) zirvede yer almaktadır. Ek olarak makroekonomik istikrar için neredeyse mükemmel bir puan elde etmiştir (+7,1, 99,7, 38. sıra). Piyasa verimliliği açısından performans (81,2, Hong Kong'un ardından 2. sırada), Singapur'un dünyanın en açık ekonomisi olması gerçeğinden kaynaklanmaktadır. Singapur, Finlandiya'nın ardından kamu kurumlarının kalitesi açısından 2. sırada (80,4) yer almaktadır, ancak performansı sınırlı denetim ve dengeler (65,9, 23. sırada) tarafından zarar görmektedir. Bir diğer geliştirmesi gereken alan olarak Singapur, Basın Özgürlüğü Endeksi'nde 124. sırada yer almaktadır (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 19).

Şekil 2.11: Singapur



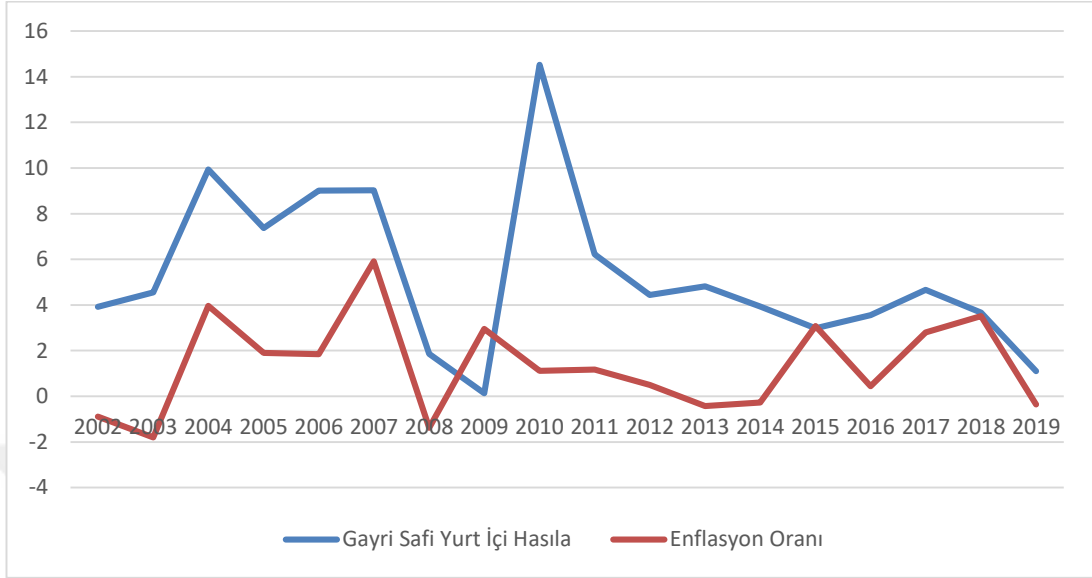
Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Chow ve Pei (2019: 1-2), geçtiğimiz elli yılda Singapur'un hem yerel ekonomiye hem de Asya Pasifik bölgesine hizmet eden, uluslararası itibara sahip, sağlam ve ilerici bir finans merkezi kurduğunu belirtmişlerdir. Uluslararası bir finans merkezi olarak, farklı varlık sınıflarında sayısız ürün ve hizmet sunan 1.200'den fazla finans kuruluşunun yüksek bir yoğunluğuna ev sahipliği yapmaktadır. Singapur'daki finansal piyasalar köklüdür ve ana finansal hizmet sektörleri arasında bankacılık (özellikle yatırım bankacılığı, varlık yönetimi ve hazine faaliyetleri), sigorta ve sermaye piyasası (menkul kıymetler, vadeli işlemler ve türevler) hizmetleri yer almaktadır. Bununla birlikte, diğer büyük finans merkezlerinin aksine, Singapur'da bağımsızlıktan bu yana yaşanan finansal gelişme, hükümetin proaktif politikalarına çok şey borçludur. Singapur hükümeti 1960'lardan bu yana aktif olarak finansal liberalizasyon ve reformlar yürütmektedir. Asya finansal krizinin ardından, daha küreselleşmiş bir ortamın ortaya çıkmasıyla birlikte dayanıklı ve rekabetçi bir finans sektörü oluşturmak amacıyla finansal liberalizasyon hızlandırılmıştır. Özellikle yerli bankaların konsolidasyon dalgasıyla birlikte yabancı katılımcılara daha fazla erişim sağlanmıştır. Ayrıca, finansal gelişmeyi ve yenilikçiliği kolaylaştırmak ve aynı zamanda finansal sektörün sistemik risklerine karşı korunmak amacıyla düzenleme ve denetimde farklı bir risk temelli yaklaşım benimsenmiştir.

Singapur'un döviz piyasası Birleşik Krallık (birinci) ve Amerika Birleşik Devletleri'nin (ikinci) hemen ardından, ciro bakımından dünyanın üçüncü en büyük döviz piyasasıdır. Nisan 2016'da günlük ortalama döviz cirosu ve döviz türevleri cirosu sırasıyla 419,2 milyar ABD doları ve 87,3 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Singapur kendisini Asya saat dilimindeki yatırım ve risk yönetimi ihtiyaçlarına hizmet eden büyük bir küresel ticaret ve hazine merkezi olarak konumlandırmıştır. Listelemelerinin %40'ından fazlası Singapur dışından olan Singapur Borsası (SGX), Asya'nın en uluslararası borsası olarak nitelendirilmektedir. SGX, 800'e yakın şirketten oluşan bir listeye sahiptir ve Japonya hariç Asya'daki en büyük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) pazarıdır. Türev borsası aynı zamanda Asya'nın en büyük borsalarından biridir ve çok çeşitli uluslararası türevlerin ticaretini yapmaktadır. Risk yönetimi portföyünde devam eden yenilikçiliği nedeniyle SGX, 2015 yılında Futures and Options World tarafından Asya, Avustralya, Orta Doğu ve Afrika'yı kapsayan bölge için Yılın Küresel Borsası ve Yılın Borsası ödülüne layık görülmüştür (Chow ve Pei, 2019: 4).

Piyasa bazlı bir yapıya sahip olan Singapur'un borsa kapitalizasyon oranı hiçbir yıl yüzde 100'ün altına düşmemiştir. Finansal sistem mevduatlarının oranı 2005 yılı dışında yüzde 100'ün altına düşmemiştir. 2009 yılı ve sonrasında yüzde 120-130'lu değerler arasında hareket etmiştir. Özel sektöre verilen krediler finansal krize kadar düşüş trendine sahiptir. Bu dönemden sonra, 2012 yılından 2014 yılına kadar yüzde 100'lerden yüzde 140'lara bir yükseliş sergilemiştir. İlerleyen yıllarda ise artış, yerini ufak inişlere ve çıkışlara bırakmıştır.

Şekil 2.12: Singapur



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

Singapur ekonomisi, bağımsızlıktan çok önce, Güneydoğu Asya ve Britanya İmparatorluğu için yerleşik bir ticaret ve finans merkezi, Japonya'dan sonra Asya'nın en zengin ikinci yeri ve Asya'nın en zengin yerlerinden biriydi. Serbest ticaret, sermaye ve emek akışı politikaları, modern şehrin 1819'da Stamford Raffles tarafından kurulmasından bu yana yürürlükteydi; İngiliz sterlini bazında dönüştürülebilir bir para birimine, İngiliz hukuk sistemine, modern ulaşım ve iletişim altyapısına ve modern ulaşım ve iletişim altyapısına sahipti. Singapur hakkındaki yanlış tanımlamalardan birisi, Singapur'un bağımsızlık sonrası hızlı büyümesinin "bırakınız yapsınlar ekonomisinin" sonucu olduğudur. 1950'lerin başlarında, laissez-faire ekonomisi, sömürge liman kentini, şehrin yetersiz konut stokunun barınamayacağı ve durgun antrepo ticarete dayalı ekonomisinin absorbe edemeyeceği kadar hızlı büyüyen çok ırklı bir göçmen nüfusuyla baş başa bırakmıştı. İşsizlik ve ırk isyanları da dahil olmak üzere periyodik emek ve kentsel huzursuzluk görülüyordu. Ancak ekonomiye müdahale kamusal ve değerli malların sağlanmasıyla ya da bağımsızlık sonrası ilk yıllarla sınırlı değildi. Modern Singapur'da hükümetin rolü günümüze kadar hem daha kapsamlı hem de daha müdahaleci olmuştur (Lim, 2015: 1502002-2).

Pang Eng Fong ve Linda Lim'in emek ve üretkenlik üzerine makalesi, Singapur'un kalkınma modelini "devlet odaklı, çok uluslu, ihracat odaklı ve üretim odaklı" olarak nitelendirmektedir. İç pazarı veya doğal kaynakları olmayan yabancı şirketler, bağımsızlıktan sonra yatırım teşvikleri ve düşük, orta ve yüksek vasıflı yabancı işgücünün serbest mobilizasyonu nedeniyle buraya çekilmiştir. Çok uluslu şirketlerin girmekte tereddüt ettiği yerlerde yatırım boşlukları devletin kendisi tarafından doldurulmuştur. Tan ve Bhaskaran, Singapur'un ekonomik büyümesinin 2000 sonrası aşamasını, daha önceki "yabancı yatırım odaklı" aşamanın aksine, "yabancı yetenek odaklı" olarak nitelendirmektedir. Birlikte ele alındığında, Singapur'daki kamu politikasının tüm bu unsurları, öncelikle yabancı şirketler için sübvansiyonlar ve uyumlu bir işgücü aracılığıyla ekonomik büyümeyi kolaylaştırmaya ve ikinci olarak, sosyal refahı uluslararası standartlarla tutarlı bir şekilde sağlamaya yöneliktir (Lim, 2015: 1502002-3-4).

Küresel global kriz ortaya çıkmaya başladığında çoğu ekonomist, Singapur gibi küçük bir açık ekonominin, ülkenin büyük ticaret ortakları resesyona girerken maruz kaldığı ağır risk göz önüne alındığında özellikle savunmasız olacağını öngörmüştü. Bu tahmin, Singapur Menkul Kıymetler Borsası'nın değerinin Aralık 2007'deki 3500 puandan Kasım 2008'de 1700 puana düşmesi ve Singapur'un mamul mallarına (elektronik ve ilaç) olan talebin çöküşünün ardından kabul edilebilir hale gelmiştir (Thangavelu, 2008: 2). Ülke, Temmuz 2008'de hızlı bir şekilde durgunluğa girmiştir. İşsizlik, 2008'de yıllık ortalama %2,2'den 2009'da %3'e yükselirken reel GSYİH 2009 yılında %1,3 oranında daralma göstermiştir. 2010 yılına gelindiğinde kayda değer bir toparlanma ile Singapur Merkez Bankası reel GSYİH'nin büyüdüğünü bildirmiştir. %14,5 büyüme oranı ile Singapur dünyanın en hızlı büyüyen ekonomisi haline gelmiştir. Singapur'un kriz karşısında bu denli güçlü bir yanıt verebilmesi hükümetin Keynesyen makroekonomik müdahalesine, talebin toparlanmasına ve istihdam ilişkilerinde üçlü bir yaklaşımla desteklenen istihdam düzeylerini istikrara kavuşturmaya yönelik çok yönlü bir çabaya dayanmaktadır (Waring ve Lewer, 2013: 220-221).

Kasım 2008'de "Fazla İşgücünün Yönetimine İlişkin Üçlü Kılavuz İlkelerini" yayımlanmıştır. Buradaki yönergeler, işverenlerin yalnızca son çare olarak işten

çıkarma yapmalarını ve işletme maliyetlerini azaltmak için işten çıkarmalara çeşitli alternatifler sunmalarını şiddetle tavsiye etmekteydi. Bunlar arasında daha kısa çalışma haftalarının uygulanması, işçilerin ücretli veya ücretsiz izin almasının zorunlu kılınması, çalışma saatlerinin azaltılması, yarı zamanlı çalışmanın uygulanması ve diğer zamansal esneklik biçimleri yer almaktaydı. PSA (nakliye), Meritus Mandarin (otel) ve MediaCorp (medya) gibi Singapur'un en büyük işverenlerinden bazılarında yeniden işe alım, iş paylaşımı ve kısaltılmış çalışma haftaları uygulandı. Esasen, yönergeler NTUC Genel Sekreteri Lim Swee Say'ın ifade ettiği ve 'işletmelerin maliyetleri kurtarmak için işleri kısımları değil, işleri kurtarmak için maliyetleri düşürmeleri gerektiğini' söyleyen düşünceyi yansıtmaktaydı (Waring ve Lewer, 2013: 221).

Hükümetin bir başka iş politikası girişimi de 2009 Bütçesinin bir parçası olarak uygulamaya konulan İş Kredi Programıydı. İşleri Korumak, Geleceği İnşa Etmek başlıklı plan, çoğunlukla Singapur'un önemli mali rezervlerinden alınan 4,5 milyar SGD\$ (GSYH'nin yaklaşık %2'si) tutarındaki ödemeleri içermekteydi (IRAS, 2010). İş Kredisi Programı, Singapur vatandaşlarını ve kalıcı oturma izni olan kişileri çalıştıran kuruluşlara ödenen bir ücret sübvansiyonuydu. Bu çabaları tamamlayan bir başka aksiyon da hükümetin eğitim, çocuk bakımı ve sağlık alanlarında kamu sektörü istihdamını genişletmesiydi. 2009 Bütçesinde, Singapur hükümeti iki yıl içinde 18.000 yeni kamu sektörü pozisyonu yaratma planını duyurmuştur; bunların çoğunluğu (7.500) öğretim ve öğretim destek personelinden oluşmaktaydı. Singapur hükümeti ayrıca 2009 Bütçesinin bir parçası olarak diğer finans ve ekonomik girişimleri de duyurdu. Banka kredilerini ve kredi piyasalarını canlandırmak için tasarlanan önlemlerden biri, hükümetin işletmelere borç verme risklerini katılımcı finansal kuruluşlarla paylaştığı “Özel Risk Paylaşımı Girişimi”di. Kurumlar Gelir Vergisi oranının %18'den %17'ye düşürülmesi, hızlandırılmış sermaye indirimi, emlak vergisi iadeleri, kira indirimleri ve işletmelerin zararları artırmasına olanak tanıyan geliştirilmiş bir 'zarar geri aktarma planı' da dahil olmak üzere çeşitli vergi tedbirleri uygulamaya konulmuştur. Bu önlemler, Singapur hükümetinin altyapı geliştirmelerine 1,3 milyar SGD\$ ayırma ve sürdürülebilir kalkınma ve enerji

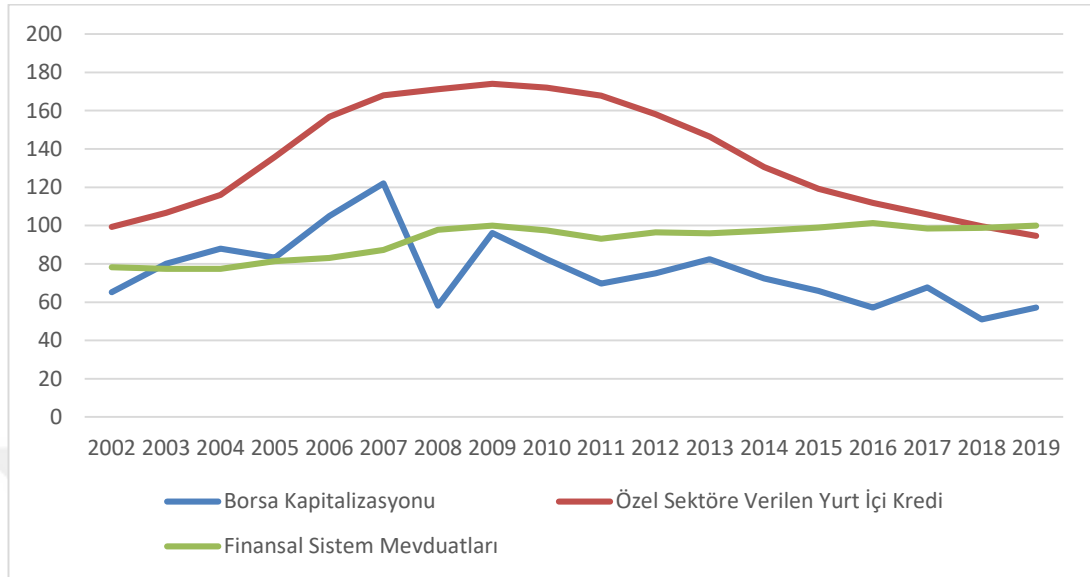
verimliliği önlemlerine bir milyar dolar daha harcama kararıyla tamamlanmıştır (Waring ve Lewer, 2013: 222).

Singapur, 2004-2007 yılları arası ortalama yüzde 9 gibi bir iktisadi büyüme performansı sergilemiştir. 2009 yılında deflasyon tehlikesiyle karşılaşmış olup, 2010 yılında baz etkisiyle birlikte, yüzde 15'e yaklaşan bir büyüme yakalamıştır. Bu oranı sürdürmemiş olup yüzde 3-5 arası iniş çıkış gösteren büyüme oranlarıyla devam edilmiştir. Enflasyon açısından bakıldığında, 2002 ve 2003 yılları deflasyon yaşayan Singapur ekonomisi, 2004 yılında yüzde 4 gibi bir enflasyon oranı yakalamıştır. 2008 yılında yeniden deflasyon yaşayan ekonomi, 2013 yılına kadar genellikle yüzde 0-2 aralığında oranlar yakalamıştır. 2013 ve 2014 yıllarında yeniden deflasyonla karşılaşmıştır. 2019 yılında tekrar deflasyonla mücadeleye başlayan ekonomi aradaki süreçte yüzde 0-4 arası enflasyon oranları yakalamıştır.

2.1.7. İspanya

2019 küresel rekabetçilik endeksi sıralamasında 23. sırada yer alan İspanya 46.4 milyon nüfusa, 10 yıllık ortalama %0.8 ekonomik büyüme oranına ve %15.5 işsizlik oranına sahiptir. Sağlık (1. sıra), altyapı (7. sıra) ve pazar büyüklüğü (15. sıra) alanlarında çok yüksek puanlara sahip olmasına rağmen işgücü piyasası (61. sıra), makroekonomik istikrar (43. sıra), beceri (37. sıra), ürün piyasası (34. sıra) ve iş dinamizmi (34. sıra) gelişime açık alanlarıdır (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 522).

Şekil 2.13: İspanya



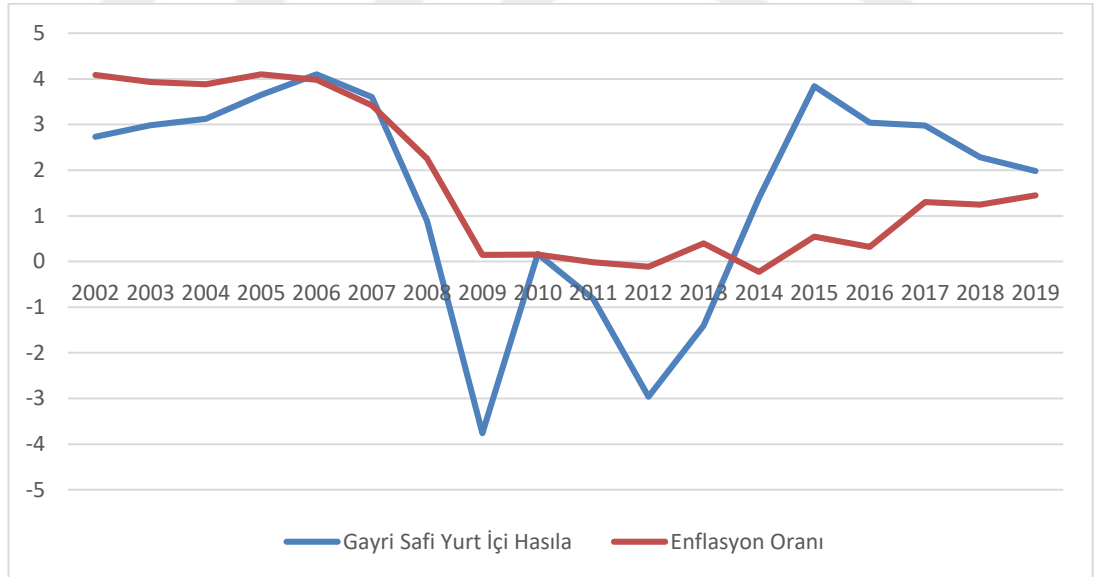
Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Finansal entegrasyon, büyük uluslararası iktisadi ajanların yaratılması ve artan rekabetin hedefleri, hem Avrupa Komisyonu (Avrupa Toplulukları Komisyonu, 2009) hem de Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarafından özellikle desteklenmiştir (Cabral, Dierick ve Vesala, 2002). İspanya'nın adaptasyonu, finansal deregülasyon ve finansal entegrasyon ortak fikrini yakından takip etmiştir. 1988'de tasarruf bankalarına tanınan bölgesel genişleme özgürlüğü İspanyol tasarruf bankalarının zorluklar yaşamasının sebeplerinden biri olarak kabul edilmektedir. Daha önce kendi bölgesinin taleplerinde uzmanlaşan merkezi olmayan tasarruf bankaları, 1988'den itibaren sadece komşu bölgelere değil, uzak bölge veya şehirlere de yayılmıştır. Genişleme sahadaki rekabet durumunu artırmış, ancak aynı zamanda güçlü şube büyümesine de yol açmıştır ve sonuç olarak yerel bankalardan kredi alamayan müşterilere krediler verilmiştir. Tasarruf bankaları daha önce ticari müşteri ilişkilerine alışkın olduğundan, gayrimenkul sektörüyle yoğun bir şekilde ilgilenmeleri mantıklıydı ve aynı zamanda hızla büyüyen inşaat sektörüne yönelik taahhütlerini genişletmeleri de öngörülmektedir. 2009 ile 2013 yılları arasında, İspanyol bankacılık sektöründe krizle başa çıkmak için yoğun bir düzenleme faaliyeti bulunmaktaydı. Düzenlemelerin çoğu sektörü bir bütün olarak ilgilendiriyordu, ancak bazıları yalnızca tasarruf bankalarını ilgilendirmekteydi. Yeni düzenlemeler, tasarruf bankalarının çoğunun sermayelerini %10'a çıkarmaya zorlamış, bu hedefe

ulaşamayanlar ise devlet yardımı talep ederek ticari bankaya dönüşmek zorunda kalmışlardır (Flögel ve Gärtner, 2018).

Finansal gelişme değişkenleri ile İspanya, bariz bir biçimde banka bazlı bir piyasa yapısına sahiptir. Özel sektöre verilen yurt içi kredilerin oranı her yıl borsa kapitalizasyonu oranının oldukça üstünde gerçekleşmiştir. Bu değer yalnızca 2002 ve 2019 yıllarında yüzde 100'ün altına düşmüş olup diğer yılları bu eşğin üstündeki değerler ile kapamıştır. Finansal kriz yıllarına kadar düzenli bir biçimde artış gösteren oran, kriz yıllarından sonra tersine bir gidişat sergilemiştir. Finansal sistem mevduatları kriz yıllarına kadar yükselmiş olup ilerleyen yıllarda yüzde 100'ler civarında istikrarlı bir gidişat yakalamıştır. Borsa kapitalizasyonu oranı finansal krize kadar artış trendine sahip olmasına rağmen sonraki süreçte bir düşüş trendine başlamıştır. Buradaki gidişat özel sektöre verilen yurt içi kredilerin oranındaki ilerlemeyle benzeşmektedir.

Şekil 2.14: İspanya



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

2008 mali krizinin ardından İspanyol ekonomisi derin ve uzun süreli bir durgunluk yaşamıştır. İşsizlik oranı, krizden önceki beş yılda ortalama yüzde 9,7'den 2015'te yüzde 26,2'ye yükselmiş olup 2013 yılı ortasında zirveye ulaşmıştır. Kriz süresince birçok Avrupa ekonomisi derin durgunluk yaşamıştır ancak bazı emsallerinin aksine, kriz öncesindeki İspanyol makroekonomik politika ayarları

sağlam görünmekteydi. Krizden önceki on yılda, merkezi hükümet küçük bütçe açıkları (ve zaman zaman fazlalıklar) vermiştir; kamu borcunun GSYİH'ye oranı mütevazı olarak yorumlanıyordu ve istihdam hızla artıyordu. Tüm bunlara rağmen İspanya'nın ekonomik kriz alışılmadık derecede şiddetliydi (Gomez-Gonzalez ve Rees, 2018: 78).

İspanyol ekonomisinin zayıf performansının bir açıklaması, euro para birliğinin bir üyesi olarak, bağımsız bir para politikasından yoksun olmasıydı (Krugman, 2011: 9-10). Avro üyeliği İspanyol ekonomisini çeşitli şekillerde olumsuz etkilemiştir. Avrupa Merkez Bankası (ECB), bir bütün olarak ele alarak, avro bölgesindeki ekonomik koşulları hedeflemektedir. Ekonomik koşulları özellikle zayıf olan İspanya için para politikası ayarları idealin gerektirdiğinden daha sıkı olmuştur. Avro üyeliği aynı zamanda İspanya ile ticaret ortakları arasındaki göreceli fiyat ayarlamasının büyük ölçüde yurt içi ücretler ve fiyatlardaki değişiklikler yoluyla gerçekleşmesi gerektiği anlamına da gelmekteydi; bu, nominal döviz kurundaki değer kaybından daha yavaş ve daha maliyetli olabilmektedir. Eğer İspanya bağımsız bir para politikasını sürdürmüş olsaydı, 2010 ile 2013 yılları arasında yatırımcı tercihlerindeki İspanyol varlıklarından uzaklaşma, ülke faiz oranlarında ve firmaların borçlanma maliyetlerinde artış yerine daha zayıf bir döviz kuruna yol açabilirdi (Krugman, 2011).

Global krizin ortaya çıkması ile birlikte Ekim 2008'de İspanyol hükümeti bankacılık sektörü için 71 milyar euroluk bir garanti fonu sağlamıştır. Aynı zamanda hükümet, bankaların sorunlu kabul edilen yüksek riskli varlıklarını satın almak için finansal varlıkların satın alınmasına yönelik bir fon kurmuştur. 2012'de yüksek riskli varlıkları yönetmek için 'kötü banka' olarak adlandırılan bir fon kurmuştur (Sareb). Bu kısa vadeli banka kurtarma önlemlerinin yanı sıra Banco de España (İspanya Merkez Bankası), nispeten küçük ve savunmasız tasarruf bankalarını daha sağlam kuruluşlara dönüştürmek amacıyla birleştirmeyi talep etmiştir. Haziran 2009'da, yeniden yapılandırmayı ve birleşmeleri kolaylaştırmak amacıyla, sermayesi 9 milyar euro olan Bankaların Düzenli Yeniden Yapılanması Fonu (FROB) kurulmuştur. 2009-2011'de caja adı verilen tasarruf bankaları arasında birkaç tur birleşme gerçekleşmiştir (Ysa, Giné, Esteve ve Sierra, 2012). Temmuz 2010'da İspanyol

hükümeti, yerel ve bölgesel yönetimin tasarruf bankalarının yönetim kurullarındaki temsilini azaltmak amacıyla tasarruf bankası mevzuatında reform yapmıştır. Mayıs 2012'de, eski Caja Madrid ile diğer altı tasarruf bankasının bir 'sistem bankası' halinde birleşmesiyle oluşan çok büyük bir banka olan 'Bankia' çöktü ve tüm İspanyol bankacılık sisteminin ve finans sektörünün çöküşünü önlemek için hükümet tarafından kurtarılacak zorunda kalmıştır. Bankia 28 milyar euroluk krediyle kamulaştırılmıştır. Haziran 2012'de AB, Avrupa Merkez Bankası ve IMF (Troyka) İspanyol hükümetiyle, İspanyol bankacılık sektörünün 100 milyar euroluk "yumuşak" krediyle kurtarılması konusunda bir anlaşmaya varmıştır. Kurtarma paketinin amacı, yeniden sermayelendirmenin yanı sıra İspanyol bankalarının yeniden yapılandırılmasını da hedeflemektedir. 2009-2011 yeniden yapılanması yetersiz bulunmaktaydı (Kickert ve Ysa, 2014: 455).

Kickert ve Ysa (2014: 455-456)'nın belirttiği üzere hükümet tarafı müdahaleleri göz önünde bulundurulduğunda Mayıs 2010'da Zapatero hükümeti tarafından bir mali kemer sıkma planı açıklandığı görülmektedir. 15 milyar euroluk sosyal harcama kesintilerinin yanı sıra harcama kesintileri özellikle kamu sektörünü hedef almıştır. Memurların maaşları yüzde 5, üst düzey yetkililerin maaşları yüzde 10, hükümet üyelerinin maaşları ise yüzde 15 oranında düşürülmüştür. Bunlara ek olarak, emekli maaşları da dondurulmuştur (tüm emekli maaşlarının %35'inden fazlasını oluşturan asgari emekli maaşları hariç tutulmuştur). Ağustos 2011'de Zapatero mali istikrar için anayasal bir reform yaptığını duyurmuştur. Ulusal, eyalet ve bölgesel hükümetlerin yapısal açık vermesine izin verilmedi. Yerel yönetimlerin bütçelerinin denk olması gerekmektedir. Ayrıca borç/GSYH oranına da sınır çizilmiştir. Kasım 2011 seçimlerinden sonra, yeni merkez sağ Rajoy hükümeti derhal işgücü piyasasında, kamu sektöründe, kamu sağlığında ve eğitimde yapısal reformları içeren bir mali kemer sıkma planını duyurmuştur. Eylül 2012'de Rajoy, bu yapısal reformlar ve mali konsolidasyon için ulusal bir reform programı sunarak bir "Kamu Yönetimleri Reform Komisyonu" (CORA) kurmuştur. Şubat 2012'de Rajoy hükümeti işgücü piyasası reformu planını sunmuştur. Bu plan, işçileri işten çıkarmayı daha kolay ve daha düşük maliyetli hale getirmiştir. Sürekli işçilerin işten çıkarılma maliyetleri düşürülerek işten çıkarılma koşulları hafifletilmiştir. Şirketlere

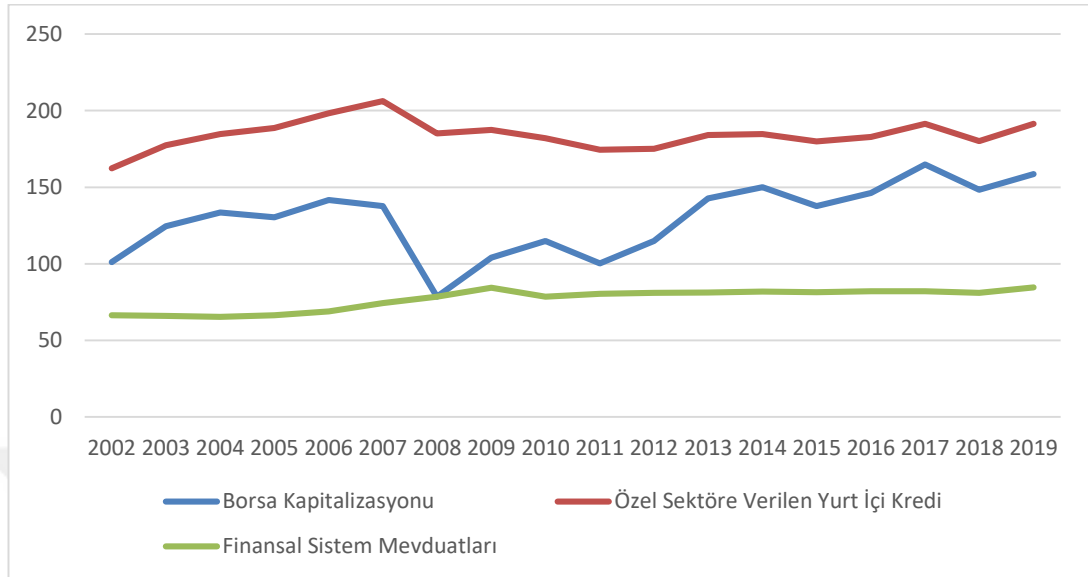
ücretleri, çalışma saatlerini ve programları değiştirme olanağı tanınarak daha fazla iç esneklik sağlanmıştır.

Gayri safi yurt içi hasıla açısından ele alındığında, 2008 yılına kadar büyüme oranını yüzde 2'lerden yüzde 4'ü aşan değerlere taşıyan İspanya, 2008'de büyük bir gerileme yaşamıştır. 2009 yılına gelindiğinde ise yüzde 4'e yaklaşan negatif bir büyüme oranıyla karşılaşmıştır. 2010 yılını neredeyse büyümesiz kapayan İspanya, 2012 ve 2013 yıllarında da küçülme yaşamıştır. 2014 yılı da büyümesiz geçmiş olmasına rağmen sonraki yıllarda büyüme oranını 4'lere taşımayı başarmıştır. İlerleyen yıllarda bu oran korunamasa da yüzde 2-3 aralığında iktisadi büyüme oranları elde edilmiştir. Enflasyon oranı 2002-2006 aralığında istikrarlı olmuş olup yüzde 4 civarında tutulmuştur. Sonraki yıllarda bir düşüş trendi başlamış olup 2009 yılına gelindiğinde deflasyon tehlikesiyle karşılaşmıştır. Sıfıra yakın enflasyon oranları 2015'e kadar devam etmiştir. Bu süreçte, 2014 yılında, deflasyon yaşanmıştır. İlerleyen yıllarda, ufak yıllık artışlarla birlikte, söz konusu oran yüzde 1'lerin üstüne taşınmıştır.

2.1.8. Amerika Birleşik Devletleri

Küresel rekabetçilik endeksinde Amerika Birleşik Devletleri 2019 yılında bir sıra düşerek 2. sırada yer almaktadır. Özellikle ürün pazarı alanında, iç rekabet 2018'e göre altı puan daha düşük ve ticaret açıklığı dört puandan daha fazla düşük gerçekleşmiştir. İnsan sermayesi açısından, sağlık koşulları (55. sıra) 3,5 puan ve beceriler (9. sıra) alanları 3,8 puan kaybetmiştir. Amerikan mezunlarının beceri setleri güçlü kalmaya devam etmektedir (71,2, 5. sıra). İşgücü piyasası alanında (4. sıra), iş liderleri yeniden beceri kazandırma programlarını daha az etkili (12,2 puan daha düşük) ve yabancı işgücü işe alımına ilişkin düzenlemeleri daha kısıtlayıcı olarak derecelendirilmektedir (31. sıra). 2018'e göre daha zayıf bir performansla rağmen, Amerika Birleşik Devletleri dünyanın en rekabetçi ekonomilerinden biri olmaya devam etmektedir. Hala bir yenilik merkezi olarak bulunan ekonomi, yenilik yeteneği alanında 2. ve iş dinamizmi açısından 1. sırada yer almaktadır. İkinci en büyük pazara sahip ve dünyanın en dinamik finansal sistemlerinden birine ev sahipliği yapmaktadır (3. sıra) (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 20-21).

Şekil 2.15: Amerika Birleşik Devletleri



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

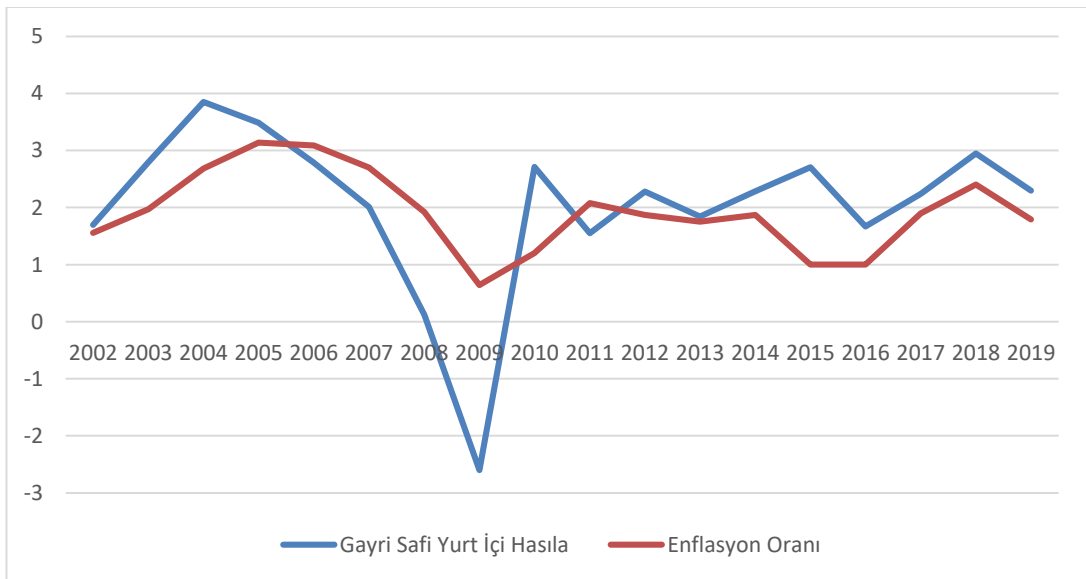
Eylül 2008'de ABD ve küresel ekonomi, Büyük Buhran'dan bu yana en kötü finansal krizle karşı karşıya kalmıştır. Krizin kökleri, finans kurumlarının yıllardır sınırsız aşırılıklarından ve düzenleyicilerin uzun süreli kayıtsızlıklarından kaynaklanmaktaydı. Finansal kurumların kendi kendilerini düzenlemelerine izin verilemeyeceği ve açık kurallar, şeffaflık ve hesap verebilirlik olmadan finansal piyasaların bazen felaketle sonuçlanabilecek şekilde çöktüğü gerçeğini açıklığa kavuşturmuştur. Her ne kadar ABD hükümeti, başarısız firmaları kurtarmak ve piyasaları istikrara kavuşturmak için benzeri görülmemiş bir eylemle başka bir Büyük Buhran'dan kaçınmış olsa da kriz hem ABD'de hem de uluslararası düzeyde kapsamlı mali reform ihtiyacını göstermiştir. Temmuz 2010'da Başkan Obama, New Deal'dan bu yana en kapsamlı mali düzenleme reformu olan Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketiciyi Koruma Yasası'nı yasalaştırmıştır. Kanun, büyük firmaların kurumsal yapılarına göre değil, yaptıkları işe göre denetlenmesini öngörmektedir (Barr, 2012: 92).

Barr (2012: 92) ek yaparak, bu kanunun, en büyük finans şirketlerinin sermaye ve likidite tamponlarını oluşturmalarını, göreceli büyüklüklerini sınırlamalarını ve en riskli finansal faaliyetlerini kısıtlamalarını gerektirdiğini

belirtmiştir. Gölge bankacılık (türevler, repo piyasaları ve menkul kıymetleştirme) faaliyetlerine düzenlemeler getirilmiştir. Kanun, finansal piyasalarda riskin fark edilmeden birikmesi olasılığını azaltmak amacıyla, finansal piyasa genelinde veri toplama ve şeffaflık için yeni yetkiler içermektedir. Vergi mükelleflerini veya ekonomiyi riske atmadan, batan finansal firmaları tasfiye etmek için bir mekanizma yaratmaktadır. Özetle ilgili kanun, daha istikrarlı ve dengeli bir düzenleyici sistemin inşa edilebileceği güçlü bir temel sağlamaktadır. Hükümete, bankacılık veya "gölge bankacılık" dünyasında olup olmadığına bakılmaksızın sistemik riski izlemek ve kurumları ve piyasaları denetlemek için ihtiyaç duyduğu araçları sağlamaktadır. Bu şekilde gelecekteki finansal istikrar ve ekonomik büyüme için sağlam bir temel oluşturmak için gerekli temel reformları uygulamaya koymuştur.

Amerika Birleşik Devletleri, yüksek borsa kapitalizasyon oranlarına sahip olsa da banka bazlı bir piyasa yapısına sahip olmuştur. Borsa kapitalizasyonu oranı yalnızca 2008 yılında yüzde 100'ün altına düşüştür. Kriz sonrası dönemde yükselme trendi yakalanmıştır. Finansal sistem mevduatları oldukça istikrarlı bir yapıya sahip olmuş ve 2009 yılında yaşadığı kırıma dışında yıllar boyunca birbirine yakın değerler almıştır. Özel sektöre verilen yurt içi kredilerin oranı yüzde 150'nin altına hiç düşmemiş olup istikrarlı sayılabilecek bir trend yakalamıştır.

Şekil 2.16: Amerika Birleşik Devletleri



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

ABD küresel krizle ortaya çıktığında geleneksel politika uygulamalarından farklı müdahale yöntemleri belirleyip uygulamaya koymuştur. Bunların ilki olağandışı gevşek para politikası uygulaması olmuştur. Küresel mali krizin ilk belirtileri, BNP Paribas'nın 9 Ağustos 2007'de, eşik altı ipotek varlıklarındaki likiditenin buharlaşması nedeniyle bu fonların elinde bulunan teminatlı borç yükümlülüklerini değerleyemediğini belirterek, üç fonun geri ödemelerini askıya aldığını duyurmasıyla ortaya çıkmıştır. Sonuç olarak, Libor oranı ile gecelik endeks takası oranı arasındaki farkın takip eden birkaç hafta içinde 10 baz puanın altından 100 baz puanın üzerine çıkmasıyla birlikte bankalararası piyasalardaki krediler durmuştur. Buna karşılık Fed, 17 Ağustos'ta iskonto oranı ile federal fon oranı hedefi arasındaki farkı 50 baz puan düşürmüştür. Daha sonra 18 Eylül'deki toplantısında Federal Açık Piyasa Komitesi, federal fon oranı hedefini 50 baz puan daha düşürdü. Alışılmadık olan şey, reel GSYİH neredeyse %3 oranında büyüme sergilerken ve enflasyon yükselirken yani ekonomideki ivme oldukça güçlü görünürken para politikasının gevşemesiydi. Aralık 2007'de durgunluk başladığında, Fed federal fon oranı hedefini 100 baz puan düşürmüş ve Mayıs 2008'e kadar toplamda 325 baz puanlık bir düşüşe yol açmıştır; buna karşın TÜFE Temmuz 2008'e kadar yüzde 6'ya yakın bir zirveye ulaşmamıştır (Mishkin ve White, 2014: 8).

Mishkin ve White (2014: 8-9) buna ek olarak, küresel mali kriz sırasında Federal Rezerv'in, bir dizi yeni kredi olanağı yaratmak suretiyle likidite sağladığını belirterek eklemeler yapmıştır. Her ne kadar reeskont oranı Mart 2008'de federal fon hedefinin yalnızca 25 baz puan üzerinde olacak şekilde daha da düşürülse de iskonto penceresinden borçlanmanın yeterli likidite sağladığı görülmemiştir. Reeskont penceresi borçlanması bankaları bir nevi damgalamaktaydı; borç alan bir bankanın fon bulmak için çaresiz duruma düştüğünü ve dolayısıyla riskli bir durumda bulunabileceğini gösterebilmekteydi. Ek borçlanmayı teşvik etmek amacıyla Fed, federal fonları açık artırmaya çıkarmak için Aralık 2007'de geçici bir sistem (TAF) kurmuştur. TAF olanağı, damgalanma sorununu ortadan kaldırdığı ve bankaların iskonto oranından daha düşük rekabetçi bir faiz oranıyla borçlanmalarına olanak sağladığı için reeskont penceresine göre daha yaygın olarak kullanılmaya

başlanmıştır. Söz konusu ihaleler 20 milyar dolardan başlamış olmasına rağmen krizin derinleşmesiyle birlikte 400 milyar doların üzerine çıkmıştır. Fed, Mart 2008'de yatırım bankaları için kredi olanakları oluşturarak ve ayrıca Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın çöküşünün ardından ticari senet, ipotek teminatlı menkul kıymetler, diğer varlığa dayalı menkul kıymetler ve para piyasası yatırım fonu varlıklarının satın alınmasını teşvik etmek için kredi olanakları oluşturarak, bankacılık kuruluşlarına sağladığı geleneksel kredilerin çok ötesine geçerek finansal sisteme sağladığı likidite olanaklarını daha da genişletmiştir. Fed'in kredi programlarının 2007-09 mali krizi sırasında genişlemesi dikkat çekici olarak kabul görmektedir ve 2008 yılı sonunda 1,5 trilyon doların üzerine çıkmıştır.

Bir diğer alışılmadık politika uygulaması olarak uluslararası merkez bankaları işbirliği söz konusu olmuştur. Fed aynı zamanda kriz sırasında merkez bankalarının uluslararası son başvuru mercii haline gelmiştir. Aralık 2007'de Fed, Avrupa Merkez Bankası ve İsviçre Merkez Bankası'nın kendi yerel bankalarına dolar kredisi verebilmeleri için Fed'den dolar borç almalarına olanak tanıyan swap hatları kurarak bu sistemin temelini atmıştır. Lehman Brothers'ın çöküşünün ardından Fed, Japonya, İngiltere, Kanada, Avustralya, İsveç, Norveç, Danimarka, Yeni Zelanda, Meksika, Brezilya, Kore ve Singapur merkez bankalarıyla swap hatları ayarlamıştır. Aralık 2008'deki zirve noktasında Fed, bu swapların neredeyse 600 milyar dolarlık kısmını yabancı merkez bankalarına kullandırmıştı. Fed bu dönemde geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına başvurmuştur. Krizden önceki son birkaç on yıldır Fed'in açık piyasa işlemleri normalde yalnızca kısa vadeli devlet tahvillerinin satın alınmasını içermektedir. Ancak söz konusu kriz sırasında Fed, belirli kredi türleri için faiz oranlarını düşürmek amacıyla büyük ölçekli varlık alımları şeklinde geleneksel olmayan bir para politikası benimseme ihtiyacı görmüştür İpoteğe dayalı menkul kıymetler piyasasını desteklemek ve konut ipoteklerindeki faiz oranlarını düşürmek için Fed, Kasım 2008'de hükümet destekli kuruluşlar satın alma programı oluşturdu; bu program aracılığıyla Fed, sonunda Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından garanti edilen 1,25 trilyon dolarlık MBS satın almıştır. Bu program, Fed'in bilançosunda ve para tabanında büyük bir artışa yol açtığı için niceliksel genişleme (QE1) olarak adlandırılmıştır. Eski Başkan Bernanke'nin iddia ettiği üzere, bu

program Fed'in bilançosunu genişletmeye değil, belirli kredi piyasalarının işlevini iyileştirmeye yönelikti, dolayısıyla programa niceliksel genişleme yerine kredi genişlemesi adını vermiştir. Mali piyasalar toparlandığında, federal fon oranları fiilen sıfırdıydı. Fed, genişlemeci politikayı daha da sürdürmek ve ekonomiyi canlandırmak için Kasım 2010'da ayda yaklaşık 75 milyar dolar tutarında 600 milyar dolarlık uzun vadeli hazine tahvili satın alacağını duyurmuştur. İkinci niceliksel genişleme (QE2) olarak bilinen bu büyük ölçekli satın alma programının amacı uzun vadeli faiz oranlarını düşürmektir. Eylül 2012'de Fed, 40 milyar dolarlık ipotekle dayalı menkul kıymet ve 45 milyar dolarlık uzun vadeli hazine tahvili alımı gerçekleştirerek QE1 ve QE2'nin unsurlarını birleştiren üçüncü büyük ölçekli varlık satın alma programını, QE3'ü duyurmuştur. Ancak QE3, önceki QE programlarından farklı olarak sabit bir dolar tutarı için değildi; bunun yerine açık uçluydu ve "işgücü piyasasının görünümü önemli ölçüde iyileşmezse" alımlar devam edecekti. Aralık 2013'ten itibaren Fed, bu programın zamanla kademeli olarak kaldırılacağını duyurmuştur (Mishkin ve White, 2014: 9-10).

Mishkin ve White (2014: 10-11), politika uygulamalarının bir diğer ayağı olarak merkez bankalarının finansal kuruluşları kurtarmaları ve düzenli tasfiyeler için önlemler alınmasını belirtmiştir. Mart 2008'in başlarında, yatırım bankası Bear Stearns'in kısa vadeli finansmanı azalma göstermiştir. Bear Stearns'ün geri alım anlaşmalarını destekleyen teminatın değerinden emin olmayan bir piyasa söz konusu olmuştur. Bear Stearns'in uzun vadeli varlıklarının değeri hızla satılırsa düşeceğinden, şirket kaçınılmaz bir iflasla karşı karşıya kalmıştı. Fed, Bear Stearns'in başarısızlığının tam teşekküllü bir mali krizi tetikleyebileceğinden endişelenerek JPMorgan/Chase'in Bear Stearns'i satın alması için bir anlaşmaya aracılık etmiştir. Fed, Bear Stearns'in 30 milyar dolarlık sorunlu varlıklarını üzerine almıştır. Fed, JPMorgan'ın değerinin belirlenmesi zor olan bu varlıkları üzerine almak istememesi nedeniyle bir kurtarma paketi ayarlamıştır. Daha sonra, 15 Eylül 2008 Pazartesi günü, eşik altı piyasasında yaşanan kayıplardan sonra Lehman Brothers, Fed'in kenara çekilmesi üzerine, ABD tarihindeki en büyük iflas başvurusu olan iflas başvurusunda bulunmuştur. Fed ve ABD Hazinesi yetkilileri, Lehman'ın iflasını önlemek için müdahale edecek yasal çözüm yetkilerine sahip olmadıklarını

savunmuştur. Öte yandan, Fed'in Bear Stearns'i kurtarmak için gösterdiği olağanüstü çabalar göz önüne alındığında, Fed ve Hazine'nin Lehman Brothers'ı kurtarmama konusunda bilinçli bir karar vermiş olması makul görünmüştür. Fed'in güvenlik ağı kısa sürede sigorta şirketlerini de kapsayacak şekilde genişletilmiştir. American International Group'un (AIG) Finansal Ürünler Birimi, 400 milyar doların üzerinde kredi temerrüt takası yazmıştı ve bu, Lehman Brothers'ın çöküşünün ardından onu çok büyük ödemelerle karşı karşıya bırakmıştır. Bu potansiyel kayıpları gözlemleyen piyasa, AIG'ye kısa vadeli fon sağlamaya devam etmeyi reddetmiştir. Buna karşılık, 16 Eylül 2008'de Fed, AIG'yi ayakta tutmak için 85 milyar dolarlık bir krediyle devreye girmiştir.

Lehman Brothers'ın çöküşünden sonra finansal kriz özellikle şiddetli bir evreye girdiğinden, iflas eden finansal kurumlara daha fazla yardım edilmesi acil olarak görülmekteydi. Kongre'deki karmaşık bir mücadeleden sonra, Bush yönetiminin 2008 Ekonomik Kurtarma Yasası 3 Ekim 2008'de kabul edildi ve Sorunlu Varlık Kurtarma Planı (TARP) oluşturuldu. Bu program başlangıçta finansal kurumların bilançolarını desteklemek için düşük faizli ipotek varlıkları satın almayı amaçlıyordu. Ancak, varlıklar için fiyatlar konusunda anlaşmanın imkansız olduğu kısa sürede anlaşılmıştır. Hazine daha sonra TARP fonlarını finansal kurumlara sermaye enjekte etmek için kullanmaya geçti ve böylece bilançolarını doğrudan desteklemiştir. 29 Eylül'de ABD Hazinesi, yatırımcıların hisse başına en az 1 dolar nominal değer alacağını garanti eden “Para Piyasası Fonları için Geçici Bir Garanti Programı” duyurmuştur. Daha sonra, 14 Ekim 2008'de Federal Mevduat Sigorta Kurumu (FDIC), federal fonlar ve ticari senetler gibi yeni ihraç edilen teminatsız banka borçlarını ve faiz getirmeyen aktarım hesaplarını garanti altına alan Geçici Likidite Garanti Programı'nı (TLGP) duyurmuştur. Amaç bankacılık sisteminde güveni güçlendirmek ve likiditeyi teşvik etmek olarak belirtilmiştir (FDIC, 2008). Fed bu programların idaresinde doğrudan yer almasa da, bunlar finansal kurumların kurtarılması paketinin bir parçasıydı ve Federal Rezerv Kongre'ye bu programları uygulaması için lobi yapmıştır. Buna ek olarak önde gelen finansal kuruluşların ödeme gücü ve yaşayabilirliğine ilişkin kamu güveni konusunda endişe duyan Hazine, Şubat 2009'da on dokuz büyük bankacılık kuruluşunun, Federal Rezerv'in

Para Birimi Denetçisi Ofisi (OCC) ve FDIC ile işbirliği içinde yürüttüğü stres testlerini yönetecek olan Denetleme Sermayesi Değerlendirme Programı'na (SCAP) yerleştirileceğini duyurmuştur. Hazine, piyasa katılımcıları tarafından iyi karşılanan sonuçları Mayıs 2009'un başlarında duyurdu. Stres testi piyasa güvenini arttırarak bu bankaların sermayelerinin yeniden yapılandırılmasını ve finansal sistemin istikrara kavuşmasını teşvik etmiştir (Mishkin ve White, 2014: 11-12).

Bernanke (2015) ve Furman'ın (2015) vurguladığı gibi, ABD ekonomisi 2008'deki mali krizden, 1929'daki borsa çöküşünün ardından olduğundan daha iyi toparlanma göstermiştir. Finansal kurtarma paketlerinin, geçici mali teşviklerin ve güçlü para politikası tepkilerinin bir sonucu olarak ABD bir başka Büyük Buhran'ı önlemiştir. Bununla birlikte günümüzde, derin bir depresyondan kaçınmak, modern ekonomik performans için düşük bir standart olarak değerlendirilebilir ve bu, ABD'nin kronik olarak daha düşük bir büyüme trendi oranına sahip bir döneme girmiş olma olasılığını ortadan kaldırmamaktadır. ABD ekonomisi 2008-2009'dan bu yana diğer gelişmiş ekonomilerin (özellikle Avrupa ve Japonya'nın) çoğundan daha hızlı ve daha kapsamlı bir şekilde toparlanmıştır. Furman (2015), ABD'deki istihdamın ve özel yurt içi nihai alımların (tüketim artı yatırımın toplamı) durgunluğun başlamasından (Ocak 2008) sonraki 78 ayda durgunluk öncesi zirvelerinin üzerine çıktığını belirtmiştir. Euro bölgesinde karşılık gelen değişkenler ise aynı süre sonunda Ocak 2008 seviyelerinin altında kalmıştır. Avrupa ve Japon ekonomilerinin son yıllardaki nispeten düşük performansı ve kimi zaman işlevsiz kalmakta olan politika rejimleri göz önüne alındığında bu da düşük bir çıta olarak belirtilmiştir (De Grauwe, 2013; Garside, 2016).

Yine de kendi tarihsel performansı açısından bakıldığında ABD'nin büyümesinin son yıllarda önceki dönemlere göre kötüleştiği ortaya çıkmaktadır. 1980'lerin başlarından bu yana her ABD iş döngüsü, ister ilk toparlanmayla, ister dipten zirveye, ister zirveden zirveye ölçülmüş olsun, toparlanma ve genişleme aşamalarında kendisinden öncekine göre daha yavaş bir büyüme sergilemiştir. Üstelik istihdamın döngüsel performansı üretimden daha da kötüleşmiştir. Gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH) ile karşılaştırıldığında istihdamın son birkaç iş döngüsünde (tümü 1980'lerin başlarından bu yana) durgunluk öncesi zirvelerine ulaşması çok

daha uzun sürmüştür. 2001'deki durgunluk, GSYİH açısından nispeten sıg ve kısa sürmüştür. İyileşme süreci yalnızca 3 çeyrek sürmüştür, ancak istihdamın durgunluk öncesi zirveye ulaşması 16 çeyrek gibi bir süre almıştır. 2008-2009 durgunluğu üretim açısından çok daha derin ve daha uzun süreliydi, ancak aynı zamanda istihdamın Büyük Buhan'dan bu yana en yavaş toparlanmasını da içermekteydi. İstihdamın hasılayla karşılaştırıldığında kötüleşen performansı, yalnızca istihdamın iş çevriminde geride kalan bir gösterge olması meselesi değildir. İstihdamın son birkaç döngüde daha yavaş toparlanması aynı zamanda ABD iş piyasasını etkileyen daha derin ve daha uzun vadeli bir rahatsızlığın belirtisidir. ABD'deki toplam tarım dışı istihdam 1960-1979'da yılda ortalama 1,8 milyon, 1980-1999'da ise yılda 2,0 milyon artmıştır ancak 2000'den 2015'e kadar istihdamdaki ortalama artış yılda yalnızca 762.000 iş civarındaydı. Bu oran önceki 40 yılda elde edilen oranın yaklaşık beşte ikisi kadardı. Dolayısıyla ABD istihdamındaki durgunluk, mali krizden 7 yıl önce başlamış olarak kabul edilebilir. Buna ek olarak, ortalama ABD hanehalkının gerçek geliri 1970'lerde önceki 20 yılda olduğundan daha yavaş büyümeye başlamıştır ve 2000-2013 döneminin tamamında düşüş eğilimi göstermiştir (Blecker, 2016: 204-206).

Blecker (2016: 206), alternatif olarak, çoğu klasik ve neoklasik teoride olduğu gibi, uzun vadeli büyümenin arz tarafında üretken kapasitenin yaratılmasıyla yönlendirildiği düşünülürse, o zaman 'histeresis' olarak kabul edilen olguyla yüzleşmek gerektiğini belirtmiştir. Uzun süren durgun fiili büyüme dönemi, öngörülebilir gelecek için potansiyel üretim artışını azaltmıştır. Bu analize göre, yavaş büyümenin bu tür kalıcı etkileri krizden sonraki toparlanma, ekonomik tahmincilerin gelecekteki tam kapasite üretime ilişkin tahminlerinin çarpıcı biçimde azalmasının altında yatmaktadır; bu da toplam talebin azalmasının toplam arzdaki artışı içsel olarak sınırladığı anlamına gelmektedir.

2002 yılında 2004 yılı sonuna kadar iktisadi büyüme oranını yüzde 1'lerden yüzde 4'e yaklaştıran ABD, kriz yıllarında negatif büyümeyle karşılaşana kadar büyümede küçülme sergilemiştir. 2008 yılını neredeyse büyümesiz, 2009 yılını ise yüzde 3'lere varan bir negatif büyümeyle kapatan ABD, 2010 yılında bu değeri yüzde 3'e yaklaştırmayı başarmıştır. İlerleyen yıllarda inişli çıkışlı ve istikrarsız bir

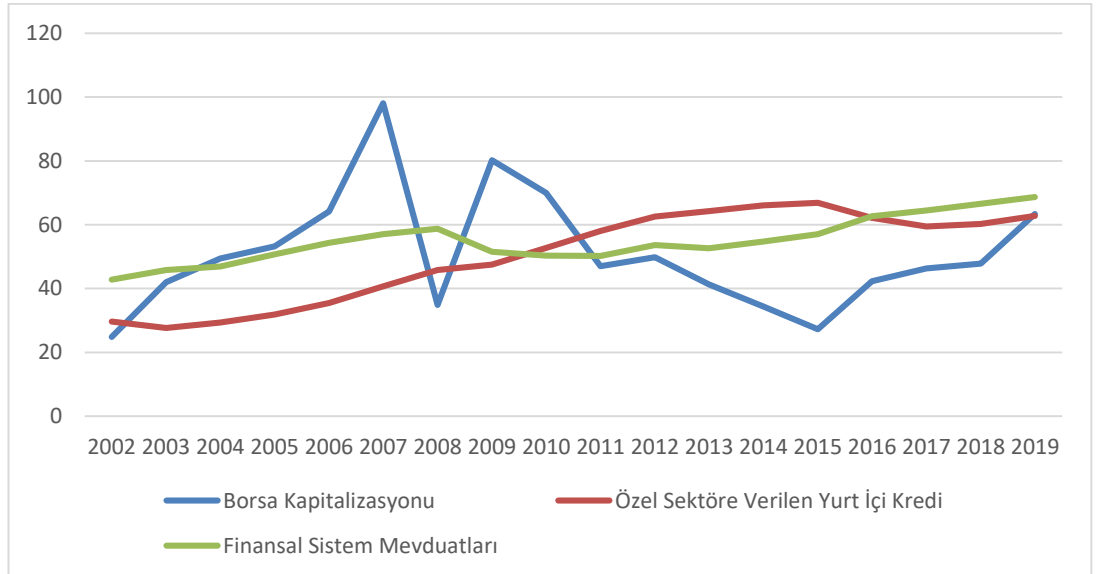
grafik çizmiş olup, genellikle yüzde 1-3 aralığı hareket etmiştir. Enflasyon oranı, 2005 yılına gelindiğinde yüzde 1'lerden yüzde 3'ün üzerine taşınmıştır. 2005-2009 yıl aralığında enflasyon oranı giderek düşmüştür. Bu oranı yüzde 1'in altında gerçekleştiren ileriye gelen yıllarda yüzde 1 ve 2,5 aralığında hareketler sergilemiştir.

2.2. Orta Gelirli Ekonomiler

2.2.1. Brezilya

2019 yılı itibariyle Brezilya ekonomisi, 208.3 milyon nüfusa sahiptir. Kişi başına düşen milli gelir 8.968 ABD Dolarına tekabül etmekteyken, 10 yıllık ortalama ekonomik büyüme oranı yüzde 1,2 olarak gerçekleşmiştir. İşsizlik oranına bakıldığında yüzde 12,5 gibi bir oranla karşılaşılmaktadır. Küresel rekabetçilik endeksine göre 141 ülke arasında 71. sırada yer almıştır. Makroekonomik istikrar, ürün pazarı ve işgücü piyasası alanlarında düşük performans sergilemiştir. Piyasa büyüklüğü, inovasyon kapasitesi ve finansal sistem taraflarında ise oldukça başarılı bir performansa sahiptir (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 110).

Şekil 2.17: Brezilya



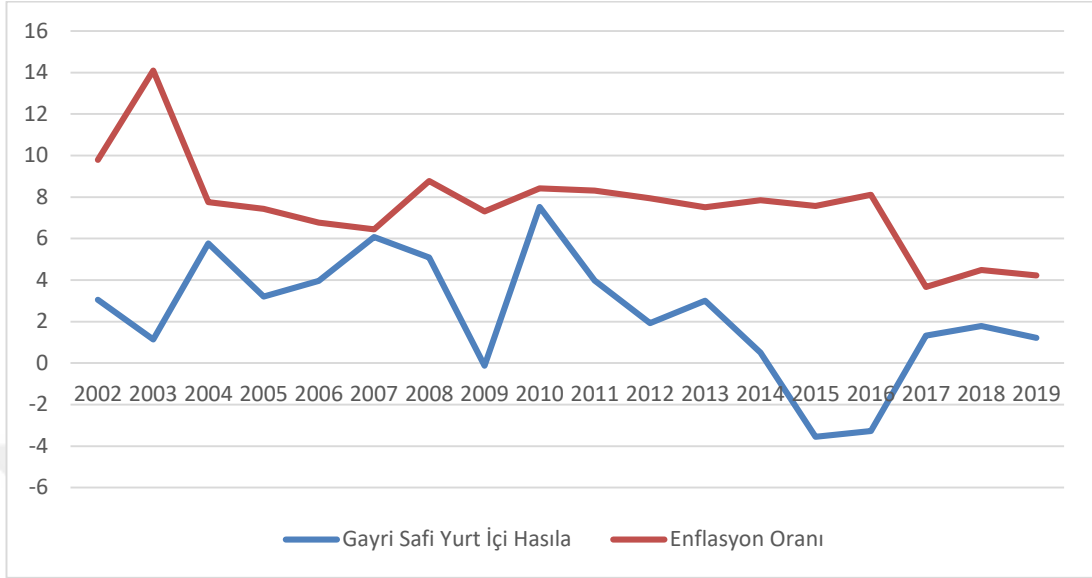
Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Silva (2015: 5-6)'ya göre, Brezilya'nın finans sektörü oldukça gelişmiş olup, toplam finansal sistem kredi işlemleri 2015 yılında 3.026,4 milyar dolara ulaşmış ve

kredi/GSYİH oranı 2002'de %22,5'ten %58,6'ya çıkmıştır. Bölgesel kredi dağılımı milli gelirin mekansal dağılımına oldukça benzer görünmektedir. En gelişmiş bölge olan Güneydoğu bölgesi, GSYİH'nın %55'ini temsil etmektedir ve kredinin %55,4'üne sahiptir. Güney bölgesinin kredi payı %18,1 olup, bu oran GSYİH içindeki payının (%16,0) biraz üzerindedir. Kuzeydoğunun krediye katılımı %13,1 ile GSYH içindeki payının (%13,4) biraz altındadır. Orta Batı'nın kredisi (%10,5), GSYİH'deki payından (%9,6) biraz daha fazladır. Son olarak, Kuzey bölgesinin kredi payı %3,8 olup GSYİH'nın %5,4'ünü temsil etmektedir. Bu rakamlar ülkede bölgeler arası tasarruf hareketliliğinin düşük olduğuna işaret etmektedir. Brezilya'nın bu zamandan beri asıl problemi temel olarak, siyasi krizlerden kaynaklanmaktadır. Siyasi istikrarsızlık ve emtia fiyatlarındaki düşüş ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemiştir. GSYİH 2015 ve 2016'da %4'e yakın daralmıştır. Bu dönemde bazı bankacılık sektörlerinin gelişimi durağan olurken, borsa gelişimi de düşüş göstermiştir.

Çalışmanın dikkate aldığı yıl aralığı özelinde Brezilya'nın verileri dikkate alındığında 2003 yılında piyasa bazlı ekonomi yapısına geçiş yapıldığı görülmektedir. Borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı 2007 yılında neredeyse yüzde 100 olarak gerçekleştirmiş olup en yüksek değerini görmüştür. Finansal kriz yılı olarak kabul edilen 2008'de borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı dikkate değer biçimde düşüş göstermiştir. 2011 yılına gelindiğinde piyasa yapısı tekrar banka bazlıya dönüşmüştür. Finansal sistem mevduatları ise kriz yılını takip eden yıllardaki bozulmaya rağmen istikrarlı bir büyüme trendi yakalamıştır. Özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranı kriz yıllarında da geçerli olacak biçimde istikrarlı bir biçimde artış göstermiştir. 2016 yılı ve sonrasında bir düşüş trendi görülmektedir.

Şekil 2.18: Brezilya



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

Başkan Lula da Silva önderliğindeki Brezilya, 2008 ABD mali krizinin küresel olarak yayılmasıyla birlikte bir mali krizle karşı karşıya kalmıştır ancak Brezilya için kriz kısa sürmüştür. Brezilya'nın GSYİH'si 2009'da hafifçe küçülmüş, ardından 2010'da hızlı bir büyüme oranına geri dönmüştür. Brezilya'nın küresel mali kriz sırasındaki güçlü performansı, kısmen, Brezilya bankalarının ABD'nin ipoteğe dayalı menkul kıymetler piyasasına (mortgage piyasası) katılımının düşük olmasına atfedilmektedir. Başkan Cardoso'nun reformları sayesinde, Brezilya bankaları kendilerini dünyadaki diğer bankalar kadar riske maruz bırakamamışlardır (Carrasco ve Williams, 2012: 104).

Brezilya'nın bankacılık sektörü de tek bir merkezi düzenleyiciye (Merkez Bankası) sahip olmanın faydasını görmüştür. Merkez Bankası kriz sırasında para politikasını sıkılaştırarak önemli bir rol oynamıştır. Lehman Brothers'ın çöküşünden önce hükümetin teşvik harcamalarının enflasyonist etkilerini sınırlamak için, daha sonra Lehman Brothers kaynaklı kredi sıkışıklığının ardından likiditeyi artırmaya yönelik önlemler almıştır (Mesquita ve Torós, 2010).

Brezilya aynı zamanda düşük işsizlikten ve gelişmiş ülkelerle olan ticarete daha az bağımlı olmasından da yararlanmıştır. Düşük işsizlik ve gelişmekte olan dünyayla olan ticari bağlar, Brezilya'nın, Brezilya ihracatına olan talebi yüksek

tutmak için çok sayıda tüketiciye erişebildiği anlamına geliyordu. Çin, 2009 yılında Brezilya'nın en büyük ticaret ortağı olarak ABD'yi geride bırakmıştır. Çeşitli tüketici profiline sahip olması Brezilya'yı gelişmiş dünyadan gelen talebe daha az bağımlı hale getirmiştir. Gelişmiş dünyada talebin hızla düşmesine rağmen Brezilya'nın ihracatı nispeten yüksek kalmıştır. Bunlar, Brezilya'nın krizi tamamen zarar görmeden atlattığı anlamına gelmemektedir. Hükümet, ekonomiyi canlandırmak için GSYİH'nin %1,5'i tutarında bir teşvik paketi sağlamak zorunda kalmıştır. Japonya'daki (çok daha büyük bir GSYH'nin yüzde on beşi) ve ABD'deki (GSYİH'nin yüzde yedisi) teşvik paketleriyle karşılaştırıldığında oldukça sönük kalmaktadır. Brezilya'nın işsizlik oranı da kriz sırasında hafifçe yükselmiştir ancak gelişmiş dünya yüksek işsizlikle mücadele etmeye devam ederken o zamandan bu yana rekor düşük seviyelere ulaşmıştır (Carrasco ve Williams, 2012: 104-105).

Özetle, 2008 finansal krizi, ihracattaki düşüş ve kredi sıkışıklığı nedeniyle, gecikmeli de olsa, ülkeyi ağır bir şekilde vurmuştur. Bu durum bazı şirketlerin faaliyetlerini kısımasına ve bazılarının da iflas etmesine yol açmıştır. Bu etkilerin üstesinden gelmek için ekonomi politikası yön değiştirmiştir. Bir sonraki başkanın (Dilma Rousseff) yönetiminde pekiştirilecek olan bu değişim, maliye politikalarının gevşetilmesi ve sübvansiyonlu kredilerin üretken sektörlerle yönlendirilmesiyle karakterize edilmiştir. Hükümetin ana eylem araçlarından biri, 2007'de ortaya çıkarılan büyüme hızlandırma programı ve 'ulusal şampiyonlar' politikası gibi girişimleri finanse eden Ulusal Ekonomik ve Sosyal Kalkınma Bankası (BNDES) idi. Bu durum Brezilya'nın kriz dönemini görece hafif atlmasına izin veren sebeplerden biridir (GSYİH 2010'da %7,5 oranında artmıştır) (Delivorias, 2022: 4).

Delivorias (2022: 4-5), Brezilya ekonomisinin, yolsuzluk, düşük yatırım seviyeleri, şişirilmiş ve verimsiz kamu harcamaları, yüksek sosyal güvenlik maliyetleri, düşük iş gücü verimliliği ve zayıf altyapı gibi uzun süreli problemleri olduğunu belirtmiştir. Bunları çözmek için, ekonomiye genişletilmiş devlet müdahalesini, para biriminin devalüasyonunu ve faiz oranlarının düşürülmesini içeren bir dizi önlemden oluşan Nova Matriz Econômica (Yeni Ekonomik Matris) uygulandı. Ancak büyüme teşvik edilemedi ve aynı zamanda mali açık da arttı. 2014-2016 yılları arasında Brezilya ekonomisi tarihteki en kötü durgunluklardan biriyle

karşı karşıya kalmıştır. Ekonomi 2015'te %3,8, 2016'da ise %3,6 küçüldü; kamu borcu 2014'te GSYH'nin %52'sinden Haziran 2016'da %67,5'e yükseldi; ve işsizlik %4'ten %12'ye çıktı. Bu bağlamda hükümet, 2015 yılında artan borcu dizginlemek amacıyla ekonomi politikasının yönünü değiştirmiştir. Bu amaçla işgücü piyasasında, sosyal güvenlik ve çeşitli üretim sektörlerinde reform yaptı. Ancak çabalar, Petrobras skandalının ortaya çıkması nedeniyle sonuç vermemiştir.

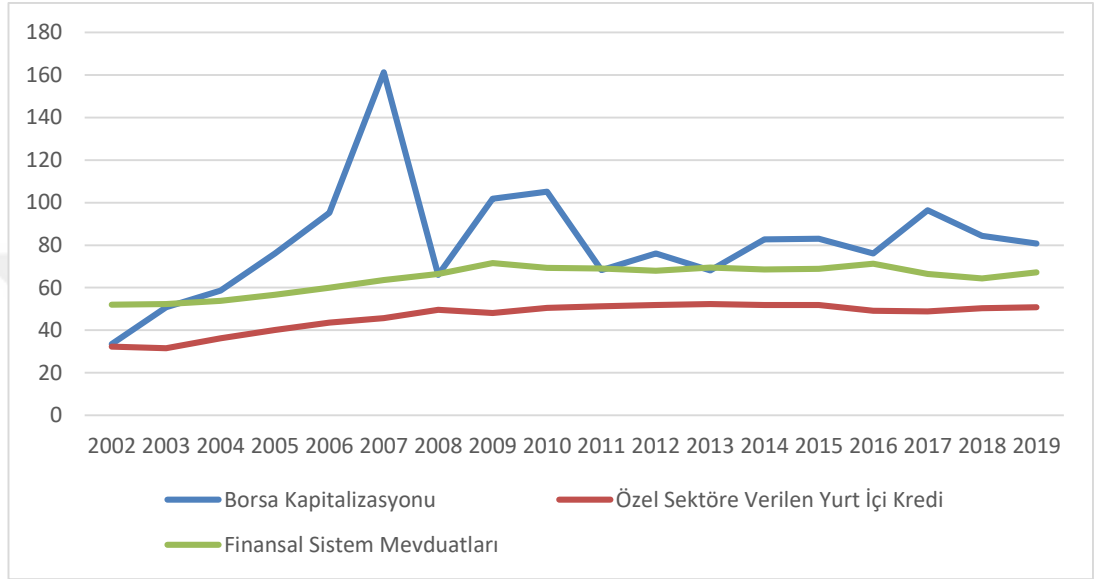
Brezilya, 2002 yılında gerçekleşen ve yüzde 14'ü aşan enflasyon oranıyla çalışmanın dikkate aldığı yıl aralığındaki en yüksek enflasyon değerine ulaşmıştır. Enflasyon oranı 2004 yılından 2016 yılına kadar çoğunlukla yüzde 8'e yakın değerlerde olmuştur. 2016 yılında yüzde 8'in üzerinde olan enflasyon oranı 2017 yılına gelindiğinde büyük bir düşüşle yüzde 4'ün altına düşürülmüştür. İlerleyen yıllarda da bu değeri korumayı başaran Brezilya, fiyat istikrarı sağlama konusunda güçlü adımlar atmaktadır. İktisadi büyüme tarafında ise Brezilya oldukça inişli çıkışlı büyüme oranları sergilemiştir. 2009 yılına gelindiğinde, finansal krizin de kaçınılmaz etkisiyle birlikte, iktisadi büyüme oranı negatif değerlerde oluşmuştur. İlerleyen yıllarda pozitif büyüme oranları yakalanmasına rağmen 2015 ve 2016 yıllarında yüzde 4'e yaklaşan negatif büyüme oranları görülmüştür. 2017 yılında tekrardan pozitif büyüme oranları yakalanmıştır.

2.2.2. Hindistan

Hindistan, 2019 küresel rekabetçilik endeksinde 10 sıra kaybederek 68. sıraya düşmüştür. Brezilya ile birlikte BRİCS ülkelerinin düşük performans gösteren ekonomileri arasında yer almaktadır. Piyasa büyüklüğü açısından bakıldığında 141 ülke arasından 3. sırada yer almaktadır. Makroekonomik istikrarda 43. sırada yer alırken finansal sektör sıralamasında 40. sıraya yerleşmiştir. İnovasyon alanında da oldukça iyi bir performans sergileyerek 35. sırada yer almıştır. Bu sıralamayla birkaç gelişmiş ülkeyle aynı seviyede bulunmaktadır. 59.4 yıl gibi oldukça düşük sağlıklı yaşam beklentisiyle birlikte bu alanda 109. sırada yer bulabilmiştir. 107. sırada yer aldığı beceri tabanı da bir başka problemli alanı olarak bulunmaktadır. Ürün pazarı verimliliği (101. sıra) ticaret açıklığının eksikliği (131. sıra) ile zayıflatılmaktadır. İşgücü piyasası işçi hakları korumalarının eksikliği, yeterince geliştirilmemiş aktif

işgücü piyasası politikaları ve kadınların kritik derecede düşük katılımı (kadın çalışanların erkek çalışanlara oranı 0,26, 128. sıra) ile karakterize edilmektedir (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 16).

Şekil 2.19: Hindistan



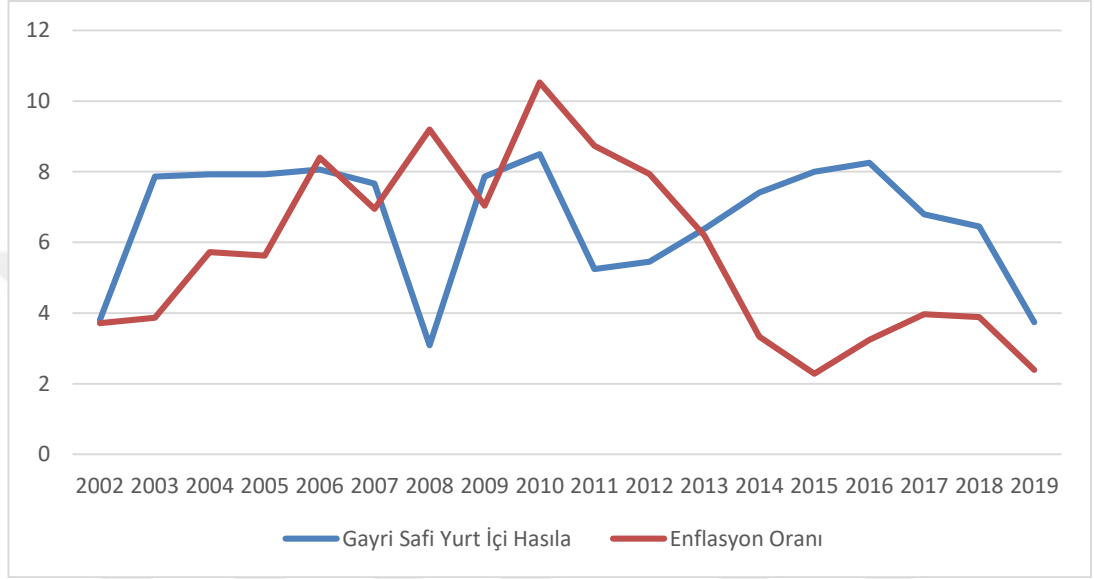
Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Dünya Ekonomik Forumu sıralamasında ortalamanın biraz altında yer alan Hindistan finansal sistemi, halen devam eden liberalleşmenin başladığı 1991 yılından bu yana neredeyse yeniden başlamıştır. Finansal sistemin dört temel bileşeni olan yasaların, teknolojinin, alacaklı haklarının ve kurumsal yönetiminin hepsine sahiptir. Ciddi çabalara ve deneylere rağmen finansal erişim ve katılım temel zorluklar olmaya devam etmektedir. Bankacılık sistemi istikrarlıdır, kamu sektörünün hakimiyetindedir ve sıkı bir şekilde düzenlenmiştir. Liberalizasyonun başlamasından bu yana büyük bir değişime tanık olan finansal piyasalar, çok ihtiyaç duyulan altyapı finansmanının anahtarı olan şirket tahvili piyasasının ciddi şekilde az gelişmiş olması nedeniyle sınırlı likiditeye sahiptir. Giderek çalkantılı hale gelen küresel finansal ortamda istikrar sağlamayı ve krizleri önlemeyi başarmıştır (Chakrabarti, 2012).

Hindistan, çalışmanın ele aldığı yıllarda, istisnasız bir biçimde, piyasa bazlı bir yapıya sahip olmuştur. 2007 yılında borsa kapitalizasyonu GSYİH'nin yüzde 160'ını görerek en yüksek değerine ulaşmıştır. Finansal kriz döneminde söz konusu değer yüzde 60'lara kadar gerilemiştir. İlgili değer yıllar içinde istikrarsız bir görüntü

çizmektedir. Finansal sistem mevduatları ve özel sektöre verilen yurt içi kredi değişkenlerinin değerine bakıldığında ise istikrarlı bir gidişat göze çarpmaktadır. Kredi değişkeni ortalama yüzde 50’li değerlerde gerçekleşmektedir.

Şekil 2.20: Hindistan



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

1997-99 Asya mali krizi Hindistan'a zarar vermesine rağmen diğer Asya ülkelerinden çok daha dayanıklı olduğunu kanıtlamıştır. Kısa bir süre sonra (2000 ve 2002'de) iki kuraklık meydana gelmiş, 2001'deki küresel durgunluk ve 2003'teki Irak işgaline giden yolda yaratılan devasa küresel belirsizlik ortaya çıkmıştır. Bunların sonucunda Hindistan ekonomisi bu zor yıllarda tıkanmıştır. Ortalama GSYİH büyümesi 1997-2003'te yüzde 5,7'ye gerilemiştir. Bu gidişatın önüne, Çin'in öncülük ettiği ve dünyadaki çoğu ekonomiyi etkileyen 2003-2008 yıl aralığındaki küresel büyüme geçmiştir. Hindistan'ın GSYİH büyümesi hızla yükselerek 2005-2008 arasındaki üç yılda yıllık yüzde 9'un üzerinde bir zirveye ulaşmıştır (Aiyar, 2016: 3).

(Bajpai, 2011: 2)'ye göre Hindistan, eşikaltı ipoteklerden oluşturulan yapılandırılmış finansal araçlara yapılan yatırımlarla çok az ilgisi olan bir bankacılık ve finans sistemine sahip olmasına rağmen uluslararası finans piyasalarındaki olumsuz gelişmelerden kendisini yalıtamamıştır. Ekonomik büyüme 2008-09'da %6,7'ye düşmüştür. Bu, önceki beş yıldaki (2003-04'ten 2007-08'e) ortalama yüzde 8,8'lik büyüme oranından yüzde 2,1'lik bir düşüşü temsil etmekteydi. Ülkenin Eylül

2007'den Ocak 2008'e kadar hızlanan Yabancı Kurumsal Yatırım (FII) akışına maruz kalması nedeniyle eşikaltı krizinin ilk etkisi aslında olumluydu. O dönem kimi çevrelerce, gelişmekte olan ekonomilerin küresel krizden az etkileneceği ve dünya ekonomisine alternatif bir büyüme kaynağı sağlayacağı biçiminde bir iddia bulunmaktaydı. Küresel kriz yoğunlaşıp sermaye ve cari ödemeler dengesi yoluyla gelişmekte olan ekonomilere yayıldıkça, bu iddianın temelsiz olduğu kısa sürede ortaya çıkmıştır. Yabancı kurumsal yatırımcıların yurt dışındaki nakit bakiyelerini yenilemek amacıyla hisse senetlerini satmaya başlamasıyla Hindistan'a net portföy akışı kısa sürede negatife dönmüştür. Bu durum döviz piyasasında arz-talep dengesizliği yaratarak borsa ve döviz kurları üzerinde zincirleme etki yaratmıştır.

Küresel durgunluğun Hindistan ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerine karşı koymak amacıyla hükümet, talebi arttırmak ve istihdam ve kamu varlıkları yaratmaya yönelik kamu projelerine yönelik harcamaları artırmak için vergi indirimi şeklinde üç odaklı mali teşvik paketi sunarak karşılık vermiştir. Hindistan Merkez Bankası (RBI), üretken sektörlerin ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla finansal sistemden fon akışını kolaylaştırmak amacıyla bir dizi parasal genişleme ve likidite artırıcı önlem almıştır. Söz konusu uygulamalar bütçe açığının 2007-08'de yüzde 2,7'den 2008-09'da GSYİH'nın yüzde 6,2'sine çıkmasına yol açmıştır. 2007-08 ve 2008-09 gerçek rakamları arasındaki fark, toplam mali teşviki oluşturmuştur. Cari piyasa fiyatlarındaki bu teşvik, 2008-09 için GSYİH'nın yüzde 3,5'ine tekabül ediyordu. Bu önlemler 2008-09'da GSYİH büyüme oranındaki düşüşün durdurulmasında etkili olarak Hindistan'ın %6,7'lik bir büyüme oranı yakalamasını sağlamıştır (Bajpai, 2011: 7).

Bajpai (2011: 7-9)'nin açıkladığı üzere, Hindistan Merkez Bankası'nın yılın ilk yarısındaki politika duruşu, kısmen algılanan likidite fazlalığı nedeniyle parasal genişleme ile enflasyonist beklentiler arasındaki görünür bağlantı göz önüne alındığında, parasal genişlemeyi kontrol etmeye yönelik olmuştur. 2008-09'un ilk altı ayında geniş paranın yıllık büyümesi rezerv paranın büyümesinden daha düşüktü. Hükümet ayrıca 2008-09'un ilk yarısında enflasyonu dizginlemek amacıyla çeşitli mali ve idari önlemler aldı. Böylece RBI'nın temel politika faiz oranları daraltıcı bir parasal duruşun sinyalini verecek şekilde hareket etmiştir. Repo faiz oranı, Nisan

2008 başındaki %7,75'ten, 30 Aęustos 2008 tarihinden itibaren geğerli olmak üzere üç dilimde 125 baz puan artırılarak %9'a çıkarılmıştır. Ters repo faiz oranı ise %6'da sabit tutulmuştur. Nakit rezerv oranı, 2008 Nisan ayı başında %7,50 iken, 30 Aęustos 2008 tarihinden itibaren geğerli olmak üzere altı dilimde 150 baz puan artırılarak %9'a çıkarılmıştır. Krizin etkisiyle ortaya çıkan dvız çıkışı ekonomideki likidite durumunun da sıkılaşması anlamına gelmekteydi. Likidite sıkışıklığı ve uluslararası kredilerin neredeyse dondurulmasıyla bařa çıkmak için parasal duruş 2008/09'un ikinci yarısında ani bir değişikliğe uğramıştır. Hindistan Merkez Bankası, ortaya çıkan duruma, nakit rezerv oranı, repo faiz oranı, ters repo faiz oranı ve yasal likidite oranında dūřuřler yoluyla parasal genişlemeyi kolaylaştırarak yanıt vermiştir. Hindistan Merkez Bankası'nın kredi politikası önlemleri genel olarak yabancı mali piyasalardan kaynaklanan sıkışıklığı telafi etmek ve dvız likiditesini iyileştirmek için yeterli likidite sağlamayı hedeflemekteydi. Aynı zamanda, küresel mali krizden kaynaklanan mali bulaşıcılığın Hindistan bankacılık sistemine nüfuz etmemesini sağlamak gerekiyordu. Dolayısıyla bu önlemler, ihracat, konut, mikro ve küçük işletmeler ve altyapıya yönelik sektöre özel kredi önlemleriyle desteklenmiştir. Parasal tedbirlerin likidite durumu üzerinde olumlu bir etkisi olmuştur.

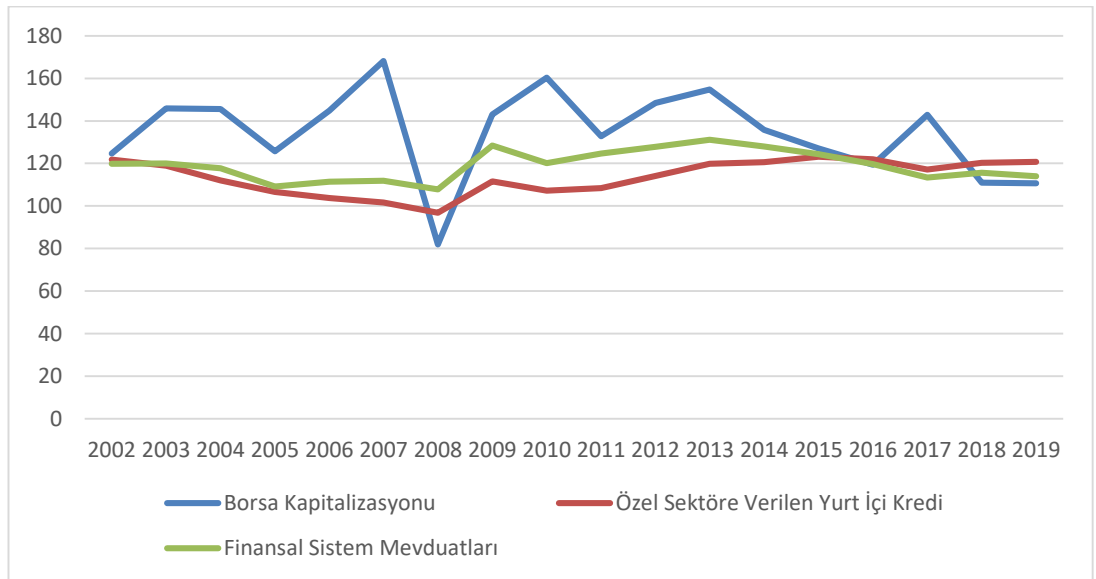
2010-2011'den sonra birçok ciddi sorun ortaya çıkmıştır. Örneğin karar alma süreçlerinin felce uğramasına yol açan yaygın kitlesel yolsuzluk suçlamaları, altyapıya yönelik kamu-özel ortaklık modelinin çöküşü, büyük banka kayıpları, devlet elektrik kurullarının büyük sübvansiyonlar vermesi ve elektrik hırsızlığını kontrol etmemesi nedeniyle büyük kayıplar; arazi edinimi, evre izinleri ve diğer izinlerdeki büyük sorunlar, bazı sermaye yoğun projelerin ortadan kalkmasına neden olan gecikmelere yol açmıştır. Ekonominin yavaşlaması ve buna ek olarak kamuoyunun yolsuzlukla mücadele ruh hali, Kongre Partisi liderliğindeki koalisyonun on yıl süren çoğunlukla başarılı bir yönetimin ardından 2014 seçimlerinde ezici bir yenilgiye uğramasına yol açmıştır. Bharatiya Janata Partisi'nden Narendra Modi liderliğindeki yeni hükümet, en kötü sorunlardan bazılarını çözmeye çalıştı ve büyüme 2015-16'da yaklaşık yüzde 7,5'e yükseldi. Çin'in bu dönemde ekonomik büyümesinin yüzde 6,5'e yavaşlamasıyla Hindistan dünyanın en hızlı büyüyen büyük ekonomisi haline gelmiştir (Aiyar, 2016: 3).

Hindistan, iktisadi büyüme açısından ele alındığında oldukça istikrarsız kabul edilebilecek bir istatistik yakalamıştır. Ekonomik büyüme oranı kimi yıllar yüzde 100 artmışken, kimi yıllar bu oranda azalmıştır. Finansal kriz yıllarında ekonomik büyüme büyük bir darbe alarak yüzde 3'lü değerlerde gerçekleşmiştir. Enflasyonla mücadele açısından bakıldığında, iktisadi büyümeye benzer olarak, yine istikrarsız bir grafik görülmektedir. En yüksek değer olarak finansal kriz sonrası 2011 yılında yüzde 11'e yaklaşan bir oran görülmektedir. Bununla beraber son yıllarda yüzde 2-4 aralığında hareket eden bir enflasyon oranı yakalanmıştır.

2.2.3. Malezya

2019 küresel rekabetçilik endeksinde kendine 27. sırada yer bulan Malezya, 32.4 milyon nüfusa, 10 yıllık ortalama %4.8 ekonomik büyüme oranına ve %3.4 işsizlik oranına sahip bir ekonomiye sahiptir. Sağlık (66. sıra), altyapı (35. sıra), makroekonomik istikrar (35. sıra) ve bilgi ve iletişim teknolojileri benimsemesi (33. sıra) alanlarında radikal bir gelişime ihtiyaç duymaktadır. Finansal sistem gelişmişliği (15. sıra), iş dinamizmi (18. sıra) ve ürün ve işgücü piyasalarında (20. sıra) oldukça başarılı bir çizgi yakalamıştır (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 366).

Şekil 2.21: Malezya



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Küresel mali krizin etkileri, 2008 yılının son çeyreğinde hissedilmeye başlanmış, büyüme %0,1 oranında daralmış, ardından 2009 dördüncü çeyreğine kadar daralmalar yaşanmıştır. İhracatın, GSYH'nin %103'ünü oluşturduğu ve dolayısıyla oldukça açık bir ekonomi olarak kabul edilebilecek olan Malezya'da ihracat, neredeyse %20 oranında daralmıştır. İmalat ihracatının ihracat daralmasındaki payı neredeyse %55 olarak kayıtlara geçmiştir. Emtialardan elde edilen kazançlar, emtia fiyatlarındaki ciddi düşüşler nedeniyle neredeyse üçte bir oranında düştü; ham petrol ve kauçuk fiyatları %50'den fazla düşerken, palm yağı fiyatları neredeyse %30 düşüş göstermiştir. Ek olarak doğrudan yabancı yatırımlarda ve portföy akışlarında keskin düşüşler yaşanmıştır (Bank Negara Malaysia, 2009). Bank Negara Malaysia, ekonomiyi hızla zayıflayan küresel ekonomiden korumak için faiz oranı indirimlerini ön plana çıkarmıştır. Banka, Gecelik Politika Faiz Oranını (OPR) Kasım 2008 ile Şubat 2009 arasında toplam 150 baz puan düşürerek %2,00'ye düşürmüştür (Bank Negara Malaysia, 2009: 71).

Ekonomiyi desteklemek amacıyla diğer maliye politikası önlemlerinin yanı sıra iki mali teşvik paketi hayata geçirilmiştir. Kasım 2008'de uygulamaya konulan ilk teşvik paketi, GSYİH'nin %1 oranında azalacağının düşünüldüğü 2009 yılında GSYİH'nin %1'i düzeyindeydi. Bu paketin yaklaşık yarısı altyapının iyileştirilmesine yönelik olmuştur. Büyüme tahminleri aşağı yönlü revize edilirken, Mart 2009'da mevcut Başbakan ve Maliye Bakanı Najib'in göreve gelmesinden hemen sonra ikinci bir mali teşvik paketi açıklanmıştır. İkinci ekonomik teşvik ele alındığında, açıklanan 60 milyar RM'lik paketten 2009'da yalnızca 5 milyar RM ve 2010'da da 5 milyar RM harcaması planlanmaktaydı. Paketin geri kalanı garantiler, vergi kesintileri ve Khazanah adlı Ulusal Egemenlik Fonu'na yapılan tahsisler şeklinde olacaktı. Paketin neredeyse yarısı (%48) (25 milyar RM'lik kısmı), KOBİ'lere yönelik banka garantisi olarak özel sektöre yardım etmeye yönlendirilecekti. Diğer %32'lik kısım ise altyapıya tahsis edilmiştir, ancak bu meblağın önemli bir kısmı kamu tesislerine yapılan yeni harcamalardan ziyade bakım için ayrılmıştır. Harcamaların yüzde 17'si gıda, yol ücreti ve yakıt sübvansiyonları, barınma desteği ve işten çıkarılan işçilere verilecekken, geri kalan yüzde 3'lük kısım işsizliğin azaltılması ve iş ve eğitim fırsatlarının artırılması için tahsis edilecekti. Ulusal Egemenlik Fonu tarafından

vergi teşvikleri için 3 milyar RM ve stratejik yatırımlar için 10 milyar RM tahsis edilmiştir (Doraisami, 2014: 592-593).

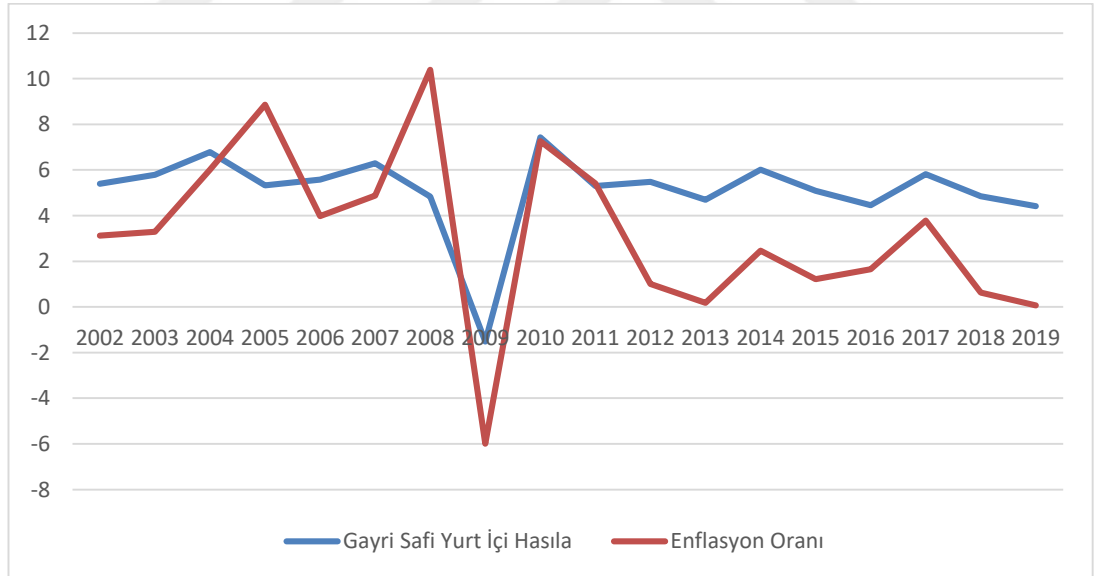
Diğer Asya ülkeleri gibi Malezya da 2008 yılının ikinci çeyreğinden itibaren sermaye kaçıışı yaşamıştır. ABD ve Batı'daki bankalar ve finans kuruluşları uluslararası faaliyetlerini azaltarak kendi iç pazarlarına odaklanmışlardır. Bunun sonucunda Malezya'ya akan fonlarda büyük bir düşüş yaşanmıştır. Bu sermaye akışları arasında portföy yatırımları en değişken olanıdır ve 2008 yılında portföy yatırımı çıkışlarından etkilenen ülkelere biri de Malezya olmuştur. Malezya borsasına yüksek düzeyde yabancı katılımı bulunmaktaydı. Yerleşik olmayan katılımcılara atfedilebilen işlem hacmi 2004 yılından krize kadar %30'un üzerindedir. Yabancı katılımcıların ülkelere geri dönmeleri nedeniyle portföy sermaye akışlarının tersine dönmesi borsayı önemli ölçüde etkilemiştir; Kuala Lumpur Bileşik Endeksi (KLICI) Ocak 2008'deki 1393 puandan Aralık 2008'de 876 puana düşmüştür. Malezya'ya yapılan doğrudan yabancı yatırımlar 2008'in ikinci çeyreğinden üçüncü çeyreğine geçerken %98 düşüşle karşı karşıya kalmıştır. Yılın tamamında, doğrudan yabancı yatırım 2008'de 2007 yılına göre %17 düşmüştür. Sermaye hesabı açığındaki artış ve cari hesap fazlasındaki düşüşün birleşimi, Malezya'nın ödemeler dengesinde ve yabancı rezerv stokunda bir bozulmaya yol açmıştır. Küresel mali krizin başlamasıyla birlikte yabancı mali kuruluşların yaptığı tasfiyeler nedeniyle portföy sermaye akışlarının büyük oranda tersine dönmesi, 2008 yılının ikinci yarısında rezervlerin azalmasına neden olmuştur. Malezya'nın yüksek rezerv seviyesi, kriz dönemlerinde tampon görevi görmüştür (Khoon ve Hui, 2010: 13-18).

Khoon ve Hui (2010: 19-21) bankacılık sektörü etkilerini de incelemiştir. Yazarlara göre yerli bankaların ABD'nin eşikaltı kredi ürünlerine olan maruziyeti ihmal edilebilir düzeyde olduğundan, krizin Malezya bankacılık sistemi üzerindeki etkisi nispeten ılımlı olmuştur. 2008 yılı sonunda bankacılık sisteminin risk ağırlıklı sermaye oranı (RWCR) ve çekirdek sermaye oranı (CCR) sırasıyla %13,1 ve %10,6 gibi yüksek seviyelerde korunmuştur. Takipteki krediler sağlıklı seviyelerdeydi. Asya mali krizi sırasında %18,5 ile zirveye ulaşmıştır ancak o tarihten bu yana oran 2008'de %2,6'ya düşürülmüştür. Yurt içi ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması ile birlikte ülkedeki genel kredi başvurularında da düşüş eğilimi görülmüştür. Hem iş

hem de hane sektörü için kredi başvuruları yavaşlamış; ancak ulaştırma, depolama, iletişim, finans, sigorta ve ticari hizmetler sektörlerinden başvurular devam etmiştir. Kredi onayları da genel kredi başvurularındaki düşüşe paralel olarak düşmüştür.

Malezya, grafikte görüldüğü üzere, yüksek borsa kapitalizasyonu oranlarıyla birkaç yıl haricinde piyasa bazlı bir yapıya sahip olmuştur. Finansal krizin öncesinde, 2007 yılında, söz konusu oran yüzde 170'lere dayanmıştır. Oldukça yüksek olan bu oran, 2008 yılında yüzde 80'lere gerilemiştir. Bunun dışında kalan tüm senelerde yüzde 100'ün altına düşmemiştir. Özel sektöre verilen yurt içi kredilerin oranı da oldukça yüksektir. Yine 2008 yılı dışında kalan hiçbir dönem GSYİH'nin yüzde 100'ünün altına düşmemiştir. Malezya bu açıdan bakıldığında banka bazlı ekonomi özelliklerini de taşımaktadır. Finansal sistem mevduatları da istikrarlı bir gidişat yakalamış ve hiçbir dönem GSYİH'nin yüzde 100'ünün altına düşmemiştir.

Şekil 2.22: Malezya



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

Altmış yıllık devlet rehberliğindeki kalkınmanın ardından Malezya, düşük gelirli, tarıma ve emtiaya dayalı bir ekonomiden, üst orta gelirli, endüstriyel olarak çeşitlendirilmiş bir ülkeye dönüşmüştür. Malezya'nın 1990 sonrası kalkınma stratejisinin nihai hedefi, 2020 yılına kadar en gelişmiş statüsüne ulaşmaktır. Beşinci Malezya Planı (1986-90), sanayileşmeyi vurgulayarak ve ihracat endüstrilerinde yabancı yatırımı teşvik ederek Japonya ve Güney Kore Cumhuriyeti'nin ihracata

dayalı ekonomik başarılarını taklit etmeyi amaçlamıştır. Özel sektör, özellikle doğal kaynaklara dayalı ve ağır sanayilerin büyümesinde ekonomik büyümenin katalizörü haline gelmiştir. Altıncı Malezya Planı (1991-95) ve Yedinci Malezya Planı (1996-2000), ülkenin üretim kapasitesini ve uluslararası rekabet gücünü artırmayı amaçlamıştır. Bu planlar, altyapı harcamalarında artış, daha fazla özelleştirme ve sanayileşme, serbest ticaret bölgelerinde üretimin artırılması ve uzmanlaşmış finansman kurumlarının kurulması yoluyla sanayiye finansman sağlanması çağrısında bulunmaktaydı. Bu çabalara rağmen Malezya ekonomisi, 1997 ve 1998 yıllarında Asya'daki finansal çöküşün ardından dünya çapında yaşanan ekonomik durgunluğun ve doğrudan yabancı yatırımlardaki önemli düşüşlerin ardından 2001 yılında dramatik bir şekilde yavaşlamıştır. Buna karşılık, Sekizinci Malezya Planı (2001-05) tarım, imalat ve hizmet sektörlerindeki yatırımları artırarak ekonomik kalkınmaya daha dengeli bir yaklaşımı vurgulamıştır. Dokuzuncu Malezya Planı (2006-10) planı, düşük verimlilik kazanımları, vasıflı işgücü eksikliği ve ülkenin büyüyen cari işlemler açığı gibi konuları ele almaktaydı. Onuncu Malezya Planı (10MP) (2011-2015), ülkenin 2020 yılına kadar yüksek gelir statüsüne yönelik nihai hamlesini resmileştirmiştir. Bu plan, ekonominin yüksek katma değerli üretime geçişini hızlandırmayı hedeflemekte ve bunun, sonuçta toplam ekonomik büyümenin yaklaşık yüzde 40'ını oluşturması beklemekteydi. Bu dönüşümün, insan sermayesine yapılan yatırımların artması, yeni teknolojilerin benimsenmesi ve yenilikçiliği ve yaratıcılığı teşvik edecek girişimciliğin teşvik edilmesi yoluyla sağlanması beklenmekteydi. Söz konusu plan ayrıca, ülkenin küresel ekonomideki değişimlere karşı kırılganlığını azaltmak için, birincil büyüme motoru olarak daha güçlü iç talebi teşvik etmeyi amaçlamaktaydı (Webster, 2014: 4-5).

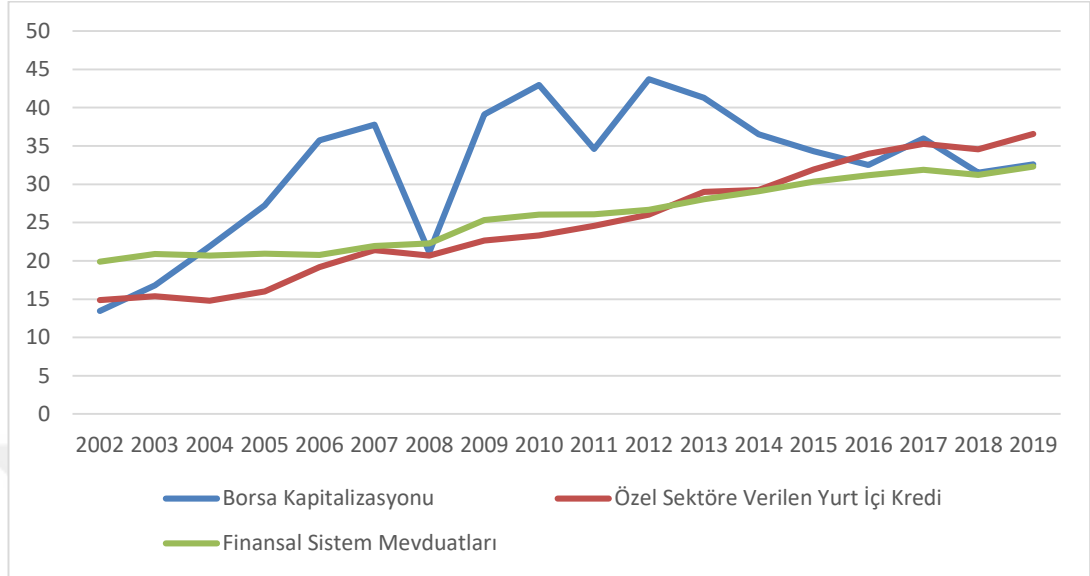
Gayri safi yurt içi hasıla büyümesi bakımından Malezya, finansal kriz yılı olan 2009 dışında pozitif değerler elde etmiştir. 2009 yılında bu oran %2'lere yaklaşmış olup diğer dönemlerde genellikle yüzde 4-6 aralığında hareket etmiştir. İktisadi büyüme açısından bakıldığında istikrarlı bir ilerleme söz konusudur. Enflasyon oranında ise iniş ve çıkışlar görülmektedir. 2009 yılında deflasyonla karşılaşan Malezya ekonomisi için deflasyon oranı yüzde 6 olarak ortaya çıkmıştır. Kriz yılı öncesinde yüzde 11'e yaklaşan bir enflasyon oranıyla karşılaşan ekonomi,

kriz sonrası dönemlerde enflasyon oranını büyük ölçüde düşürmüştür. 2012 yılında yaklaşık yüzde 1'lik bir enflasyon oranı görülmektedir. İlerleyen yıllarda da bu oran yüzde 4'ü geçmeyecek şekilde kontrol altına alınmıştır. 2013 ve 2019 yıllarında deflasyon tehlikesiyle karşılaşmıştır.

2.2.4. Meksika

Meksika 2019 yılı küresel rekabetçilik endeksine göre 48. sırada yer almaktadır. Puan performansını 0,3 puan artırmasına rağmen diğer ülkelerin daha hızlı bir oranda gelişmesi nedeniyle iki sıra gerileme göstermiştir. Bu dönemde, ABD uluslararası ticaret politikasından kaynaklanan belirsizlik ve ticaret gerginlikleri, Meksika'nın daha fazla sosyo-ekonomik gelişimini engelleyen bir karşı rüzgar oluşturmuştur. Bu durum iş liderlerinin beklentilerini ve dolayısıyla yatırım yapma isteklerini azaltıyor. Öte yandan en düşük sıralı dört sütunun hepsinde bir miktar ilerleme kaydetmiştir: Kurumlar (+0,6 puan, 98. sıra), işgücü piyasası (+1,4, 96. sıra), beceriler (+0,4, 89. sıra), bilgi ve iletişim teknolojisi (+3,7, 74. sıra). Benzer şekilde, kurumlardaki iyileştirmeler kamu sektörünün idari verimliliğinde yoğunlaşmışken (+4,5 puan, 59. sıra), güvenlik (138. sıra) ve şeffaflık (116. sıra) sorunlu alanlarıdır. Enflasyondaki artış (%5,5, 111. sıra), sağlıklı yaşam beklentisindeki düşüş (0,9 yıl düşüş ile 60. sıra) ve ulaşım altyapısındaki iyileştirmelerin eksikliği (-1,3, 51. sıra) Meksika'nın rekabet gücünü üst sıradaki ekonomilere yaklaştırmak için daha fazla çaba gerektirdiğini göstermektedir (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 18).

Şekil 2.23: Meksika



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Finansal kriz meydana geldiğinde Meksika'nın, gelişmekte olan ekonomilere sunulan mali kaynak miktarının azalması ve ülkenin dış gelirlerindeki düşüş ile karakterize edilen olumsuz küresel ortama uyum sağlaması gerekiyordu; yani reel döviz kurunun değer kaybetmesi gerekmektedir. Dolayısıyla makroekonomik politika duruşu, ekonomiyi gerekli ayarlamalara düzenli bir şekilde yönlendirecek bir politika bileşimini gerektiriyordu. Sonuç olarak, Meksikalı yetkililerin maliye ve para politikaları yoluyla ekonomik canlandırma sağlama konusunda dar bir manevra kabiliyeti bulunmaktaydı. Mali krizden önceki yıllarda Meksika Hükümeti, Federal Bütçe ve Mali Sorumluluk Yasası (Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria) doğrultusunda dengeli bir bütçe kuralı izlemekteydi. Böylece Eylül 2008'de küresel kriz tırmandığında bütçe dengede idi. Yine de mali hesaplara yönelik bir dizi endişeler taşınmaktaydı. Birincisi, kamu sektörü gelirlerinin %30 ila 40'ının ham petrol ihracatından geldiği göz önüne alındığında, hükümet gelirlerinin petrol gelirlerine yüksek bağımlılığı olarak belirtilmiştir. İkincisi, ekonomik aktivitedeki bozulmanın vergi gelirlerini azaltması bekleniyordu. Üçüncüsü, kamu harcamalarının katı yapısı, bunların ayarlanmasına çok az imkan vermektedir. Kriz toplumun en yoksul kesimlerini etkilemeye başladıkça, federal hükümet krizin ekonomik faaliyetler, özellikle de düşük gelirli aileler üzerindeki olumsuz etkisini hafifletmeye

yönelik önlemler almaya çabalamıştır. Bu önlemler arasında altyapıya yönelik kamu harcamalarının artırılması, hanehalkı enerji fiyatlarının dondurulması, endüstriyel elektrik tarifelerinin düşürülmesi ve istihdamı destekleyici programların uygulanması yer almıştır. Bu tür önlemlerin uygulanması amacıyla, Federal Bütçe ve Mali Sorumluluk Yasası'nın ışığında belirlenen 2009 bütçesi, dengeli bir bütçeden orta düzeyde bir açığa geçişe izin verecek şekilde değiştirilmiştir. 2009'un ortalarına gelindiğinde ekonomik durgunluğun beklenenden daha derin olduğu ortaya çıkmıştır. Petrol fiyatları da beklenenden daha düşük seviyelerde bulunmaktaydı. Bu koşullar altında kamu sektörünün gelirlerinde ciddi bir düşüş yaşanmıştır. Bu durum ülkenin mali pozisyonunu zayıflatarak Meksika'nın uluslararası kredi piyasalarına erişimini büyük ölçüde sınırlamıştır (Sidaoui, Ramos-Francia ve Cuadra, 2010: 294-295).

Bunun sonucu olarak artan bütçe açığını kapatacak önlemlerin alınması acil hale gelmiştir. Hükümet, kamu maliyesinin yapısal olarak güçlendirilmesi için mali reformun uygulanması gerektiğini de ifade etmiştir. Meksika Kongresi, bazı kamu harcamalarında kesintiler ve yüksek vergiler de dahil olmak üzere 2010 yılı için mali sıkılaştırma tedbirlerini onaylamıştır. Bunlar arasında genel KDV oranında kalıcı bir artış, özel tüketim vergilerinde kalıcı ve geçici artışlar, gelir vergilerinde geçici artışlar ve şirket gruplarına yönelik vergi erteleme mekanizmalarına sınırlamalar yer almıştır. Söz konusu mali çaba GSYİH'nın yaklaşık %2'si gibi bir değere ulaşmıştır. Bu mali konsolidasyon paketi, ekonomik faaliyette keskin bir daralmanın yaşandığı son derece olumsuz bir ortamda uygulanmıştır. Bu süreçte reel döviz kuru da düzenli bir şekilde değer kaybetmiştir. Bu süreçte merkez bankasının önündeki zorluk, sistemik bir risk durumunu önlemek ve aynı zamanda fiyat istikrarını riske atabilecek enflasyon beklentilerindeki bozulmayı önlemek amacıyla finansal piyasanın düzenli işleyişini yeniden tesis etmeye yardımcı olmaktı. 2008'in ilk yarısında emtiaların uluslararası fiyatlarındaki keskin artış, Meksika'da enflasyonist baskıların artmasına neden olmuştur. O dönemde gelişmiş ekonomilerden kaynaklanan krizden ekonomik aktivite önemli ölçüde etkilenmemiş ve Meksika Merkez Bankası parasal sıkılaştırma kararı almıştı. Gecelik bankalararası faiz oranı hedefi Haziran'daki %7,5'ten Ağustos'ta %8,25'e yükseltildi. Enflasyondaki artışın enflasyon beklentilerini etkilemesini önlemek amacıyla uygulanan bu eylemler kısmen önleyici nitelikteydi.

Bu süreçte iki faktör 2008 yılının son birkaç ayında enflasyonun daha da kötüleşmesine katkıda bulunmuştur. Birincisi uluslararası emtia fiyatlarındaki artışlar yurt içi fiyatları gecikmeli olarak etkilediğinden dolayı enflasyon üzerindeki etkileri 2008 yılının son çeyreğinde de devam etmiştir. Eylül 2008 olaylarının ardından ulusal para biriminde yaşanan değer kaybı da enflasyonu etkilemiştir. Ekonomik aktiviteye ilişkin görünüm bozulmaya başlasa da Meksika Merkez Bankası, esasen enflasyonist baskılara ve bu baskıların enflasyon beklentileri üzerindeki olası olumsuz etkilerine ilişkin artan endişelere yanıt olarak politika faizinde değişiklik yapmama kararı almıştır. O dönemde gelişmiş ekonomilerin merkez bankaları agresif politika faizi indirimleri uygulamaktaydı. Dolayısıyla Meksika Merkez Bankası'nın kararı, Meksika ile başta ABD olmak üzere gelişmiş ekonomiler arasındaki faiz farkının açılmasına katkıda bulunmuştur. Bu durum Meksika'da para politikası duruşunun daha da sıkılaştırılması anlamına gelmekteydi (Sidaoui, Ramos-Francia ve Cuadra, 2010: 295-296).

2009'un başlarında enflasyon zirveye ulaşarak düşmeye başlarken; büyüme beklentileri ise kötüleşmiştir. Düşük gıda ve enerji fiyatları ile büyüyen çıktı açığı enflasyonist baskıları azaltsa da enflasyon gelişmiş ekonomilere göre yüksek kalmıştır. Risk dengesi önemli ölçüde kötüleşerek ekonomik faaliyet yönüne doğru kayarken, enflasyon beklentileri nispeten sağlam bir şekilde sabit kalmayı sürdürmüştür. 2009 yılının ilk çeyreğindeki zayıf ekonomik aktivite, aynı yılın ikinci çeyreğinde daha da kötüleşmiştir. Bu zayıf performans, yılın tamamına ilişkin büyüme beklentilerinin aşağı yönlü revizyonuna yol açmıştır. Merkez bankası bir gevşeme döngüsü başlatarak politika faizini Ocak'taki %8,25'ten Temmuz itibarıyla hızla %4,5'e düşürmüştür. Esas olarak 2010 yılı için Kongre'ye önerilen mali önlemlerin enflasyon üzerindeki potansiyel etkisine ilişkin endişeler nedeniyle sonraki aylarda başka politika faizi indirimi yapılmamıştır (Sidaoui, Ramos-Francia ve Cuadra, 2010: 296).

Sidaoui, Ramos-Francia ve Cuadra'nın (2010: 286) Meksika üzerine yaptıkları çalışmada açıkladıkları üzere, Eylül 2008'de yaşanan olaylar sonrasında kurumsal yatırımcıların riskten kaçınma eğiliminin aniden artması ve gelişmiş ekonomilerdeki kaldıraç azaltma süreci, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye

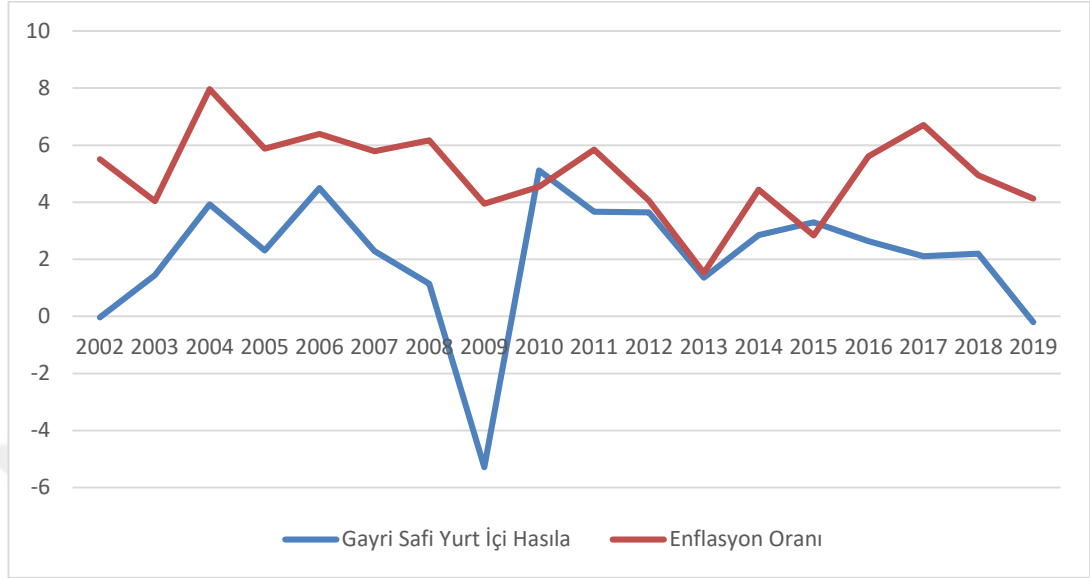
akımlarının tersine dönmesine neden olmuştur. Sonuç, gelişmekte olan ekonomilerde hükümet ve şirket tahvilleri gibi yerli varlıkların büyük miktarda tasfiyesi olmuştur. Bu durum paranın değer kaybetmesine, döviz piyasalarında aşırı oynaklığa, iç borç piyasalarında likiditenin azalmasına ve uluslararası finans piyasalarında yerli ekonomik aktörler için daha da sıkı koşullara yol açmıştır. Gelişmekte olan ekonomilerin neredeyse tamamı yüksek riskten kaçınma ortamından olumsuz etkilenmiş olsa da Meksika'da şokun etkisi, şirketlerin karmaşık türev enstrümanlar yoluyla döviz maruz kalmasıyla daha da artmıştır. Menkul kıymetler borsasında işlem gören ve iç borç piyasalarının önemli katılımcıları olan bu büyük şirketlerin çoğu, büyük ve ani pezo değer kaybı karşısında spekülasyon yapan karmaşık türev işlemlerine girişmiş ve sonuç olarak bilançolarına yüksek derecede risk getirmiştir. Türev araçlar, döviz kuru belli bir aralıkta kaldığı sürece bu şirketlere kâr sağlıyordu ancak peso bu aralığın dışında dalgalanmaya başlar başlamaz önemli kayıplar yaşanacaktı. İlgili firmalar tarafından yanlış bir şekilde pek olası olmayan bir olay olarak algılanan ABD dolarının keskin bir değer kaybı, büyük kayıplara ve ABD dolarına yönelik muazzam bir talebe yol açacaktır. Bu nedenle, riskten kaçınmanın yüksek olduğu ortam pezo da önemli bir değer kaybına neden olduğunda, döviz kuru ayarlaması, bu türevlerin içerdiği ABD dolarına yönelik ek talep nedeniyle daha da kötüleşmiştir. Olaylar, 15 Eylül'den 16 Ekim'e kadar pezo da %22,8'lik bir değer kaybı ve döviz (USD/MXN) opsiyonlarının ima edilen oynaklığında bir artışı tetiklemiştir. Bu türbülans döneminden önce Meksika Pesosu'nun uzun bir süre düşük volatilité yaşadığını belirtmek gerekmektedir.

Yatırımcıların bu sorunların şirketler arasında ne ölçüde yaygınlaştığını bilmemesi nedeniyle, zararların açıklanması yurt içi mali piyasalarda yüksek bir belirsizlik ortamı yaratmıştır. Bu firmaların bir kısmının kredi notunun kötüleşmesi, zaten olumsuz olan senaryonun daha da kötüleşmesine katkıda bulundu. Önemli şirketlerin ciddi finansal sorunlarla karşı karşıya kalması, karşı taraf riskinde önemli bir artışa ve piyasa katılımcılarında yaygın bir güven kaybına neden olmuştur. Özel borç piyasalarında ise, karşı taraf riskindeki ani artış ve bunun sonucunda bazı borçluların finansal yükümlülüklerini yerine getiremeyecekleri algısı nedeniyle özel firmaların ihraç ettiği menkul kıymetlere olan talepte keskin bir daralma yaşanmıştır.

Şirketler, küçük bankalar ve banka dışı mali kuruluşlar ticari senet ihraç edemediğinden, bu şirketlerin ve mali kuruluşların kısa vadeli borç piyasasında finansman maliyeti önemli ölçüde artmıştır. Yüksek belirsizlik ortamı ve borç piyasalarındaki olumsuz gelişmeler bankalararası piyasanın normal işleyişini de tehdit etmiştir. Birincisi, olumsuz güven şoku birçok menkul kıymetin fiyatında düşüşe yol açtığından ve bunlar da pratik açıdan oldukça likit olmayan hale geldiğinden, bunların bir kısmı artık teminat olarak kabul edilmemiştir. İkincisi, karşı taraf riskindeki artışın bu piyasayı da doğrudan etkilemesiydi. Özellikle, yeni küçük ticari bankaların çoğunluğu ve bazı orta ölçekli bankalar için, faaliyetlerini finanse etmek için ağırlıklı olarak bankalararası piyasadan sağlanan finansmana bağımlı olmaları nedeniyle ciddi bir potansiyel sorun teşkil ediyordu (Sidaoui, Ramos-Francia ve Cuadra, 2010: 286-288).

Meksika, grafikteki tüm bilgiler göz önünde bulundurulduğunda, nispeten düşük bir finansal gelişme düzeyine sahiptir. Ülke ekonomisi çoğu yılda piyasa bazlı bir yapıda olmuştur. Borsa kapitalizasyonu 2002 yılından itibaren yükseliş trendinde olmasına rağmen finansal kriz bu trendi tersine çevirmiştir. Bunun ardından yükseliş yine başlamış ancak yüzde 45 sınırını aşamamıştır. Son yıllarda söz konusu değer yüzde 30-35 aralığında hareket etmiştir. Bunun yanı sıra, özel sektöre verilen krediler istikrarlı bir artış sergilemektedir. Yüzde 15’lerde başlayarak ve istikrarlı artışlarla yüzde 40’lara yaklaşan bir grafik çizmektedir. Finansal sistem mevduatları da ilk yıldan itibaren artış trendine sahiptir.

Şekil 2.24: Meksika



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

Capraro ve Panico (2018: 10-11), gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi Meksika'da da rezerv birikiminin yeni bir tarihsel durum yarattığını kaleme almıştır. Bu da hükümeti, merkez bankasının net alacaklısına dönüştürmesidir. Devlet sektörünün verdiği kredinin boyutu büyüktür ve siyasi otoriteler bu yeni koşullara bağlı kalarak politikalarının ihtiyari yönetimini kısıtlamayı kabul etmektedirler. Son on yılda iktidarda olan partiler, mevzuat onlara kredi almalarına izin verse bile, Federal Hükümet Hazinesi Cari Hesabında yüksek bir pozitif bakiye tutmayı kabul etmişlerdir. Ayrıca, Meksika Birleşik Devletleri Kongresi 1993 yılında, Düzenleyici Para Mevduatlarının yönetiminde bu kuruma geniş takdir yetkileri tanıyan “Meksika Bankası Yasası”nı onaylamıştır. Bu yasa merkez bankasının, Hazine'den izin istemeden hükümet adına tahvil ihraç etmesine ve bu satışlar sonucu elde edilen fonları, Federal Hükümet adına merkez bankası tarafından idare edilen, faiz ödemedi çekilemeyen mevduatlara tahsis etmesine olanak tanımaktadır. Benzer şekilde, Kongre 2006 yılında, literatüre göre yatırımı ve büyümeyi olumsuz yönde etkileyen, orta vadeli veya döngüsel olarak ayarlanan bir dengeli bütçe uygulayan bir mali kural olan “Bütçe ve Hazine Sorumluluğu Federal Kanunu”nu (Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria) onaylamıştır. Kamu yatırımları, 2009 ve 2016 yılları arasında yıllık %4,5 düşüş göstererek 2017 yılında GSYİH'nın %1,8'ine

ulaştı ve bu tarihsel olarak düşük bir seviyeyi temsil etmektedir. Kamu yatırımlarındaki azalma üretken yapıyı olumsuz etkilemektedir. Toplam yatırım üzerinde olumsuz bir etkisi vardır ve özel yatırım üzerindeki dışlama etkisinin tersi bir etki yaratmaktadır. Bu olumsuz etkiler, ödemeler dengesi cari hesabının giderek zayıfladığını gösteren istatistiksel bilgilerde gözlemlenebilmektedir. 2013-2016 döneminde aynı büyüme oranının 2003-2012 dönemine göre daha yüksek bir cari açık yarattığına dikkat çekilmiştir. İktisat politikasının organizasyonu zamanla sürdürülemez hale gelebilme riskine sahiptir ve ekonomiyi ulusal para birimine yönelik spekülâtif saldırılardan koruyamayabilecek duruma gelinebilecektir. Bussière vd. (2015) ödemeler dengesinin cari işlemler hesabının giderek bozulmasının bu saldırıların olasılığını artırdığına dikkat çekmektedir.

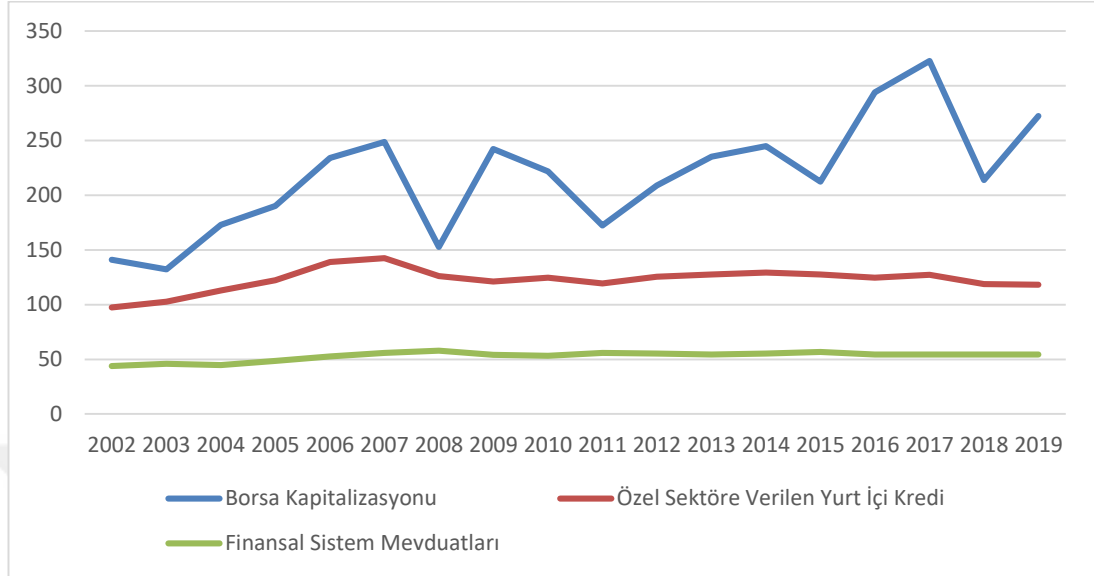
Bu sonuç, gelişmekte olan ekonomilerin üretken yapısının zayıflığının, reel döviz kuru aşırı değerlenmese bile ülkeyi 'kur krizinden döviz krizine' sürükleyebilecek politikaların yürütülmesi ve düzenlenmesine de bağlı olabileceğini göstermektedir. Gelişmekte olan ekonomiler, hükümet politikasının kalitesini artıran, üretken yapıyı ve uluslararası rekabet gücünü güçlendiren ulusal reformları uygulamaya koyarak, uluslararası finans sektörüne ve ülke dışında meydana gelen siyasi, ekonomik ve finansal olaylara olan bağımlılıklarını azaltabileceklerdir (Capraro ve Panico, 2018: 12).

2002 yılında negatif büyümeyle karşılaşan Meksika, sonraki iki yılda büyümesini yüzde 4 değerine kadar getirmeyi başarmıştır. İnşili çıkışlı bir gidişatın ardından, finansal kriz yıllarında, yüzde 6'ya yaklaşan bir negatif büyüme oranıyla karşı karşıya kalmıştır. 2019 yılına kadar pozitif büyüme oranları açıklayan Meksika, 2019 yılında yeniden negatif iktisadi büyüme sergilemiştir. Enflasyon oranında, 2004 yılında, en yüksek değer olarak yüzde 8'i gören Meksika söz konusu değeri düşürmeyi başarmıştır. Takip eden yıllarda enflasyon oranı, genellikle, yüzde 4-6 aralığında gerçekleşmiştir. Genel olarak bakıldığında, enflasyon oranını belirli bir bandta tutmayı başardıkları söylenebilecektir.

2.2.5. Güney Afrika

2019 yılı itibariyle Güney Afrika'nın rekabet gücü, son siyasi manzara değişiminden sonra yeniden ivme kazanarak 7 sıra yükselişle birlikte 60. sıraya yerleşmiştir. Ülke, iyi gelişmiş hisse senedi, sigorta ve kredi piyasalarına sahip bölgesel bir finans merkezidir (19. sıra). Güney Afrika ayrıca bölgedeki en gelişmiş ulaşım altyapılarından birini geliştirmiştir (45. sıra). Pazar büyüklüğü açısından Afrika'nın en iyi ülkeleri arasındadır (35. sıra). Bu yerleşik güçlü yönlerin ötesinde, sağlık koşulları -düşük bir tabandan (118. sıra) başlamasına rağmen- daha iyidir ve son değerlendirmeden bu yana ortalama sağlıklı yaşam beklentisine 3,3 yıl eklemiştir. Kurumsal kalite de iyileşme göstermesine rağmen bu alanda eşitsizlikler yer almaktadır (+3,3 puan, 55. sıra). Bu kategorinin bazı yönleri, farklı devlet birimleri arasında güç dengesinin yeniden sağlanması (+7,7 puan, 16. sıra), kamu sektörünün idari verimliliğinin artırılması (+6,3, 39. sıra) ve kurumsal yönetim (+3,3, 26. sıra) gibi dikkate değer ilerlemeler kaydetmiştir. Buna karşılık, diğer yönler zayıf performans göstermeye devam etmektedir: güvenlik (135. sıra) Güney Afrika'nın rekabet gücünün önündeki en büyük engellerden biri olmaya devam ederken, şeffaflık (62. sıra) ve hükümetin değişime uyum yeteneği (100. sıra) da yetersiz kabul edilmektedir. Dahası, Güney Afrika'nın rekabet gücü, iflas düzenlemeleri ve bir iş kurmanın getirdiği idari yükümlülükler tarafından engellenen nispeten düşük iş dinamizmi (60. sıra) ve sürekli olarak yetersiz işgücü piyasası esnekliği (111. sıra) tarafından geri tutulmaktadır. Örneğin, ücret belirleme esnekliği sınırlıdır (134. sıra) ve yabancı işgücü kiralamak zordur (123. sıra). Güney Afrika'nın mineral kaynaklarının ihracatına olan duyarlılığı ülkenin ekonomik görünümünü etkileyecek ve işsizliği azaltmayı (%27) zorlaştıracaktır (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 19).

Şekil 2.25: Güney Afrika



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Global krize karşı Güney Afrika'da hükümeti, 2010-12 döneminde kamu yatırımları için yaklaşık 100 milyar ABD Doları tutarında konjonktür karşıtı bir mali teşvik benimsemiştir. Güney Afrika Merkez Bankası Aralık 2008 ile Mayıs 2009 arasında para politikasını gevşeterek politika faizini toplam 450 baz puan düşürmüştür (Devarajan, 2011: 432). Devletin krize tepkisinin ana itici gücü, 2013/14'e kadar büyümeyi ve istihdamı teşvik etmek amacıyla kamu sektörünün altyapıya yaptığı 846 milyar Rupı yatırımındı. Bu, krize dayalı bir teşvik olmaktan çok, tesadüfen krizle aynı zamana denk gelen, ekonominin üretkenlik ve istihdam kapasitesini artırmaya yönelik planlı bir yatırımdı (Steytler ve Powell, 2010: 163).

Bütçe açığının GSYİH yüzdesi olarak sistematik olarak azaltılması, 1996'dan bu yana makroekonomik politikanın temel taşıydı. Yıllar geçtikçe, emekçiler içinde mali kemer sıkma politikalarına yönelik eleştiriler artmış. Krizin sorumlusu olarak muhafazakar para ve maliye politikası gösterilmekteydi. 2010 bütçesi mevcut makroekonomik politikanın temellerini doğrulasa da istihdamı artırmak için hızlı ekonomik büyüme ihtiyacı göz önüne alındığında bir bütçe açığı verme ihtiyacını kabul etmekteydi. Bunun sonucu olarak borç 2008/09'da GSYH'nin yüzde 22,7'sinden 2015/16'da yüzde 44'e yükseldi. Şubat 2009'da sosyal ortaklar arasında

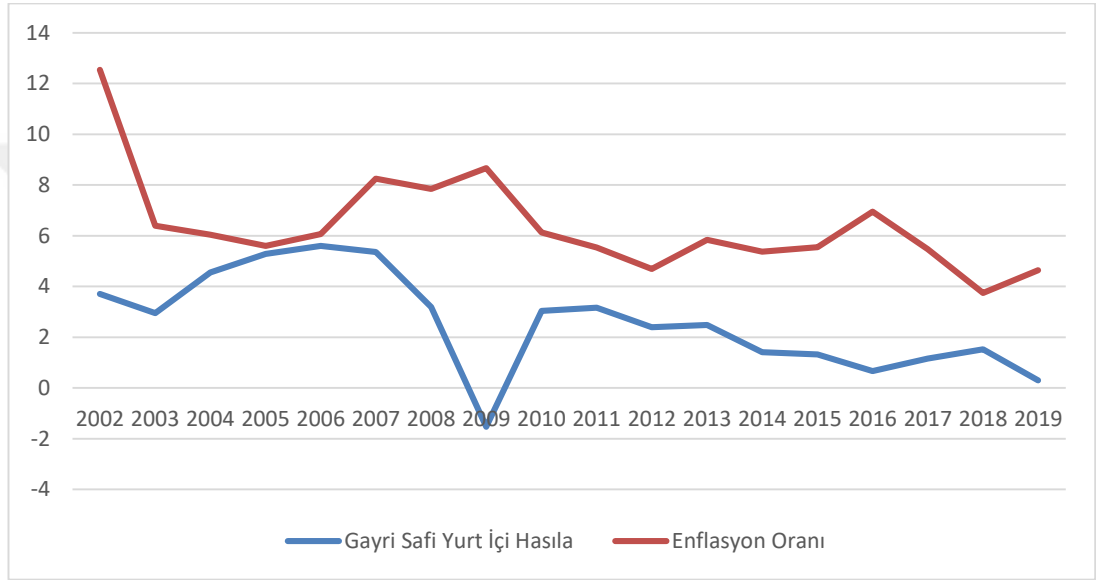
imzalanan sözleşme, Güney Afrika Merkez Bankası'nın para politikasındaki rolünü doğrulamıştır. Bankanın durgunluk sırasında sadece ılımlı faiz indirimleri sağlayan enflasyon politikası sendikaların eleştirilerine hedef olmuştur (Steytler ve Powell, 2010: 164).

Nyasha ve Odhiambo (2015: 94)'ya göre, Güney Afrika finansal sistemi, Afrika'daki açık ara en büyük, en gelişmiş ve en karmaşık sistemdir ve gelişmiş dünyanın finansal sistemleriyle karşılaştırılabilir düzeydedir. Geçtiğimiz on yıllarda, Güney Afrika iyi gelişmiş bir bankacılık sistemi ve rekabetçi bir borsa kurmuş ve bu da dünyanın en iyi 20 borsası arasına yerleşmiştir. 1887 yılında kurulan ve 1963 yılından bu yana Uluslararası Menkul Kıymetler Borsaları Federasyonu'nun üyesi olan Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası (JSE), Güney Afrika'daki tek borsa olmasına rağmen piyasa değeri açısından dünyanın en büyük borsalarından biridir. 1990'lı yıllarda Güney Afrika, ulusal kalkınma taleplerine ve küresel modernizasyon taleplerine ayak uydurmak için hem bankacılık sektöründe hem de borsada finans sektörü reform sürecini başlatmıştır. Bankacılık sektöründe bu reformlar yasal, düzenleyici, yargı ve denetim ortamlarının iyileştirilmesine odaklanmış; mali baskının azaltılması, bankaların sağlamlığının yeniden sağlanması, mali altyapının iyileştirilmesi ve yeni girenleri teşvik edecek programlar tasarlamak başlıca hedefler olarak belirlenmiştir (BIS, 2012a). Borsa tarafında reformlar, ticaret ortamının genel modernizasyonunun yanı sıra işin yasal, düzenleyici, yargısal ve denetleyici yönlerini de ele almıştır. Zamanla, bu sıkı reformlar Güney Afrika'da gelişmiş ve iyi düzenlenmiş bir finansal sistemin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bankacılık sektöründe bu durum, özel sektör kredilerinin 1980'de GSYİH'nin %76,4'ünden 2010'da GSYİH'nin %182,2'sine yükselmesi ve Otomatik Para Çekme Makinelerinin (ATM) sayısının 2008'de 22.920'den 2010'da 24.063'e çıkmasıyla kanıtlanmaktadır. Borsada bu reformlar, borsaya kayıtlı şirket sayısının 2006'da 401'den 2012'de 417'ye çıkmasına ve borsa kapitalizasyonunda, toplam işlem gören değerde ve ciro oranında dikkate değer bir artışa yol açmıştır (Dünya Bankası, 2014).

Güney Afrika, örneklem ülkeleri içinde borsa kapitalizasyonu oranı en yüksek olan ülkelerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu oran en son 2003 yılında yüzde 150'nin altında gerçekleşmiş olup en yüksek değer olarak 2017

yılında yüzde 300'ü aşmıştır. Net bir şekilde piyasa bazlı bir yapıya sahip olan Güney Afrika, özel sektöre verilen yurt içi krediler oranında da istikrarlı bir gidişata sahiptir. Bu oran 2002 yılından sonraki dönemlerde yüzde 100'ün altına düşmemiştir ve yüzde 100-150 aralığında hareket etmektedir. Finansal sistem kredileri de istikrarlı bir grafik çizmektedir ve yüzde 50'ler civarında ilerlemektedir.

Şekil 2.26: Güney Afrika



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

1994'te Güney Afrika Apartheid'in sonunu görmüştür. Yeni siyasi özgürlük çağı, ekonomik refah ve katılımın temeli olarak görülmekteydi ancak son yirmi yılda karışık sonuçlar görülmüştür ve ekonomik büyüme istikrarsızlaşmıştır. Kamu hizmetlerinde eşitsizlikler azalırken, gelir eşitsizliği artmış ve yoksulluk seviyeleri sabit kalmıştır. Güney Afrika gibi güçlü bir doğal kaynak tabanına sahip ancak özellikle ırklar arasında köklü kalıtsal eşitsizliklerin olduğu bir ekonomi için büyük sorunlar yer almaktadır. 2014 yılında demokrasiye geçişin yirminci yılı yaklaşırken, Güney Afrika'da ekonomi politikası tartışmaları tüm hızıyla devam etmekteydi. Demokratik yönetimin başlangıcından bu yana, 2012 yılının sonuna kadar, Güney Afrika ekonomisi reel GSYİH'da yıllık ortalama %3,28'lik bir büyüme oranı kaydetmiştir. Spesifik olarak, incelenen dönem, 1994-2012 dönemindeki 76 çeyreğin 73'ünde pozitif ekonomik büyüme kaydedildiğini göstermektedir. 2005-07 arasındaki 3 yıllık dönem, yıllıklandırılmış reel GSYİH büyüme oranlarının her ardışık yılda

%5'i aşmasıyla ekonominin en başarılı büyüme atılımını temsil etmektedir. Ekonomi, küresel mali krizin sonuçlarından yalnızca 2008-2009 döneminde etkilenmiştir; 2009 yılı büyümesi ortalama olarak negatifti. Ekonomik durgunluk, kısa ömürlü olmasına rağmen özellikle işgücü piyasasında ciddi sonuçlar doğurmuştur. Durgunluktan önceki dönem, muhtemelen Güney Afrika'nın tarihindeki aralıksız pozitif iktisadi büyümenin en uzun dönemini temsil etmekteydi. Söz konusu büyüme, ekonominin 1994 sonrası dönemde geçirdiği temel yapısal değişikliklerle çelişmektedir. Bu yapısal değişimler dört temel sonuçta kendini göstermektedir. Öncelikle Madencilik'in GSYİH içindeki payı 1994'te %11 seviyesindeydi, ancak on sekiz yıllık bir süre boyunca istikrarlı bir şekilde düşerek 2012'de %5'e gerilemiştir. İkincisi, imalat sektörü durgun kalmıştır. 1994'te toplam üretimin %19'unu oluştururken, 2012'de reel GSYİH'nin %17'si ile bu oranın çok az altında kalmıştır. Üçüncüsü, bu dönemdeki temel sektörel büyüme motoru finans ve ticari hizmetler sektörü olmuştur; ikincisi bir artışa konu olmuştur. Ulusal üretimdeki payı 1994'te %17'den 2012'de %24'e çıkmıştır (Bhorat, Hirsch, Kanbur ve Ncube, 2014: 4-5).

Güney Afrika ekonomisi, tarihsel olarak istihdama ve büyüme oluşumuna önemli katkıda bulunan yenilenemeyen sektöre olan bağımlılığından, artık küresel olarak rekabetçi ve son derece karmaşık bir finans ve ticari hizmetler sektörü tarafından tanımlanan bir ekonomiye doğru ilerlemiştir. Nitekim Dünya Ekonomik Forumu'nun Küresel Rekabet Edebilirlik Endeksi, finansal piyasaların gelişimi açısından Güney Afrika'yı dünyadaki 144 ekonomi arasında üçüncü sıraya yerleştirmektedir (Dünya Ekonomik Forumu, 2013). Bu yüksek düzeydeki finansal gelişmişliğe rağmen, Güney Afrika imalat sektörünün hem istihdama hem de GSYİH'ye katkısı yetersiz olmaya devam etmektedir. Ortalama bir orta gelirli ülkenin GSYİH'deki imalat payı %21,2 iken, üst orta gelirli ekonomiler için tahmin %22,5'tir (Dünya Bankası, 2013) Bu oran belirtildiği gibi Güney Afrika için bu rakam %17'dir. Bu nedenle dinamik, istihdam yaratan ve rekabetçi bir imalat sektörünün eksikliği, Güney Afrika ekonomisindeki en önemli büyüme zorluklarından biri olmaya devam etmektedir.

2009 finansal krizine kadar yüzde 6'ları zorlamış olan iktisadi büyüme oranı kriz dönemi negatif değer almıştır. İlerleyen yıllarda eski büyüme performansına

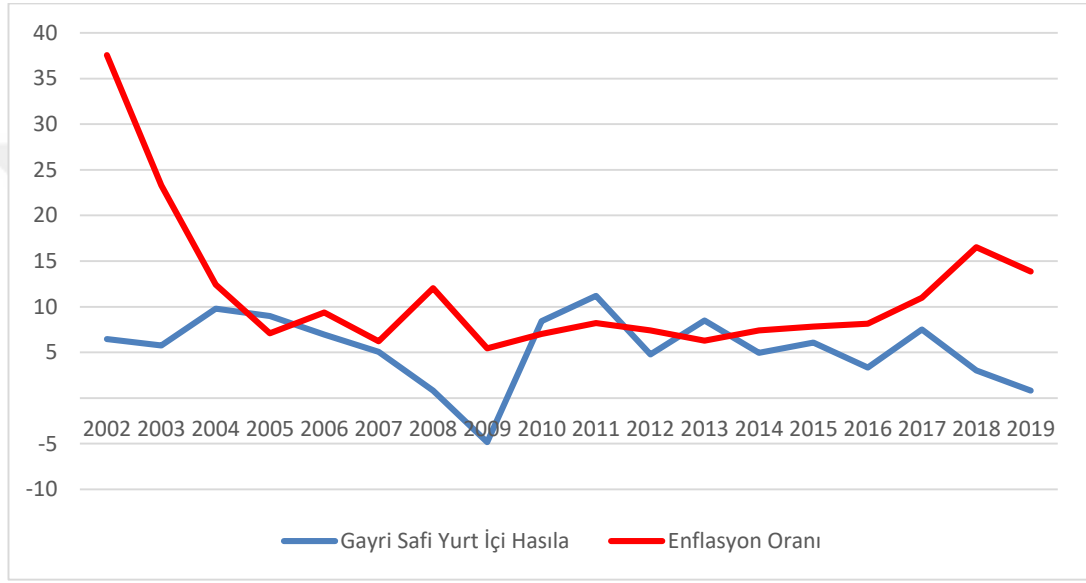
yaklaşmakta zorlanan Güney Afrika ekonomisinin ekonomik büyümesi kriz sonrası dönemde giderek azalma göstermektedir. 2019 yılını neredeyse büyümesiz kapatacak olan ekonomi enflasyon oranları bakımından da istikrarsız bir grafik çizmektedir. 2002 yılında yüzde 13'e yaklaşan enflasyon oranı bir sonraki yıl başarılı biçimde yüzde 6'lara düşürülmesine rağmen ilerleyen yıllarda yüzde 8'leri aşmıştır. Kriz sonrası dönemde yüzde 6'lar çevresinde gerçekleşen enflasyon 2018 ve 2019 yıllarında yüzde 4'e yaklaşacak biçimde düşürülmüştür. Bu düşüşün bir sebebi, şüphesiz şekilde, ekonomik büyümedeki kayıptır.

2.2.6. Türkiye

Türkiye 2019 yılında küresel rekabetçilik endeksinde 61. sırada sabit kalmıştır. Türkiye'nin performansı karışık olarak kaydedilmiştir. Bazı boyutlarda önemli ilerleme kaydedilirken diğerlerinde biraz gerileme bulunmaktadır. En çok iyileşen unsurlar arasında Türkiye, bilgi ve iletişim teknolojisi (+4,3 puan, 69. sıra), altyapı (+1,7, 49. sıra) ve işgücü piyasası (+1,7 puan, 109. sıradan başlamasına rağmen) sütunlarında ilerlemektedir. Bu iyileştirmeler, büyük pazar büyüklüğüne (13. sıra) ek olarak, Türkiye'nin rekabet performansını sürdürmesine katkıda bulunmaktadır. Altyapı açısından Türkiye, çok güçlü hava taşımacılığı bağlantısına (12. sıra) ve karayolu ağlarına (+3,9 puan, 27. sıra) sahiptir. İşgücü piyasasında ise 99. sırada kalmaya devam etmektedir. Yabancı işgücünün işe alınmasının kolaylığı (+4,1 puan, 63. sıra), işçi hakları (+7,4, 109. sıra) ve kadınların işgücüne katılımı (+3,4 puan, 112. sıra) dahil olmak üzere bazı küçük ama önemli iyileştirmeler olmuştur. Bu sıralamaların gösterdiği gibi, ileriye dönük daha fazla ilerlemeye ihtiyaç bulunmaktadır, ancak değişiklikler doğru yönde atılmış bir adımı vurgulamaktadır. İyimserlikle bakılabilecek bir diğer husus da beceri geliştirmedir. Mevcut işgücünün becerilerinin niceliği (100. sıra) ve niteliği (113. sıra) ortalamasının altında olsa da, gelecekteki işgücü önemli ölçüde daha fazla insan sermayesi biriktirmektedir (okul yaşam beklentisi 17,7 yıl, 14. sıra) ve nispeten daha modern beceriler edinmektedir (91. sıra). Öte yandan, Türkiye'nin bu alandaki ilerlemesi, esas olarak daha yüksek enflasyon (%13,7, 132. sıra) ve daha az ölçüde, esas olarak tarife dışı engellerdeki daha düşük performanstan (-1,5 puan, 79. sıra) kaynaklanan

ürün piyasası verimliliğindeki hafif düşüş (–1,1 puan, 78. sıra) tarafından yönlendirilen makroekonomik ortamındaki önemli bir bozulma (–6,1 puan, 129. sıra) ile dengelenmektedir. Enflasyonu düşürürken açıklığı devam ettirmek, Türkiye'nin rekabet gücünü artırması bağlamında asıl sorunlar olacaktır (Dünya Ekonomik Forumu, 2019: 20).

Şekil 2.27: Türkiye



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

Türkiye’de Enflasyonla Mücadele Programı (EMP), Aralık 1999’da bir IMF Stand-by anlaşması vesilesiyle faaliyete geçirilmiştir. Program temelde sıkı bir maliye politikası, finansal sektör reformları ve sosyal güvenlik reformlarına ağırlık verilecek şekilde düzenlenmiştir. Söz konusu hedeflere rağmen program, enflasyonun istenen oranda düşmemesi ve takip eden yılda cari işlemler açığının beklenenden fazla yükselmesiyle birlikte 2000 yılının Kasım ayında ve ardından 2001 yılının Şubat ayında ortaya çıkan likidite kriziyle başarısızlığını ilan etmiştir. Döviz kuru çıpasına bağlanan EMP programının başarısı, bankacılık sektöründe gerçekleştirilecek reformlara sıkı sıkı bağlıydı. İlgili reformların uygulanamaması ve bankacılık sektörünün mali yapısının güçlendirilememesi başarısızlık sebeplerinden biridir. Döviz kuru çıpası uygulaması ulusal para biriminin değer kazanmasına, ihracatın azalırken ithalatın artması ve dolayısıyla cari açığın artmasına yol açmıştır.

Her iki krizde de yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye girişinde görülen azalmayla ve likidite sıkıntısıyla karşı karşıya kalınmıştır (Akçay, 2003).

Şubat 2001 krizinin ardından yapısal reform süreci ivme kazanmıştır. Bu süreçte EMP, esnek döviz kuru rejimine geçişle birlikte sona ermiştir. Ocak 2002 tarihinde IMF ile anlaşarak büyük miktarda finansal yardım da içeren yeni bir istikrar programına geçiş yapılmıştır. “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” adını alan istikrar programı kamu yönetiminin ve ekonominin baştan yapılandırılmasını hedef alan ve yüksek iç borç ve kamu bankaları başta olmak üzere birçok hususta radikal değişiklik yapmayı hedefleyen bir yapıya sahipti. Uzun vadeli dönüşüm hedeflemiş olan program serbest piyasa ekonomisinin büyük oranda benimsenmesi, devletin ekonomideki yerinin düzenleyici-denetleyici olarak değiştirilmesi, düzenleyici birimlerin (örneğin Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) kurulması faaliyetleriyle başarılı olarak kabul edilmektedir (Taşar, 2010: 81).

Sorumsuz para politikası uygulamaları, sürdürülemez mali harcamaları, zayıf mali düzenlemeleri veya tutarsız döviz kuru politikaları gibi kronikleşmiş problemler 2001 krizinden çıkarken Türkiye'nin düzeltmeyi başardığı sorunlardır. Para politikası enflasyon hedefleme çerçevesi ve bağımsız bir merkez bankası tarafından yürütülür hale gelmişti. Maliye politika genel olarak kısıtlanmıştı ve kamu borcu/GSYİH oranı istikrarlıydı. Bankaların bilançoları eskisine nazaran güçlüydü ve düzenleme ve denetim eskisinden çok daha sıkıydı. Bunlar 2001 krizinden global finansal kriz dönemine kadar geçen süreçte Türkiye birçok reformu hayata geçirmeyi başarmıştı. Ancak 2009 krizi, finansal olarak açık bir ekonominin birçok kırılganlık kaynağı olduğunu göstermiştir. Krizler finansal küreselleşmenin endemik özelliği olarak görülmektedir. Bu sebepten dolayı politikalar sadece iç şoklara karşı değil, aynı zamanda başka yerlerdeki finansal istikrarsızlıktan kaynaklanan şoklara karşı da önlem almalıdır. Bunun, Türkiye gibi orta gelirli ülkeler için finansal entegrasyonun en iyi derecesi açısından önemli sonuçları vardır. Sermaye hesabına karşı döngüsel bir yaklaşım, bir diğer deyişle, finans kıt olduğunda girişleri teşvik etmek, ancak finans bol olduğunda tersi yönde hareket ederek caydırıcı olabilmek önem arz etmektedir. Ek olarak, 2001 krizinden itibaren Türkiye oldukça yüksek büyüme oranları yakalamıştır. Söz konusu büyümeyle beraber gözlemlenen rahatsız edici

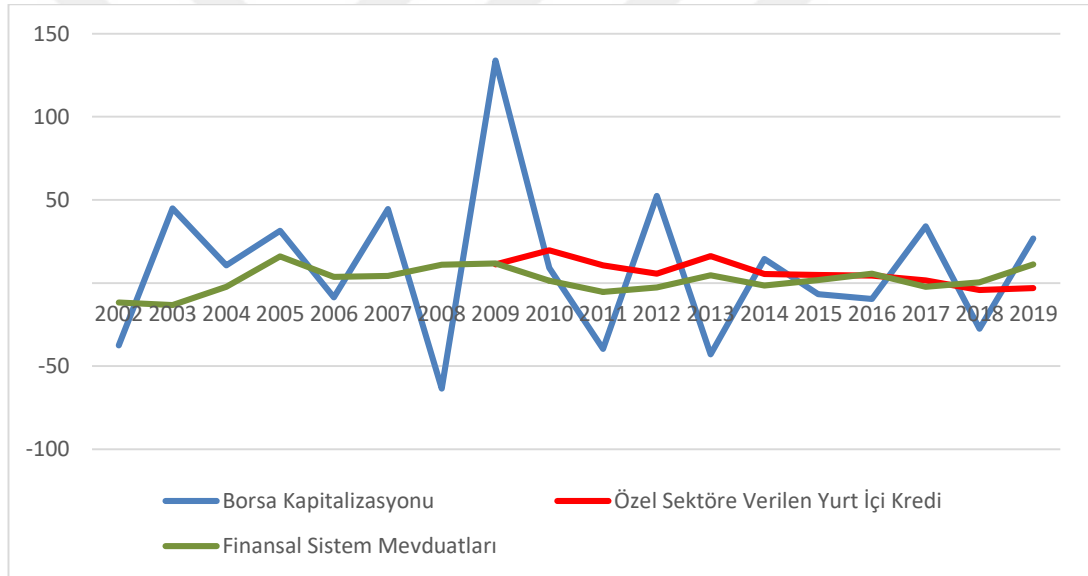
unsurlar yer almaktaydı. Bunların başında yurt içi tasarruf oranının düşüş göstermesi gelmektedir. İkinci olarak işsizlik oranları yüksek seyretmiştir. Dış açık büyümeye devam ederken yatırım oranları arzu edilenden düşük kalmıştır. Türkiye, dış borçlanmaya olan bağıllığını azaltma konusunda başarı sağlayamamıştır (Rodrik, 2009: 1-2).

Türkiye'deki bankacılık sektörü, 1999 ve 2002 yıl aralığında IMF iş birliğiyle yapılan belli başlı düzenlemelerle yeniden yapılandırılmıştır. Bu dönemde bir devlet bankası feshedilmiştir. 18 sorunlu özel banka ise Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilmiştir. Devredilen bankalar rehabilitasyon sürecinin ardından tasfiye edilmiş veya satılmıştır. 1999'da 8'i TMSF tarafından yönetilen 81 banka bulunmaktayken bu sayı Haziran 2009'da 45'e düşmüştür ve TMSF bünyesinde yalnızca bir banka bulunmaktaydı. Kriz dönemine bakıldığında Türkiye'deki bankaların geçmişe ve bazı diğer ülkelerdeki bankalara kıyasla nispeten iyi durumda olduğu görülmektedir. Bunun ilk sebebi bankacılık sektörünün 2001 krizinde kapsamlı bir şekilde yeniden yapılandırılmış ve iyi bir şekilde denetlenmiş olmasıdır. Ek olarak bankaların portföylerinde toksik olarak adlandırılan finansal araçlar bulunmamaktaydı ve sınırlı miktarda ipotek kredisi kullanmışlardır. Krizle birlikte bankacılık sektörünün varlıkları 2008 sonu ve özellikle 2009 başında daralmıştır. 2001 sonrası süreçte Türkiye'deki bankalar özellikle Avrupa'daki sermaye ve para piyasalarından borçlanmakta ve bu fonları Türkiye'ye yerel para birimi veya döviz cinsinden kredi olarak vermektedirler. Türkiye'deki tasarruf oranının düşük olmasının sonucu olarak Türkiye'deki kredilerin finansman maliyeti, yurt dışından finansmana kıyasla yüksekti. 2008 yılı sonunda, 1 ay ve 3 ay vadeli vadeli mevduatlar toplam mevduatın %83'ünü oluşturmuyordu. Vadesiz mevduatların payı %13, 6 ay veya daha uzun vadeli vadeli mevduatların payı ise aynı tarihte yalnızca %4'tü (Uygur, 2010: 19-21).

2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizle birlikte oldukça yüksek enflasyon rakamlarıyla karşı karşıya kalan Türkiye, “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile birlikte enflasyon oranını %40'a yakın değerlerden 2005 yılına gelindiğinde %10'un altına düşürmeyi başarmıştır. Kronikleşmiş enflasyonla mücadele eden ekonomi, 2008 yılındaki %10'u aşan enflasyon oranının ardından uzunca bir süre %10

barajının altında kalmayı başarmıştır. Buna rağmen 2017 yılına gelindiğinde %10 barajı yeniden kırılmış olup 2018 ve 2019 yıllarında %15 civarında enflasyon oranlarıyla karşı karşıya kalmıştır. Ekonomik büyüme açısından bakıldığında ekonomi 2002 yılından 2008 kriz yılına kadar oldukça başarılı büyüme rakamları elde etmiştir. Global kriz yılına kadar söz konusu oran %5'in altına düşmemiştir. Etkileyici performansın ardından 2019 yılında -%5'e yaklaşan bir ekonomik daralma yaşanmıştır. Baz etkisiyle birlikte büyüme rakamları toparlanmıştır. 2018 ve 2019 yıllarında ise büyüme oranı büyük bir düşüş kaydetmiştir ve sıfıra yaklaşan bir ekonomik büyüme oranıyla karşılaşmıştır.

Şekil 2.28: Türkiye



Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development>)

Mayıs-Haziran 2006'da gelişmekte olan ülkeleri etkileyen küresel bir çalkantı yaşanmıştır. Türkiye'de bu çalkantı, sermaye akışlarında büyük tersine dönüşlere ve döviz kurlarında bir sıçramaya yol açmıştır. TCMB buna gecelik faiz oranlarında artışlarla yanıt vermiştir. TCMB, Mayıs sonundan Haziran 2006 sonuna kadar gecelik faiz oranını 4 puan artırmıştır. Bu artışa rağmen, gerçekleşen enflasyon 2006 sonunda hedeflenen enflasyonun neredeyse iki katı olarak gerçekleşmiştir. Enflasyonun, 2007'nin ilk yarısında hedeflenen oranı çok aşmasından dolayı TCMB gecelik faiz oranlarını yüksek tutma yoluna gitmiştir. 2008 başındaki bir miktar

gevşemeden sonra, faiz oranları Mayıs 2008 ile Temmuz 2008 arasında %15,25'ten %16,75'e yükseltilmiştir. İkinci oran Kasım 2008'e kadar sabit tutulmuştur, ancak 2008 yazında küresel krizin Türkiye'de çoktan etkilerini gösterdiği ve sanayi üretiminin düşmeye başladığı gözlemlenmekteydi. Bu dönemde faiz oranlarının yüksek olmasının sebebi, TCMB'nin enflasyona aşırı vurgu yapması, Türkiye'de artan enflasyon beklentilerini gözlemlemesi ve küresel krizin etkilerini yanlış okuması olarak yorumlanmıştır. TCMB'nin faiz oranlarını artırması, ABD'de Federal Rezerv'in Ocak ve Nisan 2008 arasında dört kez müdahale ederek gecelik Federal Fon oranını %4,25'ten %2,00'e düşürdüğü bir zamana tekabül etmeydi. Yükselen küresel emtia fiyatlarını gözlemleyen TCMB, 2008 ortasında enflasyonun 2008 sonunda %10,6'ya ulaşacağını duyurdu ve hedef enflasyon oranını 2009 sonu için %4'ten %7,5'e yükseltmiştir (Uygur, 2010: 27-29).

Uygur (2010: 29-32)'un belirttiği üzere TCMB küresel kriz döneminde belli başlı politika uygulamaları gerçekleştirmiştir. Kasım 2008 ile Eylül 2009 arasında gecelik faiz oranlarını 11 kez düşürmüştür; toplamda borçlanma faizi %16,75'ten %7,25'e düşürülmüştür. Sermaye yapılarını güçlendirmek için bankaların temettü dağıtımları kısıtlanmıştır. Ek olarak ihracat finansmanını kolaylaştırmaya yönelik önlemler alınmıştır. TCMB'nin, krizin etkileri göz önünde bulundurulduğunda, müdahalelerde geç kaldığı görülmektedir. Buna ek olarak enflasyona aşırı vurgu yapması, 2008 ortalarında faiz oranlarının artırılmasına yol açmıştır. Söz konusu yüksek faiz oranları 2008 Kasım sonuna kadar korunmuştur. Buna karşın, başta Federal Rezerv olmak üzere dünya genelinde merkez bankaları, 2008 başından itibaren faiz oranlarını düşürmeye başlamıştır. Maliye politikası açısından bakıldığında Türkiye, 2006 yılından itibaren üç yıllık orta vadeli programlar hazırlanmıştır. Bunlardan ilki, 2006, 2007 ve 2008 için kamu sektörü için %5'lik birincil fazla/GSYİH'yi hedeflemekte ve 2008'e kadar dengeli bir bütçe öngörmektedir. 2007 yılına kadar bu hedefe ulaşılmış veya yaklaşılmıştır. 2007 ise bir seçim yılıydı ve ekonomik büyüme düşüştüydü. Faiz dışı harcamalar durgun gelirlere rağmen artmıştı. Sonuç olarak %5'lik birincil fazlaya ulaşmada başarısız olunmuştur. Hükümet, Mart 2009'daki yerel seçimler için harcamalarını oldukça artırmıştır ve dolayısıyla durum daha da kötüleşmiştir. Küresel kriz Türkiye'ye

ulaşırken maliye politikası halihazırda gevşetilmifiti ve bütçe açığı artış göstermekteydi. 2008'in sonlarında ve Mart 2009'dan itibaren, mali dengeleri daha da kötü duruma sokan birkaç mali teşvik paketi açıklanmıştır. Küresel mali kriz 2008 yazında Türkiye'de etkisini hissettirmeye başladığında, hükümet, krizin Türkiye'de dolaylı olarak yaşanacağından ve ek önlemlere gerek olmadığından düşünmekteydi. Hükümet farklı faaliyetler ve endüstriler için yayınlanan negatif büyüme oranlarına rağmen 2009'da %4 GSYİH büyümesi gibi resmi tahminlerde bulunmuştur. Söz konusu %4 büyüme tahmini, 2009 Nisan ayının ortasında -%3,4 olarak değiştirilmiştir. Para politikası önlemlerinin alınmasının ardından hükümet ilk kapsamlı teşvik paketini Mart 2009 ortasında duyurmuştur. Haziran ayında iki paket daha açıklanmıştır. Bu kapsamda alınan önlem kararları aşağıdaki şekildedir (Uygur, 2010: 33):

1) Tüketim Harcamalarını Teşvik Etmeye Yönelik Önlemler: Tüketim vergisi oranlarında büyük indirimler yapılmıştır. ÖTV (özel tüketim vergisi) ve KDV oranları ilk olarak 16 Mart'ta başlayan 3 ay, ardından 3,5 ay ve 30 Eylül 2009'da sona eren bir süre için düşürülmüştür. Vergi indirimleri ise, 2009 Mart ortasından Haziran ortasına kadar motorlu taşıt, beyaz eşya ve mobilya satışlarını teşvik etmiştir. İkinci dönemde ivme kaybedilmiştir, zira vergi indirimlerinin kapsamı ve derecesi daraltılmıştır.

2) İstihdamı Teşvik Etmeye Yönelik Önlemler: Sosyal güvenlik primlerinde önemli bir indirim yapılarak kısa çalışma ödenekleri sağlanmıştır. Belirtmek gerekir ki 4 Haziran 2009'da tanıtılan istihdam ve eğitim planları Ağustos 2009 itibarıyla yürürlükte değildi.

3) Sermaye Girişlerini Teşvik Etmeye Yönelik Önlemler: Tüm kayıt dışı varlıklar için vergi affı olacak şekilde bir "Varlık Barışı Yasası" kabul edilmiştir. Yurt dışında elde edilen gelirler için vergi muafiyetleri duyurulmuştur. Varlık Barışı Yasası, kayıt dışı ve hatta yasadışı faaliyetleri teşvik edeceği gerekçesiyle eleştiriler almıştır.

4) Yatırımı Teşvik Etmeye Yönelik Önlemler: Yatırımı teşvik etmek için kapsamlı bir teşvik paketi duyurulmuştur. Teşvik planı, kurumlar ve gelir vergisi

indirimleri, faiz oranı sübvansiyonları, çalışanların sosyal güvenlik primlerinin ödenmesi ve yatırım yerlerinin tahsisini içermektedir.

5) KOBİ Üretimini ve İhracatını Teşvik Etmeye Yönelik Önlemler: KOBİ'ler için bir kredi garanti planı ve sübvansiyonlu krediler duyurulmuştur.

Türkiye'nin ilgili dönemkinden çıkarılacak bazı dersler bulunmaktadır. İlk olarak yabancı tasarruflara ve büyük cari açıklara dayanan bir büyüme modeli içsel sorunlarla karşılaşacaktır. Türkiye'nin yurt içi tasarruf seviyesi göz önüne alındığında, yerel yatırımlarda önemli bir artış, dış açıkları açıkça sürdürülemez ve tehlikeli olacak yüksekliklere itmektedir. İkinci olarak, son krizde görüldüğü gibi, yabancı tasarruflara orta düzeyde bağımlılık bile, yerel ekonomiyi dış kaynaklardan kaynaklanan ani durgunluklara ve güven tersine dönmelerine karşı savunmasız bırakmaktadır. Örneğin Brezilya, 2008-09 krizine Türkiye'den çok daha küçük bir dış dengesizlikle girmiştir ve bunun sonucunda çok daha küçük bir durgunluk yaşamıştır. Büyümenin yerel olarak finanse edilmesi büyük önem arz etmektedir. Maliye politikasının burada kritik bir rolü bulunmaktadır. Yurt içi tasarrufların artırılmasının en doğrudan yolu kamu sektörünün fazlasını artırmaktır. Hükümetin orta vadeli programları, Merkez Bankası'nın faiz oranlarını kalıcı olarak daha düşük bir platoya taşımasına olanak verecek kadar büyük bir mali fazlayı hedeflemelidir. Kamu tasarrufundaki artış, sermaye girişlerini azaltacak, cari açığın artmasını önleyecek ve daha rekabetçi bir para biriminin sürdürülmesine yardımcı olacaktır. Ek olarak olumlu bir büyüme dinamiği, özel (ve özellikle kurumsal) tasarruflarda hızlı bir artışı sürdüren en önemli faktörlerden biridir. Büyüme sürdürülebilir bir şekilde arttığında, daha yüksek tasarruflara da neden olmaktadır. Yüksek kazanç büyümesi beklentisi, firmaları elde ettikleri kazançlarını artırmaya yönlendirmekte ve bu da daha yüksek yatırım ve büyümeye yol açmaktadır. O halde, rekabetçi bir para birimiyle birlikte kararlı bir mali çaba, açığı kapatmak için gereken özel tasarrufu sağlama potansiyeline sahiptir. Mali politikadaki bir değişim yeni büyüme stratejisinin ilk adımını oluşturmaktayken, ikinci adımı döviz kuruna yönelik yeni bir politika tavrıdır. Merkez bankası aşırı değerlenmeyi önleme lehine açık bir beyanda bulunmalıdır. Merkez Bankası ve Hazine ve Maliye Bakanlığı, sermaye girişleri para biriminin değerini artırma tehdidinde bulunduğu işbirliğinde bulunmalı ve

koordine olmalıdır. Steril müdahale, girişlere yönelik ihtiyati kısıtlamalar, dış borçlanmayı durdurmayı amaçlayan likidite gereklilikleri ve diğer mali önlemlerin bir kombinasyonu, yeterli kararlılıkla uygulandığında etkili olabilecektir (Rodrik, 2009: 23-25).

Bu bölümün başında detaylıca ele alınan tüm ekonomiler, krizden etkilenme durumları değişkenlik gösterse de tüm kurumlarını sürece katarak global finansal krizle mücadele etmek durumunda kalmıştır. Büyük Buhran ile karşılaştırıldığında göze çarpan farklılıklardan bir tanesi, merkez bankalarının ve hükümetlerin bir uyum içinde krizle mücadele etme çabalarıdır. Hükümetler ve para otoriteleri, krizin etkilerinin belirmesiyle birlikte vakit kaybetmeden piyasalara müdahale etmeye başlamıştır. Bu süreçte tüm merkez bankaları ve hükümetler aktif ve birbiriyle uyumlu politikalar sergileyerek bir çıkış yolu aramışlardır.

Türkiye'nin yurt içi tasarruf yetersizliği yıllarca etkilerini hissettiği bir sorun olarak yer almaktadır. Tabloda da açıkça görüldüğü üzere finansal sistem mevduatlarının GSYİH'ye oranı kimi yıllar eksili değerler almıştır. Özel sektöre verilen krediler ise veri eksikliğinden dolayı 2009 yılından itibaren tabloya eklenmiştir. Özel sektöre verilen krediler büyük değişiklikler yaşamamış olup istikrarlı bir biçimde değer almıştır. Borsa kapitalizasyonu açısından bakıldığında ise volatilitesi oldukça yüksek ve istikrarsız bir gidişat görülmektedir. Türkiye, bu istikrarsız gidişatla birlikte kimi yıllar piyasa bazlı kimi yıllar ise banka bazlı bir piyasa yapısına sahip olmuştur. Borsa kapitalizasyonu değeri global kriz yılında çok keskin bir düşüş yaşamış olup ardından toparlanma göstermiştir. Ancak unutulmamalıdır ki bu durum baz etkisiyle de açıklanmaktadır. 2009 yılı borsa kapitalizasyonu için en yüksek değerin elde edildiği yıldır. Bunun ardından istikrarlı bir gidişat sağlanamamış olup söz konusu değer bir yıl negatif değer alırken bir sonraki yıl pozitif değer almaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMETRİK ANALİZ

3.1. Metodoloji

Finansal gelişmenin para politikası etkinliği üzerindeki etkisini incelemek için çeşitli ülkeler ele alındığı için panel veri analiz yöntemleri kullanılması gerekmektedir. En küçük kareler tahmin yöntemi, bağımsız değişkenlerin içsel olmaması koşuluyla tutarlı sonuçlar vermektedir. Ancak bağımlı değişkenin gecikmeli değeri bağımsız değişken olarak modele dahil edildiğinde potansiyel bir içsellik sorunu ortaya çıkabilmektedir. Elde edilen ekonomik sonuçlar, geçmiş dönemlerde uygulanan politikalar ve bu politikaların sonuçlarıyla yakından ilişkili olduğundan, açıklayıcı bir nitelik taşımaktadır. Bu durumda, gecikmeli değişkenlerin bağımsız değişken olarak kullanılması gerekebilecektir. Bu tür değişkenlerin kullanımı, statik panel veri analiz yöntemlerinden dinamik panel veri analiz yöntemlerine geçişi gerektirmektedir. Bağımlı değişkenin gecikmeli değeri bağımsız değişken olarak modele dahil edildiğinde, bu değişken ile hata terimi arasında bir korelasyon ortaya çıkar ve katı dışsallık varsayımı bozulur. Hata terimi otokorelasyonsuz olsa bile, havuzlanmış en küçük kareler yöntemi ile elde edilen tahminler yanlı ve tutarsız olabilecektir. Buna ek olarak, klasik model tahminleri, birim ve zaman etkilerini göz ardı etmektedir. Eğer modelde bu etkiler mevcutsa, elde edilen tahminler yanlı olacaktır (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 116).

Dinamik panel modellerinin tahmin yöntemlerinden biri, modelin birinci farklarının alınarak yapılan tahmin yöntemidir. Bu yöntemde, farkı alınmış değişkenler, hata terimi ile korelasyonlu olan bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin yerine araç değişken olarak kullanılır. Fark alındığında, modeldeki birim etkisi ortadan kalkar. Dinamik panel veri modeli ve bu modelin birinci farkı aşağıdaki modellerde sırasıyla gösterilmektedir:

$$Y_{it} = \alpha Y_{it-1} + \beta X_{it} + \mu_i + u_{it} \quad (1)$$

Y_{it} bağımlı değişkeni, X_{it} bağımsız değişkeni, μ_i birim etkiyi ve u_{it} hata terimini ifade etmektedir.

$$Y_{it} - Y_{it-1} = \alpha (Y_{it-1} - Y_{it-2}) + \beta (X_{it} - X_{it-1}) + (u_{it} - u_{it-1}) \quad (2)$$

$(Y_{it-1} - Y_{it-2})$ değişkeni ile $(u_{it} - u_{it-1})$ değişkenleri arasında korelasyon olmasından dolayı Anderson ve Hsiao (1981) $(Y_{it-1} - Y_{it-2})$ değişkeni özelinde $(Y_{it-2} - Y_{it-3})$ veya (Y_{it-2}) benzeri farklı gecikme düzeylerine sahip değişkenlerin araç değişken olarak kullanılmasını belirtmişlerdir (Anderson ve Hsiao, 1981: 604). Söz konusu iki araç değişkenin $(Y_{it-1} - Y_{it-2})$ değişkeni ile yüksek korelasyonlu olması ve $(u_{it} - u_{it-1})$ değişkeni ile korelasyonsuz olması uygun değişken olduklarını ortaya koymaktadır. Buna ek olarak Arellano (1989) (Y_{it-2}) araç değişkeninin $(Y_{it-2} - Y_{it-3})$ araç değişkeni yerine kullanılmasının daha uygun olduğunu ortaya koymuştur. Buna ek olarak $(Y_{it-2} - Y_{it-3})$ araç değişkenin kullanılması üç dönem kaybına yol açmaktayken bir diğeri iki dönem kaybına yol açmaktadır. Anderson ve Hsiao (1981) tahmincisi hata teriminin farkının alınmasından dolayı ortaya çıkan otokorelasyonu göz ardı ettiği için etkin kabul edilmemektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 127). Buna ek olarak model tahmininde kullanılan tahminciler tüm araç değişkenlerin kullanılmamasından ötürü tutarlı ancak etkin olmayan tahminciler olarak kabul edilmektedir.

Birinci fark tahmin yöntemi, hata terimleri sabit varyanslı ve otokorelasyonsuz olduğunda uygun kabul edilir. Ancak, birinci fark hata terimlerinin otokorelasyonsuz olmaması sık karşılaşılan bir durumdur ve bu nedenle analizlerde Arellano ve Bond'un (1991) genelleştirilmiş momentler (GMM) tahmincisi kullanılır. Bu yöntemde, araç değişken matrisi kullanılarak birinci fark modeli dönüştürülür ve ardından en küçük kareler yöntemi ile tahmin yapılır. Eğer tahmin edilecek modelin zaman boyutu (T) nispeten kısa ve birim boyutu (N) nispeten uzun ise, bu tahmincinin kullanılması gerekmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 131).

Krause ve Rioja (2006)'nın belirttiği üzere Arellano ve Bond' un (1991) geliştirmiş oldukları genelleştirilmiş momentler tahmincisi X_{it} 'nin gecikmeli değerlerini ΔX_{it} yerine araç değişken olarak kullanmaktadır. Ancak bu kullanım için iki şartın sağlanması gerekmektedir. Birinci şart X_{it} 'nin gecikmeli değerlerinin

gelecekteki hata terimleriyle korelasyonsuz olmasıdır. Bunun anlamı, finansal gelişme ele alındığında, finansal gelişme değişkenleri geçmişteki ve günümüzdeki enflasyondan etkilenebilmektedir ancak gelecekteki enflasyonla korelasyonsuz olmalıdır. İkinci şart hata teriminin seri korelasyonsuz olmasıdır. Bunun ardından aşağıda gösterilen moment koşulu GMM fark tahmincisi elde etmek için kullanılabilecektir:

$$E [X_{i, t-s} (u_{i, t} - u_{i, t-1})] = 0 \text{ için } s \geq 2; t = 3, 4, \dots T \quad (3)$$

Bununla birlikte, genelleştirilmiş momentler fark tahmincisi, özellikle açıklayıcı değişkenlerde süreklilik olduğunda, bir diğer deyişle bir değişkende meydana gelebilecek bir şokun etkisinin uzun vadede devam etmesi ve değişkenin ortalama değerinin üzerinde sonsuz bir etkisinin olması, gecikmeli seviyelerin genellikle ilk farklar için iyi araçlar olmayabileceği gibi bir dezavantaja sahiptir. Zayıf araçlar, Alonso-Borrego ve Arellano (1996) ve Blundell ve Bond (1997) tarafından yapılan simülasyon çalışmalarına göre kesin olmayan tahminler ve sonlu örnek yanlılıkları verebilir. GMM fark tahmincisi ile ilgili bir diğer endişe, ülkeler arası etkileri ortadan kaldırmasıdır. Bunlara yönelik olarak, Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998), fark denklemlerini orijinal denklemlerle birlikte kümelemeyi ve sistemi bir bütün olarak tahmin etmeyi önermişlerdir. Bu şekilde bir yöntem uygulanması ülkeler arası etkilerin ortadan kaybolmasının önüne geçmektedir. Ancak düzey denklemleri, bazı açıklayıcı değişkenlerle potansiyel olarak ilişkili olan ülkeye özgü etkiyi içermektedir. Bu nedenle, düzey denklemlerindeki açıklayıcı değişkenler, kendi gecikmeli farkları kullanılarak belirlenmektedir. Gecikmeli farklar, ülkeye özgü etki ile açıklayıcı değişkenlerin seviyeleri arasındaki korelasyonun zaman içinde sabit olduğu ek varsayımı altında geçerli araçlardır (Krause ve Rioja, 2006):

$$E [X_{i, t} + p u_i] = E [u_i + q u_i] = 0 \quad \text{tüm } p \text{ ve } q \text{ değerleri için.} \quad (4)$$

Yukarıdaki denklem bağımsız değişkenlerin farkları ile birim etkilerin korelasyonsuz olduğu anlamına gelmektedir. Örneğin, borsa kapitalizasyonu birim etkiyle korelasyonlu olabilir ancak söz konusu korelasyon zaman içinde

değişmemektedir. Bu şekilde gecikmeli farklar düzey denklemlerinde geçerli araçlar olarak kullanılabilir. Düzey denklemleri için moment koşulları:

$$E [(X_{i,t-s} - X_{i,t-s-1}) (u_i + n_{i,t})] = 0 \text{ için } s = 1; t = 3, \dots, T. \quad (5)$$

Khadraoui ve Smida (2012: 4)'nın açıkladığı gibi, bir ve iki aşamalı olarak adlandırılan iki genelleştirilmiş momentler tahmini bulunmaktadır. Bir aşamalı tahminde hata terimleri, zaman ve ülkeler bazında bağımsız ve homoskedastik olarak kabul edilmektedir. İki aşamalı tahminde hata terimlerinin heteroskedastik olduğu kabul edilmektedir. Varyans – kovaryans matrisinin tahmini için birinci aşamadan gelen hata artıkları ikinci aşamada kullanılmaktadır.

Özet olarak, sistem genelleştirilmiş moment (GMM) tahmincisi iki kümelenmiş regresyondan gelmektedir: farklardaki regresyon (denklem (3)' ün moment koşullarının uygulanması) ve düzeydeki regresyon (denklem (5)' in moment koşullarının uygulanması). GMM fark tahmincisiyle karşılaştırıldığında, GMM sistem tahmincisinin, Monte Carlo simülasyonlarını kullanan Blundell ve Bond (1998) tarafından sonlu örneklerde kesinliği iyileştirdiği ve potansiyel sapmaları azalttığı gösterilmiştir. Arellano ve Bond tahmincisinin zayıf kaldığı iki nokta bulunmaktadır. Zayıf kaldığı birinci nokta birim etkinin varyansının artık hatanın varyansına oranının yüksek olmasıdır. Zayıf kaldığı ikinci durum ise otoregresif parametre sayısının fazla olmasıdır. Dengesiz panel verileriyle çalışma yapılması durumunda veya zaman boyutu küçük olduğunda birinci fark dönüşümü güçlü olmamaktadır. Dengesiz panel verileriyle çalışılırken bağımlı değişkene ait veri olmadığında dönüşüme uğramış ΔY_{it} ve ΔY_{it-1} verileri de kaybedilmektedir. Bu duruma karşı önerilen yöntem ortogonal sapmalardır. Arellano ve Bover (1995) bu yöntemi kullanarak birinci farklar yönteminde yapılan şimdiki dönemden bir önceki dönem farkı almak yerine modeldeki bir değişkenin mümkün olan tüm gelecek değerlerinin ortalamasının farkı alınmaktadır. Bu şekilde birinci farklar alındığında ortaya çıkan veri kaybının da önüne geçilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 138).

Roodman (2006) tarafından geliştirilen sistem genelleştirilmiş momentler yöntemiyle tahmin yapılması ise araştırmacılara büyük bir esneklik sağlamıştır. Bu

gelişmiş komut, heteroskedasite ve otokorelasyon varlığında tutarlı tahminçiler elde etmeye olanak sağlamaktadır.

Genelleştirilmiş momentler tahmininde kullanılan araç değişkenlerin geçerliliğinin test edilmesi gerekmektedir. Arellano ve Bond (1991) aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerliliğinin testi için Sargan testinin kullanılmasını önermişlerdir. Kullanılan araçların dışsal olması kalıntılar ile bağımsız değişkenler arasında korelasyon olmaması anlamına gelmektedir (Arellano ve Bond, 1991: 282-283).

$$s = \Delta \hat{u} Z (\sum_{i=1}^N Z_i' \Delta \hat{u}_i \Delta \hat{u}_i' Z_i)^{-1} Z' \Delta \hat{u} \sim \chi^2_{p-k} \quad (6)$$

Yukarıdaki eşitlikte $Z_i = \text{diag} (Y_{i1}, \dots, Y_{is})$, ($s=1, \dots, T-2$) eşitliği bulunmaktadır. İki aşamalı tahminden elde edilen kalıntıları ise $\Delta \hat{u}$ temsil etmektedir. p , Z 'nin sütun sayısı ve s test istatistiği $p-k-1$ serbestlik derecesi ile χ^2 dağılımına uymaktadır. Homoskedasitenin sağlanamadığı durumlarda ise dirençli Hansen testi tercih edilebilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 150). Sargan testinin boş hipotezi araç değişkenlerin dışsal olduğudur. Bundan ötürü olasılık değerinin olabildiğince yüksek olması arzu edilendir (Mileva, 2007: 7).

Roodman (2009), sistem GMM tahminlerinde dahil edilmiş olan araç değişkenlerin geçerli olup olmadığını tespit etmek için fark-Sargan testi kullanıldığını belirtmiştir. Söz konusu test iki farklı Sargan testi arasındaki fark alınarak hesaplanmaktadır. Bu iki farklı Sargan testi hesaplamasının birincisinde genelleştirilmiş momentler-sistem, ikincisinde ise genelleştirilmiş momentler-fark tahminleri kullanılmaktadır. Bu testlere ek olarak fark-Hansen testi de heteroskedasitenin varlığında kullanılmaktadır. Araç değişken sayısının aşırı artışı karşısında söz konusu testler yetersiz kalmaktadır.

Bunun yanı sıra dinamik panel veri uygulamalarında uygulanmakta olan bir diğer test de otokorelasyonun sınanmasına yarayan Arellano ve Bond (1991) otokorelasyon testidir. Test özünde, birinci fark modelinin kalıntıları için “ikinci dereceden otokorelasyon yoktur” boş hipotezini sınamaktadır. Dinamik panel uygulamalarında söz konusu testin uygulanması gerekmektedir, zira genelleştirilmiş

momentler tahmincisinin etkin olması ikinci mertebeden korelasyon olmaması şartına bağlıdır (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 151):

$$[E [\Delta u_{it} \Delta u_{it-2}]=0] \quad (7)$$

$$\begin{aligned} Y_{it} &= \alpha Y_{it-1} + \beta X_{it} + \mu_i + u_{it} \\ &= \delta X_{it} + \mu_i + u_{it} \end{aligned} \quad (8)$$

Yukarıda gösterilen 8 numaralı denklem daha önce de gösterildiği gibi genel dinamik panel veri modelidir ve ikinci eşitlikte $X_{it} = (Y_{it-1}, X_{it})$ kısaltması yapılmıştır. Buna ek olarak $v_{it} (\mu_i + u_{it})$ otokorelasyonsuzdur. Altta 8 numaralı modelin birinci fark modeli kolaylık sağlaması açısından Δ yazılmadan gösterilmektedir. Modelin aslı ($\Delta Y = \Delta X\delta + \Delta u$) biçimindedir. Birinci fark modelinin ardından modele ait kalıntı da gösterilecektir:

$$Y = X\delta + u \quad (9)$$

$$\hat{U} = Y - X\delta = v - (\delta' - \delta) \quad (10)$$

10 numaralı denklemdeki δ' , δ 'in genelleştirilmiş momentler tahmincisini temsil etmektedir. v_{it} 'nin otokorelasyonsuz olduğu durumda birinci farklar modelinde, birinci mertebeden otokorelasyon olması önem arz etmemektedir ($E(u_{it} u_{it-1}) = 0$). Modelin etkinliği için önemli olan ikinci mertebeden otokorelasyonun olup olmadığıdır ($E[\Delta u_{it} \Delta u_{it-2}] = 0$). İkinci mertebeden otokorelasyonun test edilmesi sürecinde birinci farklar modelinden gelen kalıntılar kullanılmaktadır. Boş hipotez “otokorelasyon yoktur” şeklindedir (Yerdelen Tatoğlu, 2020: 152). Çalışmanın bir sonraki kısmında ampirik metodolojinin açıklanmasıyla devam edilecektir.

3.2. Literatür Taraması

Finansal gelişme ile para politikası arasındaki ilişki üzerine birçok ampirik çalışma bulunmaktadır. Ma ve Lin (2016), 41 farklı ekonomiden elde edilen panel verileri kullanarak, finansal gelişme ile para politikası etkinliği arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Dinamik panel veri analiz yöntemlerinden biri olan Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi'ni (GMM) kullanan araştırmacılar, finansal gelişmeyi özel

sektöre verilen krediler, borsa kapitalizasyonu ve bu iki değişkenin toplamından türettikleri toplam finansal gelişme değişkeni ile ölçmüşlerdir. Çalışmada 2005-2011 yılları arasındaki çeyreklik veriler kullanılmış ve bu üç değişken milli gelire oranlanarak analizlere dahil edilmiştir. Elde ettikleri bulgular, para politikasının hasıla ve enflasyon üzerindeki etkilerinin finansal gelişme ile istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki içinde olduğunu göstermektedir. Finansal sektörün gelişmesi, para politikasının etkinliğinde bir azalmaya neden olmaktadır. Buna ek olarak, gelişmekte olan ekonomilerde para politikasının hasıla üzerindeki etkisinin finansal gelişmeyle azaldığı, gelişmiş ekonomilerde ise para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin finansal gelişmeyle güçlendiği gözlemlenmiştir.

Krause ve Rioja (2006), finansal gelişmenin kısa vadeli ekonomik istikrarla ilişkisini incelemiş ve 37 sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkeyi örneklem olarak kullanmışlardır. Analiz yöntemi olarak dinamik panel veri analiz yöntemlerinden Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi'ni tercih etmişlerdir. Çalışma 1985-1998 yılları arasındaki verileri kapsamakta olup, para politikası etkinliği ölçütleri olarak gayrisafi yurt içi hasıla ve enflasyon dalgalanmalarını dikkate almışlardır. Finansal gelişmeyi ise özel sektöre verilen krediler, likit yükümlülükler ve bankacılık ile borsa göstergelerini içeren bir finansal toplam değişkeni ile ölçmüşlerdir. Merkez bankası bağımsızlığı, enflasyon hedeflemesi ve Avrupa Birliği üyeliği gibi kontrol değişkenleri de analizlere dahil edilmiş ve sonuç olarak, daha gelişmiş finansal piyasaların daha verimli bir para politikası uygulamasına önemli ölçüde katkıda bulunduğu bulunmuştur.

Nijerya üzerinde yapılan bir çalışma olan Apanisile ve Osinubi (2019), Dinamik Stokastik Genel Denge (DSGE) yöntemini kullanarak, finansal gelişme ile para politikası kanallarının etkinliği arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma, Nijerya'da finansal gelişmenin para politikası aktarım kanallarının etkinliği üzerindeki etkisini, Bayesyen tahmin yöntemi ve yapışkan fiyatlı bir DSGE modeli kullanarak analiz etmiştir. Değişkenler olarak gayrisafi yurt içi hasıla açığı, nominal faiz oranı, yurt içi enflasyon oranı, nominal döviz kuru, özel sektöre verilen banka kredileri ve ticaret hadleri kullanılmıştır. 2004-2016 yılları arasındaki çeyreklik verilerle gerçekleştirilen çalışma, finansal gelişmenin incelenen dönemde para

politikası aktarım kanalları üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Üretimi teşvik etmede en aktif kanalın kredi kanalı, fiyat istikrarını sağlamada ise en etkin kanalın beklenti kanalı olduğu tespit edilmiştir.

Rahman (2018), 1992-2014 yılları arasında 40 farklı ekonomi için elde edilen panel verilerini kullanarak, finansal gelişme ile para politikası etkinliği arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Bu çalışmada, para politikasının gayrisafi yurt içi hasıla büyüme oranı ve enflasyon üzerindeki etkilerini ölçmek amacıyla belirli değişkenler kullanılmıştır. Finansal gelişme göstergesi olarak, finansal sektörün sağladığı yurt içi krediler ile borsa kapitalizasyonu verilerinin toplamından oluşturulan bir değişken türetilmiş ve bu değişken, gayrisafi yurt içi hasılaya oranlanmıştır. İçsellik sorununu önlemek için Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi yöntemi tercih edilmiştir. Bulgular, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumlu yönde, enflasyonu ise olumsuz yönde etkileyerek para politikasının etkinliğini artırdığını göstermektedir.

Georgios ve Mehl (2016), küresel finansal döngülerin yerel finansal koşulları ve dolayısıyla para politikası etkinliğini ne ölçüde etkilediğini gösteren ekonomilerin bilançolarını ve esnek döviz kuru sistemi altında değerlendirme etkileri yaratmak suretiyle, para politikasının etkinliğini arttıran döviz kuru hareketlerini iki önemli finansal küreselleşme özelliği olarak çalışmalarında kullanmıştır. Bu amaçla, GVAR modeli kurarak 61 ülke üzerinde gerçekleştirdikleri analizde çeyreklik veriler kullanılmıştır ve 1991-2009 yıl aralığı tercih edilmiştir. Gayrisafi yurt içi hasıla, enflasyon oranı, nominal döviz kuru, petrol fiyatları, kısa dönem nominal faiz oranları değişkenleri logaritmalarının birinci farkları alınarak kullanılmıştır. Para politikasının etkinliği ölçütü olarak emek piyasası katılıklarını, yurt içi kredilerin gayrisafi yurt içi hasılaya oranını, net ticaretin GSYİH'ya oranını, sektörler içindeki göreceli iş yoğunluğunu ve farklı yatırım stratejilerinin bir sonucu olarak çeşitli sanayi sektörlerinde meydana gelmesi beklenen değişiklikleri ifade eden sanayi karışımı değişkenini, brüt sabit varlıkların GSYİH'ya oranını çalışmalarına dahil etmiş olup çeşitli sonuçlara varmışlardır. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde net döviz kuru maruziyet etkilerinin küresel finansal döngü etkilerinden daha ağır

bastığını ve böylece finansal küreselleşmenin para politikası etkinliğini arttırdığı sonucuna varmışlardır.

Politika açısından bakıldığında, döviz kuru hareketlerinden kaynaklanan, ekonomilerin bilançoları üzerindeki değerlendirme etkilerinin önemi arttıkça, merkez bankalarının geleneksel parasal aktarım kanallarını yeniden değerlendirmeleri gerekliliği doğmaktadır. Özellikle, küresel finansal piyasaların yurt içi finansal koşullar üzerindeki artan etkisi nedeniyle geleneksel faiz kanalı ekonomik önemini kaybedebilecekken, ekonomilerin bilançolarının artış gösteren net döviz kuru etkileri nedeniyle döviz kuru kanalı önem kazanabilecektir. Sonuç olarak, döviz kuru kanalı yalnızca ithalat ve ihracat fiyatları üzerindeki rolü nedeniyle değil, aynı zamanda refah etkileri nedeniyle de büyük önem arz etmektedir.

Benzer şekilde finansal gelişme ve parasal aktarım mekanizması arasındaki ilişki üzerine çalışan Seth ve Kalyanaraman (2017), 1997-2014 yılları aralığında 119 ülke üzerine analiz gerçekleştirerek finansal gelişmenin GSYİH ve banka likiditesi üzerindeki etkisini panel veri analizi yöntemiyle incelemektedir. Finansal gelişme değişkenleri olarak banka mevduatları, borsa kapitalizasyonu ve merkez bankası varlıklarını tercih edilmiş olup söz konusu değişkenler GSYİH'ya oranlanmış durumdadır. Çalışmadaki para politikası ölçütü olan değişken özel sektörü fonlamada kısa veya orta vadeli faiz oranıdır. Bunların yanı sıra gayrisafi yurt içi hasıla ve banka likiditesi ölçümü için banka likit rezervlerinin toplam banka varlıklara oranı değişkenleri de çalışmaya dahil edilmiştir. Elde ettikleri sonuçlara göre finansal olarak daha gelişmiş ülkelerde para politikasının etkinliği tartışmasız olarak artmaktadır. Para politikasının etkisinin göreceli yoksul olan ülkelerde daha az olduğu tespit edilmiş ve sebep olarak para politikasının aktarım sürecinde önemli roller üstlenen finansal aracı sayısının az olmasını kaleme almışlardır. İkinci olarak, finansal gelişme, para politikasının banka likiditesi üzerindeki etkisini olumlu yönde değiştirmektedir. Literatürde bu bulgu, finansal açıdan daha gelişmiş ülkelerin bankacılık sistemini daha fazla kullanma eğiliminde olmasına bağlanmaktadır. Söz konusu fazla kullanım nedeniyle, çarpan etkisi daha güçlüdür ve genişletici para politikası uygulamalarında tüm sistemde daha fazla likidite yaratılmaktadır. Son olarak, finansal gelişmenin, banka likiditesinin GSYİH üzerindeki etkisini olumsuz

yönde değiştirdiğini bulmuşlardır. Son bulgu esasen, bankacılık sisteminde iyi yönetim ve inancın önemini vurgulamaktadır. Sonuçları, finansal olarak daha az gelişmiş ölkelerdeki bireylerin bankacılık sistemine daha az güvenme eğiliminde olduklarını ve bu nedenle, bir banka likidite akışı sağlandığında, gelişmiş ölkelere kıyasla yüksek düzeyde çıktı üretmediklerini göstermektedir.

Heryan ve Tzeremes (2017), Avrupa Birliği (AB) ölkelerinde para politikasının banka kredi kanalının varlığını ve global finansal krizle etkileşimini incelemektedir. Bu amaçla 25 Avrupa Birliği ölkelerini örneklem alıp Genelleştirilmiş Momentler Yöntemini kullanarak analizlerini gerçekleştirmiştir. İlgili ölkelerin bankalarının (933 adet) verilerinin dışında nominal GSYİH, enflasyon oranı ve M2 para arzı değişkenleri GSYİH'ya oranlanarak kullanılmıştır. Toplam brüt krediler, banka büyüklüğü, banka likiditesi ve banka sermayesi analizlerinde karşılaşılan diğer değişkenlerdir. Her ölkede için 3 ay vadeli faiz oranı verileri de çalışmaya dahil edilmiştir. Analizlerinde yıllık veriler kullanılmış olup 1999-2012 aralığı tercih edilmiştir. Çalışma, borç verme kanallarının kısa vadeli faiz oranlarındaki ve para arzındaki değişikliklerden etkilendiğini doğrulamaktadır. Sonuçlar, ticari bankaların finansal kriz dönemlerinde para politikası şoklarına farklı tepki verdiklerini göstermektedir. Banka kredi kanalı global finansal kriz sırasında kısa vadeli faiz oranlarından çok para arzındaki değişikliklere karşı daha duyarlı hale gelmiştir. Buna karşılık, sonuçları AB ölkelerindeki banka kredi kanallarının kısa vadeli piyasa faiz oranlarına daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak, küresel finansal kriz nedeniyle oluşan Avrupa Merkez Bankası para politikasındaki geleneksel olmayan politika değişikliklerinin bankaların davranışlarını da değiştirdiğini göstermektedir. Finansal sıkıntı yaşayan bankalar, yeniden yapılanma süreçlerine katlanmakta ve istikrarsız ekonomik ortamlarda faaliyet göstermektedir. AB'deki ticari bankalar arasındaki karşılıklı güvensizlik, piyasa likiditesi ile ilgili yukarıda belirtilen soruna yol açmıştır. Elde ettikleri sonuçlara göre, parasal aktarım mekanizmasının banka kredi kanalı, finansal kriz öncesi dönemde kısa vadeli faiz oranları durumunda, kriz döneminde ise parasal büyüklük durumunda öne çıkmaktadır.

Mishra, Montiel ve Spilimbergo (2012), düşük gelirli ölkelerdeki parasal aktarım mekanizmasını incelemişlerdir. Ağırlıklı olarak finansal piyasa yapısının

parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisini araştırmış olan yazarlar sonuç olarak zayıf kurumsal çerçeve mevcudiyeti dolayısıyla menkul kıymetler piyasasının rolünün oldukça küçük kaldığını, özel sektöre verilen banka kredilerinin maliyetinin yüksek olma eğiliminde olduğunu belirtmişlerdir. Bunların yanına bankacılık sektöründeki kusurlu rekabet eklendiğinde, bankalar kronik olarak yüksek rezerv tutmaya ve devlet tahvillerine veya mümkün olduğunca yabancı tahvillere yatırım yapmaya teşvik edilmiş olmaktadır. Finansal sisteminin fonlara düzgün bir biçimde aracılık etmemesi nedeniyle, banka kredi kanalı zarar görmektedir. Çalışmada standart panel veri analiz yöntemleri kullanılmış olup yıl aralığı 1960-2008 arası olarak seçilmiş ve aylık veriler kullanılmıştır. Ticari banka varlıkları, diğer finansal kurumların varlıkları, borsa kapitalizasyonu, borsada işlem gören toplam değer, borsa ciro oranı finansal gelişme ölçütlerini analizlerinde kullanmışlardır. Söz konusu değişkenlerin tümü GSYİH'ye oranlanmıştır.

Bernanke ve Gertler (1995), para politikasının kredi kanalı üzerinde durdukları çalışmalarında, parasal aktarım mekanizmasını, para politikası uygulamalarının reel ekonomiyi finansal sistem üzerinden etkilemesinden dolayı finansal bir süreç olarak tanımlamaktadırlar. Kredi kanalı, banka kredi kanalı ve bilanço kanalı olarak iki kanala ayrılmaktadır. Banka kredi kanalı, para politikasının banka kredilerine bağımlı ödünç alıcılara kredi arzı üzerindeki etkisini vurgulamaktayken, bilanço kanalı, para politikasının ödünç alıcıların net değeri ve borç teminatı üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır. Çalışmalarından elde ettikleri bulgulara göre kredi kanalı, finansal sistemde mevcut olan finansal sürtüşmeler nedeniyle güçlü bir parasal aktarım mekanizmasını ve dolayısıyla para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisinin yüksek olmasını sağlamaktadır. Finansal sürtüşmelerin seviyesi arttıkça parasal aktarım mekanizması da güçlenmektedir.

Aysun vd. (2013), finansal sürtüşmelerin parasal aktarım mekanizmasının gücü üzerindeki etkisini incelemektedir. Kredi kanalı teorisi, para politikasının aktarım mekanizmasının, yüksek düzeyde finansal sürtüşmelerin olduğu ülkelerde daha güçlü olacağını belirtmektedir. Bu konudaki varsayım, ilgili ülkelerdeki dış finansman primlerinin firmaların finansal kaldıracına karşı daha duyarlı olduğu yönündedir. Bu sebepten ötürü para politikasının, varlık fiyatlarını değiştirmek

suretiyle, dış finansman primleri ve GSYİH üzerinde daha büyük bir etkisi olmaktadır. Örneklem ülkeleri için Yapısal Vektör Otoregresyon (SVAR) Tahmincileri ile analiz gerçekleştirilmiştir. Çalışmada değişkenler olarak sanayi üretim endeksi, tüketici fiyat endeksi, M1 para arzı, kısa vadeli faiz oranı ve dünya ticaret fiyat endeksi kullanılmıştır. Parasal aktarım ölçümü için, faiz oranlarına 100 baz puanlık bir şoka verilen GSYİH tepkilerinin kullanımı tercih edilmiştir. Finansal gelişme ölçütleri olarak borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı ve merkez bankalarının başkanlarının devir hızına dayandırılarak oluşturulmuş bir merkez bankası değişkeni türetilmiş ve analizlere dahil edilmiştir. Çalışma, 1984-2008 yıl aralığını kapsamakta ve 47 ülke örneklem olarak kullanılmıştır. Kredi kanalı teorisinin tahminlerini destekleyen çeşitli finansal sürtüşme ölçüleri ile parasal aktarımın gücü arasında istatistiksel olarak pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Beck vd. (2006), finansal aracılık ile ekonomik büyüme volatilitesi ilişkisini araştırmış ve 1960-1997 yıl aralığında 63 ülke kullanarak panel veri analizi gerçekleştirmişlerdir. Bağımlı değişken olarak kişi başına düşen reel GSYİH büyüme oranının standart sapması, finansal gelişme ölçütü olarak özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranı ve borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı, ticaret hadleri ve enflasyon volatilitesi kullanılmıştır. Gelişmiş finansal aracılık reel sektör şoklarının etkisini azaltırken parasal şokların etkisini arttırmaktadır. Finansal aracılığın gelişmesinin ticaret hadleri dalgalanmalarının etkisini azalttığına dair zayıf kanıtlar bulunmuştur. Bunların yanı sıra firmaların, sermaye piyasaları yoluyla dış finansmana erişiminin çok az veya hiç olmadığı ekonomilerde, finansal aracılığın enflasyon volatilitésinin etkisini büyüttüğüne dair kanıtlar elde etmişlerdir.

Cecchetti ve Krause (2001), finansal yapı ile para politikası ilişkisini ele almak amacıyla 1982-1997 yılları aralığında enflasyon oranı, GSYİH oranı, kredilerin GSYİH'ye oranı, devlete ait banka varlıkları ve mevduat sigortası endeksi değişkenlerini kullanarak analizlerini gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada 23 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklem olarak alınmış ve sonuç olarak ticari banka varlıklarının devlet mülkiyetinin azaltılması ve mevduat sigortasının oluşturulmasının enflasyon ve GSYİH dalgalanmalarını azalttığı tespit edilmiştir. Bankacılık sisteminin büyük ölçüde hükümetler tarafından kontrol edilmesi para

politikasının istikrar sağlamasına engel olmaktadır. Bankaların devlet elinden çıkarılması, kredi verme süreçlerini piyasanın isteklerine göre uyarlanmasına ve dolayısıyla para politikası etkinliğinin artmasına yol açmaktadır. Buna ek olarak merkez bankasının faiz oranı değışiklikleri özel sektöre verilen kredilerin miktarının artmasını sağlamaktadır.

27 Avrupa Birliği ülkesi özelinde finansal istikrar ile ekonomik performans ilişkisini inceleyen Creel, Hubert ve Labondance (2015), çalışmalarında Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi'ni kullanmış olup yıl aralığını 1998-2011 olacak şekilde belirlemişlerdir. Farklı finansal istikrarsızlık ölçütlerinin (kurumsal endeks, mikroekonomik göstergeler ve temel bileşen analizinden elde ettikleri bir istatistiksel endeks) ekonomik performansı (yatırım, harcanabilir gelir ve tüketim bileşenler) nasıl etkilediğini test etmişlerdir. Değişkenler olarak kişi başına düşen reel GSYİH, kişi başına reel harcanabilir gelir artış oranı ve kişi başına hanehalkı tüketimi artış oranı, ortalama eğitim yılı, hükümet harcamalarının GYSİH'ye oranı, ticari açıklık, enflasyon, özel sektöre verilen toplam kredi miktarı ve borsa ciro oranı tercih edilmiştir. Finansal istikrar ölçütü olarak Sistemik Stres Bileşik Göstergesi (CISS), takipteki kredilerin toplam kredilere oranı, Z-skoru ve borsa volatilitesi tercih edilmiştir. Ek bir değişken olarak, yazarlar, banka sermayesinin toplam aktiflere oranını, net faiz marjını, bankaların takipteki kredilerinin toplam kredilere oranını, borsa kapitalizasyonun büyüme oranını, varlık getirisini, özkaynak getirisini, likit varlıkların mevduata oranını ve kısa vadeli fonlamaya verilerinin ağırlıklandırılarak oluşturulan bir endeksi kullanmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre finansal istikrarsızlık ekonomik performansı olumsuz yönde etkilemektedir. Avrupa Birliği özelinde finansal derinliğin ekonomik performansla bir ilişkisi tespit edilememiştir. Yazarlar, Avrupa Birliği'nde finansal derinliğin ulaştığı yüksek seviyeden dolayı ekonomik performans üzerinde kayda değer bir etki yaratamadığını belirtmişlerdir.

Hassan vd. (2011), 168 ülkeyi içeren bir veri setiyle çalışarak finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemiş olup, çalışmalarında finansal liberalizasyonun, finansal gelişmenin, GSYİH artışının, parasal büyümenin ve giderek artan yatırım hacminin görüldüğü 1980-2007 yıl aralığını ele almışlardır.

Standart panel veri yöntemlerine ek olarak değişkenler arasındaki dinamik nedensellik, yön ve zamanlamayı dikkate almak için, vektör otoregresif (VAR) modelleri kurmuş ve Granger nedensellik testleri uygulamışlardır. Granger nedensellik testleri VAR denklemlerinin tüm değişkenleri içsel olarak kabul etmesi durumundan ötürü panel regresyonlarında ortaya çıkan içsellik sorununun üstesinden gelinmesine olanak sağlamaktadır. Bankacılık sektörü tarafından verilen yurt içi krediler, özel sektöre verilen yurt içi krediler, M3 para arzı, gayrisafi yurt içi tasarruflar, toplam ticaret, hükümetin toplam harcamaları ve enflasyon oranı değişkenleri analizlerde kullanılmıştır. Enflasyon oranı hariç diğer tüm değişkenler GSYİH'ye oranlanmıştır.

Başlangıçta kişi başına düşük bir GSYİH seviyesinin daha yüksek bir büyüme oranıyla ilişkili olduğu, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli pozitif bir ilişki bulunduğu, yurt içi toplam tasarrufların iktisadi büyüme ile pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Belirtmek gerekir ki, özel sektöre verilen yurt içi kredinin, Doğu Asya ve Latin Amerika iktisadi büyümesiyle pozitif, ancak yüksek gelirli ülkelerdeki büyümeyle negatif ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında iki yönlü bir nedensellik olduğu sonucuna varılmış ve bununla birlikte, Sahra Altı Afrika ve Doğu Asya özelinde ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru uzanan bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Düşük ve orta gelirli ekonomilerde iyi işleyen finansal sistemler ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir ancak ticaret ve maliye politikaları gibi diğer reel değişkenler büyümenin asıl itici güçleridir.

Beck ve Levine (2004), 1976-1998 dönemi için bir panel veri seti hazırlayarak genelleştirilmiş momentler tahmincisi kullanmak suretiyle hisse senedi piyasalarının ve bankaların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmıştır. Analizlerinde 40 ülke kullanılmış olup veriler, 1976-1998 aralığı 5 yıllık dönemlere bölünerek analize dahil edilmiştir. 5 yıllık dönemlerin verileri ortalama değerler alınarak hazırlanmıştır. Hisse senedi piyasasının gelişimini ölçmek için, yerel borsalardaki hisse senedi alım satımlarının değerinin borsaya kote edilmiş hisselerin toplam değerine bölünmesiyle elde edilen piyasa likiditesinin ciro oranı ölçüsü tercih edilmiştir. Söz konusu değişken borsanın büyüklüğüne göre işlem hacmini

göstermektedir. Bankacılık sektörü gelişimi ölçütü olarak özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranı veri setine eklenmiştir. Kişi başına düşen reel GSYİH, beşeri sermaye birikimini ölçmek adına ortalama eğitim süresi, karaborsa primi, ihracat ve ithalatın GSYİH'ye oranı, enflasyon oranı ve hükümet harcamalarının GSYİH'ye oranı diğer değişkenler olarak çalışmaya dahil edilmiştir. Yöntem olarak Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi (GMM) kullanılmıştır. Elde edilen bulgular ışığında, finansal gelişmenin ekonomik büyüme sürecinde önemli bir rol üstlendiği söylenebilmektedir. Hem piyasalar hem bankalar, bağımsız olarak ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir.

Bekaert vd. (2011), finansal açıklık ile verimlilik ilişkisi üzerine yaptıkları çalışmalarında finansal açıklığın faktör verimliliği üzerindeki pozitif etkisinin sermaye büyümesi üzerindeki pozitif yönlü etkisinden daha büyük olduğu sonucuna varmışlardır. Liberalleşmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkilerinin geçici olmak yerine kalıcı olmasının bir sebebi olarak bunu belirten yazarlar, finansal olarak nispeten gelişmiş olan ülkelerin yaşadıkları verimlilik artışlarının daha büyük olduğunu ortaya koymaktadırlar. Finansal açıklığın getirdiği ekonomik büyüme artışının, tüm bankacılık sektörü krizlerinden kaynaklanan ekonomik büyümedeki kayıptan daha ağır bastığı sonucuna varmışlardır. Analizleri 1980-2006 yıl aralığı verilerini kullandıkları 96 ülkeyle gerçekleştirilmiş olup sermaye stokunun büyüme oranı, kişi başına düşen reel GSYİH, toplam faktör verimliliği büyüme oranı, yabancıların yerel hisse senedi piyasasında işlem yapmasına olanak tanıdığı durumda bir değerini alan finansal açıklık ölçütü, yabancı yatırımcıların yerel piyasa kapitalizasyonunun, yerel borsaya kote olmuş tüm şirketlerin toplam piyasa değerine bölünmesiyle elde edilen oranı ifade eden sermaye piyasası açıklık ölçütü değişkenler olarak kullanılmıştır. Panel veri analiz yöntemlerinden Havuzlanmış En Küçük Kareler analizlerde tercih edilmiştir.

Bittencourt (2011), enflasyonun Brezilya'daki finansal gelişme üzerindeki etkisini 1985 ile 2004 arasındaki dönem üzerinden incelemektedir. Yöntem olarak zaman serisi tahmincileri (görünürde ilişkisiz regresyon (SUR)) ve ardından panel veri tahmincileri (sabit etkiler, rassal etkiler, dinamik panel veri analizi tahmincileri olarak birinci fark, fark genelleştirilmiş momentler ve sistem genelleştirilmiş

momentler) kullanan yazar, Brezilya'yı 10 büyük bölgeye ayırarak analizlerini yapmıştır. Değişkenler olarak M2 para arzını, M3 para arzını, özel sektöre verilen kredileri, hanehalkına verilen kredileri, GSYİH, yerel finansal ürünler, enflasyon oranı ve hükümet harcamaları kullanmayı tercih etmiştir. Elde edilen bulgulara göre enflasyon söz konusu dönemde finansal gelişme üzerinde zararlı etkiler meydana getirmektedir. Daha derin ve daha aktif bir finansal sektörün oluşması ve sürdürülebilmesi enflasyon oranlarının düşük ve istikrarlı olmasını gerektirmektedir. Bu nedenle, finansal gelişmenin sağlanabilmesi amacıyla merkez bankası bağımsızlığının sağlanması ve enflasyona yol açmayan maliye politikası uygulamalarının hayata geçirilmesi büyük önem arz etmektedir.

Rousseau ve Yılmazkuday (2009), enflasyon, finansal gelişme ve ekonomik büyüme üçlüsünün ilişkisini incelemiştir. Çalışmada 5 yıllık ortalamaları alınmış veriler kullanılmış olup kişi başına düşen gayrisafi yurt içi hasıla, ilk ve orta okula kayıt oranı, M3 para arzı, enflasyon oranı, uluslararası ticaret değişkenleri kullanılmıştır. 84 ülkenin örneklem olarak alındığı çalışmada yıl aralığı 1960-2004 olarak belirlenmiştir. Yöntem olarak En Küçük Kareler (EKK) tercih edilmiştir. Düşük enflasyon oranlarının eşlik ettiği yüksek finansal gelişme, başta düşük gelirli ülkelerde olmak üzere, daha yüksek iktisadi büyüme oranlarına yol açmaktadır. Yüksek enflasyonun olması halinde bu durum, finansal gelişmenin büyüme etkisi üzerindeki etkisinin azalmasından dolayı büyük oranda tersine dönmektedir. Yıllık enflasyon oranının % 4-19 arasında olduğu durumda nispeten küçük fiyat artışları, finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki güçlü etkisini ortadan kaldırmaktadır. Söz konusu aralığın üzerindeki enflasyon oranlarında ise finansal gelişme ve büyüme ilişkisi fiyatlar düzeyindeki artışlardan az etkilenmektedir. Bununla beraber unutulmamalıdır ki, finansal gelişmenin baskılandığı yüksek enflasyonlu ekonomilerde iktisadi büyüme düşük düzeylerde gerçekleşmektedir.

Rousseau ve Wachtel (2000), finans ve iktisadi büyüme ilişkisini 1960-1995 aralığı özelinde ele almıştır. Analizleri 84 kadar ekonomiyi kapsamakta olup 5 yıllık ortalaması alınmış verilerin kullanımını tercih etmişlerdir. Reel GSYİH, ilk ve orta okula kayıt oranı, enflasyon oranı, M3 para arzı, toplam kredilerin GSYİH'ye oranı verileri standart panel veri analizi yöntemlerinde değişken olarak kullanılmıştır.

Sonuç olarak, enflasyon finansal gelişme üzerindeki etkisiyle hem doğrudan hem dolaylı olarak ekonomik büyümeyi engellemektedir. Bununla birlikte, doğrudan etkiler yüksek enflasyonun olduğu durumlarda tezahür etmektedir ve enflasyon düşük seviyelerde seyretmekteyken büyük ölçüde ortadan kalkmaktadır. Enflasyonun finansal derinlik üzerindeki etkisi yoluyla dolaylı etkileri, enflasyon ılımlı durumdayken en yüksek seviyede gerçekleşmektedir. Ek olarak, finansal derinliğin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi enflasyon oranından büyük ölçüde bağımsız olarak gerçekleşmektedir. Yüksek enflasyon ortamında finansal derinliğin etkisi çok düşük olarak gözlemlenmiştir.

Hung (2003), enflasyon, finansal gelişme ve ekonomik büyüme üzerine yaptığı araştırmasında finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin belirlenmesinde enflasyonun oynadığı rolü ortaya koymak amacıyla bir içsel büyüme modeli geliştirilmiştir. Modelde kredi işlemleri için paraya ihtiyaç duyulmakta ve finansal piyasaların işleyişinde bilgi asimetrisi bulunmaktadır. Elde edilen bulgulara göre hükümetin harcama payının nispeten büyük olması durumunda, izleme maliyetindeki bir düşüşle ölçülen finansal gelişmenin enflasyonu yükselttiği ve başlangıç enflasyon oranları görece yüksek olan ekonomilerde iktisadi büyümeyi azalttığını ortaya koyan çoklu dengeler söz konusu olmaktadır. İlk enflasyon oranı görece düşük olduğunda, finansal gelişme enflasyonu azaltmakta ve iktisadi büyümeyi desteklemektedir.

Almalki ve Batayneh (2015), temel amacı 1982-2013 dönemi için Suudi Arabistan'da enflasyon ve finansal sektör gelişimi arasındaki ilişkiyi ampirik olarak araştırmak olan bir çalışma kaleme almışlardır. Gecikmesi dağıtılmış otoregresif sınır testi (ARDL) yöntemini kullandıkları çalışmalarında değişkenler olarak GSYİH'nın yüzdesi olarak özel sektöre verilen krediler (finansal gelişmeyi temsilen), tüketici fiyat endeksi (enflasyon oranını temsilen), ticari açık ve reel gayrisafi yurt içi hasıla kullanılmıştır. Bulgulara göre enflasyon ve finansal gelişme arasında istatistiksel olarak anlamlı uzun ve kısa vadeli negatif ilişki bulunmaktadır. Bir diğer sonuç olarak finansal sektör gelişimi üzerinde önceki finansal sektör politikalarının istatistiksel olarak anlamlı bir pozitif etkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Ekonomik büyümenin finansal gelişme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkisinin

olduğu sonucuna da varılmıştır. Ticari açıklığın finansal gelişme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı olumsuz bir etkisi bulunmaktadır. Enflasyon ve ticari liberalizasyon politikaları, finans sektörü performansını azaltıcı etki yaratmaktadır.

Majid (2007), makalesinde Tayland'da 1997 sonrası finansal kriz sırasında finansal gelişme, enflasyon ve ekonomik büyüme arasındaki kısa ve uzun vadeli dinamikleri zaman serisi tekniklerini kullanarak ampirik olarak incelemektedir. 1998-2006 yıl aralığında çeyreklik verilerle çalışmıştır. Toplam banka mevduatlarının nominal GSYİH'ye oranı, brüt sabit sermaye birikiminin nominal GSYİH'ye oranı, reel GSYİH ve enflasyon oranı çalışmada kullanılması tercih edilen değişkenlerdir. Gecikmesi dağıtılmış otoregresif sınır testi (ARDL) ve hata düzeltme modeline (VECM) dayalı Granger nedensellik testleri analizde kullanılmış olup Tayland'da finans ve büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu ortaya koyulmuştur. Bir diğer sonuç, ekonomik büyümedeki değişikliklerin büyük ölçüde kendi yeniliklerine dayandığını şeklindedir. Yazar, ülkede büyümeyi teşvik etmek için uzun vadeli politikalara, hem bankacılık sektöründe hem borsada yer alan finansal kurumların güçlendirilmesine ve düşük enflasyon oranının korunmasına öncelik verilmesini belirtmektedir.

Bozoklu ve Yılancı (2013), 14 ekonominin örneklem olarak kullanıldığı çalışmalarında finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Kullanılan veri seti yıllık olup yurt içi kredilerin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'ya oranı finansal gelişme değişkeni olarak kullanılmıştır. İktisadi büyümeyi ölçmek adına kişi başına düşen reel GSYİH değişkeni tercih edilmiştir. Panel Granger nedensellik analizi yöntemiyle elde edilen bulgular ışığında finansal gelişmenin iktisadi büyümenin nedeni olduğu tespit edilmiştir. Analize konu olan ülkelerde gerçekleşecek olan finansal sistem gelişmeleri ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır.

Altıntaş ve Ayriçay (2010), çalışmalarında, Türkiye'de 1987-2007 dönemi üç aylık verileri kullanarak finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Yöntem olarak ARDL (autoregressive distributed lag) sınır testi

kullanılmış olup, analizler sonucunda reel iktisadi büyüme, finansal gelişme, dışa açıklık ve reel faiz oranı arasında uzun dönem eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Finansal gelişme katsayısındaki %1'lik bir artış iktisadi büyümeyi %0.67 oranında arttırmaktadır. Reel faiz oranında gerçekleşecek %1'lik artış iktisadi büyümeyi %0.12 oranında arttırmaktadır. Finansal gelişmenin etkisinin reel faiz oranının etkisinden büyük olması, fon maliyetinden ziyade, fon mevcudiyetinin reel iktisadi büyümeyi daha fazla etkilediği şeklinde yorumlanmıştır.

Türkmen ve Ağır (2020), finansal gelişme ve enflasyon ilişkisini inceledikleri çalışmalarında seçilmiş yüksek ve düşük enflasyonlu ülke grubu örneklemelerini kullanarak söz konusu ilişkiyi araştırmışlardır. 1985-2018 yıl aralığı için M3 para arzı, yurt içi kredi, mal ve hizmet ihracatı ve enflasyon oranı verilerini GSYİH'nin oranı olarak (enflasyon verileri haricinde) çalışmalarına dahil etmişlerdir. Yöntem olarak çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme testleri kullanılmış olup finansal gelişmenin enflasyon oranı yükseldikçe azaldığı tespit edilmiştir.

Eyüboğlu ve Akan (2020), 1980-2006 dönemi için Türkiye özelinde finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Uluslararası Para Fonu tarafından oluşturulan finansal gelişme endeksi verileri finansal gelişmenin göstergesi olarak kullanılmıştır. Engle-Granger ve RALS-EG eşbütünleşme testleri analizlerin gerçekleştirilmesinde tercih edilmiştir. Engle-Granger eşbütünleşme testi sonucuna göre değişkenler arasında ilişki tespit edilememiştir. RALS-EG testinden elde edilen bulgulara göre değişkenler eşbütünleşiktir ve finansal gelişme iktisadi büyümeyi arttırıcı bir etki yaratmaktadır.

Literatürde, finansal gelişmenin para politikası hedeflerine ulaşma yolunda olumlu katkılarda bulunduğunu gösteren çalışmalar olduğu kadar olumsuz katkıları veya etkisiz olduğunu ortaya koyan çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin, finansal gelişme düzeyi ile para politikası etkinliği ilişkisini incelemiş olan Carranza vd. (2010), 1996-2005 yıl aralığını kullandıkları analizlerinde birçok panel kurmuş olup örneklem ülke sayıları 44 ve 56 arasında değişiklik göstermektedir. Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi ile analizlerini gerçekleştiren yazarlar, finansal gelişme değişkenleri olarak finansal aracılığın genel boyutu ve derinliği, borsadaki faaliyet

düzeyi ve merkez bankası büyüklüğünü kullanmışlardır. Gayri safi serbest sermaye oluşumu, gayri safi yurt içi hasıla büyüme oranı, enflasyon oranı ve benimsenmiş olan döviz kuru rejimleri kullanılan diğer değişkenlerdir. Elde ettikleri bulgulara göre finansal sistem daha az gelişmiş olduğunda, para politikasının etkisi daha fazla olmaktadır ancak bu etkinin ortaya çıkması, daha gelişmiş finansal sistemlerle kıyaslandığında daha uzun zaman almaktadır.

Para arzı değişikliklerin etkisindeki gecikmeler nispeten daha az varlığa sahip merkez bankasına sahip ülkelerde daha fazladır ancak söz konusu gecikmelerin finansal sistem geneli üzerindeki etkisi belirsiz olarak bulunmuştur. Borsa volatilitesi, para politikasının etkisinin uzunluğuyla pozitif olarak ilişkilidir: borsanın daha az volatil olduğu ülkelerde para arzı değişikliklerinin kümülatif etkisi daha büyük ve daha uzun sürmektedir. Merkez bankasının büyüklüğü (toplam varlık açısından), para politikası etkinliği (büyük etki ve daha uzun etki süresi) ile pozitif, gecikmelerle negatif olarak ilişkilidir.

Evans (2016), 2005-2014 dönemine ait yıllık verileri kullanarak Afrika'daki finansal derinliği ve para politikası etkinliği ilişkisini incelediği çalışmasında Panel Hata Düzeltme Modeli (VECM) yaklaşımını kullanmıştır. Yazar, örneklem olarak 15 Afrika ülkesini almış olup finansal derinlik göstergesi olarak ticari bankalardaki mevduat sahiplerinin sayısını (1000 yetişkin başına) analizine dahil etmiştir. Para politikası etkinliğinin göstergesi olarak enflasyon oranını ve kontrol değişkenleri olarak para arzını ve faiz oranını tercih etmiştir. Nedenselliğin yönünün test edilmesinde üç aşamalı bir prosedür izlemiş olup ilk aşamada panel birim kök testleri gerçekleştirmiştir. İkinci aşama, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını kontrol etmek için Engle-Granger tabanlı Pedroni Eşbütünleşme testinin kullanılmasını içermektedir. Üçüncü aşama, hem değişkenlerdeki kısa vadeli değişikliklere hem de uzun vadeli dengeden sapmalara uyum sağlayan Panel VECM'nin tahmin edilmesiyle gerçekleştirilmiştir. Dördüncü ve son aşama, Nijerya'da finansal derinlik ve para politikası etkinliği arasındaki bağlantıyı belirlemek için Granger nedensellik testleri oluşturmada meydana gelmektedir. Genişletici para arzı şokuna politika tepkisi kısa vadede istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif iken, uzun vadede tepkiler sıfıra yakın bulunmuştur. Pozitif faiz oranı ise para

politikası etkinlik düzeyi üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı kalıcı bir etkiye sahiptir. Finansal derinlik, para arzı ve faiz oranı şokları, para politikası etkinliğindeki değişiklikleri açıklamada belirli rollere sahip olmalarına rağmen uzun vadede, politika etkinliğindeki değişikliklerin yüzde 45'inden fazlası faiz oranı şokları ile açıklanmaktadır. Ayrıca, para politikası etkinliğinden finansal derinliğe doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Özet olarak bu çalışma, finansal derinliğin Afrika'da para politikası etkinliğinin önemli bir itici gücü olmadığını ortaya koymaktadır. Elde edilen sonuçlara göre tersi olarak, para politikası etkinliği finansal derinleşmenin itici gücü olarak tespit edilmiştir.

Finansal inovasyon ve para politikası etkinliği ilişkisini ele almış olan Safdar ve Khan (2013), faiz oranı kanalını kullanarak finansal inovasyonun parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Pakistan için 1981-2010 dönemini kapsayan çeyreklik verileri baz alarak En Küçük Kareler (EKK) yöntemiyle araştırmalarını gerçekleştirmişlerdir. Pakistan için çeyreklik GSYİH verisi mevcut olmadığından ötürü endüstriyel verimlilik endeksi kullanılmıştır. Bununla beraber 3 aylık reel faiz oranı, enflasyon oranı ve finansal inovasyon ölçütü olarak M3 para arzının parasal tabana oranı tercih edilmiştir. Söz konusu tercihin sebebi ATM sayısı, kredi kartı sayısı veya kredi kartı ve ATM'ler aracılığıyla gerçekleştirilen işlem sayısı gibi finansal inovasyon verilerinin Pakistan için mevcut olmamasıdır. Sonuçlar finansal inovasyonun, GSYİH ve para politikası üzerinde etkileri olduğunu göstermektedir. Finansal inovasyon faiz oranı ile etkileşime girdiğinde, faiz oranı ile GSYİH açığı arasındaki negatif ilişki tersine dönmekte ve bu da merkez bankasının faiz oranı kanalıyla gerçekleştirdiği faaliyetlerinin etkisinin zayıfladığı anlamına gelmektedir.

Finansal gelişme ile para politikasının üretim ve enflasyon üzerindeki etkinliğini 39 Afrika ülkesini örneklem olarak kullanarak incelemiş olan Effiong vd. (2020) standart panel veri tekniklerini tercih etmişlerdir. 1990-2015 yıl aralığını kullanarak analizlerini gerçekleştirmiş olup finansal gelişme ölçütü olarak özel sektöre verilen kredilerin GSYİH'ye oranını analizlerine dahil etmişlerdir. M2 para arzı, tüketici fiyat endeksi, reel GSYİH ve reel petrol fiyatı çalışmadaki diğer değişkenleri oluşturmaktadır. Elde ettikleri sonuçlara göre finansal gelişme ve para

politikası etkinliği ilişkisi zayıftır. Finansal gelişme ve GSYİH arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmazken enflasyon ile negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Yorum olarak, Afrika ülkelerinin yapısal kusurlarla sahip ve az gelişmiş kabul edilen finansal sistemlerinin para politikasının etkinliği üzerindeki etkisinin önümüzdeki yıllarda da zayıf olmaya devam edeceğini belirtmişlerdir. Bu nedenle, Afrika ülkelerinde finansal sektör gelişimini derinleştirmek ve rekabet gücünü arttırmak, borç verenleri ve mülkiyet haklarını güçlendiren etkin bir kurumsal ve düzenleyici çerçeve oluşturmak, para politikası araçlarının piyasa faiz oranları üzerindeki etkisini derinleştirmek amacıyla para piyasası ve ikincil piyasaların gelişimi ve düzgün işleyişini teşvik etmek gibi yöntemlerle Afrika ülkelerindeki parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesine ihtiyaç duyulmaktadır.

Gomez vd. (2005), türev araçların Kolombiya'da uygulanan para politikası uygulamaları üzerindeki etkisini incelemiştir. Finansal piyasaların önemli bir bileşeni olan türev araçların kullanımı, iktisadi birimlerin, aktivist para politikası uygulamalarının yol açtığı nispi fiyatlardaki değişiklik göz önüne alındığında, tüketim, üretim ve yatırım kararları üzerindeki etkisini arttırmasına olanak sağlamaktadır. Bu anlamda türev araçlar, kimi durumlarda kısa vadede geleneksel parasal aktarım kanallarının etkinliğinde bir kayıp yaratırken, bazı durumlarda ise aktarım hızının artmasını teşvik etmektedir. Yazarlar bir yatırım modeli üzerinden, Kolombiya para kanallarının işleyiş sürecinde faiz oranı ve döviz kuru türevlerinin kullanımının etkisini tespit etmişlerdir. Para politikasının kısa vadede etkinliğini kaybettiğini belirten yazarlar ticari bankaların, firmalar için daha az maliyetli bir kredi arzına izin veren türev araçları kullanmaları ile birlikte para politikasının etkinliğinin azaldığı sonucuna ulaşmışlardır. Genelleştirilmiş En Küçük Kareler parametre tahmincisi kullanılarak yapılan analizde 1995-2003 yıl aralığı tercih edilmiş ve 8421 firmanın yıllık verileri kullanılmıştır. Para politikası etkinliği ölçümü için reel faiz oranı ve reel döviz kuru değişkenlerini belirledikleri bir yöntemle göre birleştirip kullanmışlardır.

Yapısal Vektör Otoregresyon (SVAR) metodolojisini kullanarak finansal yapı ile parasal aktarım mekanizması ilişkisini araştıran Elbourne ve de Haan (2006),

Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Letonya, Litvanya, Polonya, Romanya, Slovak Cumhuriyeti ve Slovenya gibi geçiş ekonomilerini örneklem olarak kullanmışlardır. Petrol fiyatı, ABD federal fonlama oranı, endüstriyel üretim, tüketici fiyat endeksi, para stoku, kısa vadeli faiz oranı ve nominal döviz kuru değişkenleri analize dahil edilmiştir. 1998-2004 yıl aralığında gerçekleştirilen çalışmadan elde edilen sonuçlara göre finansal sektör göstergelerinin Avrupa Birliği'ne katılan on ülkede para politikası şokları ile ilişkili olduğuna dair bir kanıt bulunamamıştır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini ele almış olan Arestis ve Demetriades (1997), çalışmaları için çeyreklik veri kullanmış olup yıl aralığı 1979-1991 olarak belirlenmiştir. Reel GSYİH, borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı, borsa volatilitesi ölçmek adına borsa fiyatlarının çeyrek sonu değişiminin on altı çeyreklik hareketli standart sapması ile ölçümü yapıp hazırlanan bir endeks ve M2 para arzının nominal GSYİH'ye oranı, yurt içi kredilerin nominal GSYİH'ye oranı, kişi başına düşen reel GSYİH olmak üzere altı değişken yer almaktadır. Yöntem olarak Johansen Eşbütünleşme Analizi tercih edilmiş ve Güney Kore, Amerika Birleşik Devletleri ve Almanya için ayrı ayrı analizler gerçekleştirilmiştir. Almanya özelinde elde edilen sonuçlar kişi başına düşen reel GSYİH ile bankacılık sektörünün gelişmesi arasında pozitif yönlü bir ilişki kurulduğunu göstermektedir. Borsa volatilitesi ile reel GSYİH negatif ilişkiye sahipken reel GSYİH'nin bankacılık sektörü gelişmesi üzerinde uzun vadede bir etkisi bulunmamaktadır. Özetle, Almanya'da finansal gelişmeden reel GSYİH'ya doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu tespit edilmiştir. Borsa kapitalizasyonu, yalnızca bankacılık sistemi aracılığıyla reel GSYİH'yı etkilemektedir ve borsa volatilitesinin GSYİH üzerinde olumsuz etkisi mevcuttur.

Amerika Birleşik Devletleri için elde edilen sonuçlara bakıldığında ilk olarak borsa kapitalizasyonunun reel GSYİH ile pozitif, bankacılık sektörünün gelişimi ile negatif ilişkili olduğu görülmektedir. İkinci vektör, bankacılık sektörü gelişimi ile reel GSYİH arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Buna ek olarak hisse senedi piyasası volatilitesi, bankacılık sektörünün gelişmesiyle pozitif bir ilişki içindeyken reel GSYİH ile negatif ilişkili görünmektedir. Amerika Birleşik

Devletleri'nde finansal gelişmenin reel GSYİH'nin nedeni olduğunu öne sürmek için yeterli kanıt edinilememiştir. Öte yandan, ters yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiş olup reel GSYİH'nin hem bankacılık sistemi gelişimine hem sermaye piyasası gelişimine olumlu katkı sağladığı görülmüştür.

Güney Kore örneğinde ise beklenmedik sonuçlar elde edilmiştir. Finansal baskı endeksi, finansal gelişme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olarak bulunmuştur. İkinci eşbütünleşme vektörü, sermaye stokunun uzun vadeli GSYİH büyümesi için önemini göstermekte ve reel faiz oranıyla sermaye stokunun GSYİH üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Sonuçlara göre finansal baskı ile finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

Abbey (2012) çalışmasında, 1990-2008 yıl aralığında 3 aylık zaman serisi verilerini kullanarak Gana'da finansal gelişme ve enflasyon ilişkisini irdelemiştir. Eşbütünleşme analizi ve Granger Nedensellik testi yapan yazar iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı birkaç ilişki kurmuştur. Kısa vadede iki değişken arasındaki ilişki pozitif olarak belirlenirken, uzun vadede hiçbir ilişki kurulamamıştır. Ek olarak, enflasyondan finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedensellik bağı bulunmuştur. Özel sektör kredilerinin GSYİH'ye oranı ve borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı finansal gelişmişlik göstergesi olarak kullanıldığı çalışmada son olarak, yıllık %11-16 arasındaki enflasyon oranları için enflasyon-finance gelişme ilişkisinde etkileşim gözlenmektedir. Bu nedenle çalışma, Gana'daki finansal gelişmeyi desteklemek adına %11-16 arasındaki enflasyon oranları için fiyat istikrarı tanımını önermektedir.

Taşseven ve Yılmaz (2022), Türkiye'nin finansal gelişme göstergeleri ve ekonomik büyüme ilişkisini incelemiştir. Finansal gelişme göstergeleri olarak kredi hacmi, para arzı, BİST 100 endeksi, ihracat ve ithalat tercih edilmiştir. Johansen eşbütünleşme testi, vektör hata düzeltme modeli tahmini, etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırma analizi uygulanmıştır. Çalışmada kullanılan yıl aralığı 2005-2020'i kapsamakta olup veriler çeyreklik niteliktedir. Elde edilen bulgulara göre iktisadi büyüme ile BİST 100 endeksi, enflasyon, ihracat, ithalat, kredi hacmi ve M2 arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmaktadır. Granger nedensellik testlerinin

sonucunda iktisadi büyümeden BİST 100 endeksine ve M2'ye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Türkiye özelinde iktisadi büyüme finansal gelişmenin sebebidir ve talep-takipli hipotezi geçerlidir.

İlgili literatür detaylı biçimde incelendiğinde finansal gelişmenin, para politikası etkinliği ve nihai hedefleriyle olan ilişkisinin kesin bir sonuçlandırma yapmaya olanak tanımadığı görülmektedir. Ülke grupları ve yıl aralıklarının değişiklik göstermesine bağlı olarak finansal gelişmenin etkisi pozitif veya negatif olmaktadır. Ek olarak değişkenler arasındaki nedensellik yönü değişebilmektedir. Kimi çalışmalarda ise finansal gelişmenin para politikası veya nihai hedefleri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir.

Bu çalışmada, geçmişte yapılan araştırmaların çoğundan farklı olarak, finansal gelişmenin para politikasının nihai hedefleriyle olan ilişkisi doğrudan analiz edilmemiştir. Çalışmada finansal gelişmenin en az veri kısıtı yaratan ölçütleri kullanılarak para politikası etkinliğini hangi ölçüde ve yönde değiştirdiği irdelenmiştir. Finansal gelişmenin para politikasının etkisini arttırmak veya azaltmak suretiyle nasıl bir etki yarattığı araştırma konusudur. Temsil gücünün yüksek olması adına uygun bir ülke grubu ve yıl aralığı seçilmiştir. Finansal gelişme değişkenleri, literatürde sıklıkla karşılaşılandan farklı olarak, para politikasını temsil eden M3 para arzı değişkeniyle çarpılarak birlikte etkilerini bulmak üzere etkileşim değişkenleri türetilmiştir. Finansal gelişme değişkeninin bir taneyle sınırlı tutulmaması finansal gelişmenin hangi alt başlığının daha etkili olduğunu da göstermektedir. Bu şekilde hangi finansal sistem tercihinin para politikası etkinliğini değiştirdiğini görmek de mümkün olmaktadır.

3.3. Ekonometrik Model

Bu çalışmanın amacı, finansal gelişmenin para politikası etkinliği üzerindeki etkisini, ekonometrik analizler sonucunda elde edilen bulgular ışığında ortaya koymaktır. Bu amaçla, iki farklı makroekonomik panel veri modeli kullanılmıştır. İlk modelde, yıllık reel gayrisafi yurt içi hasıla büyüme oranı bağımlı değişken olarak alınmıştır. İkinci modelde ise bağımlı değişken olarak yıllık enflasyon oranı

kullanılmıştır. İlk aşamada, panel veri modelinde kullanılacak değişkenlerin yıllık büyüme oranları aşağıdaki gibi alınmıştır:

$$\Delta Y_{it} = (Y_{it} - Y_{it-1}) / Y_{it-1}$$

$$\Delta P_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

$$\Delta M_{it} = (M_{it} - M_{it-1}) / M_{it-1}$$

Levine (2002) ve Demirgüç-Kunt ve arkadaşları (2012) gibi önemli çalışmaların ışığında, finansal gelişmeyi ölçmek için kullanılan değişkenler seçilmiştir. Bu değişkenler, finansal derinliği yansıtan özel sektöre verilen kredi miktarı, borsa kapitalizasyonu ve finansal sistem mevduatlarıdır. Ayrıca, literatürde sıkça kullanılan bir diğer ölçüt, özel sektöre verilen kredi miktarı ile borsa kapitalizasyonunun toplamından oluşan ve toplam finansal gelişmeyi temsil eden bir değişkendir. Bu değişkenler, gayrisafi yurt içi hasılaya oranlanmış ve ardından yıllık büyüme oranları hesaplanmıştır.

Özel sektöre verilen krediler, özsermaye dışı menkul kıymetlerin satın alınması, ticari krediler ve diğer alacak hesapları yoluyla özel sektöre sağlanan finansal kaynakları ifade eder ve bu krediler geri ödeme talebi doğurur. Bazı ülkelerde, bu talepler kamu işletmelerine verilen kredileri de kapsar. Borsa kapitalizasyonu ise, bir borsada listelenen tüm hisselerin toplam değerini gösterir ve finansal sistem mevduatları, mevduat bankaları ile diğer finansal kuruluşlardaki mevduatların toplam değerini ifade eder (Dünya Bankası, 2022).

$$Y_{it} = \sum_{k=1}^1 \alpha_1 Y_{it-k} + \sum_{k=0}^1 \alpha_2 M_{it-k} + \sum_{k=0}^1 \alpha_3 FD_{it-k} M_{it-k} + \alpha_4 Kriz_{it} + u_{it} \quad (11)$$

Yukarıdaki denklemde Y_{it} i ülkesinin t yılındaki yıllık gayrisafi yurt içi hasıla büyüme oranını, M_{it} i ülkesinin t yılındaki parasal genişleme oranını, $FD_{it} M_{it}$ etkileşim değişkenini ve $Kriz_{it}$ ise 2008 global krizinin yurt içi hasıla üzerindeki etkisini gösteren kukla değişkeni ifade etmektedir. 2008 ve 2009 yıllarında bir değerini almakta olan kukla değişkeni diğer yıllarda sıfır değerini almıştır.

Bu çalışmada kullanılacak etkileşim değişkenleri hakkında bilgi vermek de önemlidir. Etkileşim etkileri, bir değişkenin bağımlı ve bağımsız değişkenler

arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğini ortaya koyar. Bu durumda, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin başka bir değişkenin değeri ile nasıl değiştiği, bu değişkenlerin etkileşim içinde olduklarını gösterir. Bu araştırmada, para arzı değişkeni, finansal gelişme değişkenleri ile çarpılarak etkileşim değişkenleri oluşturulacaktır. Bu etkileşim değişkenlerinin istatistiksel anlamlılıkları değerlendirilecek ve katsayılarının yorumu yapılacaktır. Para politikası esasen nihai hedefi bir ara hedef aracılığıyla etkiler, dolayısıyla para politikasının ölçümü ve değişken olarak analize dahil edilebilmesi için ilgili ara hedef seviyesi ele alınmalıdır. Para arzı, para politikasının en önemli ara hedeflerinden biri olarak kabul edilmektedir ve para politikasını temsil etmesi için çalışmada kullanılması uygun görülmektedir.

$$P_{it} = \sum_{k=1}^1 \beta_1 P_{it-k} + \sum_{k=0}^1 \beta_2 M_{it-k} + \sum_{k=0}^1 \beta_3 FD_{it-k} M_{it-k} + \beta_4 Kriz_{it} + u_{it} \quad (12)$$

12 numaralı denklemde P_{it} i ülkesinin t yılındaki yıllık gayrisafi yurt içi hasıla büyüme oranını, M_{it} i ülkesinin t yılındaki parasal genişleme oranını, $FD_{it} M_{it}$ etkileşim değişkenini ve $Kriz_{it}$ ise 2008 global krizinin yurt içi hasıla üzerindeki etkisini gösteren kukla değişkeni ifade etmektedir. 2008 ve 2009 yıllarında bir değerini almakta olan kukla değişkeni diğer yıllarda sıfır değerini almıştır.

3.4. Veri

Model tahmini için toplamda 25 ülke seçilmiş olup 2002-2019 yıl aralığı verileri kullanılmıştır. Ülke ve yıl aralığı seçimi veri mevcudiyeti göz önünde bulundurularak yüksek ve orta gelirli ülkeler arasından seçilmiştir. Düşük gelirli ülkelerin verileri nispeten düzensiz ve daha az bilgi içerdiğinden ötürü temsil güçleri daha az olacağından analize dahil edilememiştir. Veri seti oluşturulurken Dünya Bankası ve IMF kaynaklarından olan Dünya Kalkınma Göstergeleri (WDI), Küresel Finansal Gelişme Veri Bankası ve Uluslararası Finansal İstatistikler Veritabanı'ndan (IFS) yararlanılmıştır. Araştırmanın sonuç ve önerilen kısmında paylaşılan tespitler araştırma modelinin sonuçlarından edinilen bulgulardan ibarettir.

Tablo 3.1: Ülke Grupları

Yüksek ve Orta Gelirli Ekonomiler
1. Almanya
2. Amerika Birleşik Devletleri
3. Avustralya
4. Avusturya
5. Brezilya
6. Filipinler
7. Güney Afrika
8. Güney Kore
9. Hindistan
10. Hong Kong
11. İspanya
12. İsrail
13. Japonya
14. Lüksemburg
15. Malezya
16. Meksika
17. Morityus
18. Norveç
19. Peru
20. Polonya
21. Singapur
22. Sri Lanka
23. Şili
24. Türkiye
25. Yunanistan

Kaynak: Dünya Bankası (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>)

Yukarıdaki tabloda bulunan ve analizlerimizde örneklem olarak kullanılan ülkeler yüksek ve orta gelirli ekonomilerden oluşmaktadır. Aşağıdaki tabloda söz konusu ekonomilerin, ekonometrik analizlerde kullanılacak olan değişken ortalamaları bulunmaktadır.

Tablo 3.2: Ülke Ortalamaları (2002-2019)

Ülke	Y	P	M	Borsa	Kredi	Mevduat	FG
1. Almanya	1.259	1.389	4.853	3.581	-1.858	2.112	-0.850
2. ABD	2.037	1.920	3.044	2.732	0.751	1.462	1.261
3. Avustralya	2.906	2.822	9.803	5.147	2.476	2.716	2.475
4. Avusturya	1.543	1.766	5.420	11.421	-0.207	2.128	1.169
5. Brezilya	2.366	7.581	10.831	11.898	4.569	2.540	6.215
6. Filipinler	5.667	3.340	8.017	10.000	1.711	1.567	5.279
7. Güney Afrika	2.587	6.406	7.483	8.287	0.168	0.824	4.318
8. Güney Kore	3.809	1.862	10.695	8.289	2.254	5.500	3.224
9. Hindistan	6.689	5.721	10.217	10.474	3.383	2.004	6.721
10. Hong Kong	3.480	0.922	5.603	13.222	2.825	3.042	10.391
11. İspanya	1.545	1.713	4.568	1.652	0.295	1.416	-0.013
12. İsrail	3.756	1.510	4.834	7.406	-0.864	-0.065	1.490
13. Japonya	0.757	-0.455	1.431	6.965	-0.150	1.413	1.613
14. Lüksemburg	2.638	2.811	4.088	3.198	2.140	1.446	2.201
15. Malezya	5.111	3.235	5.521	2.113	-0.251	-0.402	0.425
16. Meksika	2.052	5.017	3.288	7.131	6.142	2.653	6.053
17. Morityus	3.914	3.705	7.278	10.336	2.394	2.480	4.242
18. Norveç	1.539	3.189	5.283	8.652	2.640	1.837	3.300
19. Peru	5.116	3.038	9.068	9.788	3.969	2.656	5.881
20. Polonya	3.963	2.124	7.400	10.274	7.072	2.307	6.235
21. Singapur	5.315	1.335	7.128	5.881	0.444	0.400	2.841
22. Sri Lanka	5.505	8.624	10.880	10.015	3.227	3.565	3.896
23. Şili	3.760	4.590	8.425	3.249	3.078	1.407	2.314
24. Türkiye	5.420	11.504	8.242	9.235	4.003	1.804	4.226
25. Yunanistan	-0.062	1.218	1.696	3.529	3.108	-0.208	0.520

Not: y reel gayrisafi yurt içi hasılanın reel büyüme oranını, p enflasyon oranını, m M3 para arzı tanımının büyüme oranını, Kredi özel sektöre verilen kredi miktarının büyüme oranını, Borsa borsa kapitalizasyonunun büyüme oranını, Mevduat finansal sistem mevduatlarının büyüme oranını, FG borsa kapitalizasyonu büyüme oranı ve özel sektöre verilen kredi miktarının büyüme oranlarının toplamının büyüme oranını ifade etmektedir.

Tablo 3.3: Değişken İstatistikleri

Değişken	Ortalama	Standart Sapma	Min	Max	Gözlem Sayısı
Y	3.307	2.851	-10.149	14.519	450
P	3.475	3.600	-6.007	37.575	450
M	6.604	12.673	-29.882	88.226	450
Kredi	2.166	8.419	-45.376	97.081	443
Borsa	7.379	31.503	-70.936	133.807	450
Mevduat	1.864	6.770	-27.209	75.748	450
Finansal Gelişme	3.471	15.968	-47.364	77.802	443

Not: y reel gayrisafi yurt içi hasılanın reel büyüme oranını, p enflasyon oranını, m M3 para arzı tanımının büyüme oranını, Kredi özel sektöre verilen kredi miktarının büyüme oranını, Borsa borsa kapitalizasyonunun büyüme oranını, Mevduat finansal sistem mevduatlarının büyüme oranını, Finansal Gelişme borsa kapitalizasyonu büyüme oranı ve özel sektöre verilen kredi miktarının büyüme oranlarının toplamının büyüme oranını ifade etmektedir.

Yukarıda yer alan Tablo 3.2, çalışmanın örneklemini oluşturan ekonomiler için modelde kullanılan değişkenlerinin ortalama değerlerini göstermektedir. Tablo 3.3'e bakıldığında ise değişkenlerin tüm panel için ortalama değerleri görülmektedir. Tablo 3.2'nin ikinci sütununda bulunan reel gayrisafi yurt içi hasıla büyüme oranları ekonomiden ekonomiye büyük değişkenlikler göstermektedir. Hindistan'ın söz konusu yıl aralığındaki ortalama reel gayrisafi yurt içi hasıla büyüme oranı %6.6 iken Yunanistan'ın %-0.06'dır. Benzer şekilde, yıllık enflasyon verilerinde de büyük değişkenlik görülmektedir. Türkiye ortalama %11.50 enflasyon oranıyla en yüksek değere sahipken Japonya %-0.45 oranıyla en düşük değere sahiptir. M3 para arzı büyüme oranı Sri Lanka'da %10.8 olarak gerçekleşmişken bu değer Japonya'da %1.4'lük bir değer kaydedilmiştir.

Tablonun geri kalan sütunlarında finansal gelişme değişkenleri yer almaktadır. Finansal gelişme düzeyleri de ekonomiler arasında büyük farklılıklar göstermektedir. Birinci finansal gelişme göstergesi olan borsa kapitalizasyonu büyüme oranı Hong Kong'da %13.2 iken İspanya'da %1.6'dır. Özel sektöre verilen kredilerde %-1.8 değeriyle birlikte Almanya en düşük ortalama değere sahiptir. Polonya ise %7 değeriyle en yüksek değere sahiptir. Burada dikkat çeken nokta

örneklem ekonomilerinin borsa kapitalizasyonu ortalama değerlerinin özel sektöre verilen kredi ortalama değerlerinden daha yüksek olduğudur. Bu durum söz konusu ekonomilerin banka bazlıdan ziyade piyasa bazlı ekonomiler oldukları şeklinde yorumlanabilmektedir. Örneklem ülkelerinin ortalamaları incelendiğinde ise yıllık GSYİH büyüme oranı ortalamasının %3.3 olduğu görülmektedir. Yıllık enflasyon oranı ortalamasıysa %3.5'e yakın bir değer almıştır. Borsa kapitalizasyonu yıllık büyüme oranıysa özel sektöre verilen kredilerin yıllık büyüme oranının üç katını aşan bir değere sahiptir.

3.5. Bulgular

Yapılacak olan analizler için dinamik panel veri modellerinin tahmin yöntemlerinden sistem genelleştirilmiş momentler (GMM) yöntemi kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler olarak reel gayrisafi yurt içi hasıla oranı ve enflasyon oranı seçilmiştir. Söz konusu hedefler para politikasının etkinliğini ölçmek için uygun olarak kabul görmektedir. Ekonometrik sonuçlar geçmiş dönem politikalarıyla ve sonuçlarıyla ilişkili olduğundan dolayı gecikmeli değişkenler kullanılması gerekmektedir. Bu ilişkisin ne kadar geçmişe gittiğini ortaya çıkarmak adına dört gecikmeye kadar gidilmiştir. Aşağıdaki tabloların en altında yer alan testler modelde otokorelasyon bulunmadığını (AR (2)) ve kullanılan araç değişkenler ile dışsallığın sağlandığını (Hansen testleri) ifade etmektedir.

Tablo 3.4: Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Reel Gayrisafi Yurt İçi Hasıla Büyüme Oranı	
Bağımsız Değişkenler	
y_{t-1}	.224578 (2.15)**
$M3_t$	.0494856 (2.00)**
$M3_{t-1}$	.0511577 (3.25)***
$M3_{t-2}$	.0371841 (1.87)*
$M3_{t-3}$	.0179088 (1.27)
$M3_{t-4}$	.0469704 (3.18)***
$Borsa_t M3_t$	-.0000388 (-0.07)
$Borsa_{t-1} M3_{t-1}$	.0008772 (2.22)**
$Borsa_{t-2} M3_{t-2}$	-.0000603 (-0.14)
$Borsa_{t-3} M3_{t-3}$	.0000247 (0.06)
$Borsa_{t-4} M3_{t-4}$	.0000655 (0.26)
<i>Finansal Kriz</i>	-2.412683 (-5.62)***
$\sum_{i=0}^4 \Phi_i^m$	.2027067 (3.01)***
$\sum_{i=0}^4 \theta_i^{fm}$	.0016194 (0.93)
Gözlem Sayısı	350
Ülke Sayısı	25
AR (1)	-3.32 (0.00)
AR (2)	-0.01 (0.99)
Wald Testi	332.89 (0.00)
Hansen Testi	9.61 (0.14)
Hansen Test Excluding Group	8.94 (0.11)
Difference (null H=Exogenous)	0.67 (0.41)

Not: y reel gayrisafi yurt içi hasılanın reel büyüme oranını, $M3_t$ M3 para arzı tanımının büyüme oranını, $M3_{t-1}$ para arzı tanımının büyüme oranının gecikmeli değerini, $Borsa_t M3_t$ borsa kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranının yıllık büyüme oranının M3 para arzı tanımının büyüme oranıyla etkileşimini, $Borsa_{t-1} M3_{t-1}$ söz konusu değişkenin gecikmeli değerini, *Finansal kriz* ise 2008 ve 2009 yıllarında "1" değeri almakta olan kukla değişkenini ifade etmektedir. $\sum_{i=0}^4 \Phi_i^m$ denklemdeki para arzı (M3) katsayılarının toplamını ifade etmekten $\sum_{i=0}^4 \theta_i^{fm}$ denklemdeki etkileşim değişkenlerinin katsayılarının toplamını ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler z istatistikleridir. *** %1, ** %5, * %10 düzeyindeki istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Yukarıda bulunan Tablo 4 incelendiğinde iki farklı sütun olduğu görülmektedir. Birinci sütunda bağımsız değişkenler yer almaktadır. İkinci sütunda kurulan ekonometrik modelden elde edilen katsayılar ve istatistik değerleri bulunmaktadır.

Ülkelerin analiz sonuçları ele alındığında parasal genişlemenin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı değer aldığı görülmektedir. Para arzındaki bir artış ekonomik büyümeyi arttırıcı bir etki yaratmaktadır. Bir dönem önce uygulanmış bir para arzı artışı da pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. $(\sum_{i=0}^1 \theta_i^m)$ olarak gösterilen etkileşim değişkeni ele alındığında istatistiksel olarak anlamlı bir değer almadığı görülmektedir. Bunun anlamı finansal gelişmedeki artışın para politikası etkinliğini ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi etkilemediğidir. Bu sonuç, Ma ve Lin (2016) ve diğer birçok değerli yazarın çalışmalarından elde ettikleri sonuçlarla farklılık göstermektedir. Finansal kriz ise beklendiği gibi negatif katsayıdır ve iktisadi büyümeye negatif etkisi vardır.

Tablo 3.5: Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Reel Gayrisafi Yurt İçi Hasıla Büyüme Oranı	
Bağımsız Değişkenler	
y_{t-1}	.1323113 (1.47)
$M3_t$	.0638079 (2.88)***
$M3_{t-1}$	.0634571 (3.52)***
$M3_{t-2}$	.0466832 (3.30)***
$M3_{t-3}$	.0395951 (4.30)***
$M3_{t-4}$	.0480109 (3.24)***
$Kredi_t M3_t$	.0021134 (0.82)
$Kredi_{t-1} M3_{t-1}$	.0012614 (0.99)
$Kredi_{t-2} M3_{t-2}$	-.000089 (-0.19)
$Kredi_{t-3} M3_{t-3}$	-.0002391 (-0.47)
$Kredi_{t-4} M3_{t-4}$	.0000372 (0.06)
Finansal Kriz	-2.266952 (-4.57)***
$\sum_{i=0}^4 \Phi_i^m$	.2615542 (4.06)***
$\sum_{i=0}^4 \theta_i^{fm}$	.0030839 (0.96)
Gözlem Sayısı	343
Ülke Sayısı	25
AR (1)	-3.73 (0.00)
AR (2)	0.62 (0.53)
Wald Testi	440.65 (0.00)
Hansen Testi	8.76 (0.18)
Hansen Test Excluding Group	6.16 (0.29)
Difference (null H=Exogenous)	2.60 (0.10)

Not: $Kredi_t M3_t$ özel sektöre verilen kredi miktarının (GSYİH'ye oranlı) yıllık büyüme oranının $M3$ para arzı tanımının büyüme oranıyla etkileşimini, $Kredi_{t-1} M3_{t-1}$ söz konusu değişkenin gecikmeli değerini temsil etmektedir.

Finansal gelişme değişkeni olarak özel sektöre verilen kredilerin kullanılmış olduğu ikinci model Tablo 5’te gösterilmektedir. Analiz sonuçları ele alındığında para arzı artışlarının ekonomik büyümeyi arttırdığı görülmektedir. İstatistiksel olarak anlamsız bulunan etkileşim değişkeni ise özel sektöre verilen kredilerin para politikası etkinliğini etkilemediğini ortaya koymaktadır. Elde edilen bulgular, Effiong vd. (2020)’nin gerçekleştirmiş oldukları çalışmadan elde ettikleri bulgularla benzerlik göstermektedir. Finansal gelişmenin para politikası etkinliği üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamıştır. Finansal krizler ise reel gayrisafi yurt içi hasıla büyümesini azaltıcı bir etki yaratmaktadır.

Tablo 3.6: Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Reel Gayrisafi Yurt İçi Hasıla Büyüme Oranı	
Bağımsız Değişkenler	
y_{t-1}	.1778913 (1.64)
$M3_t$	.0778384 (3.26)***
$M3_{t-1}$	.0816817 (5.77)***
$M3_{t-2}$	.0543546 (3.17)***
$M3_{t-3}$	.0421267 (4.27)***
$M3_{t-4}$	.0500416 (2.86)***
$Mevduat_t, M3_t$	-.0010874 (-2.66)***
$Mevduat_{t-1}M3_{t-1}$	-.0009924 (-3.49)***
$Mevduat_{t-2}M3_{t-2}$	-.0008623 (-3.19)***
$Mevduat_{t-3}M3_{t-3}$	-.0005375 (-2.88)***
$Mevduat_{t-4}M3_{t-4}$	-.000654 (-2.08)**
Finansal Kriz	-2.653096 (-6.67)***
$\sum_{i=0}^4 \Phi_i^m$	.306043 (4.82)***
$\sum_{i=0}^4 \theta^f_{m_i}$	-.0041325 (-3.80)***
Gözlem Sayısı	350
Ülke Sayısı	25
AR (1)	-3.37 (0.00)
AR (2)	0.60 (0.54)
Wald Testi	1191.52 (0.00)
Hansen Testi	8.24 (0.22)
Hansen Test Excluding Group	6.41 (0.26)
Difference (null H=Exogenous)	1.84 (0.17)

Not: $Mevduat_t, M3_t$ finansal sistem mevduatlarının GSYİH’ye oranının yıllık büyüme oranının $M3$ para arzı tanımının büyüme oranıyla etkileşimini, $Mevduat_{t-1}M3_{t-1}$ söz konusu değişkenin gecikmeli değerini temsil etmektedir.

Tablo 6’da yer alan bilgiler incelendiğinde finansal gelişmenin para politikası etkinliğini azalttığı görülmektedir. $(\sum_{i=0}^1 \theta^{f^m}_i)$ olarak tabloda yer alan etkileşim değişkenin katsayılarının toplamı negatiftir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta para politikası etkinliğini azaltan finansal gelişme değişkeninin finansal sistem mevduatları olduğudur. Finansal sistem mevduatlarında gerçekleşecek bir artış para politikası etkinliğini azaltarak ekonomik büyümeyi azaltıcı bir etki yaratacaktır. Carranza vd. (2010)’un çalışmalarından elde ettikleri bulgularla benzer şekilde finansal sistemin gelişmesi para politikası etkinliğini azaltmaktadır. Para arzındaki artışlar ise beklenildiği ve önceki analizlerde de görüldüğü üzere ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir. Son olarak finansal krizler ekonomik büyümeyi azaltıcı bir etki yaratmaktadır.

Tablo 3.7: Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Reel Gayrisafi Yurt İçi Hasıla Büyüme Oranı	
Bağımsız Değişkenler	
y_{t-1}	.1778175 (1.83)*
$M3_t$	.0537205 (2.23)**
$M3_{t-1}$	.0513839(2.78)***
$M3_{t-2}$	.0479307 (2.56)**
$M3_{t-3}$	.025869 (2.19)**
$M3_{t-4}$	.046261 (3.17)***
$Fg_t M3_t$	.0004427 (0.36)
$Fg_{t-1} M3_{t-1}$	.0017505 (1.64)
$Fg_{t-2} M3_{t-2}$	-.0001012 (-0.13)
$Fg_{t-3} M3_{t-3}$	.0007826 (1.28)
$Fg_{t-4} M3_{t-4}$	.0000935 (0.22)
Finansal Kriz	-2.516285 (-5.51)***
$\sum_{i=0}^4 \Phi_i^m$	.2251651 (3.27)***
$\sum_{i=0}^4 \theta_i^{f^m}$	.0029682 (0.91)
Gözlem Sayısı	343
Ülke Sayısı	25
AR (1)	-3.54 (0.00)
AR (2)	0.46 (0.64)
Wald Testi	160.28 (0.00)
Hansen Testi	9.23 (0.16)
Hansen Test Excluding Group	8.13 (0.14)
Difference (null H=Exogenous)	1.11 (0.29)

Not: Fg_t , $M3_t$ borsa kapitalizasyonunun (GSYİH'ye oranlı) yıllık büyüme oranı ve özel sektöre verilen kredi miktarının (GSYİH'ye oranlı) yıllık büyüme oranının toplamının $M3$ para arzı tanımının büyüme oranıyla etkileşimini, Fg_{t-1} , $M3_{t-1}$ söz konusu değişkenin gecikmeli değerini temsil etmektedir.

Borsa kapitalizasyonunun ve özel sektöre verilen kredilerin büyüme oranlarının toplamı ile oluşturulan ve nispeten daha kapsamlı olan toplam finansal gelişme değişkeninin kullanıldığı modelin sonuçları Tablo 7'de görülmektedir. Analiz sonuçlarına göre para arzı artışı ekonomik büyümeyi arttırıcı bir etki yaratırken finansal kriz azaltıcı bir etki yaratmaktadır. Etkileşim değişkenin istatistiksel olarak anlamsız bulunması ise finansal gelişme ve para politikası etkinliği arasında bir ilişkinin olmadığını ortaya koymaktadır. Elde edilen bulgular Rahman (2018)'in benzer bir finansal gelişme değişkeni kullanarak gerçekleştirdiği çalışmadan elde ettiği bulgularla farklılık göstermektedir.

Tablo 3.8: Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Enflasyon Oranı	
Bağımsız Değişkenler	
p_{t-1}	.0521865 (0.33)
$M3_t$	.0081131 (0.71)
$M3_{t-1}$	.0159433 (0.97)
$M3_{t-2}$	.027065 (2.19)**
$M3_{t-3}$	.0166892 (1.89)*
$M3_{t-4}$	.0389989 (4.14)***
$Borsa_t M3_t$	.0008817 (2.60)***
$Borsa_{t-1} M3_{t-1}$	.0011645 (2.12)**
$Borsa_{t-2} M3_{t-2}$	.0004257 (2.00)**
$Borsa_{t-3} M3_{t-3}$	.0009385 (3.34)***
$Borsa_{t-4} M3_{t-4}$	.0004137 (1.85)*
Finansal Kriz	.3531637 (0.72)
$\sum_{i=0}^4 \Phi_i^m$	.1068095 (3.03)***
$\sum_{i=0}^4 \theta_i^{f^m}$	.0038241 (2.96)***
Gözlem Sayısı	350
Ülke Sayısı	25
AR (1)	-1.78 (0.07)
AR (2)	0.92 (0.35)
Wald Testi	184.46 (0.00)
Hansen Testi	7.60 (0.26)
Hansen Test Excluding Group	4.61 (0.46)
Difference (null H=Exogenous)	2.99 (0.08)

Not: p enflasyon oranını temsil etmektedir.

Enflasyon oranının bağımlı değişken alındığı modelin sonuçları Tablo 8’de gösterilmektedir. Para arzındaki artışlar enflasyonu da reel gayrisafi milli gelir artışındaki etkisine benzer şekilde arttırmaktadır. Borsa kapitalizasyonu finansal gelişme değişkeni olarak kullanılıp etkileşim değişkeni türetilmiştir. Etkileşim değişkenlerinin katsayıları pozitif değerli ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bunun anlamı finansal gelişmenin (borsa kapitalizasyonu) para politikası etkinliğini etkileyerek enflasyon oranı üzerinde etkili olmasıdır. Bir ekonominin piyasa bazlı ekonomiye geçiş süreci hızlandıkça para politikasının enflasyon üzerindeki hakimiyetinin artışı söz konusu bulgular ışığında söylenebilecektir. Söz konusu bulgu, Ma ve Lin (2016)’in çalışmalarından elde ettikleri sonuçla benzeşmektedir. Finansal krizin ise enflasyon oranı üzerinde bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.9: Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Enflasyon Oranı	
Bağımsız Değişkenler	
p_{t-1}	.0961478 (0.58)
$M3_t$	.0375481 (1.67)*
$M3_{t-1}$	.031676 (1.26)
$M3_{t-2}$	.0341949 (1.91)*
$M3_{t-3}$	.0262329 (1.46)
$M3_{t-4}$	.0397569 (3.37)***
$Kredi_t M3_t$	-.0021863 (-0.71)
$Kredi_{t-1} M3_{t-1}$	.0014084 (0.57)
$Kredi_{t-2} M3_{t-2}$	.0003976 (0.89)
$Kredi_{t-3} M3_{t-3}$	.000936 (1.34)
$Kredi_{t-4} M3_{t-4}$	.0001607 (0.19)
<i>Finansal Kriz</i>	.2714076 (0.42)
$\sum_{i=0}^4 \Phi_i^m$	.1694089 (2.23)**
$\sum_{i=0}^4 \theta_i^{f^m}$	.0007164 (0.24)
Gözlem Sayısı	343
Ülke Sayısı	25
AR (1)	-1.84 (0.06)
AR (2)	1.02 (0.30)
Wald Testi	114.19 (0.00)
Hansen Testi	8.88 (0.18)
Hansen Test Excluding Group	8.32 (0.14)
Difference (null H=Exogenous)	0.56 (0.45)

Yukarıdaki Tablo 9 ele alındığında ekonomiler için para arzı artışının enflasyon oranını arttırdığı görülmektedir. Özel sektöre verilen kredilerin büyüme oranı ile türetilen etkileşim değişkenine göre ise finansal gelişme ve para politikası etkinliği arasında istatistiksel olarak anlamlı bir bağ bulunmamaktadır. Söz konusu ilişkiyi inceleyen Gomez vd. (2005), yapmış oldukları çalışmada benzer sonuçlarla karşılaşmışlardır. Kukla değişkeni olan finansal kriz ise yine önceki sonuçlara benzer şekilde enflasyon oranıyla herhangi bir ilişki içinde değildir.

Tablo 3.10: Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Enflasyon Oranı	
Bağımsız Değişkenler	
p_{t-1}	.0716891 (0.42)
$M3_t$	.0487808 (2.61)***
$M3_{t-1}$	.0450297 (1.84)*
$M3_{t-2}$	.0314682 (1.60)
$M3_{t-3}$	.0406918 (2.34)**
$M3_{t-4}$	.045449 (3.46)***
$Mevduat_t M3_t$	-.0008424 (-2.51)**
$Mevduat_{t-1} M3_{t-1}$	-.000658 (-1.84)*
$Mevduat_{t-2} M3_{t-2}$	-.0000673 (-0.25)
$Mevduat_{t-3} M3_{t-3}$	-.0003928 (-1.78)*
$Mevduat_{t-4} M3_{t-4}$	-.000398 (-1.79)*
Finansal Kriz	.3336626 (0.59)
$\sum_{i=0}^4 \Phi_i^m$	.2114194 (3.62)***
$\sum_{i=0}^4 \theta_i^{f^m}$	-.0023585 (-2.77)***
Gözlem Sayısı	350
Ülke Sayısı	25
AR (1)	-1.85 (0.06)
AR (2)	1.04 (0.29)
Wald Testi	204.17 (0.00)
Hansen Testi	10.11 (0.12)
Hansen Test Excluding Group	5.04 (0.41)
Difference (null H=Exogenous)	5.06 (0.02)

Finansal sistem mevduatlarının finansal gelişme değişkeni olarak alındığı ve etkileşim değişkeninin türetilip kullanıldığı model Tablo 10'da gösterilmektedir. Örneklem ülkelerinde para arzındaki artışlar enflasyon oranını arttırmaktadır. Etkileşim değişkenlerinin ise istatistiksel olarak anlamlı ve negatif katsayılı oldukları görülmektedir. Carranza vd. (2010), finansal gelişme ve para politikası etkinliği üzerine yaptıkları çalışmada benzer bulgularla karşılaşmışlardır. Finansal gelişme para politikası etkinliğini azalttığıdır. Finansal gelişmenin artması, bu durumda finansal sistem mevduatlarının artması, enflasyon oranını düşürücü bir etki yaratmaktadır. Finansal kriz ise bu modelde de enflasyon oranı ile ilişki içinde değildir.

Tablo 3.11: Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Enflasyon Oranı	
Bağımsız Değişkenler	
p_{t-1}	.032617 (0.26)
$M3_t$	.0180596 (1.46)
$M3_{t-1}$	.0128171 (0.73)
$M3_{t-2}$	.0299525 (2.33)**
$M3_{t-3}$	.0177848 (1.90)*
$M3_{t-4}$	.0353061 (3.69)***
$Fg_t M3_t$	.0015075 (1.98)**
$Fg_{t-1} M3_{t-1}$	.0020192 (2.90)***
$Fg_{t-2} M3_{t-2}$	.0004394 (1.18)
$Fg_{t-3} M3_{t-3}$	.0012603 (2.27)**
$Fg_{t-4} M3_{t-4}$	.0009666 (2.28)**
Finansal Kriz	.3464509 (0.68)
$\sum_{i=0}^4 \Phi_i^m$	.1139201 (2.69)***
$\sum_{i=0}^4 \theta_i^{f^m}$	.006193 (2.88)***
Gözlem Sayısı	343
Ülke Sayısı	25
AR (1)	-1.79 (0.07)
AR (2)	0.92 (0.35)
Wald Testi	100.04 (0.00)
Hansen Testi	6.33 (0.38)
Hansen Test Excluding Group	6.14 (0.29)
Difference (null H=Exogenous)	0.18 (0.67)

Analiz sonuçlarına göre para arzı artışı enflasyon oranını etkilemektedir. Etkileşim değişkeni pozitif katsayılı ve istatistiksel olarak anlamlıdır, dolayısıyla, para politikası etkinliği üzerinde etkisi vardır. Rahman (2018)'in da tespit ettiği gibi finansal gelişmede meydana gelecek bir artış para politikası etkinliğini arttırmaktadır.

SONUÇ

Finansal gelişme, sermayenin ve kaynakların tahsisinde etkinliği arttırmak suretiyle ekonomik büyümeyi teşvik eden finansal kurumlardaki, piyasalardaki ve altyapıdaki gelişmeyi temsil etmektedir. Bu süreç, zaman içinde, teknolojik gelişmeler, düzenleme reformları ve küreselleşme ile birlikte büyük değişimler yaşamıştır. 18. ve 19. yüzyıllarda finansal sistemler ticareti kolaylaştırma, para basma ve kredi sağlama gibi sınırlı faaliyetlere sahip bankalardan oluşmaktaydı. Bu süreçte borsalar ve İngiltere Merkez Bankası gibi merkez bankaları ortaya çıkmaya başlamıştır.

20. yüzyıl ile birlikte büyüme gösteren tahvil piyasaları ve hisse senedi piyasalarıyla birlikte türev araçlar gibi yeni finansal araçların tanıtılmasıyla birlikte finansal gelişme daha sofistike hale gelmiştir. Diğer taraftan, merkez bankaları da enflasyonu kontrol altına almaya çalışan ve ekonomik istikrarı hedefleyen stratejiler uygulamaya başlamıştır. Bu süreçte altın standardı terk edilerek daha esnek parasal sistemlerine geçiş yaşanmıştır. Finansal piyasaların entegre hale gelirken merkez bankaları da nihai hedeflerine ulaşmak amacıyla faiz oranı aracını kullanmaya başlamıştır. Söz konusu gelişmelerle birlikte para arzının kontrolü ve kredi mevcudiyetini yönetmek oldukça kritik bir görev haline gelmiştir.

İnternet ve dijital bankacılık gibi büyük teknolojik yenilikler 21. yüzyılda finansal sistemi kökünden değiştirerek finansal erişimi küresel hale getirmiştir. Finansal sistemler hedge fonları, yatırım fonları ve küresel sermaye akışları neticesinde oldukça karmaşık bir niteliğe bürünmüştür. 2008 küresel finansal krizi küresel piyasaların daha iyi düzenleme ve risk yönetimine olan ihtiyacını gözler önüne sermiştir. Finansal sistemdeki gelişmelere merkez bankaları niceliksel genişleme ve ileriye dönük rehberlik gibi gelişmiş araçlar geliştirerek karşılık vermiştir. Yaşanan gelişmelerin sonunda merkez bankaları, fiyat istikrarı hedefinin yanı sıra sistemik riskleri ve finansal istikrarı sağlama ve yönetme alanlarına yoğunlaşmıştır. Son yıllarda ise finansal sistemler fintech, blockchain ve kripto paraların ortaya çıkışı ile birlikte daha merkeziyetsiz ve erişilebilir hale gelmektedir. Merkez bankaları söz konusu dijital para birimleriyle mücadele etmek ve geleneksel

bankacılığın gittikçe daha küçük bir rol oynadığı bir dünyaya uyum sağlamak gibi yeni zorluklarla karşı karşıya kalmıştır.

Finansal sistemin gelişmesi ve daha karmaşık hale gelmesi, kredinin yaratılması ve erişimi daha kolay hale getirmiştir. Bu durumla birlikte merkez bankaları, balonları ve ekonomik ısınmaları önlemek için kredi kullanılabilirliğini düzenleyici müdahalelerde bulunmak zorunda kalmaktadır. Finansın küreselleşmesi de ulusal para politikasının yönetimini olduğundan daha karmaşık hale getirmektedir. Sermayenin mobilitesi, döviz kurlarını ve finansal istikrarı hızlıca değiştirici etkiler yaratabilmektedir. Merkez bankaları politika uygulamalarında küresel piyasaları dikkate almak durumundadır. Bunlarla birlikte küresel finansal krizler, merkez bankalarının “son kredi mercii” olarak önemini vurgulamıştır. Kriz zamanlarında yeni politika araçlarının bulunması ile birlikte finansal istikrarı sağlama da bir başka görevi olmuştur. Özetle, finansal gelişme para politikasının nasıl yürütüldüğünü önemli ölçüde etkilemiştir. Finansal piyasalar ve enstrümanlar daha karmaşık hale geldikçe, para otoriteleri enflasyonu, iktisadi büyümeyi ve finansal istikrarı etkin bir biçimde yönetmek için araçlarını ve stratejilerini sürekli olarak uyarlamalıdır.

Finansal gelişmenin para politikası etkinliği üzerindeki etkilerinin detaylı bir şekilde ele alındığı bu çalışma literatüre önemli katkılar sunmaktadır. Finansal gelişmenin para politikası etkinliğini değiştirdiği çalışmanın hipotezini oluşturmaktadır. Elde edilen bulgularla birlikte söz konusu ilişkinin hangi ölçüde ve ne yönde olduğu hususları da ortaya çıkmaktadır. Çalışmanın örneklemini orta ve yüksek gelirli 25 ülke oluşturmaktadır. Veri setinin yıl aralığı 2002-2019 olarak seçilmiştir. 2002 öncesindeki verilerin düzensiz olması ve 2019 sonrası dönemde COVID-19 pandemisi dolayısıyla para politikasının oldukça genişlemesi sebebiyle başlangıç ve bitiş yılları seçimi söz konusu şekilde yapılmıştır. Daha alt gelir düzeyine sahip ekonomilerin çalışmaya dahil edilememesi veri mevcudiyetindeki eksiklerden ve dolayısıyla ortaya çıkan temsil gücü noksanlığından kaynaklanmaktadır. Sistem genelleştirilmiş momentler tahmincisi kullanılarak yapılan analizler, finansal gelişmenin yüksek gelirli ve orta gelirli ekonomilerde para politikası etkinliğini değiştirdiğini göstermektedir. Ekonometrik analizde birim boyutunun zaman boyutundan uzun olması ve otoregresif parametrelerin yer

almasından dolayı söz konusu tahmin yönteminin kullanılması gerekmiştir. Literatürde sıkça karşılaşılan çalışmalardan farklı olarak, finansal gelişme ve para politikası etkinliği ilişkisi incelenirken finansal gelişme değişkenleri, para politikasını temsil eden M3 geniş para arzıyla çarpılmak suretiyle türetilen etkileşim değişkenleri kullanılmıştır. Buna ek olarak tek bir finansal gelişme ölçütü kullanılmaktan kaçınılmıştır. Birden fazla finansal gelişme ölçütünün çalışmaya dahil edilmesi ile birlikte hangi finansal gelişme bileşeninin daha etkin olduğu ve hangi finansal sistemlerden hangisinin daha büyük bir etki yarattığı da ortaya koyulmuştur. Çalışmada, finansal gelişmeyi ölçmek için özel sektöre verilen krediler, borsa kapitalizasyonu ve finansal sistem mevduatları gibi göstergeler kullanılmış ve ekonometrik analizlerle bu değişkenlerin etkileri derinlemesine incelenmiştir.

Ekonomik büyümenin para politikası etkinliği açısından bir ölçüt olarak kullanıldığı değerlendirilmedi, borsa kapitalizasyonu ve özel sektöre verilen kredilerdeki değişikliklerin para politikası üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmadığı belirlenmiştir. Bu bulgu, sermaye piyasalarının ve kredi kanallarının ekonomik büyümeye katkı yapma potansiyelinin beklenenden daha düşük olduğunu işaret etmektedir. Genel kabul gören görüşe göre, borsa kapitalizasyonu, ekonomik büyüme ve para politikası üzerinde etkili olmaktadır; ancak, bu çalışma, sermaye piyasalarının spekülasyon hareketleri ve kısa vadeli odaklanmalar nedeniyle beklenen etkiyi yaratmadığını ortaya koymuştur.

Krediler genellikle yatırım ve büyüme için önemli bir finansman kaynağı olarak görülmektedir; ancak, kredi genişlemesinin etkisi, piyasanın genel likidite koşullarına, kredi kalitesine ve ekonomik aktörlerin yatırım eğilimlerine bağlıdır. Bu çalışmada, özel sektöre verilen kredilerdeki artışın, para politikası etkinliği üzerinde belirgin bir etkisi olmadığı bulunmuştur. Bu durum, kredilerin büyük ölçüde spekülasyon yatırımlarına yönelmesi ve verimli yatırımlara dönüşmemesi ile açıklanmaktadır. Kredilerin artışının, yatırım kanalında beklenen büyüme etkilerini yaratmaması, finansal sistemdeki riskler ve kredi kalitesindeki sorunlarla ilişkilendirilmektedir.

Ek olarak, finansal sistem mevduatlarındaki artışların para politikası etkinliğini olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir. Mevduat artışları genellikle likiditeyi artırarak bankalararası kredi piyasasını etkiler; ancak, bu durum para politikası üzerindeki etkileri karmaşık hale getirmektedir. Monetarist teoriye göre, artan mevduatlar para arzını genişleterek enflasyonist baskılar oluşturabilmektedir. Keynesyen teori ise, artan likiditenin her zaman yatırım ve büyümeyi teşvik etmeyebileceğini vurgulamaktadır.

Mevduat artışlarının krediye dönüşerek para arzını artırması, enflasyonist baskılara neden olmakta ve merkez bankasının enflasyonu kontrol etme yeteneğini zayıflatmaktadır. Merkez bankaları, mevduat sahiplerinin faiz hassasiyetini dikkate alarak politika duruşlarını ayarlamalıdır. Para politikasının etkinliği, merkez bankasının faiz oranlarındaki değişiklikleri daha geniş finansal koşullara yansıtma yeteneğine bağlıdır. Kredi genişlemesi bu aktarım mekanizmasını bozarsa, merkez bankasının borçlanma maliyetlerini etkileme yeteneği sınırlanacak ve para politikasının genel etkinliği azalacaktır. Bu nedenle, merkez bankaları, mevduat artışları ile likidite koşulları arasında bir denge kurmak zorundadır.

Borsa kapitalizasyonunun para politikası etkinliği üzerindeki etkisi, enflasyon bağlamında ele alınmıştır. Hisse senedi piyasasındaki hareketler, tüketiciler ve şirketler arasındaki enflasyon beklentilerini etkileyerek ekonomik beklentilerde iyimserlik yaratabilmektedir. Yükselen bir borsa, yatırımcıların ve tüketicilerin geleceğe yönelik ekonomik beklentilerini olumlu yönde etkileyerek, enflasyon beklentilerini sabitleme sürecinde merkez bankalarına yardımcı olabilecektir. Çalışmanın bulguları, borsa kapitalizasyonundaki artışın, enflasyon özelinde para politikası etkinliğini artırdığını göstermektedir. Ancak, hisse senedi piyasasının genişlemesi, yatırımları olumlu yönde etkileyerek ekonomik büyüme üzerinde beklenen etkiyi yaratmamaktadır. Bu durum, sermaye piyasalarının yatırım kanalını doğrudan etkileyemediğini ve ekonomik büyümeyi destekleyen harcamalara dönüşmediğini ortaya koymaktadır.

Döviz kuru dinamikleri açısından değerlendirildiğinde, hisse senedi piyasasındaki olumlu gelişmelerin döviz kurlarını etkileyebileceği bulunmuştur.

Hisse senedi piyasasındaki iyileşme, yabancı sermaye girişini teşvik ederek yerel para birimine olan talebi artırıcı bir etki yaratacaktır. Para politikasının etkinliği, döviz kuru hareketleriyle yakından ilişkili olarak kabul edilmektedir. Hisse senedi piyasasındaki değişiklikler, yerel para biriminin değer kazanmasına yol açtığında, merkez bankalarının ihracatta rekabet edebilirlik ve ekonomik istikrar üzerindeki etkilerini değerlendirmesi gerekecektir. Bu nedenle, hisse senedi piyasasının genişlemesi, yatırım kanalını olumlu etkilerken, döviz kuru dinamikleri üzerindeki etkileri de dikkate alınmalıdır.

Sonuç olarak, finansal gelişmenin genel olarak para politikası etkinliğini anlamlı bir şekilde değiştirdiği görülmektedir. Ancak, kredi artışlarının ve borsa kapitalizasyonunun beklenen büyüme etkilerini yaratmaması, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkilerini sınırlamaktadır. Kredilerdeki artış yoluyla parasal aktarımın yatırım kanalında veya borsa kapitalizasyonundaki artış yoluyla parasal aktarımın servet kanalında yaratması beklenen büyüme etkileri, spekülasyon ve verimsiz alanlara yönelme eğilimi göstermektedir. Bu durum, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki doğrudan etkisini sınırlamaktadır.

Ek olarak, piyasa bazlı sisteme geçişi temsil eden borsa kapitalizasyonu artışının, banka bazlı sisteme geçişi temsil eden yurt içi kredi artışına göre para politikası etkinliğini daha fazla artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu bulgu, finansal piyasaların derinleşmesinin ve etkin finansal aracılığın, para politikası etkinliğini artırmada önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Piyasa bazlı sistemlerin, bankalarla ilişkili verimsizlikleri azaltarak ekonomik büyümeyi teşvik ettiği savunulmaktadır. Likit ve iyi işleyen piyasaların, büyüme ve kar teşviklerini artırdığı vurgulanmaktadır. Piyasaların risk yönetimi, bilgi dağıtımı, kurumsal kontrol, sermaye tahsisi ve güçlü bankaların neden olduğu sorunları hafifletmedeki olumlu rolüne dikkat çekilmekte, ayrıca piyasaların inovasyonu ve uzun vadeli ekonomik büyümeyi destekleyen temel finansal hizmetler sağladığı belirtilmektedir (Lee, 2012). Levine (2002), banka bazlı sistemlerin güçlü bankalarla ilişkili verimsizliklere sahip olduğunu ve bu bankaların, rekabeti azaltarak yenilikçi gelişmeleri engelleyebileceğini savunmaktadır.

Araştırmanın yapıldığı ekonomilerde siyasi istikrarın sağlanmış olması, sermaye çıkışının sınırlı kalması, finansal enstrümanların çeşitliliği, nispeten bağımsız merkez bankalarının varlığı ve daha sıkı bir enflasyon hedeflemesi gibi faktörler, bu bulguların ışığında önemli gerekçeler olarak kabul edilmektedir. Sonuç olarak, finansal gelişmenin de para politikası aracı olarak kullanılabilceği ortaya çıkmaktadır. Bu çalışma, finansal gelişmenin para politikası etkinliği üzerindeki etkilerini ortaya koyarak, politika yapıcılarının finansal gelişmeyi dikkate alarak daha etkin para politikaları oluşturmaya katkı sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin bu konudaki çalışmalara dahil edilmesi önem arz eden bir husustur. Söz konusu ülkelerin finansal verilerinin büyük eksiklikler içermesi temsil gücünü zayıflattığından dolayı çalışmaya dahil edilememelerine yol açmıştır. Verilerin güncellenmesi ile birlikte gelişmekte olan ülkeleri kapsayacak şekilde çalışma yapılması sonraki çalışma hedeflerinden bir tanesi olmalıdır. Buna ek olarak finansal kriz dönemlerinde finansal gelişmenin para politikası etkinliği üzerindeki etkilerinin, küresel ekonomik krizler ve konjonktürel belirsizlik dönemlerinde nasıl ve ne yönde değiştiğini inceleyen çalışmalar yapılması bir diğer çalışma konularından bir tanesidir.

Finansal teknolojilerin (Fintech) para politikası etkinliği üzerindeki etkisi de incelenmesi gereken konulardan bir diğeri olmalıdır. Özellikle, kripto para birimlerinin söz konusu ilişkiyi nasıl değiştirdiği araştırılabilir. Bu öneriler, finansal gelişmenin para politikası üzerindeki etkilerini daha kapsamlı bir şekilde anlamayı şüphesiz kolaylaştıracaktır.

KAYNAKÇA

- Abbey, Emmanuel Nii : “Inflation and Financial Development: Evidence”, **American Journal of Economics and Business Administration**, Vol. 4, No: 4, 2012, pp. 227-236.
- Alper, Koray, Kara, Hakan, Yörükoğlu, Mehmet : “Reserve Option Mechanism”, **CBT Research Notes in Economics**, No. 1228, 2012, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey.
- Acemoğlu, Daron, Johnson, Simon, Robinson, James : “Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth”, **NBER Working Paper**, No: 10481, 2004.
- Aiyar, Swaminathan : “Twenty-Five Years of Indian Economic Reform: A Story of Private-Sector Success, Government Failure, and Institutional Weakness”, **Cato Institute Policy Analysis**, No: 803, 2016.
- Ageno, Pierre-Richard, Peter J. Montiel : “Development Macroeconomics”, **Princeton University Press**, 1996.
- Ağır, Hüseyin, Osman Peker, Muhsin Kar : “Finansal Gelişmenin Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme: Literatür Taraması”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, Cilt: 3, No: 2, 2009, s. 31-62.

- Akçay, Osman Cevdet : “8 The Turkish Banking Sector Two Years after the Crisis: A Snapshot of the Sector and Current Risks”, **Turkish Studies**, Vol. 4, No: 2, 2003, pp. 169-187.
- Akçay, Memduh Aslan : “Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar”, **TC Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı**, Uzmanlık Tezi, 1997.
- Aktan, Coşkun Can : “Politikada Rant Kollama”, **Amme İdaresi Dergisi**, Cilt. 26, No: 4, 1993, s. 119-136.
- Alejandro, Carlos Diaz : “Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash”, **Journal of Development Economics**, Vol. 19, No: 1-2, 1985, pp. 1-24.
- Almalki, Abdullah M., Khaled I. Batayneh : “The Relationship between Inflation and Financial Development in Saudi Arabia”, **The Journal of Developing Areas**, Vol. 49, No: 6, 2015, pp. 321-332.
- Alonso-Borrego, Cesar, Manuel Arellano : “Symmetrically Normalised Instrumental Variable Estimation Using Panel Data”, **CEMFI Working Paper**, No. 9612, September 1996.
- Altıntaş, Halil, Yücel Ayriçay : “Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Analizi: 1987-2007”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt. 10, No: 2, 2010, s. 71-98.

- Anderson, Theodore : “Estimation of Dynamic Models with Error Components”, **Journal of American Statistical Association**, Vol. 76, No: 375, 1981, pp. 598-606.
- Wilbur, Cheng Hsiao
- Andrade, Philippe, : “Can the Provision of Long-term Liquidity Help to Avoid a Credit Crunch? Evidence From the Eurosystem’s LTRO”, **Journal of the European Economic Association**, Vol. 17, No: 4, 2019, pp. 1070-1106.
- Christophe Cahn,
Henri Fraise, Jean-
Stéphane Mésonnier
- Andrianova, Svetlana, : “Government Ownership of Banks, Institutions and Financial Development”, **Journal of Development Economics**, Vol. 85, No: 1-2, 2008, pp. 218-252.
- Panicos Demetriades,
Anja Shortland
- Angelidis, Dimitrios, : “Efficiency in the Italian Banking Industry: Data Envelopment Analysis and Neural Networks”, **International Research Journal of Finance and Economics**, Vol. 5, No: 1, 2006, pp.155-165.
- Katerina Lyroudi
- Angelos, Delivorias : “Brazil's Economy: Challenges for the New President”, **EPRS: European Parliamentary Research Service**, Belgium, 2022.
- Apanisile, Olumuyiwa : “Financial Development and the Effectiveness of Monetary Policy Channels in Nigeria: A DSGE Approach”, **Journal of African Business**, Vol. 21, No:2, pp. 220-193.
- Tolulope, Tolulope T.
Osinubi
- Arcand, Jean- : “Too Much Finance?”, **IMF Working Paper**, No: 12/161, Washington: International Monetary Fund, June 2012.
- Louis, Enrico Berkes,
Ugo Panizza

- Arellano, Manuel, : “Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models”, **Journal of Econometrics**, Vol. 68, No: 1, 1995, pp. 29-51.
- Olympia Bover
- Arellano, Manuel, : “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations”, **Review of Economic Studies**, Vol. 58, No: 2, 1991, pp. 277-297.
- Stephen Bond
- Arestis, Philip, Panicos : “The Impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence From Developing Economies”, **International Journal of Finance and Economics**, Vol. 7, No: 2, 2002, pp. 109-121.
- Demetriades, Bassam
- Fattouh, Kostas
- Mouratidis
- Arestis, Philip, Panicos : “Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence”, **The Economic Journal**, Vol. 107, No: 442, 1997, pp. 783-799.
- Demetriades
- Arrow, Kenneth : “The Economic Implications of Learning by Doing”, **Review of Economic Studies**, Vol: 29, No: 3, 1962, pp. 155-173.
- Aslan, M. Hanifi : “Makro İktisat Politikası”, **Alfa Aktüel**, 2008, Ankara.
- Aysun, Uluç, Ralf Hepp : “Securitization and the Balance Sheet Channel of Monetary Transmission”, **Journal of Banking & Finance**, Vol. 35, No: 8, 2011, pp. 2111-2122.

- Aysun, Uluç, Ryan R. : “Financial Frictions and the Strength of Monetary Transmission”, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 32, 2013, pp. 1097-1119.
- Brady, Adam Honig
- Azariadas, Costas, Bruce : “Private Information, Money and Growth: Indeterminacies, Fluctuations, and the Mundell-Tobin Effect”, **Journal of Economic Growth**, Vol. 1, No: 3, 1996, pp. 309-322.
- Smith
- Bagehot, Walter : “Lombard Street”, **Richard D. Irwin Publishers**, 1873, Homewood, IL.
- Baier, Scott. L., Matthew : “Banking Crises and Economic Freedom.”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper**, 2012.
- Clance, Gerald P. Dwyer
- Bajpai, Nirupam : “Global Financial Crisis, its Impact on India and the Policy Response”, **Columbia Global Centers South Asia Working Papers**, No: 5, 2011.
- Bain, Keith, Peter G. A. : “Monetary Economics: Policy and Theoretical Basis”, **Palgrave Macmillan**, 2003, New York.
- Howells
- Bank Negara Malaysia : “**Annual Report**”, Central Bank of Malaysia, 2009.
https://www.bnm.gov.my/documents/20124/830447/ar2009_book.pdf
- Bekaert, Geert, : “Financial Openness and Productivity”, **World Development**, Vol. 39, No: 1, 2011, pp. 1–19.
- Campbell Harvey,
- Christian T. Lundblad
- Baltagi, Badi, Panicos : “Financial Development, Openness and Institutions: Evidence from Panel Data”, **World Economy and Finance Research Programme**, Working Paper
- Demetriades, Siong
- Hook Law

Series, WEF0022, 2007.

Banerjee, Abhijit V., Andrew F. Newman : “Occupational Choice and the Process of Development”, **Journal of Political Economy**, Vol. 101, No: 2, 1993, pp. 274–298.

Bank of International Settlement : The South African banking sector- An overview of the past 10 years. Retrieved from www.bis.org
Address by Mr T T Mboweni, Governor of the South African Reserve Bank, at the year-end media cocktail function, Johannesburg, 14 December 2004, 2012.

Barr, Michael S. : “The Financial Crisis and The Path of Reform”, **Yale Journal of Regulation**, Vol. 29, 2012, pp. 91-119.

Barro, Robert J., Xavier Sala i-Martin : “Economic Growth and Convergence Across The United States”, **NBER Working Papers**, No. w3419, 1990.

Barro, Robert J. : “Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study”, **NBER Working Papers**, No. 5698, 1996.

Barro, Robert J. : “Economic Growth in a Cross Section of Countries”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 106, No: 2, 1991, pp. 407-443.

Barro, Robert J. : “Government Spending in a Simple Model of Endogeneous Growth”, **Journal of Political**

Economy, Vol.98 No: 5 (Part 2), 1990, 103-125.

Barth, James R., Gerard : “Bank Regulation and Supervision: What Works
Caprio, Ross Levine Best?”, **Journal of Financial Intermediation**,
Vol. 13, No: 2, 2004, pp. 205-248.

Baumol, William J., : “Macroeconomics: Principles & Policy”, 14. ed.,
Alan S. Blinder, John. L. **Cengage Learning**, 2020.

Solow

Bazot, Guillaume : “Financial Consumption and the Cost of Finance:
Measuring Financial Efficiency in Europe (1950-
2007)”, **Paris School of Economics Working
Paper**, No: 2014-17, 2014.

Beach, William W., : “Explaining the Factors of the Index of Economic
Gerald P. O’Driscoll Freedom”, İçinde **2003 Index of Economic
Freedom**, The Heritage Foundation, 2003.

Beaugrand, Philippe, : “The Choice between External and Domestic Debt in
Boileau Loko, Montfort Financing Budget Deficits: The Case of Central and
Mlachila West African Countries”, **IMF Working Paper**, No:
02/79, 2002.

Beck, Thorsten. Ross : “Big Bad Banks? The Winners and Losers from
Levine, Alexey Levkov Bank Deregulation in the United States”, **The
Journal of Finance**, Vol. 65, No: 5, 2010, pp. 1637-
1667.

Beck, Thorsten, Aslı : “Finance, Inequality and the Poor”, **Journal of
Demirgüç-Kunt, Ross Economic Growth**, Vol. 12, No: 1, 2007, pp. 27–49.

Levine

Beck, Thorsten, Mattias : “Financial Intermediary Development and Growth
Lundberg, Giovanni Volatility: Do Intermediaries Dampen or Magnify
Majnoni Shocks”, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 25, No: 7, 2006, pp. 1146–1167.

Beck, Thorsten, Ross : “Stock Markets, Banks and Economic Growth: Panel
Levine Evidence”, **Journal of Banking and Finance**, Vol. 28, No: 3, 2004, pp. 423-442.

Beck, Thorsten, Ross : “Legal Institutions and Financial Development”,
Levine **NBER Working Paper**, No: 10126, 2003

Beck, Thorsten, Ross : “Industry Growth and Capital Allocation: Does
Levine: Having a Market or Bank-Based System Matter?”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 64, No: 2, 2002, pp. 147-180.

Beck, Thorsten, Aslı : “Legal Theories of Financial Development”, **Oxford**
Demirgüç-Kunt, Ross **Review of Economic Policy**, Vol. 17, No: 4,
Levine (2001b) pp. 483-501.

Bekaert, Geert, : “Foreign Speculators and Emerging Equity
Campbell Harvey: Markets”, **The Journal of Finance**, Vol. 55, No: 2, 2000, pp. 565-613.

Belley, Phillip, Lance : “The Changing Role of Family Income and Ability
Lochner in Determining Educational Achievement”, **NBER Working Paper**, No: w13527, 2007.

- Ben Naceur, Narjess : “Privatization and Financial Market Development: A
Boubakri, Samir Comparison Between MENA Countries and Other
Ghazouani Regions’’, **Economic Research Forum Working
Paper**, No: 390, 2008.
- Bencivenga, Valerie R., : “Financial Intermediation and Endogenous
Bruce D. Smith Growth”, **The Review of Economic Studies**, Vol:
58, No: 2, 1991, pp. 195-209.
- Bental, Benjamin, : “Reserve Requirements and Output Fluctuations’’,
Benjamin Eden **Journal of Monetary Economics**, Vol. 49, No: 8,
2002, pp. 1597–1620.
- Berger, Helge, Jakob de : “Central Bank Independence: An Update of Theory
Haan, Sylvester C. W. and Evidence’’, **Journal of Economic Surveys**, Vol.
Eijffinger 51, No: 1, 2001, pp. 3-40.
- Bernanke, Ben S. : “The New Tools of Monetary Policy’’, **American
Economic Review**, Vol. 110, No: 4, 2020, pp. 943-
83.
- Bernanke, Ben S. : “The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its
Aftermath’’, **W. W. Norton & Company**, 2015.
- Bernanke, Ben S. : “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in
Propagation of the Great Depression’’, **NBER
Working Paper**, No: 1054, 1983.
- Bernanke, Ben S., Mark : “The Financial Accelerator in a Quantitative
Gertler, Simon Gilchrist Business Cycle Framework’’, İçinde J.B. Taylor and

M. Woodford (eds.), **Handbook of Macroeconomics**, 1, 1999, pp. 1341–1393, Amsterdam: Elsevier.

Bernanke, Ben S., : “Inflation Targeting: A New Framework for
Frederic S. Mishkin Monetary Policy?”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol: 11, No: 2, 1997, pp. 97–116.

Bernanke, Ben S., Mark : “Inside the Black Box: The Credit Channel of
Gertler Monetary Policy Transmission”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No: 4 1995, pp. 27–45.

Bernanke, Ben S., Mark : “Agency Cost, Net Worth and Business
Gertler Fluctuations”, **American Economic Review**, Vol. 79, No: 1, 1989, pp. 14-31.

Betts, Caroline M., : “Trade, Reform, and Structural Transformation in
Rahul Giri, Rubina South Korea”, **IMF Economic Review**, Vol. 65,
Verma 2017, pp. 745-791.

Bhorat, Haroon, Alan : “Economic Policy in South Africa: Past, Present, and
Hirsch, Ravi Kanbur, Future”, **Research in Agricultural & Applied
Mthuli Ncube Economics Working Paper**, No: 2014-08, 2014.

Bilgili, Yüksel : “**Makro İktisat**”, 10. bs., 4T Yayınevi, 2019,
İstanbul.

Bittencourt, Manoel : “Inflation and Financial Development: Evidence
from Brazil”, **Economic Modelling**, Vol. 28, No: 1-

2, 2011, pp. 91-99.

Blanchard, Olivier : “**Macroeconomics**”, 7. bs., Pearson Education, 2017.

Blecker, Robert A. : “The US Economy Since the Crisis: Slow Recovery and Secular Stagnation”, **European Journal of Economics and Economic Policies**, Vol. 13, No: 2, 2016, pp. 203-214.

Blundell, Richard, : “Initial Conditions and Moment Restrictions in
Stephen Bond Dynamic Panel Data Models”, **Journal of Econometrics**, Vol. 87, No: 1, 1998, pp. 115-43.

Blundell-Wignall, : “The Elephant in the Room: The Need to Deal with
Adrian, Gert Wehinger, What Banks Do”, **OECD Journal: Financial
Patrick Slovik Market Trends**, Vol. 2009, No: 2, pp. 1-27.

Borio, Claudio : “Monetary Policy Operating Procedures in Industrial
Countries”, **BIS Working Paper**, No: 40, 1997.

Boyd, John H., Bruce : “Inflation and Financial Market Performance: What
Champ Have We Learned in the Last Ten Years?”, **Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper**, No: 03-17, 2003.

Boyd, John H., Ross : “The Impact of Inflation on Financial Sector
Levine, Bruce Smith Performance”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 47, No: 2, 2001, pp. 221-248.

Bozoklu, Şeref, Veli : “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Gelişmekte Olan Ekonomiler İçin Analiz”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Vol. 28, No: 2, 2013, pp. 161-187.

Braun, Matias, Claudio : “Trade Liberalization and the Politics of Financial Development”, **World Bank Working Paper**, No: 3517, 2005.

Brock, William A., : “The Invisible Foot and the Waste of Nations: Redistribution and Economic Growth”, içinde D.C. Colander (derleyen), **Neoclassical Political Economy (The Analysis of Rent-Seeking and DUP Activities)**, Cambridge, Ballinger Publishing, 1984, pp. 177-184.

Brownbridge, Martin, : “Financial Regulation in Developing Countries: Policy and Recent Experience”, içinde Christopher Colin H. Kirkpatrick, Samuel M. Maimbo (derleyenler), **Finance and Development Surveys of Theory, Evidence and Policy**, Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2005, pp. 154-180.

Bruno, Valentina, Hyun : “Assessing Macroprudential Policies: Case of Song Shin Korea”, **NBER Working Paper**, No: w19084, 2013.

Buchanan, James M. : “Rent Seeking and Profit Seeking”, içinde J.M. Buchanan, R.D. Tollison ve G. Tullock (derleyenler), **Toward a Theory of the Rent Seeking Society**, Texas A. M. University Press,

1980, pp. 3-15.

- Bundick, Brent, Trenton : “Forward Guidance, Monetary Policy Uncertainty, and the Term Premium”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper**, No: 17-07, 2017.
- Bussière, Mathieu, Gong : “For a Few Dollars More: Reserves and Growth in Times of Crises”, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 52, 2015, pp. 127-145.
- Cheng, Menzie D. Chinn, Noémie Lisack
- Caballero, Ricardo J., : “Fiscal Policy and Financial Depth”, **NBER Working Paper**, No: 10532, 2004.
- Arvind Krishnamurthy
- Cabral, Inês, Frank : “Banking Integration in the Euro Area”, **European Central Bank Occasional Paper**, No: 6, 2002.
- Dierick, Jukka Vesala
- Cahn, Cristophe, Julien : “Assessing the Macroeconomic Effects of LTROs during the Great Recession”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 49, No: 7, 2017, pp. 1443–1482.
- Matheron, Jean-Guillaume Sahuc
- Cambazoğlu, Birgül : “Parasal Aktarım Mekanizması Kredi Kanalı: Kuram ve Türkiye Örneği”, Yayımlanmış Doktora Tezi, Aydın Adnan Menderes Üniversitesi, 2010, Aydın.
- Campbell, Jeffrey R., : “Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance”, **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol. 43, No: 1, 2012, pp. 1–80.
- Charles L. Evans, Jonas Fisher, Alejandro

Justiniano

Capraro, Santiago, Carlo : “Monetary Policy in Liberalized Financial Markets:
Panico The Mexican Case”, **Review of Keynesian Economics**, Vol. 9, No: 1, 2021, pp. 109-138.

Carare, Alina, Andrea : “Establishing Initial Conditions in Support of
Schaechter, Mark R. Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, No:
Stone, Mark Zelmer 02/102, 2002.

Carranza, Luis, Jose E. : “Understanding the Relationship between Financial
Galdon-Sanchez, Javier Development and Monetary Policy”, **Review of
Gomez-Biscarri International Economics**, Vol. 18, No: 5, 2010, pp.
849-864.

Carrasco, Enrique, R., : “Emerging Economies After the Global Financial
Sean Williams Crisis: the Case of Brazil”, **Northwestern Journal
of International Law & Business**, Vol. 33, No: 1,
2010, pp. 81-119.

Cecchetti, Stephen G., : “Financial Structure, Macroeconomic Stability and
Stefan Krause Monetary Policy”, **NBER Working Paper**, No:
8354, 2001.

Cecchetti, Stephen G., : “**Money, Banking and Financial Markets**”, 4. bs.,
Kermit L. Schoenholtz 2006, McGraw-Hill/Irwin.

Cecchetti, Stephen G., : “Has Monetary Policy Become More Efficient? A
Alfonso Flores-Lagunes, Cross-Country Analysis”, **The Economic Journal**,
Stefan Krause Vol. 116, No: 511, 2006, pp. 408-33.

- Chakrabarti, Rajesh : “The Financial Sector in India: An Overview”, **SSRN Paper**, No: 2078448, 2012.
- Chinn, Menzie D., Hiro Ito : “Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence”, **NBER Working Paper Series**, No: 8967, 2002.
- Chinn, Menzie, Hiro Ito : “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions”, **Journal of Development Economics**, Vol. 81, No: 1, 2006, pp. 163-192.
- Choi, Sangmok, Bruce D. Smith, John H. Boyd : “Inflation, Financial Markets, and Capital Formation”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol. 78, 1996, pp. 9-35.
- Chow, Hwee Kwan ve Sai Fan Pei : “Financial Sector in Singapore”, **Routledge Handbook on Banking and Finance in Asia**, 2019, pp. 165-178.
- Chung, Hee Chun : “The Bank of Korea's Policy Response to the Global Financial Crisis”, İçinde Bank for International Settlements (ed.), **The Global Crisis and Financial Intermediation in Emerging Market Economies**, Vol. 54, 2011, pp. 257-266.
- Churm, Rohan, Michael Joyce, George Kapetanios, Konstantinos Theodoridis : “Unconventional Monetary Policies and the Macroeconomy: The Impact of the UK’s QE2 and Funding for Lending Scheme”, **Bank of England Staff Working Paper**, No: 542, 2015.

- Cihak, Martin, Aslı : “Benchmarking Financial Systems Around the
Demirgüç-Kunt, Erik World”, **World Bank Policy Research Working
Paper**, No: 6175, 2012.
Feyen, Ross Levine
- Cihak, Martin, Sònia : “The Bright and the Dark Side of Cross-Border
Muñoz, Ryan Banking Linkages”, **International Monetary Fund
Working Paper**, No: WP/11/186, 2011.
Scuzzarella
- Cihak, Martin, Klaus : “How Well do Aggregate Prudential Ratios Identify
Schaeck Banking System Problems?”, **Journal of Financial
Stability**, Vol. 6, No: 3, 2010, pp. 130–144.
- Cihak, Martin, Heiko : “Islamic Banks and Financial Stability: An Empirical
Hesse Analysis”, **Journal of Financial Services Research**,
Vol. 38, 2010, pp. 95-113.
- Claessens, Stijn : “Access to Financial Services: A Review of the
Issues and Public Policy Objectives”, **World Bank
Research Observer**, Vol. 21, No: 2, 2006, pp. 207-
240.
- Claeys, Grégory, Maria : “Cryptocurrencies and Monetary Policy”, **Bruegel
Policy Contribution**, No: 2018/10, 2018.
Demertzis, Konstantinos
Efsthathiou
- Clarida, Richard H., : “Monetary Policy Rules and Macroeconomic
Jordi Galí, Mark Gertler Stability: Evidence and Some Theory”, **Quarterly
Journal of Economics**, Vol. 115, No: 1, 2000, pp.
147-180.

- Collier, Paul, Colin : “The Assessment: Financial Liberalization, Financial
Mayer Systems, and Economic Growth”, **Oxford Review of
Economic Policy**, Vol. 5, No: 4, 1989, pp. 1-12.
- Collins, Daryl, Jonathan : “**Portfolios of the Poor: How the World's Poor**
Morduch, Stuart **Live on \$2 a Day**”, Princeton University Press,
Rutherford, Orlanda 2009.
Ruthven
- Commission of the : “European Financial Integration Report 2008”,
European Communities: İçinde **Commission Staff Working Document**,
Brussels, 2009.
- Crabb, Peter : “Economic Freedom and the Success of
Microfinance Institutions”, **Journal of
Developmental Entrepreneurship**, Vol. 13, No: 2,
2008, pp. 205-219.
- Crafts, Nicholas, Peter : “Depression and Recovery in the 1930s: An
Fearon Overview”, İçinde Nicholas Crafts, Peter Fearon
(eds.), **The Great Depression: Lessons for Today**,
Oxford University Press, 2013, pp. 1–44.
- Creel, Jerome, Paul : “Financial Stability and Economic Performance”,
Hubert, Fabien **Economic Modelling**, Vol. 48, 2015, pp. 25–40.
Labondance
- Cuadro, Lucia, Sonsoles : “Why Do Countries Develop More Financially than
Gallego, Alicia Garcia Others? The Role of the Central Bank and Banking
Herrero Supervision”, **Moneda y Credito**, No: 216, 2003.

- Cukierman, Alex, Steven : “Measuring the Independence of Central Banks and
B. Webb, Bilin Neyapti : It’s Effect on Policy Outcomes”, **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No: 3, 1992, pp. 353-398.
- Cull, Robert, Lemma W. : “Deposit Insurance and Financial Development”,
Senbet, Marco Sorge : **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 37, No: 1, 2005, pp. 43-82.
- da Silva, Marcos Soares : “Financial And Economic Development Nexus:
Evidence from Brazilian Municipalities”, **Banco Central do Brasil Working Papers**, No: 399, 2015.
- De Grauwe, Paul : “Design Failures in The Eurozone: Can They Be
Fixed?”, **LSE Europe in Question Discussion Paper Series**, No: 57, 2013.
- De Gregorio, Jose, Jong- : “Growth and Adjustment in East Asia and Latin
Wha Lee : America”, **Central Bank of Chile Working Papers**, No: 245, 2003, pp. 1-66.
- De Haan, Jakob, Jan- : “On the Relationship between Economic Freedom
Egbert Sturm : and Economic Growth”, **European Journal of Political Economy**, Vol. 16, No: 2, 2000, pp. 215-241.
- De Haan, Jakob, Jan- : “The Impact of Financial and Economic Crises on
Egbert Sturm, Eelco : Economic Freedom.” İçinde James Gwartney, Robert Lawson, and Joshua Hall (Eds.), **Economic Freedom of the World: 2009 Annual Report**,

2009.

- De Michelis, Andrea, : “Raising an Inflation Target: The Japanese Experience with Abenomics”, **European Economic Review**, Vol. 88, 2016, pp. 67-87.
Matteo Iacoviello
- Dabla-Norris, : “Revisiting the Link between Finance and Era, Narapong Srivisal Macroeconomic Volatility”, **IMF Working Paper**, No: 13/29, 2013.
- DeGennaro, Ramon P., : “Financial Market Frictions”, **Economic Review**, Cesare Robotti Vol. 92, 2007, pp. 1-16.
- Demetriades, Panicos O. : “New Perspectives on Finance and Growth”, **World Economy and Finance Working Paper**, No: 08/14, 2008.
- Demetriades, Panicos O., : “Does the Chinese Banking System Promote the Jun Du, Sourafel Girma, Growth of Firms?’, **World Economy and Finance Working Paper**, No: 08/6, 2008.
Chenggang Xu
- Demirgüç-Kunt, Asli, : "Finance and Inequality: Theory and Evidence", Ross Levine **NBER Working Paper Series**, No:15275, 2009.
- Demirgüç-Kunt, Asli, : “Finance, Financial Sector Policies, and Long Run Ross Levine Growth”, **World Bank Policy Research Working Paper**, No: 4469, 2008.
- Demirgüç-Kunt, Asli, : “Does Deposit Insurance Increase Banking System Enrica Detragiache Stability? An Empirical Investigation”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 49, No: 7, 2002, pp.

1373-1406.

Demirgüç-Kunt, Asli : “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries”, **IMF Staff Papers**, No: 45, 1997, pp. 81–109.

Devarajan, Shantayanan, Louis A. Kasekende : “Africa and the Global Economic Crisis: Impacts, Policy Responses and Political Economy”, **African Development Review**, Vol. 23, No: 4, 2011, pp. 421- 438.

Di Giorgio, Giorgio : “Financial Development and Reserve Requirements”, **Journal of Banking and Finance**, Vol. 23, No: 7, 1999, pp. 1031-1041.

Diamond, Douglas W., Philip H. Dybvig : “Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity”, **Journal of Political Economy**, Vol. 51, No: 33, 1983, pp. 401-419.

Do, Quy-Toan, Andrei A. Levchenko : “Comparative Advantage, Demand for External Finance and Financial Development”, **World Bank Policy Research Working Paper**, No: 3889, 2006.

Doepke, Matthias, Martin Schneider : “Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth”, **Journal of Political Economy**, Vol. 114, No: 6, 2006, pp. 1069–1097.

Doraisami, Anita : “Macro-Economic Policy Responses to Financial Crises in Malaysia, Indonesia and Thailand”, **Journal of Contemporary Asia**, Vol. 44, No: 4, 2014, pp. 581-598.

Dornbusch, Rudiger, : “**Makroekonomi**”, Çev. Salih Ak, 9. bs., Gazi
Stanley Fischer, Richard Yayınevi, 2007.
Startz

Drehmann, Mathias, : “Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The
Claudio Borio, Kostas Role of Credit Aggregates’’, **International Journal
Tsatsaronis of Central Banking**, Vol. 7 No: 4, 2011, pp. 189-
240.

Düğer, İsmail Hakkı, : (2007), “**İktisada Giriş**”, 3. bs., İstanbul,Türkmen
Murat Ali Dulupçu: Kitabevi.

Dünya Bankası: : (2023), “**Global Financial Development
Database**”, 27 Eylül 2023 tarihinde
[https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/
global-financial-development-database](https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database) adresinden
edinilmiştir.

Dünya Bankası : (2014), “**World Bank Development Indicators**”,
[https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=
global-financial-development](https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development) adresinden
edinilmiştir.

Dünya Bankası : (2013), “**World Bank Development Indicators**”,
[https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=
global-financial-development](https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=global-financial-development) adresinden
edinilmiştir.

Dünya Ekonomik : **Küresel Rekabetçilik Raporu**, 2013.
Forumu

Dynan, Karen. E., : “Can Financial Innovation Help to Explain the
Douglas W. Elmendorf, Reduced Volatility of Economic Activity?”, **Journal
Daniel Sichel of Monetary Economics**, Vol. 53, No: 1, 2006, pp.
123-150.

Edwards, John : “Australia after the Global Financial
Crisis”, **Australian Journal of International
Affairs**, Vol. 64, No: 3, 2010, pp. 359–371.

Effiong, Ekpeno, : “Financial Development and Monetary Policy
Godwin E. Esu, ve Effectiveness in Africa”, **Journal of Social and
Chuku Chuku: Economic Development**, Vol. 22, No: 1, 2020, pp.
160–181.

Elbourne, Adam, Jakob : “Financial Structure and Monetary Policy
de Haan Transmission in Transition Countries”, **Journal of
Comparative Economics**, Vol. 34, No: 1, 2006, pp.
1-23.

Emek, Uğur: : “Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi
Büyüme Üzerine Etkileri”, **Rekabet Dergisi**, Cilt. 1,
Sayı: 3, 2000, ss. 58-83.

English, William B. : “Inflation and Financial Sector Size”, **Journal of
Monetary Economics**, Vol. 44, No: 3, 1999, pp.
379–400.

Evans, Olaniyi : “The Effectiveness of Monetary Policy in Africa:
Modeling the Impact of Financial
Inclusion”, **Iranian Economic Review**, Vol. 20, No:

3, 2016, pp. 327-337.

Eyüboğlu, Kemal, Kadir : “Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme
Akan: İlişkisi: RALS-EG Eşbütünleşme Testi”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt. 22, Sayı: 4, 2020, ss. 974-988.

Fama, Eugene, Kenneth : “Luck Versus Skill in the Cross-Section of Mutual
R. French Fund Returns” **The Journal of Finance**, Vol. 65, No: 5, 2010, pp. 1915-1947.

Fazzari, Steven M., : “Asymmetric Information and Keynesian Theories
Anna Maria Variato of Investment”, **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 16, No: 3, 1994, pp. 351-370.

Fernandes-Villaverde, : “On the Economics of Digital Currencies”, **Federal
Jesús, Daniel R. Sanches Reserve Bank of Philadelphia Working Papers**, No: 18-07, 2018.

Flögel, Franz, Stefan : “The Banking Systems Of Germany, The UK And
Gärtner Spain from a Spatial Perspective: The German Case”, **Institut Arbeit und Technik (IAT) Discussion Paper**, No: 18/04, 2018.

Fontana, Giuseppe, : “The Macroeconomics and Financial System
Malcolm Sawyer Requirements for a Sustainable Future”, İçinde (Philip Arestis, Malcolm Sawyer) **Finance and the Macroeconomics of Environmental Policies** (ss. 74-110), Palgrave Macmillan, 2015.

- Friedman, Milton : **“Capitalism and Freedom”**, University of Chicago Press, 1962.
- Friedman, Milton : “The Quantity Theory of Money – A Restatement”,
İçinde “Studies in the Quantity Theory of Money”,
University of Chicago Press, 1956, pp. 3-21.
- Fry, Maxwell J. : **“Money, Interest, and Banking in Economic Development”**, Johns Hopkins University Press, 1988.
- Fry, Maxwell J. : “Financial Development: Theories and Recent Experience”, **Oxford Review of Economic Policy**, Vol. 5, No: 4, 1989, pp. 13-28.
- Fry, Maxwell J. : **“Money Interest and Banking in Economic Development”**, 2. bs., John Hopkins University Press, 1995.
- Fry, Maxwell J. : “In Favour of Financial Liberalization”, **The Economic Journal**, Vol. 107, No: 442, 1997, pp. 754-770.
- Furman, Jason : **“It Could Have Happened Here: The Policy Response That Helped Prevent a Second Great Depression”**, Macroeconomic Advisers’ 25th Annual Washington Policy Seminar, Vol. 9, 2015.
- Galbis, Vicente : “Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries: A Theoretical Approach”, **Journal of Development Studies**, Vol.

13, No: 2, 1977, pp. 58-72.

Galbis, Vicente: : “Money, Investment and Growth in Latin America”,
Economic Development and Cultural Change,
Vol. 27, No: 3, 1979, pp. 423-442.

Garcia, Gillian : “Deposit Insurance and Crisis Management”, **IMF
Working Paper**, No. 0057, 2000.

Garretsen, Harry, Robert : “Growth, Financial Development, Societal Norms
Lensink, Elmer Sterken and Legal Institutions”, **Journal of International
Financial Markets, Institutions and Money**, Vol.
14, No: 2, 2004, pp. 165-183.

Garside, William R. : “Did Japan's High-Growth Success Foster Persistent
Stagnation?”, **European Journal of Economics and
Economic Policies: Intervention**, Vol. 13, No: 2,
2016, pp. 189-202.

Gennaioli, Nicola, : “Finance and the Preservation of Wealth”, **National
Andrei Shleifer, Robert Bureau of Economic Research Working Paper**,
W. Vishny No: 19117, 2013.

Georgiadis, Georgios, : “Financial Globalisation and Monetary Policy
Arnaud Mehl Effectiveness”, **Journal of International
Economics**, Vol. 103, 2016, pp. 200-212.

Gertler, Mark : “Rethinking the Power of Forward Guidance:
Lessons from Japan”, **National Bureau of
Economic Research**, Working Paper No: 23707.7,

2017.

- Gilchrist, Simon, John : “Monetary Policy and Asset Prices”, **Journal of V. Leahy Monetary Economics**, Vol. 49, No: 1, 2002, pp. 75-97.
- Girma, Sourafel, Anja : “The Political Economy of Financial Development”, **Oxford Economic Papers**, Vol. 60, No: 4, 2008, pp. 567-596.
- Gomez, Esteban, Diego : “Derivative Markets’ Impact on Colombian Vasquez, Camilo Zea Monetary Policy”, **Borradores de Economia**, 2005, No: 334.
- Gomez-Gonzalez, : “Same Spain, Less Pain?”, **European Economic Patricia, Daniel M. Rees Review**, Vol. 110, 2018, pp. 78–107.
- Gorton, Gary : “Banking Panics and Business Cycles”, **Oxford Economic Papers**, Vol. 40, No: 4, 1988, pp. 751-781.
- Graeff, Peter, Mehlkop, : “The Impact of Economic Freedom on Corruption: Guido Different Patterns for Rich and Poor Countries”, **European Journal of Political Economy**, Vol. 19, No: 3, 2003, pp. 605-620.
- Greenwood, Robin, : “Forward Guidance in the Yield Curve: Short Rates Samuel G. Hanson, versus Bond Supply”, **National Bureau of Economic Research Working Paper**, No: 21750, Dimitri Vayanos 2015.

- Guiso, Luigi, Paola : “The Role of Societal Capital in Financial Development”, **NBER Working Paper**, No: 7563, 2000.
- Gurley, John G., Edward : “Financial Structure and Economic Development”, **Economic Development and Cultural Change**, Vol. 15, No: 3, 1967, pp. 257-268.
- Guthrie, Graeme, Julian : “Open Mouth Operations”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 46, No: 2, 2000, pp. 489–516.
- Wright
- Hafer, Rik W. : “Economic Freedom and Financial Development: International Evidence”, **Cato Journal**, Vol. 33, No: 1, 2013, pp. 111-126.
- Haslag, Joseph H., : “Financial Repression, Financial Development and Economic Growth”, **Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper**, No: 9902, 1999.
- Jahyeong Koo
- Hassan, M. Kabir, : “Financial Development and Economic Growth: New Evidence from Panel Data”, **Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol. 51, No: 1, 2011, pp. 88–104.
- Benito Sanchez, Jung Suk-Yu
- Hauner, David : “Fiscal Policy and Financial Development”, **IMF Working Paper**, No: WP/06/26, 2006.
- Hawkins, Penelope : “Financial Access and Financial Stability”, İçinde **Central Banks and the Challenge of Development**, Bank for International Settlements, 2006, pp. 65-79.

- Hawksworth, John, : “The World in 2050: A Broader Look at Emerging Market Growth Prospects”, Price Waterhouse Coopers, 2006.
https://www.pwc.com/la/en/publications/assets/world_2050_brics.pdf erişim tarihi 14.04.2024
- Hayek, Friedrich von : “**Denationalisation of Money**”, Hobart Papers 70, 2. bs., The Institute of Economic Affairs, 1976.
- Head, John G., Carl S. : “Public Goods, Private Goods, and Ambiguous Shoup
Shoup : “Public Goods, Private Goods, and Ambiguous Goods”, **The Economic Journal**, Vol. 79, No: 315, 1969, pp. 567-572.
- Herrera, Ana Maria, : “The Decline in U.S. Output Volatility: Structural Elena Pesavento
Elena Pesavento : “The Decline in U.S. Output Volatility: Structural Changes and Inventory Investment”, **Journal of Business and Economic Statistics**, Vol. 23, No: 4, 2005, pp. 462-72.
- Heryán, Tomas, : “The Bank Lending Channel of Monetary Policy in Panayiotis G. Tzeremes
Panayiotis G. Tzeremes : “The Bank Lending Channel of Monetary Policy in EU Countries during the Global Financial Crisis”, **Economic Modelling**, Vol. 67, 2017, pp. 10-22.
- Hicks, John Richard : “Mr. Keynes and the “Classics”: A Suggested Interpretation”, **Econometrica**, Vol. 5, No: 2, 1937, pp. 147-159.
- Honohan, Patrick : “Cross-country Variation in Household Access to Financial Services”, **Journal of Banking and**

Finance, Vol. 32, No: 11, 2007, pp. 2493-2500.

Hossain, Shakib : “Foreign Direct Investment, Economic Freedom and Economic Growth: Evidence from Developing Countries”, **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 8, No: 11, 2016, pp. 200-214.

Huang, Wei : “Emerging Markets Financial Openness and Financial Development”, **University of Bristol Discussion Paper**, No. 06/588, 2006.

Hung, Fu-Sheng : “Inflation, Financial Development and Economic Growth”, **International Review of Economics and Finance**, Vol. 12, No: 1, 2003, pp. 45-67.

Huybens, Elisabeth, Bruce D. Smith : “Financial Market Frictions, Monetary Policy, and Capital Accumulation in a Small Open Economy”, **Journal of Economic Theory**, Vol. 81, No: 2, 1998, pp. 353-400.

Huybens, Elisabeth, Bruce D. Smith : “Inflation, Financial Markets and Long-Run Real Activity”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 43, No: 2, 1999, pp. 283-315.

International Monetary Fund : (1948), ‘**The International Financial Statistics**’, 15 Eylül 2023 tarihinde <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b> adresinden edinilmiştir.

International Monetary : (2005), “Indicators of Financial Structure, Development and Soundness”, (Chapter 2), içinde

Fund **Financial Sector Assessment: A Handbook**, 13
Temmuz 2023 tarihinde
www.imf.org/external/pubs/ft/fsa/eng/pdf/ch02.pdf
adresinden edinilmiştir.

Isenberg, Dorene : “Post and New Keynesians: The Role of Asymmetric Information and Uncertainty in the construction of financial institutions and policy”, **New Keynesian Economics/ Post Keynesian Alternatives**, Ed. Roy J. Rotheim, New York, Routledge, 1998, pp. 227-228.

Ito, Takatoshi : “Abenomics: Early Success and Prospects”, **Japan Spotlight**, 2013, pp. 4–7.

Ito, Hiro : “Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization”, **North American Journal of Economics and Finance**, Vol. 17, No: 3, 2006, pp. 303-327.

Jaffee, Dwight, Joseph : “Credit Rationing”, **Handbook of Monetary Economics**, Vol. 2, 1990, pp. 837-888.

Jalilian, Hossein, Colin : “Does Financial Development Contribute to Poverty Reduction?”, **Journal of Development Studies**, Vol. 41, No: 4, 2005, pp. 636–656.

Jensen, Michael C., : “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, **Journal of**
William H. Meckling

Financial Economics, Vol. 3, No: 4, 1976, pp. 305-360.

Jeon, Bang Nam, : “The Impact of Foreign Banks on Monetary Policy
Hosung Lim, Ji Wu Transmission: Evidence from the Bank-Level Panel
Data in Korea”, **Asian Finance Association
(AsianFA) 2015 Conference Paper**, 2015.

Kahn, James A., : “On the Causes of the Increased Stability of the U.S.
Margaret M. McConnell, Economy”, **Economic Policy Review**, Vol. 8, No: 1,
Gabriel Pérez-Quirós 2002, pp. 183-202.

Kahn, George A., Klara : “Conducting Monetary Policy with Inflation
Parrish Targets”, **Federal Reserve Bank of Kansas City
Economic Review**, Vol. 83, No: 3, pp. 5-32.

Kaminsky, Graciela, : “The Twin Crises: The Causes of Banking and
Carmen Reinhart Balance of Payments Problems”, **The American
Economic Review**, Vol. 89, No: 3, 1999, pp. 473–500.

Kapur, Basant K. : “Alternative Stabilization Policies for Less-
Developed Economies”, **Journal of Political
Economy**, Vol. 84, No: 4, 1976, pp. 777-795.

Kar, Muhsin, Sami : “Kamu Harcama Çeşitlerinin Ekonomik Büyüme
Taban Üzerine Etkileri”, **Ankara Üniversitesi Siyasal
Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 58, Sayı: 3, 2003,
ss. 145-169.

- Karim, Zulkefly Abdul, : “The Relationship between Financial Development and Effectiveness of Monetary Policy: New Evidence from ASEAN-3 Countries”, **Journal of Financial Economic Policy**, Vol. 13, No: 6, 2021, pp: 665-685.
- Danie Eirieswanty
- Kamal Basa, Bakri
- Abdul Karim
- Kashyap, Anil K., : “The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets”, **NBER Working Paper Series**, No: 4821, 1994, pp. 151-195.
- Jeremy C. Stein
- Kendall, Jake, Natalia : “Measuring Financial Access Around the World”, **World Bank Policy Research Working Paper**, No: 5253, 2010.
- Mylenko, Alejandro
- Ponce
- Kent, Christopher, Kylie : “Declining Output Volatility: What Role for Structural Change?”, İçinde C. Kent and D. Norman (ed.), **The Changing Nature of the Business Cycle**, Reserve Bank of Australia, 2005, pp. 146-80.
- Smith, James Holloway
- Kerr, William R., : “Democratizing Entry: Banking Deregulations, Financing Constraints, and Entrepreneurship”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 94, No: 1, 2009, pp. 124-149.
- Ramara Nanda
- Keynes, John Maynard : “**The General Theory of Employment, Interest and Money**”, Palgrave Macmillan, 1936.
- Keynes, John Maynard : “**The Economic Consequences of the Peace**”, New York: Harcourt, Brace and Howe, 1919.

- Khoon, Goh Soo, Lui : “The Impact of the Global Financial Crisis: The Case of Malaysia”. **Third World Network (TWN) Global Economy Series**, No: 26, 2010, pp. 1-37.
- Kibritçioğlu, Aykut : “İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi**, Cilt. 53, Sayı: 1, 1998, ss. 207-230.
- Kickert, Walter, Tamyko : “New Development: How the Spanish Government Responded to the Global Economic, Banking and Fiscal Crisis”, **Public Money and Management**, Vol. 34, No: 6, 2014, pp. 453-457.
- Kim, Dong-Hyeon, Shu- : “Dynamic Relationship between Inflation and Financial Development”, **Macroeconomic Dynamics**, Vol. 14, No: 3, 2010, pp. 343-364.
- King, Rovert G., Ross : “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 108, No: 3, 1993, pp. 717-737.
- King, Robert G., Ross : “Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 32, No: 3, 1993, pp. 513-42.
- Kiyotaki, Nobuhiro, : “Credit Cycles”, **Journal of Political Economy**, Vol. 105, No: 2, 1997, pp. 211-248.
- John Moore
- Khadraoui, Nouredine, : “Financial Development and Economic Growth:

- Mounir Smida : Static and Dynamic Panel Data Analysis”, **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 4, No: 5, 2012, pp. 94-104.
- Khan, Mohsin S., : “Inflation and Financial Depth”, **Macroeconomic Dynamics**, 2006, Vol. 10, No: 2, pp. 165-182.
Abdelhak S. Senhadji,
Bruce D. Smith
- Khan, Mohsin S., : “Inflation and Financial Depth”, **International Monetary Fund Working Paper**, No: WP/01/44, 2001.
Abdelhak S. Senhadji,
Bruce D. Smith
- Klein, Michael W., : “Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth”, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 27, No: 6, 2008, pp. 861-875.
Giovanni Olivei
- Krause, Stefan, Felix : “Financial Development and Monetary Policy Efficiency”, **Emory Economics**, Vol. 613, No: 158, 2006, pp. 100-121.
Rioja
- Krugman, Paul : “Can Europe Be Saved?”, **The New York Times**, Vol. 12, No: 1, 2011.
- Krugman, Paul : “The Myth of Asia's Miracle”, **Foreign Affairs**, Vol. 73, No: 6, 1994, pp. 62-78.
- Kydland, Finn E., : “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, **Journal of Political Economy**, Vol. 85, No: 3, 1977, pp. 473-491.
Edward Prescott

- Lee, Jong-Wha : “The Republic of Korea's Economic Growth and Catch-Up: Implications for the People's Republic of China”, **Asian Development Bank Institute (ADBI) Working Paper**, No: 571, 2016.
- Lee, Bong-Soo : “Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Time-Series Evidence”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 20, No: 2, 2012, pp. 173-197.
- Lastrapes, William D., : “Cross-Country Variation in the Liquidity Effect: W. Douglas McMillin The Role of Financial Markets”, **The Economic Journal**, Vol. 114, No: 498, 2004, pp. 890-915.
- Levine, Ross : “Finance and Growth: Theory and Evidence”, **NBER Working Paper Series**, 2004, No: 10766.
- Levine, Ross : “More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?”, **St. Louis Federal Reserve Bank Review**, Vol. 85, No: 4, 2003, pp. 31–46.
- Levine, Ross : “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?”. **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 11, No: 4, 2002, pp. 398-428.
- Levine, Ross : “The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 30, No: 3, 1998, pp. 596-613.
- Levine, Ross : “Stock Markets, Growth and Tax Policy”, **Journal of Finance**, Vol. 46, No: 4, 1991, pp. 1445-1465.
- Levine, Ross, Sara : “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, **American Economic Review**, Vol. 88, No: 3, 1998,

Zervos pp. 537–558.

Levine, Ross, Norman : “Financial Intermediation and Growth: Causality and
Loayza, Thorsten Beck Causes”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 46,
No: 1, 2000, pp. 31-77.

Lim, Linda Y. : “Fifty Years of Development in the Singapore
Economy: An Introductory Review”, **The Singapore
Economic Review**, Vol. 60, No: 3, 2015, pp.
1502002-1-1502002-13

Link, Stefan : “How Might 21st-Century De-Globalization Unfold?
Some Historical Reflections”, **New Global
Studies**, Vol. 12, No: 3, 2018, pp. 343-365.

Llewellyn, David T. : “Banking Regulation After Recent Financial Crises:
Lessons for Developing and Developed Countries”,
İçinde Christopher C. Green, Colin Kirkpatrick ve
Victor Murinde (eds.), **Finance and Development
Surveys of Theory, Evidence and Policy**, Edward
Elgar Publishing, 2005, pp. 185-240.

Loayza, Norman, : “Financial Development, Financial Fragility and
Romaine Ranciere Growth”, **Journal of Money, Credit and Banking**,
Vol. 38, No: 4, 2006, pp. 1051–1076.

Lucas Jr, Robert E. : “On the Mechanics of Economic
Development”, **Journal of Monetary
Economics**, Vol. 22, No: 1, 1988, pp. 3-42.

- Luintel, Kul B., Mosahid : “Financial Structure and Economic Growth”, **Journal of Development Economics**, Vol. 86, No: 1, 2008, pp. 181-200.
- Khan, Philip Arestis, Konstantinos Theodoridis
- Ma, Yong, Xingkai Lin : “Financial Development and the Effectiveness of Monetary Policy”, **Journal of Banking and Finance**, Vol. 68, 2016, pp. 1-11.
- Majid, Shabri : “Does Financial Development and Inflation Spur Economic Growth in Thailand?”, **Southeast Asian Journal Of Economics**, Vol. 19, No: 2, 2007, pp. 161-184.
- Mankiw, Nicholas : “**Principles of Macroeconomics**”, 8. bs., Cengage Learning, 2018.
- Gregory
- Mankiw, Nicholas : “A Contribution to the Empirics of Economic Growth”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 107, No: 2, 1992, pp. 407-437.
- Gregory, David Romer, David N. Weil
- Mankiw, Nicholas : “Real Business Cycles: A New Keynesian Perspective”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 3, No: 3, 1989, pp. 79–90.
- Gregory
- Mannar, Raja : “Financial Crisis in Germany: A Sneak Peek”, **International Journal of Research in Economics and Social Sciences (IJRESS)**, Vol. 9, No: 1, 2019, pp. 14-20.
- Masson, Paul R., Miguel : “Can Inflation Targeting be a Framework for Monetary Policy in Developing
- A. Savastano, Sunil

- Sharma : Countries?", **Finance and Development**, Vol. 35, 1998, pp. 34-37.
- Mathieson, Donald J. : "Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy", **Journal of Development Economics**, Vol. 7, No: 3, 1980, pp. 359-395.
- Mayes, David G. : "The Monetary Transmission Mechanism in the Baltic States", **Eesti Pank**, 2004.
- McKinnon, Ronald I. : "**Money and Capital in Economic Development**", Brookings Institution Press, 1973.
- McMullen, Jeffrey S., : "Economic Freedom and the Motivation to Engage
Ray D. Bagby, Leslie E. in Entrepreneurial Action", **Entrepreneurship
Palich Theory and Practice**, Vol. 32, No: 5, 2008, pp. 875-895.
- Merton, Robert C., Zvi : "A Conceptual Framework for Analyzing the
Bodie Financial Environment", İçinde "**The Global Financial System: A Functional Perspective**" (Dwight B. Crane, Kenneth A. Froot, Scott P. Mason, Andre F. Perold, Robert C. Merton, Erik R. Sirri, and Peter Tufano, Eds.), Harvard Business School Press, 1995, pp. 3-32.
- Merton, Robert C. : "A Functional Perspective of Financial Intermediation", **Financial Management**, Vol. 24, No: 2, Silver Anniversary Commemoration, 1995, pp. 23-41.

- Mesquita, Mario, Mario : "Brazil and the 2008 Panic", İçinde **"The Global Crisis and Financial Intermediation in Emerging Market Economies"** (Bank for International Settlements, Ed.), Vol. 54, 2011, pp. 113-120.
- Mileva, Elitza : "Using Arellano-Bond Dynamic Panel GMM Estimators in Stata", **Economics Department**, Fordham University, 2007.
- Miller, Terry, Kim R. : **"2013 Index of Economic Freedom"**, The Heritage Foundation and Dow Jones & Company, 2013.
- Holmes, Edward J. : **"Money, Banking and Financial Markets"**, 3. bs., Thomson Advantage Books, 2007.
- Feulner
- Miller, Roger LeRoy, : **"Money, Banking and Financial Markets"**, 3. bs., Thomson Advantage Books, 2007.
- David D. VanHoose
- Miller, Merton : "Financial Markets and Economic Growth", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 11, No: 3, 1998, pp. 8–14.
- Mishkin, Frederic : "What Depressed the Consumer? The Household Balance Sheet and the 1973-75 Recession", **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol. 1997, No: 1, 1977, pp: 123-174.
- Stanley, Robert J. :
- Gordon, Saul H. Hymans
- Mishkin, Frederic : "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", **NBER Working Paper**, No:7618, 2000.
- Stanley
- Mishkin Frederic Stanley : **"The Economics of Money, Banking, and Financial Markets"**, 7. ed., Pearson Education,

2004.

Mishkin Frederic : “Unprecedented Actions: The Federal Reserve’s
Stanley, Eugene N. Response to the Global Financial Crisis in Historical
White Perspective”, **NBER Working Paper**, No: 20737,
2014.

Mishra, P.K., Bibhuti B. : “Financial Innovation and Effectiveness of Monetary
Pradhan Policy”, **SSRN Electronic Journal**, No: 1262657,
2008.

Mishra, Prachi, Peter J. : “Monetary Transmission in Low Income Countries”,
Montiel, Antonio **IMF Working Paper**, No: 10/223, 2010.
Spilimbergo

Mishra Prachi, Peter J. : “Monetary Transmission in Low-Income Countries:
Montiel, Antonio Effectiveness and Policy Implications”, **IMF
Economic Review**, Vol. 60, No: 2, 2012, pp. 270–
Spilimbergo 302.

Montiel, Peter J. : “Monetary Transmission in Low-Income Countries:
Effectiveness and Policy Implications”, **IMF
Economic Review**, Vol. 60, No: 2, 2012, pp. 270–
302.

Montiel, Peter J. : “Development of Financial Markets and
Macroeconomic Policy”, **Journal of African
Economies**, Vol. 12, No: 2, 2003, pp. ii12-ii52.

Moore, Basil J. : “Inflation and Financial Deepening”, **Journal of
Development Economics**, Vol. 20, No: 1, 1986, pp.
125-133.

- Morgan, Peter J., Victor Pontines : “Financial Stability and Financial Inclusion”, **Asian Development Bank Institute (ADBI) Working Paper**, No: 488, 2014.
- Mundell, Robert : “Inflation and Real Interest”, **Journal of Political Economics**, Vol. 71, No: 3, 1963, pp. 280–283.
- Neumann, Manfred J., ve Juergen Von Hagen : “Does Inflation Targeting Matter?”, **Zentrum für Europäische Integrationsforschung (ZEI) Working Paper**, No: B 01-2002., 2002.
- Newbery, David, Joseph Stiglitz : “Pareto Inferior Trade”, **Review of Economic Studies**, Vol. 51, No: 1, 1984, pp. 1-12.
- Nordhaus, William D., Charles L. Schultze, Stanley Fischer : “Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies”, **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol. 1994, No: 2, 1994, pp. 139-216.
- Nwabuzor, Augustine : “Corruption and Development: New Initiatives in Economic Openness and Strengthened Rule of Law”, **Journal of Business Ethics**, Vol. 59, No: 1, 2005, pp. 121-138.
- Nyasha, Sheilla, Nicholas M. Odhiambo : “The Impact of Banks and Stock Market Development on Economic Growth in South Africa: An ARDL-Bounds Testing Approach”, **Contemporary Economics**, Vol. 9, No: 1, 2015, pp. 93-108.

- Onur, Sara: : “Türkiye Ekonomisi’nde Faiz Oranları-Enflasyon İlişkisi Üzerine Bir Model Denemesi (1980-2005)”, **Akademik İncelemeler Dergisi**, Cilt. 3, Sayı: 2, 2008, ss. 69-110.
- Orhan, Osman Z., : **“Para Politikası”**, 2. bs., Kocaeli, Umuttepe Seyfettin Erdoğan Yayınları, 2015.
- Özatay, Fatih : **“Parasal İktisat: Kuram ve Politika”**, 4.bs., Efil Yayınevi, 2015.
- Pagano, Marco : “Financial Markets and Growth: An Overview”, **European Economic Review**, Vol. 37, 1993, pp. 613-622.
- Parasız, İlker : **“Para, Banka ve Finansal Piyasalar”**, 9.bs., Ezgi Kitabevi, 2009.
- Parasız, İlker, Nazım : **“Parasal Ekonomi: Teori ve Politika”**, Ekin Ekren Yayınevi, 2015.
- Patrick, Hugh T. : “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, **Economic Development and Cultural Change**, Vol. 14, No: 2, 1966, pp. 174-189.
- Paya, Merih : **“Küresel Ortamda İktisat Politikaları”**, İstanbul, Türkmen Yayınevi, 2013.

- Perotti, Enrico C. : “Credible Privatization”, **The American Economic Review**, Vol. 85, No: 4, 1995, pp. 847-859.
- Petursson, Thorarinn G. : “Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?”, **Monetary Bulletin**, Vol. 1, 2000, pp. 36-45.
- Philippon, Thomas, : “An International Look at the Growth of Modern
Ariell Reshef Finance”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 27, No: 2, 2013, pp. 73-96.
- Posen, Adam S. : “Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence”, **NBER Macroeconomics Annual**, Vol. 10, 1995, pp. 253-274.
- Quispe-Agnoli, Myriam : “Monetary Policy Alternatives for Latin
J. America”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Vol 86, No: 3, 2001, pp. 43-53.
- Radelet, Steven, Jeffrey : “Determinants and Prospects of Economic Growth in
Sachs, Jong-Wha Lee Asia”, **International Economic Journal**, Vol. 15, No: 3, 2001, pp. 1–29.
- Rahman, Mahmood : "Financial Development and Monetary Policy Efficiency: Unraveling the Empirical Contradiction and Discovering the True Relation", **Economics Bulletin**, Vol. 38, No: 1, 2018, pp. 281-296.
- Rajan, Raghuram : “Financial Dependence and Growth”, **NBER**

G., Luigi Zingales

Working Paper Series, No: 5758, 1996.

Ritter, Lawrence S., : (1997), “**Principles of Money, Banking and**
William L. Silber, **Financial Markets**, 9.bs., Addison-Wesley.
Gregory Udell

Robinson, Joan : “**The Generalization of the General Theory**”,
İçinde: The Rate of Interest and Other Essays,
Palgrave MacMillan, 1952.

Rodrik, Dani : “The Turkish Economy After The Crisis”, **Turkish**
Economic Association Discussion Paper, No:
2009/9, 2009.

Romer, Christina D. : “Changes in Business Cycles: Evidence and
Explanations”, **Journal of Economic Perspectives**,
Vol. 13, No: 2, 1999, pp. 23-44.

Romer, Paul M. : “The Origins of Endogenous Growth”, **Journal of**
Economic Perspectives, Vol. 8, No: 1, 1994, pp. 3-
22.

Romer, Paul M. : “Increasing Returns and Long-Run Growth”,
Journal of Political Economy, Vol. 94, No: 5,
1986, pp. 1002-1037.

Rose, Peter S. : “**Money and Capital Markets: The Financial**
System in an Increasingly Global Economy”, 3.
bs., BPI/Irwin, 1989.

Rosenberg, David : “The Israeli Economy: After the Financial Crisis,

New Challenges”, **Meria Journal**, Vol. 14, No: 1, 2010, pp. 68-79.

Roubini, Nouriel, Xavier : “Financial Development, The Trade Regime and
Sala i-Martin Economic Growth”, **NBER Working Paper**, No: 3876, 1991.

Roubini, Nouriel, Xavier : “A Growth Model Of Inflation, Tax Evasion And
Sala i-Martin Financial Repression”, **Journal Of Monetary Economics**, Vol. 35, No: 2, 1995, pp. 275- 371.

Rousseau, Peter L., Paul : “Financial Intermediation and Economic
Wachtel Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 30, No: 4, 1998, pp. 657–78.

Rousseau, Peter L., Paul : “Equity Markets and Growth: Cross-country
Wachtel Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995”, **Journal of Banking and Finance**, Vol. 24, No: 12, 2000, pp. 1933-1957.

Rousseau, Peter L., Paul : “Inflation, Financial Development and
Wachtel Growth”, **Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays in Honor of Ryuzo Sato**, 2001, 2001, pp. 309-324.

Rousseau, Peter L., : “Inflation, Financial Development, and Growth: A
Hakan Yilmazkuday Trilateral Analysis”, **Economic Systems**, Vol. 33, No: 4, 2009, pp. 310-324.

- Roychoudhury, Saurav, : “Economic Freedom and Sovereign Credit Ratings and Default Risk”, **Journal of Financial Economic Policy**, Vol. 2, No: 2, 2010, pp. 149-162.
- Robert A. Lawson
- Rudebusch, Glenn D., : “Policy Rules for Inflation Targeting”, **NBER Working Paper**, No: 6512, 1998.
- Lars E. O. Svensson
- Safdar, Sadia, Azra : “Financial Innovation and Monetary Policy Transmission Mechanism in Pakistan”, **International Journal of Development and Sustainability**, Vol. 2, No: 1, 2013, pp. 390-397.
- Khan
- Sato, Takafumi : “Global Financial Crisis-Japan’s Experience and Policy Response”, **Asia Economic Policy Conference**, Vol. 20, 2009, pp. 285-289.
- Schumpeter, Joseph Alois : “**The Theory of Economic Development**”, Harvard University Press, 1912.
- Scully, Gerald W. : “Economic Freedom, Government Policy and the Trade-Off Between Equity and Economic Growth”, **Public Choice**, Vol. 113, No: 1, 2002, pp. 77-96.
- Seth, Rama, Vaanchitha : “Effect of Financial Development on the Transmission of Monetary Policy”, **Theoretical Economics Letters**, Vol. 7, 2017, pp. 795-813.
- Kalyanaraman
- Shachmurove, Yochanan : “Determinants of Economic Growth in Israel”, İçinde Magdalena Osinska (ed.), **Economic**

Miracles in the European Economies, Springer, 2019, pp. 99-121.

Shaw, Edward S. : **“Financial Deepening in Economic Development”**, Oxford University Press, 1973.

Shehzad, Choudhry : **“Financial Liberalization and Banking Crises”**,
Tanveer, Jakob De Haan **Conference of the Royal Economic Society**,
University of Surrey, 2008.

Shi, Yongfen, Sudeshna : **“The Impact of Financial Deepening on Income**
Paul, Sudharshan Reddy **Inequality: Empirical Evidence from**
Paramati **Australia”**, **International Journal of Finance and**
Economics, Vol. 27, No: 3, 2022, pp. 3564-3579.

Sidaoui, José, Manuel : **“The Global Financial Crisis and Policy Response in**
Ramos-Francia, Gabriel **Mexico”**, **Bank for International Settlement**
Cuadra **Papers**, No: 54, 2010, pp. 279-298.

Siddiqui, Kalim : **“Will the Growth of the BRICs Cause a Shift in the**
Global Balance of Economic Power in the 21st
Century?”, **International Journal of Political**
Economy, Vol. 45, No: 4, 2016, pp. 315-338

Singh, Sukudhew, : **“Financial Market Developments and Their**
Ahmad Razi, Norhana **Implications for Monetary Policy”**, **Bank for**
Endut, Helmi Ramlee **International Settlement Working Paper Series**,
No: 39, 2008, pp. 1-51.

- Smith, Adam : **“An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations”**, W. Strahan and T. Cadell, 1776.
- Smith, Bruce D. : **“Taking Intermediation Seriously”**, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 35, No: 6, 2003, pp. 1319– 1357.
- Snowdon, Brian, : **“Modern Makroekonomi: Temelleri, Gelişimi ve Howard R. Vane Bugünü”**, Efil Yayınevi, 2012.
- Solow, Robert Merton : **“A Contribution to the Theory of Economic Growth”**, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 70, No: 1, 1956, pp. 65-94.
- South African Reserve Bank : (2012a), **Address by the Governor of the South African Reserve Bank (1997) on financial sector reforms and their implications for the banking industry in South Africa**. Retrieved from www.resbank.co.za
- Stanley, Leonardo : **“Emerging Market Economies and Financial Globalization: Argentina, Brazil, China, India and South Korea”**, Anthem Press, 2018.
- Stevens, Arnoud : **“Digital Currencies: Threats and Opportunities for Monetary Policy”**, **Economic Review**, Vol. i, 2017, pp. 79-92.

- Steytler, Nico, Derek : “The Impact of the Global Financial Crisis on Decentralized Government in South Africa”, **L’Europe en Formation**, Vol. 4, No: 358, 2010, pp. 149-172.
- Stiglitz, Joseph E. : “**Making Globalization Work**”, WW Norton & Company, 2006.
- Stiglitz, Joseph E. : “**The Role of the Financial System in Development**”, İçinde Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean, 1998.
- Stiglitz, Joseph E. : “**Knowledge for Development Economic Science, Economic Policy, and Economic Advice**”, Annual World Bank Conference on Development Economics, 1998.
- Stiglitz, Joseph E., : “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, **The American Economic Review**, Vol. 71, No: 3, 1981, pp. 393-410.
- Andrew Weiss
- Storm, Servaas, C. W. : “Crisis And Recovery In The German Economy: The Real Lessons”, **Structural Change and Economic Dynamics**, Vol. 32, 2015, pp. 11-24.
- M. Naastepad
- Svensson, Lars : “Monetary Policy and Inflation Targeting”, **NBER Reporter**, 1997.
- Svirydenka, Katsiaryna : “Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development”, **International Monetary Fund**

Working Papers, No: WP/16/5, 2016.

Taşar, Mehmet Okan : “Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ve Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi”, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt. 3, Sayı: 1, 2010, ss. 76-97.

Taşseven, Özlem, Naci : “Finansal Gelişme Göstergeleri İle Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt. 23, Sayı: 1, 2022, ss. 105-125.

Taylor, Lance : “**Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World**”, Basic Books, 1983.

T.C. Sidney : “Avustralya’nın Genel Ekonomik Durumu Ve Başkonsoloslugu Ticaret **Türkiye İle Ekonomik-Ticari İlişkileri**”, 2016. Ataşeliği

TCMB : “**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Rezerv Yönetimi**”, 2018.

TCMB : “**Parasal Aktarım Mekanizması**”, 20 Nisan 2023 tarihinde
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES>
adresinden edinilmiştir, 2013.

Tecer, Meral : “Bankalarda Etkinlik Denetimi”, **Amme İdaresi**

Dergisi, Cilt. 18, Sayı: 3, ss. 127-144.

Thangavelu, Shandre M. : “Global Financial Crisis: Impact on Singapore & ASEAN”, **East Asian Bureau of Economic Research (EABER) Working Paper Series No: 49**, 2008.

Tobin, James : “Money and Economic Growth”, **Econometrica**, Vol. 33, No: 4, pp. 671–684, 1965.

Toprak, Aslı Okay : “**Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme: Farklı Ekonomik Yapılar Açısından Ampirik Bir Çalışma**”, Yayınlanmış Doktora Tezi, T.C. İstanbul Üniversitesi, 2018.

Tsuru, Kotaro : “Finance and Growth: Some Theoretical Considerations and A Review of the Empirical Literature”, **OECD Economics Department Working Papers**, No.228, 2000.

Turan, Taner : “Optimal Maliye Politikası: Bir Literatür Taraması”, **Maliye Dergisi**, Sayı: 162, ss. 411-429.

Türkmen, Sena, Hüseyin Ağır : “Enflasyon ile Finansal Gelişme İlişkisi: Yüksek ve Düşük Enflasyonlu Ülkeler Üzerine Ampirik Kanıtlar”, **Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 13, Sayı: 3, ss. 577-592, 2020.

Uygur, Ercan : “The Global Crisis and the Turkish Economy”, **Turkish Economic Association Discussion Paper**,

No: 2010/3, 2010.

Ünsal, Erdal : “**Makro İktisat**”, 8. bs., İmaj Yayıncılık, 2009.

Waring, Peter, John : “The Global Financial Crisis, Employment Relations and the Labour Market in Singapore and Australia”, **Asia Pacific Business Review**, Vol. 19, No: 2, 2013, pp. 217-229.

Webster, Thomas J. : “Malaysian Economic Development, Leading Industries and Industrial Clusters”, **The Singapore Economic Review**, Vol. 59, No: 5, 2014.

Wheelock, David C. : “Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve’s Responses to the Crises of 1929–33 and 2007–09” **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol. 92, No: 2, 2010, pp. 89–107.

Williams, John C. : “Simple Rules for Monetary Policy”, **SSRN Paper**, No: 158690, 1999.

White, William R. : “Is Price Stability Enough?”, **Bank for International Settlements (BIS) Working Papers**, No. 205, 2006.

World Bank : “**World Development Indicator (WDI-GDF)**”, 27 Eylül 2023 tarihinde <https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0037712/World-Development> adresinden edinilmiştir, 2013.

- Yamamoto, Isamu : “An Assessment of the Japanese Financial Services Sector”, **International Labor Office (ILO)**, 2015.
- Yay, Gülsün Gürkan : “**Para ve Finans: Teori –Politika**”, 2. bs., İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2015.
- Yerdelen Tatoğlu, Ferda : “**İleri Panel Veri Analizi**”, Beta Basım Yayın, 2020.
- Young, Alwyn : “Learning by Doing and the Dynamic Effects of International Trade”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 106, No: 2, 1991, pp. 369-405.
- Ysa, Tamyko, Mireia : “Public Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Evidence from the Spanish Banking Industry”, **Public Money and Management**, Vol. 32, No: 4, 2012, pp. 265-272.
- Gine, Marc Esteve, Vicenta Sierra : “İçsel Büyüme Teorileri, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Kamu Politikaları Üzerine”, **Hazine Dergisi**, Sayı: 6, 1997, ss. 89-105.
- Yülek, Murat A. : “İçsel Büyüme Teorileri, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Kamu Politikaları Üzerine”, **Hazine Dergisi**, Sayı: 6, 1997, ss. 89-105.
- Zoli, Edda : “Financial Development in Emerging Europa: The Unfinished Agenda”, **IMF Working Paper**, No: 07245, 2007.

ÖZGEÇMİŞ

Remzi Can YILMAZ, eğitim hayatını İstanbul’da tamamlamıştır. 2011 yılında Özel Saint-Benoît Fransız Lisesi’nden mezun olan yazar 2015 yılında İstanbul Ticaret Üniversitesi Bankacılık ve Finans Bölümü’nden mezun olmuştur. 2018 yılında “Döviz Kurları ve Dış Ticaret İlişkisi: Rekabet Gücü Çerçevesinde Türkiye Örneği” başlıklı yüksek lisans tezi ile İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Politikası Bilim Dalından mezun olmuştur. 2019 yılında İstanbul Beykent Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Finans ve Bankacılık Bölümü’nde araştırma görevlisi olarak göreve başlayan Yılmaz halen görevine devam etmektedir.