



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

FINANSALLAŞMA-İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİ VE KRİZ

Mehmet Zafer KÖKSAL

Doktora Tezi

Ankara, 2016

FİNANSALLAŞMA-İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİ VE KRİZ

Mehmet Zafer KÖKSAL

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

Doktora Tezi

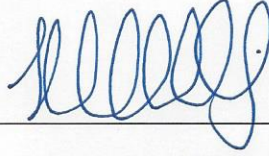
Ankara, 2016

KABUL VE ONAY

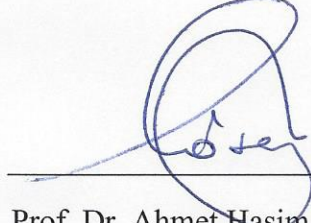
Mehmet Zafer Köksal tarafından hazırlanan “Finansallaşma-İktisadi Büyüme İlişkisi ve Kriz” başlıklı bu çalışma, 25.03.2016 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.



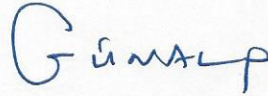
Prof. Dr. Ahmet ŞAHİNÖZ (Başkan)



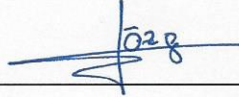
Prof. Dr. Hakan MIHÇI (Danışman)



Prof. Dr. Ahmet Haşim KÖSE



Prof. Dr. Burak GÜNALP



Doç. Dr. Özgür TEOMAN

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. Ülkü Çelik ŞAVK

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- ☐ Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- ☒ Tezim sadece Hacettepe Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- ☐ Tezimin yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

25.03.2016



Mehmet Zafer Köksal

ÖZET

KÖKSAL, Mehmet Zafer. *Finansallaşma-İktisadi Büyüme İlişkisi ve Kriz*, Doktora Tezi, Ankara, 2016.

Çalışmanın temel amacı, finansallaşma/finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün tespit edilmesi ve finansallaşma/finansal derinleşme ile kredi türlerinin iktisadi büyüme üzerindeki etkilerini niceliksel olarak ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda önce finansal sistem, finansallaşma süreci ile finansallaşma, istikrarsızlık ve kriz ilişkisi hem niceliksel hem de kuramsal yazın incelenerek ele alınmıştır. Bu incelemenin sonucunda finansallaşma/finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün farklılaşabileceği ve finansallaşma/finansal derinleşme ve kredi hacmi ve türünün iktisadi büyüme üzerinde farklı etkileri olabileceği değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda finansallaşma/finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki, çeşitli dönem ve ülke verileri kullanılarak hem panel veri Granger nedensellik analizi hem de zaman serisi Markov Rejim Değişimi Granger Nedensellik (MRDGN) analizleriyle ortaya konulmuş ve kredi türlerinin iktisadi büyüme üzerindeki etkileri panel veri modelleriyle belirlenmiştir. Bu çerçevede, çalışmanın ilk niceliksel analizinde, 1961-2012 döneminde 76 ülke için iktisadi büyüme ve finansallaşma/finansal derinleşme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. 1961-2012 döneminde sekiz ülke için yapılan MRDGN analizinde ise farklı alt dönemlerde farklı nedensellik ilişkilerinin görülebileceği tespit edilmiştir. Ülkeler arasında iktisadi büyümenin, kredi büyümesinin Granger nedeni olma durumunun, tersi nedensellik ilişkisine göre genel olarak daha uzun dönemler için geçerli olduğu görülmüştür. Bu sonuçlar hem ortodoks görüşler doğrultusunda kredi büyümesinin iktisadi büyümeyi etkilediği, hem de Minsky gibi Post Keynesyen iktisatçıların görüşleri doğrultusunda iktisadi büyümenin kredi büyümesini etkilediği hipotezlerinin geçerli olduğuna işaret etmektedir. Çalışmanın üçüncü niceliksel analizinde ise 16 ülkeye ait veriler kullanılarak finansallaşma/finansal derinleşmenin

iktisadi büyüme üzerindeki etkisi panel veri yöntemiyle belirlenmiştir. Bu analizde hane halkına verilen kredilerin iktisadi büyüme üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı, finansal olmayan kurumlara verilen kredilerin ise iktisadi büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre uzun dönemde istikrarlı iktisadi büyüme için kredi hacmindeki büyüme ve finansal serbestleşme kontrol altına alınarak, finansal sistemin iktisadi büyümeye olumlu etkisi olan kredi türlerini teşvik edecek şekilde düzenlenmesinin önemli olduğu ifade edilebilir. Ayrıca finansal sistemi daha istikrarlı ve sağlam bir yapıya dönüştürecek kurumsal reformlar da iktisadi dalgalanmalar karşısında kredi dalgalanmalarını ve finansal istikrarsızlığı azaltabilecektir.

Anahtar Sözcükler:

Finansallaşma, Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Finansal Kırılganlık, Granger Nedensellik, Markov Rejim Değişimi, Panel Veri

ABSTRACT

KÖKSAL, Mehmet Zafer. *Financialization-Economic Growth Relationship and Crisis*, Ph.D. Dissertation, Ankara, 2016

Main purpose of this study is to determine the direction of the causal relationship between financialization/financial deepening and economic growth and to reveal the impact of financialization/financial deepening and types of credit on economic growth quantitatively. For this purpose, firstly, financial system, financialization process and the relationship between financialization, instability and crises are examined by using both quantitative and theoretical literature. As a result of this analysis, it is evaluated that the direction of the causal relationship between financialization/financial deepening and economic growth may differentiate and the financialization/financial deepening and the credit volume and type may have different effects on economic growth. The relationship between financialization/financial deepening and the economic growth revealed accordingly by using different term and country data with both Panel Data Granger Causality Analyses and Time Series Markov Regime Switching Granger Causality Analyses and the impact of credit types on economic growth determined by panel data models. In this frame, according to the first quantitative analysis of this study, two-way causal relationship between economic growth and financialization/financial deepening has been determined for 76 countries for the period of 1961-2012. The MRDGN analysis which was realised for eight countries for the period of 1961-2012 determined that different causal relationships may be observed between different sub periods. The situation that the economic growth is the Granger Cause of the credit growth is generally valid for longer terms in comparison with the reverse causality relationship. These results indicate that the credit growth affects economic growth in accordance with the orthodox theory as well as hypothesis that the economic growth affects the credit growth is valid in accordance with the theories of Post Keynesian Economists such as Minsky. In the third quantitative analysis of the

study, the impact of financialization/financial deepening on economic growth is determined with the Panel Data method by using data of 16 countries. In this analysis, results indicate that the credits for household has no significant effect on economic growth while credit for the nonfinancial institutions affects economic growth positively. According to the results, for the long term stable economic growth it is important to control financial liberalization and the growth of credit volume, and also regulate the financial system to encourage credit types that have positive effects on economic growth. Additionally, the insitutional reforms that can transform the financial system into a more stable and robust structure may decrease credit fluctuations and financial instability against economic fluctuations.

Keywords

Financialization, Financial Instability Hypothesis, Financial Fragility, Granger Causality, Markov Regime Switching, Panel Data

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
BİLDİRİM	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vii
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ	x
TABLO DİZİNİ.....	xii
ŞEKİL DİZİNİ	xiv
 GİRİŞ	 1
1. BÖLÜM: FİNANSALLAŞMA SÜRECİ	9
1.1. FİNANSAL PİYASALAR.....	9
1.1.1. Finansal Piyasalara İlişkin Görüşler.....	11
1.2. FİNANSAL SİSTEMİN GEÇİRDİĞİ DEĞİŞİM.....	18
1.3. FİNANSAL SİSTEMİ DEĞİŞTİREN GÜÇLER: FİNANSAL KURALSIZLAŞTIRMA, TEKNOLOJİK GELİŞME, KURUMSAL DEĞİŞİM VE NEO-LİBERALİZM	21
1.4. NEO-LİBERAL DÖNEM	25
1.5. FİNANSALLAŞMA.....	32
1.6. FİNANSALLAŞMANIN ETKİLERİ.....	39
1.6.1. Banka ve Piyasa Temelli Sistemler.....	39
1.6.2. Finansal Olmayan İşletmeler.....	43
1.6.3. Firma Davranışları ve Yatırım	46
1.6.4. Hane Halkı Davranışları.....	48
1.7. FİNANSALLAŞMAYA İLİŞKİN NİCELİKSEL TESPİTLER	49

2. BÖLÜM: FİNANSALLAŞMA, İSTİKRARSIZLIK VE KRİZ	59
2.1. FİNANSAL KRİZLERİN MALİYETİ.....	63
2.2. FİNANSAL KRİZİN TANIMI	66
2.3. FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ	71
2.3.1. Ortodoks ya da Neo-Klasik Görüş	75
2.3.2. Heterodoks Görüş.....	79
2.3.2.1. Asimetrik Bilgi Yaklaşımı	79
2.3.2.2. Keynes ve Minskici Görüşler.....	81
2.4. FİNANSAL KRİZLERİN BELİRLEYENLERİ	90
2.4.1. Başarısızlıklar.....	92
2.4.2. Balon ve Patlamalar	96
2.4.3. Finansal Kırılganlık ve İstikrarsızlık.....	101
2.4.4. Finansal Yenilikler: Menkul Kıymetleştirme ve Türev Ürünler.....	112
2.5. FİNANSAL KRİZLERİ İNCELEYEN NİCELİKSEL ÇALIŞMALAR ...	115
 3. BÖLÜM: FİNANSALLAŞMA VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ: GRANGER NEDENSELLİK ANALİZİ, MARKOV REJİM DEĞİŞİMİ MODELLERİ VE PANEL VERİ ANALİZİ.....	126
3.1. PANEL VERİ GRANGER NEDENSELLİK ANALİZİ.....	128
3.1.1. Panel Birim Kök Sınaması	130
3.1.2. Granger Nedensellik Sınaması.....	134
3.2. MARKOV REJİM DEĞİŞİMİ.....	138
3.2.1. Markov Rejim Değişimi Granger Nedensellik Modeli.....	143
3.2.2. Birim Kök Sınaması.....	144
3.2.3. MRDGN Modelinin Uygulaması.....	148
3.2.3.1. ABD	151
3.2.3.2. Almanya	153

3.2.3.3. Birleşik Krallık.....	156
3.2.3.4. Güney Kore	158
3.2.3.5. İspanya	160
3.2.3.6. Japonya.....	162
3.2.3.7. Portekiz	165
3.2.3.8. Türkiye	168
3.2.3.9. Ülkeler İçin Model Sonuçlarının Genel Değerlendirmesi	171
3.3. FİNANSALLAŞMA/FİNANSAL DERİNLEŞMENİN İKTİSADİ BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	174
3.3.1. Panel Veri Analizi.....	175
3.3.1.1. Veri Seti	177
3.3.1.2. Panel Birim Kök Sınaması.....	178
3.3.1.3. Çift Yönlü Sabit Etkiler Modeli.....	179
3.3.1.4. Ekonometrik Problemlerden Arındırılmış Çift Yönlü SEM	180
3.3.1.5. Çift Yönlü Sabit Etkiler Modelinde KREDİ Değişkeninin Ayrıştırılması	182
SONUÇ.....	185
KAYNAKLAR	194
Ek 1. Model Tahminleri.....	211
Ek 2. Modelin Ekonometrik Problemler Açısından İncelenmesi	216
Ek 3. Orijinallik Raporu	219
Ek 4. Etik Kurul İzni Muafiyet Formu	221

SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ADF: Düzeltilmiş Dickey-Fuller

BSER: Yükseköğretimde Okullaşma Oranının Değişimi

BUY: Kişi Başı Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasılanın Büyüme Oranı

DW: Durbin-Watson İstatistiği

EKK: En Küçük Kareler

ENF: Enflasyon Oranı

FOK: Finansal Olmayan Kurumlara Verilen Krediler

FSER: Sabit Fiyatlarla Yerel Para Birimine Göre Brüt Sabit Sermaye Stokundaki Değişim

GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

HH: Hane Halkı Ve Hane Halkına Hizmet Eden Kâr Amacı Gütmeyen Kuruluşlara Verilen Krediler

HND: Heterojen Nedeni Değil

H-S-P: Hedge, Spekülatif ve Ponzi Finansman

KREDİ: Yerel Para Birimi Cinsinden Finans Dışı Özel Sektöre Verilen Kredi Hacmindeki Değişim Oranı

MRD: Markov Rejim Değişimi

MRDGN: Markov Rejim Değişimi Granger Nedensellik

NET KREDİ: Net Ulusal Kredi Büyüme Oranı

NET KREDİ/GSYH: Net Ulusal Kredinin Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Değişim

OECD: Organisation for Economic Cooperation and Development (İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)

ÖZEL/GSYH: Özel Sektöre Verilen Ulusal Kredinin Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya Oranındaki Değişim

REM: Rassal Etkiler Modeli

SEM: Sabit Etkiler Modeli

TDK: Türk Dil Kurumu

TND: Türdeş Nedeni Değil

TABLO DİZİNİ

Tablo 1: Krizlere Yol Açan Temel Başarısızlıklar.....	93
Tablo 2: 1961-2012 Döneminde 76 Ülke İçin Sabitli-Trendli Panel Birim Kök Sınaması.....	133
Tablo 3: Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Testi Sonuçları.....	137
Tablo 4: Sabitli-Trendli ADF Sınaması Sonuçları.....	145
Tablo 5: Lee ve Strazicich Sınaması Sonuçları.....	147
Tablo 6: ABD İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları.....	151
Tablo 7: Almanya İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları.....	154
Tablo 8: Birleşik Krallık İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları....	156
Tablo 9: Güney Kore İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları.....	159
Tablo 10: İspanya İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları.....	161
Tablo 11: Japonya İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları.....	163
Tablo 12: Portekiz İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları.....	166
Tablo 13: Türkiye İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları.....	169
Tablo 14: 1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin Sabitli-Trendli Panel Birim Kök Sınaması.....	179
Tablo 15: 1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin Çift Yönlü SEM Tahmini.....	180
Tablo 16: 1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin Çoklu Bağlantı, Değişen Varyans ve İçsel Bağlantı Problemlerinden Arındırılmış Çift Yönlü SEM Tahmini.....	181
Tablo 17: 1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin KREDİ Değişkeninin Ayrıştırıldığı Çift Yönlü SEM Tahmini.....	182

Tablo 18: KREDİ Değişkeninin İkiye Ayrıştırıldığı Modele İlişkin Korelasyon Matrisi.....	183
---	------------



ŞEKİL DİZİNİ

Şekil 1: Finansallaşmanın Kanalları.....	35
Şekil 2: Finansallaşma Süreci.....	37
Şekil 3: ABD İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=3)$].....	152
Şekil 4: ABD İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=2)$].....	153
Şekil 5: Almanya İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=2)$].....	155
Şekil 6: Birleşik Krallık İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=3)$].....	157
Şekil 7: Birleşik Krallık İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=2)$].....	158
Şekil 8: Güney Kore İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=2)$].....	160
Şekil 9: İspanya İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=3)$].....	162
Şekil 10: Japonya İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=3)$].....	164
Şekil 11: Japonya İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=2)$].....	165
Şekil 12: Portekiz İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=3)$].....	167
Şekil 13: Portekiz İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=2)$].....	167

Şekil 14: Türkiye İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$\mathbb{P}(St=1)+ \mathbb{P}(St=3)$].....170

Şekil 15: Türkiye İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$\mathbb{P}(St=1)+ \mathbb{P}(St=2)$].....170



GİRİŞ

Finansal sistemlerin iktisadi faaliyetler üzerindeki etkisi yazında tartışıla gelen konulardan birisi olmuştur. Geçmişin ve bugünün finansal sistemleri karşılaştırıldığında, geçmişte finansal piyasaların daha sıkı denetlenirken bugün daha gevşek bırakıldığı, geçmişte daha ayrıık piyasalardan oluşurken bugün daha bütünleşik bir piyasa olduğu, geçmişte banka temelliyken bugün piyasa temelli olduğu ve son olarak da geçmişe göre bugün ekonomideki ağırlığının işlem ve değer olarak arttığı söylenebilir.

Finansal sistem esas olarak reel sektör faaliyetleri için gerekli olan finansmanı temin etmek için vardır. Bunun yanında finansal sistemin işlemleri hızlandırması, işlem maliyetlerini düşürmesi ve sigorta sağlayarak riski azaltması beklenmektedir. Böylece bu piyasaların genel olarak iktisadi büyümeyi artırdığı savunulmaktadır. Sağlıklı ve canlı bir ekonominin, fonları en üretken yatırım fırsatlarına sahip olan iktisadi birimlere yönlendiren bir finansal sisteme ihtiyaç duyduğu inkâr edilemez, ancak bu piyasaların yararlarından bahsederken, günümüze gelene kadar geçirdiği değişim ve finansal krizler de unutulmamalıdır.

Son 20-30 yılda küresel ölçekte sürekli büyüyen bir finansal derinleşme yaşandığı görülmektedir. Finansal aracılık giderek gelişmiş ve banka kredilerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı önemli derecede artmıştır. Finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki olumlu ilişki veri iken bu eğilim genel olarak yararlı bir gelişme olarak görülmüştür. Ancak bu süreç her zaman düzgün bir eğilimde olmamıştır. Finansal derinleşme, bazı ülkelerde düz bir çizgi izlerken, bazılarında toplam kredi hacminin hızla yükseldiği ya da kredi patlamalarının olduğu ve bazen de finansal sıkıntıların ve bankacılık krizlerinin yaşandığı engebeli bir yol izlemiştir. Finansal krizlerin nasıl ortaya çıktıkları ve nasıl engellenebilecekleri hakkında birçok iktisatçı araştırma yapmıştır. Ancak, bugün bile bu konuda iktisatçıların üzerinde uzlaşabildikleri çok az ortak nokta olduğu görülmektedir.

Finans konusunda iktisat yazını genel olarak iki farklı görüş altında toparlanabilir. Finansal sektörün ekonomideki ağırlığının artmasını, ortodoks iktisatçılar gelişmişlik

göstergesi olarak değerlendirirken, bu noktada heterodoks iktisatçılar özellikle bölüşüm, reel yatırımlar, finansal risklerdeki artış ve finansal krizlerin sıklığına dikkat çekmektedirler.

Neo-klasik okul finans, para ve yatırım arasındaki ilişkiyi akılcılık, tam bilgi ve tam rekabet varsayımları üzerine kurmuştur. Bu varsayımlar altında finansman ve bilgi kısıtları olmadan para ve finans, piyasaların düzgün bir şekilde işlemesi için bir sorun yaratmamaktadır. Bu görüş, tasarruf edenlerden borç alacaklara fon transferi olarak tanımlanabilecek kredi yaratma sürecinin düzgün bir şekilde işlediğini varsaymakta ve bu nedenle genel olarak bu süreci ihmal edebilmektedir. Ayrıca, para sayısal bir araçtır ve değiş tokuşu kolaylaştırmaktadır; yansızdır, bir başka deyişle reel olarak hiçbir şeyi belirlememektedir.

Geleneksel iktisat kuramına göre finans piyasaları genişledikçe iktisadi etkinlik de artacaktır. Tasarrufları yatırımlara yönlendiren finansal piyasalar, ekonomide en iyi kaynak dağılımını sağlayacaktır. Finansal piyasaların etkinliği, şeffaflığı ve sermayenin tam hareketliliği, daha etkin dağılımı sağlayacak ve sermayeyi en verimli olacağı alana yönlendirerek, sonuçta en iyi getiriyi almasını sağlayacaktır. Ortodoks iktisatçılara göre genel olarak 1980'lerden itibaren özellikle finansal sistemlerde bir serbestleşme süreci başlamış ve giderek hızlanmıştır. Bu görüş, bu durumu büyümeyi artıran ve ekonomileri daha güçlü hale getiren uzun dönemli bir süreç olarak değerlendirmiştir.

Ana akım iktisatta finansal derinleşme, herkesin daha geniş ve farklı finansal hizmet seçeneklerine erişim ve iktisadi faaliyetlerde finansal sektörün sunduğu hizmetleri daha yüksek hacimde kullanımı olarak tanımlanmaktadır. Finansal derinleşmenin, ekonominin kalkınmışlığının tanımlanmasıyla ilgili bir kavram olarak uluslararası kullanımı yaygın hale gelmiştir. Finansal derinleşme büyüklük, yapı ve ürün çeşitliliğini kapsayan göstergelerle açıklanan bir kavram olarak ele alınmaktadır. Finansal sistemin mutlak büyüklüğü ve bunun milli gelire oranı, finansal gelişmişliğin ve dolayısıyla derinleşmenin en temel göstergesi olarak kullanılmaktadır.

Bu görüş son krize kadar iktisat yazınında baskın olmuştur. Ancak son küresel kriz, bu konuların tekrar araştırılmasını gündeme getirmiştir. Bu noktada, geleneksel yaklaşımın dışında finansallaşma yazınında ortaya atılan hipotezlerin ne derecede geçerli

olduğunun sınanması gerekmektedir. Son dönemdeki bulgular finans kuramının temel ilkelerinin sarsılmasına neden olmuş ve finansal araçların rolünü ihmal eden geleneksel görüşün sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Burada dikkat çeken husus, sermaye birikimi ve iktisadi büyüme, yatırımlarla; yatırımlar mevduat, hisse senedi ve kredilerle ilişkiliyken; yatırım tartışmalarında finansa pek de yer verilmemesidir.

Günümüzde finansal faaliyetler ekonominin önemli bir bölümünü kapsamaktadır. Finansal piyasalardaki bu gelişim ile birlikte ekonominin işleyişinde de önemli değişimler yaşanmıştır. Bu noktada, finansal değişkenler ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki iktisat yazınında özellikle son küresel kriz bağlamında önemli bir tartışma konusu olarak karşımıza çıkmıştır.

Özellikle 1980'lerden itibaren finansal sermayenin hacminin büyümesi ve hareketliliğinin artmasıyla ortaya çıkan finansallaşma kavramı, sık sık kullanılan serbestleşme ve küreselleşme olgularıyla birlikte günümüzde oldukça çok kullanılan bir kavram haline gelmiştir.

Karmaşık bir süreç olan finansallaşma genel olarak, bir taraftan finansal piyasaların genel ekonomi içindeki önemi ile finansal aktörlerin sayısının ve ağırlığının artması; diğer taraftan ise finansal olmayan işletme ve kurumların finansal güdülerle hareket etmesi olarak tanımlanabilir. Finansallaşma temelde, finansal piyasalar ile sermaye hareketleri serbestleşmiş ekonomilerin bir kavramı olarak ortaya çıkmıştır.

Finansallaşma sürecinde finansal kurum, yatırımlar ve akımların ekonomide etkisi giderek artmış, bu doğrultuda bir taraftan firmaların işletme ve finansal kâr payları ve politikaları değişirken, diğer taraftan hane halkı da finansal sistem içine daha çok dâhil olmaya başlamıştır. Bir başka deyişle, ekonomide giderek artan finansallaşma, iktisadi faaliyet ağırlığının üretimden finansa kaymasına neden olmuş ve günümüzde anahtar konulardan biri haline gelmiştir. Bu noktada finansallaşma ile ortaya çıkan bu gibi değişikliklerin makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olması kaçınılmaz olmuştur.

Diğer taraftan, ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin serbestleştiği küresel bir dünyada finansal krizlerin sayısı, sıklığı ve yıkıcı etkilerinin artması da son dönemlerde iktisat yazınında finansallaşmanın etkileri bağlamında değerlendirilmesini beraberinde

getirmiştir. Bu noktada, finansallaşma ile iktisadi dalgalanmalar ve krizler arasındaki ilişki bir diğer araştırma konusu olmuştur. Günümüzde finansallaşmanın makroekonomiyi, neden olduğu krizler yoluyla olumsuz etkilediği sıkça dile getirilmektedir. Bu noktada finansallaşma, Hyman P. Minsky'nin finansal istikrarsızlık ile ilgili görüşlerinin birleşmiş bir hali olarak kabul edilmektedir.

Kapitalist ekonominin panik ve coşku dalgaları arasında ilerlediğini savunanlar da olmuştur. Bu iktisatçılardan biri olarak nitelendirilebilecek Minsky, finansal sistemi istikrarsızlığın kaynağı olarak değerlendirmiştir. Özel sektörün giderek daha fazla borçlandığı bir ekonomi, dalgalanmalara oldukça açıktır.

Post Keynesyen makroekonomide borç, yatırım ve toplam talebi etkileyen bir faktör olarak kavramsallaştırılmıştır. Borç üzerindeki dikkat, Minsky'nin finansal istikrarsızlık ve krizler üzerine yaptığı çalışmadan türetilmiştir. Ona göre finansal kırılganlık ve istikrarsızlık finansal olmayan kurumsal sektörün finansal uygulamalarından kaynaklanmaktadır. Bu yaklaşım aslında finansallaşma yazınında söylenenlerle paraleldir. Minsky, başta ekonomi finansal olarak sağlam olsa bile süreç içerisinde borçlanmanın büyüyeceğini, finansal kırılganlığın artacağını ve bu durumun da konjonktürel dalgalanmalara ve istikrarsızlıklara neden olacağını öne sürmüştür. Buna göre finansal istikrarsızlık ve krizler ekonominin içsel işleyişinden kaynaklanmaktadır. Bir anlamda iktisadi canlanma ve büyüme dönemlerinde finansal gelişme yaşanmakta, bu durum finansal kırılganlığı artırarak istikrarsızlığa ve krizlere yol açmaktadır.

Diğer taraftan, üretim arttıkça finansal hizmetlere olan talep ve dolayısıyla finansal gelişmenin arttığını öne süren araştırmalar da mevcuttur. Bir başka deyişle, finansal gelişme iktisadi büyümeyi takip etmiş olabilir. Diğer taraftan bazı iktisatçılar, finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisinin neo-klasik iktisatta olduğu gibi sadece olumlu değil, bazı dönemlerde olumsuz da olabileceğini belirtmiştir. Dolayısıyla tüm bu iddialar, finansallaşma/finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin yönü ve etkisi konusunda bir görüş ayrılığı olduğunu göstermektedir.

Finansal krizlere heterodoks bakış açısında içsel mekanizmalar vardır. Geleneksel iktisat yazınında konjonktürel dalgalanmalar dışsal olarak ele alınırken, Minsky gibi bazı iktisatçılar dalgalanmaların ekonominin kendi işleyişinden kaynaklandığını, bir

başka deyişle içsel olduğunu iddia etmişlerdir. Ayrıca, ekonomilerin ve konjonktürel dalgalanmaların istikrarlı olup olmadığı da finansallaşma bağlamında tartışılmıştır. Ekonomi istikrarlı varsayılıyorsa, istikrarsızlıklar dışsal olarak ele alınacaktır. Tersine istikrarsızlıklar içsel ise çözümler de ekonominin kendi işleyişinde aranacaktır. Bu nedenle ekonomik istikrarsızlıkların dışsal ya da içsel oluşu, çözüm için uygulanacak iktisat politikalarını farklılaştıracaktır. Minsky, iktisadi durgunluğu tartışmış ve finansal kırılganlığı, krizlerin ana nedeni olarak belirlemiştir. Finansal sistemin artan istikrarsızlığı ise kredi ve finansal araçların, ekonominin reel kesiminden kopması sonucunda ortaya çıkmıştır.

Finansallaşmanın yatırımlar ve dolayısıyla iktisadi büyüme üzerinde olumlu ve olumsuz bazı etkileri olduğu savunulmaktadır. Şöyle ki, bazı iktisatçılar finansallaşmanın, fonların daha verimli yatırımlara yönelmesini sağlayarak büyümeyi teşvik ettiğini iddia etmiş, bazıları ise finansallaşmanın finansal olmayan şirketleri zayıflattığını, borçlanmayı artırarak istikrarsızlığa neden olduğunu ve böylece büyüme ve ekonomiyi olumsuz etkilediğini savunmuşlardır. Hatta finansal gelir arttıkça işletme kârlarının düştüğü ve bunun da sermaye birikimi güdülerini körelttiği ileri sürülmüştür. Finansallaşmanın finansal sistemin banka temelli sistemden piyasa temelli sisteme geçişini sağladığı, finansal olmayan işletmelerin kısa vadeli finansal işlemlere yönelmesine neden olduğu ve bu nedenle fiziki sermaye birikiminin yavaşladığı gibi olumsuz görüşler ileri sürülmüştür.

Diğer taraftan, finansallaşma süreciyle birlikte firmaların yanında bireyler ve hane halkı da finansal sektörlere daha fazla yönelmiştir. Bu durum finansallaşmanın hane halkı davranışlarını nasıl etkilediği sorusunu gündeme getirmiştir. Burada sıkça tartışılan konu, hane halkının servetlerinin içindeki finansal varlık payı, hane halkına verilen kredilerin ekonomiye etkisi ve finansallaşmanın özel tüketim harcamalarını ve tasarruflarını nasıl etkilediği olmuştur.

Bu noktada iktisat yazınında finansallaşmanın boyutlarının araştırılması, gelir dağılımı, reel yatırımlar ve iktisadi büyüme gibi değişkenler üzerindeki etkilerinin belirlenmesi ve varsa olumsuz etkilerini giderecek politikaların tartışılması önem kazanmıştır. Ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin serbestleştiği küresel bir dünyada finansal krizlerin sayısı, sıklığı ve yıkıcı etkilerinin artması, son dönemlerde finansal krizlerin piyasa

bekleyişlerindeki keyfi değişimlerden mi yoksa ekonominin temel göstergelerindeki zayıflıklardan mı kaynaklandığı tartışmasını gündeme getirmiştir. Bu noktada, finansallaşma ile ekonomik dalgalanmalar ve krizler arasındaki ilişki de değerlendirilmesi gereken başka bir araştırma konusu olmuştur.

Aslında finansal sistem ile reel kesimin birbirleriyle ilişkili olduğu fikri yeni değildir. Büyük Buhrandan beri bu fikir zaman zaman etkisini kaybetse de tartışılmakta ve finansal sistemin reel iktisadi faaliyetlerle birlikte çökmesi iktisatçıların dikkatini çekmektedir. Bu noktada bazı iktisatçılar, kötü performans gösteren finansal piyasaların iktisadi büyümeyi olumsuz etkileyebileceğini iddia etmişlerdir. Buna rağmen, özellikle ana akım iktisat yazınında uzun süre üretim ve kredi piyasaları arasındaki ilişki ihmal edilmiştir.

Ayrıca finansal piyasaların gelişimi, kredinin ekonomideki rolünü değiştirmiştir. 1980'lerin başlarında popüleritesi giderek artan, Frederic S. Mishkin, Ben S. Bernanke ve Mark Gertler (1988)'in çalışmalarıyla ortaya çıkan kredi görüşüne göre, banka kredisinin miktarı ve mekanizması önemlidir. Bu doğrultuda geleneksel makroekonomide ihmal edilmesi olağanlaşmış bir durum olan kredi genişlemesi ve kredi kalitesi, günümüz makroekonomik analizde önemli unsurlar haline gelmiştir.

Bu görüşler doğrultusunda, finansallaşma/finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin incelenmesi ve sonrasında finansallaşma/finansal derinleşmenin ve kredi türlerinin iktisadi büyüme üzerindeki etkilerinin belirlenmesi önemli görülmektedir.

Bu doğrultuda çalışmanın ilk amacı öncelikle finansal sistemin geçirdiği değişim, finansallaşma süreci ve finansallaşma, istikrarsızlık ve kriz ilişkisinin ortaya konularak bu doğrultuda tartışmalı noktalar ile bu tartışmalarda öne çıkan tespitlerin belirlenmesidir. Bu noktada ilk iki bölümde temel olarak yazın taraması yöntemi izlenmiş ve hem niceliksel hem de kuramsal çalışmalar olabildiğince kapsamlı bir şekilde ele alınmıştır.

Çalışmanın ikinci amacı ise, finansallaşma/finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin, çeşitli dönem ve ülke verileri kullanılarak hem panel veri Granger

nedensellik analizi hem de zaman serisi Markov Rejim Değişimi Granger nedensellik analizleriyle ortaya konulması ve kredi türlerinin iktisadi büyüme üzerindeki etkilerinin panel veri modelleriyle belirlenmesi olacaktır. Çalışmanın sınamayı amaçladığı temel hipotezi ise finansallaşma/finansal derinleşme ile iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin sadece finansallaşma/finansal derinleşmeden iktisadi büyümeye doğru olmayabileceği, bazı dönemler için ters yönde ilişkinin veya çift yönlü ilişkinin mevcut olabileceği, ayrıca finansal olmayan kurumlara verilen kredilerin iktisadi büyüme üzerinde olumlu etkisi olacak iken bazı kredi türlerinin iktisadi büyüme üzerinde olumlu bir etkisinin olmayabileceğidir.

Bu çerçevede, üç ana bölümden oluşması planlanan çalışmanın birinci bölümünde iktisadi okulların finansal piyasalara ilişkin bakış açıları, finansal sistemin geçirdiği değişim ile finansal sistemi değiştiren güçler bağlamında finansal kuralsızlaştırma, teknolojik gelişme, kurumsal değişim ve neo-liberalizm konuları incelenmiş, finansallaşma kavramının tanımı irdelenmiş, finansallaşmanın finansal olmayan işletmeler ile firma davranışları ve yatırım ve hane halkı davranışları üzerindeki etkilerine değinilerek finansallaşma süreci ortaya konulmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde finansallaşma, istikrarsızlık ve kriz ilişkisi incelenmiştir. Bu çerçevede finansal krizin tanımı ve maliyetlerine değinilmiş, ortodoks ve heterodoks iktisadın finansal krizlere kuramsal bakışı ortaya konmuş, finansal krizlerin belirleyenleri başarısızlıklar, balon ve patlamalar, finansal kırılmalık ve istikrarsızlık, menkul kıymetleştirme ve türev ürünler gibi finansal yenilikler başlıkları altında incelenmiştir. Burada finansallaşmanın iktisadi dalgalanma ve krizler üzerindeki etkileri Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi çerçevesinde tartışılmıştır. Yine bu bölümde finansal krizleri inceleyen niceliksel çalışmalara ayrıntılı bir biçimde değinilmiştir.

Çalışmanın niceliksel kısmını oluşturan üçüncü bölümünde ise Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi ve finansallaşma yazınında belirtilen bazı hipotezleri sınamak için üç ayrı niceliksel analiz yapılmıştır. Birinci analizde 76 ülkeye ait 1961-2012 dönemi yıllık verileri kullanılarak iktisadi büyümeyi temsilen kişi başına gayri safi yurtiçi hasılanın büyüme oranı ile finansallaşma/finansal derinleşmeyi temsilen net ulusal kredi büyüme oranı, net ulusal kredinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki değişim ve özel sektöre verilen ulusal kredinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki değişim arasındaki

ilişkinin yönü panel veri Granger nedensellik yöntemiyle incelenmiştir. İkinci analizde kişi başına reel GSYH büyüme oranı ve net ulusal kredi büyüme oranı arasındaki Granger nedensellik ilişkisi ve nedenselliğin yönündeki değişimler 1961-2012 döneminde sekiz ülke için ayrı ayrı Markov Rejim Değişimi Granger nedensellik yöntemiyle ortaya koyulmuştur. Üçüncü analizde ise 1981-2011 dönemi için 16 ülke verileri kullanılarak bir büyüme denklemi kurulmuş ve finansallaşma/finansal derinleşme ve kredi türünün iktisadi büyüme üzerindeki etkisi panel veri yöntemiyle incelenmiştir. Burada iktisadi büyümeyi temsilen kişi başına reel GSYH'nin büyüme oranı ve finansal derinleşme/finansallaşmayı temsilen özel sektöre verilen kredi değişkeni kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak ise enflasyon oranı, yükseköğretimde okullaşmadaki değişim oranı ve sabit sermaye yatırımlarındaki değişim oranı kullanılmıştır. Ayrıca, finansallaşma/finansal derinleşme değişkeni hane halkı ve hane halkına hizmet eden kâr amacı gütmeyen kurumlara verilen krediler ile finansal olmayan kurumlara verilen krediler olarak ikiye ayrıştırılarak büyüme denkleminde dâhil edilerek ve panel veri modelleriyle bu değişkenlerdeki değişimlerin iktisadi büyümeyi nasıl etkilediği irdelenmiştir.

Çalışmanın son kısmını oluşturan sonuç bölümünde ise elde edilen niceliksel bulgular, temel sav doğrultusunda değerlendirilmiş ve ne tür iktisat politikalarının uygulanabileceği tartışılmıştır.

1. BÖLÜM

FİNANSALLAŞMA SÜRECİ

Yaşadığımız parasal ekonomi, takas ekonomisinden oldukça farklı bir sistemdir. Parasal bir ekonomi tüm değiş tokuşlarda paranın kullanılmasını gerektirmektedir. Bu durum paranın nasıl yaratıldığı ve iktisadi sisteme nasıl sokulduğu sorularını beraberinde getirmektedir. Modern ekonomilerde para, bankalar ve şirketler arasındaki etkileşime bağlı olarak yaratılmaktadır. Bu noktada, kime, ne kadar kredi verileceği önem kazanmaktadır. Bu faktörler ise büyük ölçüde finansal piyasalardaki gelişmelere bağlıdır.

Günümüzde finansal faaliyetler konut, emeklilik, tüketim, spekülasyon gibi iktisadi işlemlerin neredeyse tamamını kapsamıştır. Finansal piyasalardaki bu gelişim tabi ki ekonominin işleyişini eskiye göre önemli derecede değiştirmiştir. Bu noktada, finansal piyasalar ve bu piyasaların geçirdiği değişim iktisat yazınında özellikle son küresel kriz bağlamında tartışılmaya başlanmıştır.

1.1. FİNANSAL PİYASALAR

Finansal piyasaların¹ temel işlevi, fon fazlası olanlardan fon açığı olanlara fon transferinin gerçekleştirilmesidir. Finansal piyasalar bu işlevini iki şekilde yerine getirir: doğrudan ve dolaylı finansman. Doğrudan finansman, borç alanların borç verenlere finansal araçları satarak fon toplaması şeklinde gerçekleşirken; dolaylı finansman borç alanlarla borç verenler arasında fon aktarımının aracı kurumlar² tarafından gerçekleştirilmesidir (Mishkin 2000).

¹ Finansal piyasalar, borç ve ortaklık piyasaları, birincil ve ikincil piyasalar, borsalar ve tezgâh üstü piyasalar, para ve sermaye piyasaları şeklinde sınıflandırılabilir (Mishkin, 2000: 47).

² Finansal araçlar, yükümlülük ihraç ederek fon toplayan ve bu fonları kredi olarak veren ve menkul satın alan finansal kurumlardır. Finansal araçlar işlem maliyetlerini, ters seçim ve kötü niyetin yarattığı sorunları azaltarak finansal sistemde önemli bir role sahiptirler (Mishkin, 2000: 48).

Finansal sistem, hisse senedi, tahvil, ipotekli konut kredileri, finansal türevler³, vadeli işlemler⁴, döviz ve kredi verme gibi birçok varlık tipini kapsayan; bankalar, sigorta şirketleri, yatırım fonları⁵, finansman şirketleri⁶ ve yatırım bankaları⁷ gibi farklı türde birçok finansal kurumdan oluşan karmaşık bir yapıdır. Finansal faaliyetler, üretim, stoklama ve malların dağıtımını gibi finansal olmayan hizmetlerden ayrılmaktadır (Kotz, 2008: 4).

Finansal sistemin geleceğini tehlikeli şekilde istikrarsız gören Turner (2010: 6), finansal piyasa ve sistemleri diğer piyasalardan ayıran nitelikleri şöyle belirlemiştir.

- Finansal piyasaların denge değerlerinden sapmalara doğal olarak hassas olması,
- Kredi anlaşmalarının iktisadi dalgalanmayı artıran yüksek riskler oluşturması, farklı kredi tiplerinin farklı işlevleri gerçekleştirip, farklı riskler oluşturmaları,
- Bankaların, kendi risklerini ekonomiye yansıtan özelliklere sahip kurumlar olması.

Ancak, bugüne kadar birçok iktisatçı bunları önemsemeyerek finansal sistemin ekonomiye etkisini yansız olarak değerlendirmiştir. Bu noktada finansal piyasalara ilişkin görüşlere kısaca değinilmesi yararlı olacaktır. Burada kuramsal tartışma daha çok, finansal piyasaların istikrarlı olup olmadığı üzerinedir.

³Türev ürünler (türevler), getirisi, mal, para, altın, taşınır veya taşınmaz değerler gibi başka bir değerın getirisine bağlanmış, diğer bir deyişle başka bir değerin getirisinden türetilen gelecek sözleşmeleri, seçme yetkisi gibi finansal araçlardır (TDK 2011).

⁴Vadeli işlemler, belirlenmiş bir tarihte teslim edilmek üzere önceden belirlenmiş bir fiyattan belli bir miktarda mal, taşınır değer, para veya başka bir mali aracın teslim edilmesine yönelik alım satım işlemleridir (TDK 2011).

⁵Yatırım fonları, hisseler satarak küçük yatırımcıların kaynaklarının toplandığı ve getirilerle yeni menkul kıymetlerin alındığı finansal araçlardır (Mishkin, 2000: 330).

⁶Finansman şirketleri, değerli kağıt, hisse senedi veya tahvil çıkartarak ya da bankalardan borç alarak topladıkları fonları, özellikle şirketlerin ve tüketicilerin ihtiyaçlarına uyan biçimde (genellikle küçük miktarlarda) borç vermekte kullanan kurumlardır. Bu kurumlar, büyük miktarlarda borç alıp küçük miktarlarda borç verirler (Mishkin, 2000: 329).

⁷Yatırım bankası, firmalara uzun vadeli kredi sağlayan veya tahvil ve hisse senetlerinin halka sunumuna aracılık eden veya tahvil ve hisse senetlerini toptan veya kısmen satın alarak şirketlere iştirak eden bankadır (TDK 2011).

1.1.1. Finansal Piyasalara İlişkin Görüşler

Neo-klasik okulun finans, para ve yatırım arasında kurduğu ilişki akılcılık, tam bilgi ve tam rekabet varsayımlarına dayandırılmıştır. Bu varsayımlar altında finans ve bilgi kısıtları olmadan para ve finans, piyasaların iyi bir şekilde işlemesi için bir sorun yaratmamaktadır. Örneğin tüm firmalar istedikleri bütün verimli faktörleri, emeği ve sermayeyi satın alabilir ve veri fiyattan kârlarını ençoklaştıracak tüm üretimlerini satabilir. Firmaların yatırım projelerini finanse etmek için yeterli kârının (içsel fonun) olmaması durumunda firma dışında kredi piyasasından fon borç alabilirler. Kredi piyasasında değiş tokuş sürecini kesecek bir zaman tutarsızlığı yoktur. Belirsizlik ve risk bulunmamaktadır; güç ve gelir dağılımı sorunu yoktur, işgücü piyasasında tam rekabet vardır. Diğer bir deyişle emek ve firmaların piyasa gücü yoktur (Argitis, 2008: 73).

Geleneksel makroekonomik analiz, tasarruf edenlerden borç alacaklara fon transferi olarak tanımlanabilecek kredi yaratma sürecinin düzgün bir şekilde işlediğini varsaymakta ve bu nedenle genel olarak bu süreci ihmal edebilmektedir. Örneğin standart IS-LM modelinde firmaların yatırım yapma isteğini sadece sermayenin fiziki verimliliği ve reel faiz oranı belirlemektedir. Diğer taraftan söz konusu unsur, hane halkının tasarruf etme arzusu ve likidite tercihinine bağlıdır. Standart modelde bankaların ve firmaların finansal koşulları gibi faktörlerin yatırım ya da diğer harcama türleri üzerindeki etkisi ihmal edilmiştir (Bernanke, 1993: 51).

Dönemler arası kaynak dağılımına rehberlik eden finansal araçların fiyatları, finansal piyasalarda belirlenmektedir. Finansal piyasalar, tasarruflar yatırımları finanse ettikçe ekonominin arz tarafının kilidini açmaktadır. Olumlu tepkiler veren finansal piyasaların varlığında para sayısal bir araçtır ve değiş tokuşu kolaylaştırmaktadır; yansızdır, bir başka deyişle reel olarak hiçbir şeyi belirlememektedir (Bibow, 2011: 2).

Ortodoks modellerde nedensellik ve ilgili politika belirtileri çok benzerdir. Onlar için 1980'lerden itibaren özellikle finansal sistemlerde bir serbestleşme süreci başlamış ve giderek hızlanmıştır. Bu durum büyümeyi artıran ve ekonomileri daha güçlü hale getiren uzun dönemli bir süreçtir. Bu görüşe göre krizler bir anlamda ekonomiyi düzelten hareketlerdir ya da serbestleşme için katlanılması gereken maliyettir (Munoz,

2011: 10). Ortodoks iktisatçılar genel olarak denge, akılcılık ve sistemde yapısal bir zayıflığın olmadığına inanmıştır. Buradan hareketle krizleri de dışsal olarak ele almışlardır.

İktisatçılar için yatırım, genelde eğitim gibi somut olmayan varlıkları da içerecek şekilde sermaye birikimi ya da yeni sermaye mallarının üretimi anlamına gelir. Fon arz edenlerden fon talep edenlere fon transferini sağlayan finans sistemi, bu işleviyle yatırım, milli gelir ve reel iktisadi büyüme için oldukça önemlidir. Buradaki temel sorun ise nasıl bir finans sisteminin iktisadi büyümeye en fazla katkı sağlayacağından kaynaklanmaktadır. Hayes (2003: 6), yatırımların genel olarak mevduat, tahvil ve hisse senedi gibi finansal varlıklarla ilgili olmasına rağmen, iktisatçıların yatırımları tartışırken genelde finanstan bahsetmemelerini “tuhaf” olarak değerlendirmektedir. Buna rağmen yatırım ve finans arasındaki ilişki özellikle son zamanlarda tekrar tartışma konusu olmuştur.

Geleneksel kuramda, para ve sermaye piyasalarının kendi kendini düzelttiğini ve varlık fiyatlarının bilgi yönünden etkin olduğunu değerlendirilmektedir. Ayrıca, finansal araçların varlık fiyatlamasında ve makroekonomide oynadığı rol görmezden gelinmiştir. Ancak, son dönemdeki bulgular finans kuramının temel ilkelerinin sarsılmasına neden olmuştur. Bankacılık ve finans, sistemik istikrarsızlığın kaynağı olarak görülüyorsa, finansal araçların rolünü ihmal eden geleneksel görüşün sorgulanması gerekmektedir. Bu noktadan hareketle bazı iktisatçılar, halen son yaşananların büyük ölçüde etkin olan piyasaların etkileşimi sonucunda ortaya çıkmış olduğuna ve hüküm süren geleneksel kuramları terk etmeye gerek olmadığına inanmaktadır. Ancak, diğer iktisatçılar ana akım finans kuramının iflas ettiğini ilan etmiştir. Bununla birlikte özellikle etkin piyasa hipotezi, rasyonel beklentiler ve matematiksel modellemenin de çöktüğünü savunmuşlardır (Woolley, 2010: 122).

Gerçek dünyada firmalar, mal piyasasına sunduğu mallar üzerinde bir kontrol gücüne sahip ise finansal kurumlar ve bankalar da finansın durumu ve fiyatını kontrol edebilir. Neo-klasik varsayımlar ve piyasaların kendi kendini dengeye getirdiği varsayımı tüm piyasalarda ve ekonomide içsel istikrarı garanti etmektedir. Ancak mükemmel sermaye piyasaları ve finansal olarak kısıtlanmamış firmalar hiçbir suretle tartışılmamıştır.

Bunların özellikle kredi piyasaları konusunda hangi ölçüde ekonomik gerçekliği yansıttığı şüphelidir (Argitis, 2008: 74).

Sonuçta, geleneksel iktisat kuramında finans sistemine önemli bir rol verilmiştir. Buna göre finans piyasaları genişledikçe iktisadi etkinlik de artacaktır. Şöyle ki, finansal piyasalar genişledikçe ve finansal varlıklar çeşitlendikçe, bireyler daha çok getiri sağlayan yatırım bileşimlerini oluşturabilecek ve riski dağıtabileceklerdir. Böylece, kimse göze alınamayacak düzeyde riski üstlenmeyecektir (Shiller, 2003: 1). Ayrıca, finansal spekülasyonun fiyatları dengeleyici bir görevi olduğu da iddia edilmiştir (Palley, 2007: 5). Tasarrufları yatırımlara yönlendiren finansal piyasalar, böylece ekonomide en iyi kaynak dağılımını sağlayacaktır. Finansal piyasaların etkinliği, şeffaflığı ve sermayenin tam hareketliliği, daha etkin dağılımı sağlayacak ve sermayeyi en verimli olacağı alana yönlendirerek, sonuçta en iyi getiriyi almasını sağlayacaktır.

Neo-klasik görüş, yatırım ve finansı ayrı ayrı ele almış ve sadece, cari ve gelecek tüketim arasındaki tercihin bir fonksiyonu olan sermaye maliyetiyle ilişkilendirmiştir. Bu görüş, serbest girişimciler arasındaki rekabetin finansman eksikliği halinde hiçbir kârlı yatırım fırsatının göz ardı edilmemesini sağlaması durumunda geçerli olur. Çünkü finansman bakımından kısıtlı olan firmalar olsa bile diğer firmalar bu açığı kapatacaktır (Hayes, 2003: 6).

Keynes, paranın sadece bir peçe olmadığını, reel sektör üzerinde özellikle yatırımlar yoluyla etkili olabileceğini göstermiştir. Ayrıca, likidite tercihleriyle de ilgilenmiş ve bunu dolaylı olarak yatırıma bağlamıştır. Munoz (2011: 14), bu nedenle Keynes'in finansal sektör için daha iyi bir anlayış ortaya koyduğunu ifade etmiştir.

Hayes'e (2003) göre Keynes, yatırım ve finans arasındaki ilişkinin, sistemin merkezinde olduğunu göstermiştir. Bu ilişki gönülsüz işsizliği ve iş çevrimlerini açıklayabilmektedir. Burada faiz oranı, tasarrufun değil sermayenin arz fiyatıdır (finansmanın fiyatıdır). Ayrıca gelecek belirsizdir. Tam istihdam seviyesinde yatırım ve tasarruf arasında denge olduğunu öngören neo-klasik görüşü bozguna uğratan bu temel belirsizlik, finansal piyasaların dalgalanmasından ve likidite tercihlerinden kaynaklanmaktadır.

Bu temel belirsizlik anlayışını takip eden Joan Robinson ve Paul Davidson gibi iktisatçılar Post-Keynesyenler olarak bilinmektedir. Toplam yatırım ve tüketim için daha sağlam bir kuram oluşturmaya çalışan Robinson, Kalecki'nin yatırım ve finans arasındaki ilişkiye ilişkin görüşlerinden etkilenmiştir. Kalecki kârların, tasarruf ve yatırımlar için bir kaynak olan finansman olarak oynadığı rolü vurgulamıştır. Kalecki'nin yaklaşımı “artan risk ilkesi” olarak bilinen, rekabet başarısızlığı ve sermaye piyasasında eksik rekabet varsayımına dayanmaktadır. Ampirik çalışmalarda da yatırım ve içsel finansman (nakit akışı) arasında Kalecki'nin önerdiği gibi yüksek bir karşılıklı ilişki bulunmuştur (Hayes, 2003: 7).

Bazı iktisatçılar, kapitalizmin düz bir çizgi üzerinde yol almadığını, panik ve coşku dalgaları arasında ilerlediğini iddia etmişlerdir. Bu iktisatçılardan biri olarak nitelendirilebilecek Minsky'e göre finans, istikrarsızlığın kaynağıdır. Ona göre, Keynes belirsizlik kavramıyla doğru yönü göstermektedir. Ayrıca reel ve finansal sektörler arasındaki ayrımı belirginsizleştirmiştir. Özel sektörün borçlanmasının arttığı bir ekonomi, yatırım dalgalanmaları ve bu nedenle içsel büyüme bozulmalarına oldukça açıktır (Munoz, 2011).

Post Keynesyen makroekonomide ise borç, merkezi bir finansal özelliğe sahiptir ve yatırım ve toplam talebi etkileyen bir faktör olarak kavramsallaştırılmıştır. Borç, sanayi ve finansal sektörler arasında karışık bir dizi ilişki yaratmıştır. Borç üzerindeki dikkat Minsky'nin finansal istikrarsızlık ve krizler üzerine yaptığı çalışmadan türetilmiştir. Minsky'nin temel amacı istikrarsızlığın içsel olduğu bir süreç geliştirmektir. Ona göre finansal kırılganlık ve istikrarsızlık finansal olmayan kurumsal sektörün finansal uygulamalarından kaynaklanmaktadır. Bu yaklaşım aslında finansallaşma yazınında söylenenlerle paraleldir.

Minsky'nin ilham kaynağı ise Keynes'in Genel Teorisi ve Fisher'ın borç deflasyonu tanımı olmuştur (Argitis, 2008: 77). Fisher'e göre, 1929 öncesindeki refah döneminde borç alan sınıfın yüksek kaldırıcı, ekonomiyi önemli derecede hassas duruma getirmiştir. Ona göre, borçlar sadece tekneyi batırmaya değil alabora etmeye yetecek kadar büyük olmuştur. Bunu izleyen iş dünyasındaki daralma, iflas dalgasını hızlandırmış ve ekonomik daralmayı daha da genişletmiştir. Daralmayla birlikte seyreden deflasyon, servetin borçlulardan alacaklılara doğru yeniden dağılmasına neden

olmuştur. Bu durum borçluların cari harcamalarını ve gelecek taahhütlerini kısımlarına neden olarak ekonomiyi daha da gerilemeye itmiş ve düşen çıktı ve deflasyon sarmalının sürmesini sağlamıştır. Bu da “borç deflasyonu” olgusunu ortaya çıkarmıştır (Gertler, 1988: 561).

Gertler (1988), Keynes’e göre üretimin belirlenmesinde finansal sistemin açık ve merkezi bir role sahip olmadığını, ancak büyük resmin önemli bir parçası olduğunu belirtmiştir. Genel Teori’de finansal konular, yatırım davranışında rol almaktadır. Keynes’in yatırım kuramında anahtar faktör güven durumudur. Minsky, bu durumun belirleyenlerini Keynes’in ikiye ayırdığını belirtmiştir. İlk olarak, borçluların yatırım projesinden bekledikleri getirilerdir. İkincisi ise alacaklıların, borçluları finanse ederken güven tarafından yönlendirilen kredi durumudur. Borç verenlerin güveni, borç alanların güdülerinin kendilerinininkiyle ne ölçüde uyumlu olduğu ve borç alanların yükümlülüklerini ne kadar iyi teminata bağladığıyla ilgilidir. Keynes’e göre, borç veren ya da alan taraflardan birindeki güven kaybı daralma için yeterlidir, ama refah ortamına geri dönmek için her ikisinin de güveni onarılmalıdır.

Minsky, Keynes’i izleyerek ve finansal sektörü hem varlık hem de yükümlülük açısından ele almış, sektörü krizlerin neden, güdü, bağlantı ve sonuçlar bağlamında açıklanmasında temel olarak görmüştür. Bu durum Minsky’nin modeline içsel bir yapı kazandırmıştır. Minsky’nin modeli, merkezinde yatırım ve borcun olduğu finansal istikrarsızlık hipotezine dayanmaktadır (Munoz, 2011: 14).

Argitis (2008: 77), Minsky’ye göre bir finansal sistemin sağlam ya da kırılgan olmasının finansal sistemin nakit akışı yapısı ve nakit akışına etkisi bağlamında iş dünyası, hane halkı ve finansal kurumların finansal taahhütlerini yerine getirmeyi sağlayan finansal sistemin işleyişine bağlı olduğunu belirtmiştir. Reel ve finansal kesimlerin çatışan çıkarları olduğu ve kârlarını ençoklaştırmayı amaçladıkları görülmektedir. Sanayi sektörü yatırım ve birikim süreci yoluyla kâr ederken, bankalar ve diğer finansal kurumlar borç vererek ve diğer finansal faaliyetlerden kâr etmektedir.

Bankalar, kâr etmek için kredi verdiklerinde para yaratırlar. Kredi kararları Keynesyen belirsizliğin varlığı altında gelecek beklentilerine dayanmalıdır. Parasal sistem, gelir ve kâr akımlarının firmaların finansal yükümlülüklerini karşılamasına olanak verdiği

sürece istikrarlı olacaktır (Minsky, 1982: 22). Yeni kârlı finansman araçları genel olarak sadece belirsizliği ve riski gizleyerek dolaşım hızını artıracaktır.

Minsky, Keynes'in reel ve finansal sektörler arasındaki bağlantılar ile finansal piyasaların standart olarak aşırı hareketliliği hakkındaki kavramlarını geliştirmiştir. Minsky, Keynes'in belirsizlik kavramına gerçek bir anlam vermiştir. Beklentiler, oldukça oynak olduğu için ekonomi de dalgalanmaktadır. Borç tarafından körüklenen spekülasyon, finansal araçların değerlenmesine bağlıdır. Öngörülemeyen ama nesnel faktörlere bağlıdır. Dahası spekülasyon karmaşık sistemin gelişen bir özelliği olarak sistemin etkinliğini ve istikrarını bozmaktadır. Para, borç ve yatırım üzerindeki etkisi yoluyla istikrarsızlıkla ilişkili bir değişkendir ve bu nedenle finansal istikrarsızlık hipotezi paranın rolünün ihmal edildiği neo-klasik sentezin analiziyle çelişmektedir. Açıkça, ekonomide istikrarsızlık olduğundan makroekonomi vardır. Yatırımlar firmaların moral ve hayvani güduları yerine daha çok firmaların finansmanı ile kısıtlanmıştır. Minsky'nin analizinin temelinde, kapitalist bir sistemde istikrarın istikrarsızlaştırıcı bir etkisi olduğu yatmaktadır. Finansal istikrarsızlık hipotezi hem bir iş çevrimi hem bir yatırım hem de bir yatırım finansmanı kuramıdır (Munoz 2011).

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde şoklar belirsizlikten kaynaklanmaktadır. Buna göre, krizlerin önlenmesinde zamanlama önemlidir ve bu zamanlama Minsky'nin üç aşamalı borç sınıflamasına başvurularak tahmin edilebilir. Dolayısıyla borçlardaki gelişmeler incelenerek erken bir uyarı sistemi kurulabilir. Diğer taraftan finansal istikrarsızlık hipotezinde finansal sektörün yapısal problemlerine dikkat çekilmiştir. Eğer finansal kuralsızlaştırma ve yenilikler, sistemin içsel gelişmesi üzerinden besleniyorsa bu faktörlerin incelenmesi gerekir, ancak ortodoks görüş krizleri dışsal ele alıp bu hususlara gereken önemi göstermemiştir. Bu nedenle Minsky'nin kuramı ana akım iktisadın içine alınmamıştır. Dahası ortodoks görüş özel sektör borcunu bir neden olarak görmemiştir (Munoz 2011).

Birçok insanın yaşamını etkileyen ve Büyük Buhran'dan sonra ekonomiye en büyük zararı veren olaylardan biri olarak nitelenen (Layard, 2010: 1) 2008-2009 küresel finans krizi, finans sisteminin ne için olduğu sorusunu tekrar gündeme getirmiştir. Standart ders kitaplarında finans sisteminin beş ana işlevinden bahsedilmektedir.

- Tasarrufların reel yatırımlara yönlendirilmesi,
- Risk transferi,
- Vade dönüşümü,
- Ödemeleri etkileme,
- Piyasa oluşturma

Layard (2010)'a göre, finansal işletmelerin nasıl para kazandığı incelendiğinde, bunun sayılan işlevlerle ilişkisini bulmak zordur. Ayrıca sistemin, genişleme ve çökme evrelerine bu kadar eğilimli olmasının nedenlerinin de açıklanması gerekmektedir.

Finans piyasalarının yerine getirdiği bu olumlu işlevlere rağmen, bazı iktisatçılar bu piyasaları neo-klasik iktisadın kusurlarından biri olarak görmektedir (Bibow 2009). Finans konusunda iktisat yazınının ikiye bölündüğünü söylemek mümkündür. Genel olarak finansın ekonomideki ağırlığının artmasını, ortodoks iktisatçılar gelişmişlik göstergesi olarak değerlendirirken, heterodoks iktisatçılar özellikle bölüşüm, reel yatırımlar, finansal risklerdeki artış ve finansal krizlerin sıklığına odaklanmışlardır. İktisat yazınında finans kesiminin ekonomideki ağırlığının artmasına olumlu bakan iktisatçılar küresel krizin başladığı 2008 yılına kadar özellikle finansal derinleşme ve gelişmenin iktisadi büyümeye katkısı konusunu işleyerek hâkim olurken, bu tarihten günümüze kadar finansallaşmanın olumsuz etkilerini inceleyen iktisatçıların hâkim olduğu görülmektedir. Bu noktada, Bresser-Pereira (2010: 12), 1945-1971 döneminde, dünyada sadece 38 finansal kriz yaşamışken, 1973-1997 arasında 139 finansal kriz yaşandığını belirtmiştir.

Finansal derinleşme, herkesin daha geniş ve farklı finansal hizmet seçeneklerine erişim ve iktisadi faaliyetlerde finansal sektörün sunduğu hizmetleri daha yüksek hacimde kullanımı olarak tanımlanmaktadır. Ekonominin kalkınmışlığının tanımlanmasıyla ilgili bir kavram olarak uluslararası kullanımı yaygın hale gelmiştir. Finansal derinleşme, büyüklük, yapı ve ürün çeşitliliğini kapsayan göstergelerle açıklanan bir kavram olarak ele alınmaktadır. Miktar göstergeleri; parasal büyüklükler, kredi büyüklükleri ve sermaye piyasası büyüklükleri olarak üçe ayrılmaktadır. Bu göstergeler aracılığı ile finansal piyasaların hizmetlerinden ne düzeyde yararlanıldığı anlaşılmaya çalışılmaktadır. Finansal sistemin büyüklüğü ve milli gelire oranı gibi göstergeler

finansal gelişmişliğin ve dolayısıyla derinleşmenin en temel göstergesi olarak kullanılmaktadır (Shaw 1973).

Diğer taraftan, finans sektörünün ağırlığının ölçümünde zaman içinde farklı yaklaşımların olduğu görülmektedir. Bu yaklaşımların çıkış noktaları ve sonuçları farklılaşmakta, bazı göstergelerin ortak olarak incelendiği görülmektedir. Bu göstergeler, küresel sermaye hareketlerine ilişkin olanlar, ulusal sermaye piyasasına yönelik veriler, borç piyasası göstergeleri ve istihdam göstergeleri olarak gruplandırılabilir. Ayrıca, milli gelir ile ilişkili olan finansal derinleşme göstergeleri de bir küme halinde finansallaşma olgusunun incelenmesinde yardımcı değişkenler olarak kullanılmaktadır.

1.2. FİNANSAL SİSTEMİN GEÇİRDİĞİ DEĞİŞİM

Finansal düzenlemenin savaş sonrası kurumsal çerçevesinin yıkılmasını takiben finans sektörü, 1970’lerde tekrar yükselişe geçmiştir. Daha yakın dönemde gerçekleşen küresel finansal serbestleşme ve artan finansal skandallar, finansı tekrar tartışmaların merkezine oturtmuştur (Epstein ve Jayadev 2005).

II. Dünya Savaşı sonrasında, para ve bankacılık sistemleri, düşük olan faiz oranları, sabit döviz kuru, sıkı düzenlenen bankacılık faaliyetleri ve para yaratma aracı olarak banka kredilerine dayanan bir sistem şeklinde tanımlanabilecek bir rejim içinde faaliyet göstermiştir (Guttmann 2008). Bu dönemde kapitalist ekonomilerde yer alan finansal kurumlar, devletin sahip olduğu veya devlet tarafından yakından denetlenen bir oluşum olmuştur. Bresser-Pereira (2010:7), “altın çağ” olarak adlandırdığı bu dönemi düzenlenmiş finansal piyasalar, finansal istikrar, yüksek oranlı ekonomik büyüme ve eşitsizliğin azalması ile tanımlamıştır. Kozanoğlu (2011: 16), bu dönemi sosyal politikaları gözetmesi nedeniyle “iliştirilmiş liberalizm” olarak tanımlamış ve söz konusu dönemin en önemli özelliklerinden birisi olarak, yüksek büyüme hızlarının kaydedilmesini göstermiştir. Dönemin diğer özellikleri ise finansın üretimin hizmetine koşulması, finansal kuruluşların tasarrufları reel yatırımlara yönlendirmesi ve sıkı düzenlemelerle denetlenmesi, merkez bankalarının temel amaç olarak tam istihdamı

hedeflemesi ve bankaların konut kredisi veya yatırım bankacılığı alanına girişlerinin engellenmesi olarak sıralamıştır.

Aynı dönemde ABD’de faiz oranları üzerinde devlet kontrolü varken, finansal kurumlar izin verilen işletme türüne göre bölünmüş, finansal piyasalara giriş yakından denetlenmiş ve bankalar başarısızlık karşısında devlet tarafından korunmuştur. Sıkı düzenlemeler finansal sektörü, finansal olmayan sektördeki sermaye birikimini artırmaya yönlendirmiştir (Kotz, 2008: 4). Guttman (2008: 5), bu sistemin aşırı değerli dolara karşı yapılan bir dizi spekülasyon saldırı ile dağıldığını belirtmiştir.

Epstein ve Jayadev (2005)’e göre, 1930’lardaki çöküşü takiben finans kesimi (rantiye) düzenlemelerle, sermaye kontrolleriyle, emeğin gücüyle ve refah devletiyle kontrol altında tutulmaktaydı. 1970’lerin sonlarından başlayarak parasalcılığın ve sonrasında neo-liberalizmin gelişi, finans ya da rantiyeye sınıfının yeniden ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamıştır. Bu dönemde söz konusu sınıfın siyasi etkisi de artmış ve rantiyeye sınıfı ekonomik politikalara ve yapılara, çıkarları doğrultusunda şekil verebilmiştir. Bağımsız merkez bankalarını ve enflasyon hedeflemelerini⁸ destekleyerek reel faiz oranlarının yüksek tutulmasını sağlamıştır. Ayrıca, finansal serbestleşmenin daha fazla kâr olanakları yaratması için kuralsızlaştırmayı (deregulation)⁹ desteklemişlerdir.

Düzenleme okulundan ya da bu okula yakın bazı yazarlara göre finansa dayalı bir birikim rejimi (finansallaşmış birikim rejimi ya da finansallaşmış büyüme rejimi), açıkça kitle üretimi ve tüketimine dayanan rejimin (Fordist rejim) yerine geçmiştir. Fordist rejimde finans, banka kredisi şeklinde, üretken endüstriyel sermayenin gerisinde kalmıştır. Finans, farklı tip düzenlemelerle kontrol altına alınmış ve bankalar arası rekabet bugünkü gibi olmamıştır. İktisat politikaları ucuz paraya dayanmaktadır. Böyle bir ortamda banka kredisi sağlanması görece olarak kolaydır (Corpataux, Crevoisier ve Theurillat, 2009: 316).

1970’lerin sonlarında ise eski liberal ideolojinin yeni bir versiyonunun ve kurumlarının tekrar gündeme gelmesi, birçok açıdan şaşırtıcıdır. Kotz (2008: 12)’a göre II. Dünya

⁸ Mishkin (2006) ve Epstein (2007), merkez bankalarının tam istihdam amacından enflasyon hedeflemesine geçiş sürecini farklı bakış açılarından değerlendirmiştir.

⁹ Kuralsızlaştırma, belirli bir iş alanı ya da kesimde piyasa sapmasına yol açan düzenlemelerin kısmen ya da tamamen kaldırılması durumudur (TDK 2011).

Savaşı sonrasında düzenli bir kapitalist sistem lehine, liberal tipte kurumsal olan yapının bırakılması için sağlam nedenler var olmuştur. Çünkü bu sistem kapitalizmin tarihindeki en hızlı iktisadi büyümeyi gerçekleştirmiştir. 1970’lerde tüm resim değişerek finansallaşmış kapitalizme ya da finans liderliğindeki kapitalizme dönüşmüştür. Neo-liberal yıllar olarak adlandırılan bu dönemde büyüme oranları düşmüş, finansal istikrarsızlık ve eşitsizlik artmıştır (Bresser-Pereira 2010).

1970’lerden başlayarak finansal piyasalardaki faaliyetler ve finansal kurumların kârları, finansal olmayan ekonomik faaliyet ve kârlara göre yükselmiştir. Dünya ekonomisinde 1973’te gün başına 15 milyar dolar olan döviz işlemleri, 1980’de 80 milyar dolara, 1995’te ise 1.260 milyar dolara yükselmiştir. Dünya mal ve hizmet ticareti 1973’te döviz işlemlerinin yüzde 15’i değerindeyken 1995’te yüzde 2’sine düşmüştür. Bu durum döviz ticaretindeki patlamanın uluslararası mal ve hizmet ticaretinden değil, finansal işlemler için olduğunu göstermektedir (Bhaduri, 1998: 152). ABD’de 1960-80 boyunca finansal varlıkların GSYH’ye olan oranı yüzde 150’den, 2003’te yüzde 300’ün üzerine çıkmıştır (Orhangazi, 2008a: 12). Dumenil ve Levy (2005: 38), 1980’lerin başında Fransa’da finansal kurumların kâr oranının, finansal olmayan kurumların kâr oranlarının oldukça altında olduğunu, ancak 1990’ların sonunda bu durumun tersine döndüğünü belirtmiştir. Epstein ve Jayadev (2005: 51-52)’e göre, birçok OECD ülkesinde 1970’lere göre 1990’larda finansal kurumlar ile finansal serveti ellerinde bulunduranlar, milli gelirin daha yüksek bir payını almıştır.

Yaşanan bu değişim bazı iktisatçılara göre 1970’lerde başlayan finansal kuralsızlaştırmanın sonucunda gerçekleşmiştir. Kotz (2008: 9-10)’a göre finansal kuralsızlaştırma, finansal sektörü serbestleştirerek finansallaşma sürecinin gelişmesine neden olmuştur. Neo-liberal yeniden yapılanmanın başlaması finansallaşma için uygun koşulları oluşturmuştur. ABD’de finansal sektörün neo-liberal yeniden yapılandırılmasından sonra, toplam kârlara göre finansal kârların hızlı büyüdüğü bir dönem yaşanmıştır. Bu durum, alternatif diğer bir görüş olan finansal sektörün büyüyen gücünün, neo-liberal yeniden yapılanmaya yol açtığı görüşüne göre neo-liberal yeniden yapılanmanın finansallaşmaya yol açtığı görüşüyle uyusmaktadır.

Sonuçta, 1970’lerden beri özellikle gelişmiş ekonomilerde finansın rolünün dramatik biçimde arttığı görülmektedir. Finansal sistemin ekonomideki ağırlığının artması

şeklinde ortaya çıkan eğilimin nedenleri olarak ise finansal serbestleşme ve kuralsızlaştırma, teknolojik gelişme, kurumsal değişim ve neo-liberalizm gösterilmiştir. Bu değişimle birlikte borcun GSYH'ye oranı artmış, ticaret hacimleri patlamış, finansal ürünler daha karmaşıklaşmıştır. Son krize kadar bu artışların ve karmaşıklığın etkinliği arttırdığına ve istikrarı sağladığına inanılmıştır. Turner (2010: 5)'a göre bu varsayım yanlıştır. Bu durumun nedenini anlamak için finansal piyasaların özellikleri, kredi anlaşmaları ve kısmi rezervle çalışan bankaların sermaye yapısının incelenmesi gerekmektedir.

1.3. FİNANSAL SİSTEMİ DEĞİŞTİREN GÜÇLER: FİNANSAL KURALSIZLAŞTIRMA, TEKNOLOJİK GELİŞME, KURUMSAL DEĞİŞİM VE NEO-LİBERALİZM

Geçmişin ve bugünün finansal sistemleri karşılaştırıldığında, finansal sistemin, geçmişte daha sıkı denetlenirken bugün daha gevşek bırakıldığı, geçmişte ayrı ayrı piyasalardan oluşurken bugün daha bütünleşik bir piyasa olduğu, geçmişte banka temelliyken bugün piyasa temelli olduğu ve son olarak da geçmişe göre bugün ekonomideki ağırlığının işlem ve değer olarak arttığı söylenebilir. Bu değişimler kendiliğinden olmamış, teknolojik gelişme, finansal kuralsızlaştırma, kurumsal değişim ve neo-liberalizm nedeniyle ortaya çıkmıştır.

Teknolojik değişim, iletişim ve hesaplama maliyetleri ile bunun yanında alım, işleme ve stoklama maliyetlerini düşürmüştür. Teknolojik değişimin diğer önemli bir yönü ise akademik araştırma ve ticaret gelişiminde yaşanmıştır. Finansal mühendislikten portföy optimizasyonuna, menkul kıymetleştirmeden kredi derecelendirmesine kadar sıralanan teknikler yaygın olarak kullanılır hale gelmiş, bir başka deyişle genel olarak finansal sisteme erişim kolaylaşmıştır. Kuralsızlaştırma ise piyasaya girişi kısıtlayan yapay engelleri kaldırmıştır. Son olarak kurumsal değişim süreci finansal sektörle birlikte özel hisse senedi firmaları, “sakınma fonları” (hedge fonları)¹⁰ gibi yeni varlıklar oluşturmuştur. Bunun yanında yeni politik ve yasal düzenlemeler yapılmıştır (Rajan, 2005: 1).

¹⁰ Sakınma fonları, başlangıçta 1949 yılında A. W. Jones tarafından tanımlanan ve riskten korunmak için oluşturulan, günümüzde ise sakınmaya yönelik tekniklerin uygulandığı yatırım fonlarıdır (TDK 2011).

Allen (2003: 222), tarih boyunca finansal sistemlerin, ulaşım ve iletişim teknolojileri ile kültürel ve yasal ortamın mümkün kıldığı ölçüde birbirlerine bağlı olduğunu belirtmiştir. Ulaşım, iletişim, hesaplama ve bilgi teknolojilerinin, günümüz finansal sistemlerinin bütünleşmesine ve finansal sistemin ekonomideki ağırlığının artmasına büyük katkı sağlamıştır.

Finansın bilgisayarlaşması, sistemin yenilik yapma kabiliyetini önemli ölçüde artırmıştır. Sanayideki fiziki yeniliklerin tersine finansal yenilik ve buluşlar, genelde sözleşme düzenlemelerinin gerçekleştirilmesi ile ilgilidir. Bu sözleşmeler borçlunun, borç verenlerin ve finansal araçların fonlama ve portföy yönetim ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Bu tip faaliyetler sanayi yeniliklerine göre daha kolay gerçekleştirilirken, aynı zamanda fikri mülkiyet hakları tarafından daha korunaksız, daha kolay kopyalanabilir ve dolayısıyla çok daha kısa bir yaşam döngüsü ile donatılmıştır. Bu durum, finansal yeniliklerdeki çığır hızı ve bunların daha zor taklit edilmesi için karışık ve kişisel olma eğiliminde olma nedenini açıklamaktadır. Ayrıca, finansal yeniliklerin bir diğer önemli yönü ise düzenlemelerle olan ilişkisidir. Son 30 yıldaki anahtar yenilikler, mevcut düzenleyici kısıtlamaların etrafından dolaşabilmişlerdir (Guttman, 2008: 6-7).

Ancak, karmaşık ve belirsiz “finansal yeniliklerin” benimsenmesiyle birlikte menkul kıymet şeklindeki kredilerdeki devasa artış, finansal sistemin arızalanmasına yol açarak, finansal yeniliklerin paketlenmesine ve belirsizleşmesine neden olmuştur. Bu durum, finansal işlemleri karmaşık ve yüksek derecede riskli hale getirmiştir. Böyle bir paketlemeyle birlikte spekülasyon, finansal varlıkların fiyatlarını artırmış ve üretim ya da reel servetten daha yüksek oranda artan finansal servetin ya da fiktif sermayenin yapay olarak güçlenmesini sağlamıştır. Bu spekülatif süreçte bankalar aktif bir rol almıştır. Çünkü Guttman (2008: 11)’in altını çizdiği üzere fiktif sermayedeki olağanüstü artış, bankaların, çok miktarda krediyi, finansal varlık alıcılarına spekülatif ticaretlerini finanse edebilmek için yönlendirilmesiyle sürdürülmüştür. Bu durumda bankalar bu sürece katılmış ve bilançolarını temizlemek için geliştirdikleri “gölge bankacılık”¹¹ sistemini kullanarak, menkul kıymetleştirme¹², kredi temerrüt takası ve

¹¹ Gölge bankacılık, merkez bankasının likidite imkânına veya devlet garantisi olmaksızın vade, kredi ve likidite dönüşümünü sağlayan banka dışı finansal kurumları (yatırım bankaları, sakınma (hedge) fonları,

özel yatırım araçları gibi riskli finansal yenilikleri finansal yatırımcılara transfer etmişlerdir. Bu karmaşık sözleşmelerin dünya genelinde ticareti, güçlü bilgisayar ve yazılımlarla mümkün olabilmıştır. Bir başka deyişle, finansallaşma teknolojik gelişmeyle güçlenmiştir (Bresser-Pereira, 2010: 8).

Bilgi teknolojileri geliştikçe, bankaların daha uzak müşterilerden borç alıp verme olanağı da artmıştır. Ancak, bu durum yabancı finansal kurumlarla olan rekabeti de yükseltmiştir. Politikacılar ise yerel küçük etkinsiz kurumlarının dışarıdakiler tarafından yok edilmesini izlemek yerine, düzenlemeleri kaldırma yoluna gitmişlerdir. Böylece teknoloji bir anlamda kuralıslaştırmayı ve serbestleşmeyi teşvik etmiştir (Rajan, 2005: 6).

Finansal serbestleşme, ülkelerin mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat munzam karşılık oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gibi bir dizi reformdan oluşmaktadır (Balı ve Büyüksalvarcı, 2011: 10). Serbestleşme, büyük banka birleşmelerine ve bankaların faaliyetlerinin değişmesine yol açmıştır. Tüm bu değişikliklerin kredi artışı, girişimcilik artışı ve büyüme artışı ile finansal işlem maliyetlerinin düşüşü (Black ve Strahan 2001) gibi faydalı reel etkileri olmuştur.

Finansal serbestleşme, yurtiçi finansal piyasaların serbestleşmesi ve sermaye hesabı üzerindeki her türlü kısıtlamanın kaldırılması veya azaltılmasını kapsamaktadır. Finansal serbestleşme, finansal olarak kısıtlı olan firmalar yoluyla yatırımların artmasına neden olur. Ancak finansal serbestleşme, yatırımları artırırken, borçluların ödeme riski alma güdülerini de büyütür. Bu nedenle daha yüksek kaldıraç (leverage)¹³

para piyasası (money-market fund) fonları ve finansal şirketleri) kapsayan sistemdir. Bu sistem yeteri kadar denetleyici ve düzenleyici otoritenin denetiminde değildir (Coşkun vd., 2012: 149-150).

¹² Menkul kıymetleştirme, akışkan olmayan finansal varlıkların (konut ipotekleri gibi), pazarlanabilir sermaye piyasası menkul kıymetlerine dönüştürülmesidir (Mishkin, 2000: 272). TDK (2011), menkul kıymetleştirmeyi “taşınır değerlendirme” olarak çevirmiştir.

¹³ Balı ve Büyüksalvarcı (2011: 23), kaldırıcı yatırımları finanse etmek için borç verme olarak tanımlamıştır. TDK İktisat Terimleri Sözlüğü’nde ise kaldıraç, firmanın borçlanmasının net kâr üzerinde yarattığı değişme, diğer bir deyişle firma toplam borçlarının toplam varlıklarına ya da toplam borçlarının özkaynaklarına oranı olarak tanımlanmıştır. Yazında kaldıraç, aşırı kredi kullanımı (Reinhart ve Rogoff, 2010: 49) anlamında da kullanılmaktadır.

ve büyüme, finansal kırılganlık ve olası krizlerle ilişkilendirilebilmektedir. Bu bağlamda, Stiglitz (2000) finansal serbestleşmeyi, belirsizlik ve dalgalanma artışı, büyüme ve daralma döngüleri, finansal krizler, sermaye piyasası eksikliklerinin devam etmesi ve gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere doğru tersine bir fon akışına neden olduğu için eleştirmektedir¹⁴.

Finansal krizler yazını, finansal serbestleşmenin finansal kriz riskini artırıp artırmadığını sınamıştır. Kaminsky ve Reinhart (1999), bankacılık ve döviz kuru krizlerinin finansal serbestleşme sonrasında arttığı sonucuna ulaşmıştır. Tersine, serbestleşme ve büyüme üzerine olan yazın, serbestleşmenin ortalama uzun dönem büyümeye etkilerine odaklanmıştır. Örneğin, Bekaert, Harvey ve Lundblad (2005) çok sayıda değişken ve farklı sayılarda ülkelerin oluşturduğu örneklerle (en büyük örneklem 95 ülke, en küçüğü 28 ülkeyi içermektedir) yaptıkları çalışmalarında borsanın serbestleşmesinin ortalama GSYH büyümesini yaklaşık yüzde 1 puan artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Henry (2000) firma düzeyinde finansal serbestleşmenin sermaye maliyetini azaltarak yatırım artışına yol açtığı sonucuna ulaşarak bu durumu onaylamıştır. Ranciere, Tornell ve Westermann (2006), finansal serbestleşmenin doğrudan büyüme etkisinin, daha sık krize neden olma etkisini önemli derecede bastırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Net etki olarak finansal serbestleşmenin kişi başına yıllık büyüme oranını yüzde 1 artırdığını tespit etmişlerdir.

Finansal kuralsızlaştırma ve serbestleşme, bankaların yeni coğrafik alanlara yayılmalarını ve hizmetlerini çeşitlendirmelerine olanak vermiştir. Her ne kadar çok sayıda olan finansal hizmet yelpazesinde birçok oyuncu var olsa da, dünyanın lider finansal kurumları farklı hizmet tiplerinde ve piyasalarda var olan holdingler haline gelmiştir. Tipik olarak bunlar, ticari bankacılık, yatırım bankacılığı, fon yöneticiliği, özel servet yöneticiliği ve sigortacılık gibi çeşitli finansal işlevleri tek bir çatı altında birleştirmiştir. Teknolojik ilerlemeyle birlikte bilgi ve iletişim kapasitesinin çok gelişmesi (internet, SWIFT gibi), finansal işlemlerin ve para transferlerinin ulusal sınırların ötesine geçmesine olanak tanımıştır. Böylece teknolojik gelişme, sınır ötesi finansal işlemlerin ve küreselleşmenin öncülüğünü yapmıştır (Guttman, 2008: 6).

¹⁴ Demir (2009a: 953)'den aktarılmıştır.

Ranciere vd. (2006: 2)'e göre veriler, finansal serbestleşmenin orta gelirli ülkelerde daha hızlı ekonomik büyümeye neden olduğunu ortaya koymakta, ancak düşük gelirli ülkelerde aynı etkiyi gösterememektedir. Orta gelirli ülkelerde söz konusu süreç düz bir doğrultuda olmamış, ancak patlama ve daralmalarla gerçekleşmiştir. Aslında ortalamada istikrarlı kredi koşullarına sahip serbestleşmemiş ülkelere göre, nadiren finansal kriz yaşayan orta gelirli ülkeler daha hızlı büyümüşür. Düşük gelirli ülkelerde ise serbestleşme daha yüksek büyümeye neden olmamış, çünkü kaldıraç ve sermaye akımları önemli artışlara izin verecek şekilde finansal sistemleri yeterince gelişmemiştir. Çalışmada finansal serbestleşmeyi tipik olarak patlama ve daralma döngüleri izlemediği belirtilmiştir. Patlama boyunca banka kredileri çok hızlı bir şekilde genişlemekte ve aşırı kredi riski üstlenilmektedir. Sonuçta, ekonomi finansal olarak kırılganlaşmakta ve böylece krizlere karşı daha açık olmaktadır. Her ne kadar bir borçlanma patlamasının, o yılda ekonominin çökmesine neden olma ihtimali düşükse de, birçok patlama en sonunda krizle bitebilir.

Bu değişimler finansal sektör içindeki tipik işlemleri de değiştirmiştir. Finansal piyasalar genişlemiş, derinleşmiş ve risklerin daha geniş dağılımı sağlanmıştır. Bu gelişmeler sonucunda araçların çeşitlenmesi ve finansal işlemlerdeki genişleme, yatırım yapma işlem maliyetinin düşürülmesi, sermayeye erişimin artırılması, daha çeşitli fikirlere olanak sağlanması ve riskin dağıtılması gibi alanlarda daha çok olanak ortaya çıkmıştır (Rajan, 2005: 1).

1.4. NEO-LİBERAL DÖNEM

Neo-liberalizm, finansal sistemin hem yapısal hem de ekonomideki önemi bağlamında yaşadığı değişimin temel nedeni olarak gösterilmektedir. Neo-liberal dönem, 1970'lerde yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar sonucunda, iktisadi faaliyetleri serbest piyasaların işleyişine bırakmak amacıyla devletin ekonomiye müdahalesini ve düzenlemeleri azaltmayı hedefleyen çeşitli politikaların, birçok ekonomide uygulamaya koyulduğu dönem olarak tanımlanabilir. Finansal faaliyetlerin, ekonomide büyüklük ve önem olarak artması da bu döneme denk gelmiştir.

1980’lerde nispeten devletin kontrolü altında olan kapitalizmden, neo-liberal kapitalizme geçildiği yaygın olarak kabul edilmektedir (Kotz, 2008: 6). Neo-liberal dönemde ise kapitalizm içinde finansallaşma süreci yaşanmıştır. Ancak bu iki gelişmenin kökenlerinin ve aralarındaki ilişkinin belirlenmesi kolay değildir. Dumenil ve Levy (2005) neo-liberalizmin, finansın ideolojik ifadesi olduğunu belirtmiştir. Bresser-Pereira (2010)’a göre neo-liberalizm, eski kapitalizm yerine gelmiştir. Buna göre 1970’lerde üniversitelerde öğretilen anaakım olarak, neo-klasik makroekonomi Keynesyen makroekonominin, büyüme modelleri ise kalkınma iktisadının yerine geçmiştir. Neo-liberal dönemde, devletin boyutlarının küçültülmesi ve tüm piyasaların, özellikle finansal piyasaların serbestleştirilmesi amaçlanmıştır.

Kozanoğlu (2011: 16), neo-liberal dönemi şöyle açıklamıştır:

“... yapısal uyum programlarıyla kendini gösteren neoliberal yeniden yapılanma, bu yolla sermaye birikimine hayatiyet kazandırmayı amaçlıyordu. Böylelikle sermayenin büyümesi, kullanımı ve akışında devlet ayak bağı olmaktan çıkacak, gelirin yoksul ve orta sınıflardan zenginlere doğru yeniden paylaşımıyla, zenginler yatırım yapmak ve ekonomik büyümeyi yeniden ateşlemek için motivasyon kazanacaktı. Küreselleşme ise yarı kapitalist, kapitalist olmayan, prekapitalist mekanların küresel piyasa ekonomisine hızla entegrasyonuydu. Bu entegrasyon ticaretin liberalizasyonu, küresel sermayenin akışkanlığı ve yabancı yatırımların önündeki engellerin kaldırılmasıyla başarılacaktı.”

Harvey (2005) ise neo-liberalizmin, egemen ve seçkin sınıflar tarafından, 1970’lerde gördükleri tehdit ve karmaşa karşısında verilen bir cevap olduğunu belirtmiştir. Harvey neo-liberalizmi, sermaye birikimi koşullarının yeniden oluşturulması ve ekonomik seçkinlerin gücünün yenilenmesi için bir proje olarak değerlendirmiştir. Her ne kadar neo-liberalizm, hızlı birikimi geri getirmede etkili olamadıysa da, Harvey bunun seçkinlerin güç ve refahını yenilediğini savunmaktadır.

Bu noktada, düzenlemeci ve diğer heterodoks iktisatçılar son yıllarda niteliksel olarak farklı bir kapitalizm türü olan ve finansal büyüme rejimi (Boyer 2000) veya finans ağırlıklı birikim rejimi (Stockhammer 2008) olarak adlandırılan bu yeni kapitalist sistemden bahsetmeye başlamışlardır. Adı ne olursa olsun Guttman (2008), bu yeni rejimin finans tarafından yönlendirildiğini savunmaktadır. Birçok iktisatçı tarafından ise genelde bu süreç finansallaşma olarak adlandırılmaktadır.

Kotz (2008: 10), finansallaşmanın sadece neo-liberalizmin bir sonucu olmadığını altını çizmiştir. Kapitalizmin özünde finansallaşma yönünde güçlü bir eğilim vardır. 19. yüzyılda organizasyonların kurumsallaşması kapitalist mülkiyeti, kişiselden kurumsal mülkiyete çevirmiştir. Sermaye sahipliği, işletmelerin doğrudan sahipliğinden, işletmelerin dolaylı sahipliği olan finansal varlıkların sahipliğine dönüşmüştür. Bu durum, kapitalistlerin bireyler olarak her zaman karşılaştıkları temel bir sorundan kaçma fırsatını sunmuştur. Bu sorun iktisadi hayatta her zaman var olan, yeni ürünlerin piyasaya sürümüdür. Herhangi bir servetin yeni ürün ve süreçlerle rekabeti sürecinde, her zaman erime tehlikesi vardır. Bu nedenle sermaye, sürekli olarak bu tür risklerden kaçmak için yollar arar. Bu tür tehditlerden korunmak için tekel gücü elde etme veya devlet tarafından korunma gibi bazı yöntemler mevcuttur. Ancak, sermaye sahipliğinin reel sermayeden finansal sermayeye kayması, kapitalist sistemin doğal risklerinden kaçınmanın en iyi yoludur.

Ayrıca, ideal olan servetin herhangi bir tehdit belirdiğinde hemen değiştirilebilecek şekilde tutulmasıdır. Bu noktada, hem finansal varlıkları ellerinde tutanlar hem de dağıtanlar için söz konusu varlıkların daha fazla güvenlik vaat ettiği göz önüne alındığında, bu şekilde tutulan sermaye daha güvende olacaktır. Bu durum finansal güdülerin, piyasaların, aktörlerin ve kurumların, ulusal ve uluslararası ekonomilerde artan rolünün altında yatan nedeni açıklamaktadır (Kotz, 2008: 11).

Aslında söz konusu döneme benzeyen süreçler tarihte daha önce de yaşanmıştır. 19. yüzyılın sonlarında JP Morgan önderliğinde New York bankacıları derece derece ABD sanayisi üzerindeki kontrollerini artırmışlardır. Bu süreç 1880’lerde demiryollarından başlayarak, 1890’larda banker denetimli imalata ve iletişime ve 1900’den sonra ise elektrik enerjisine kadar genişlemiştir. 20. yüzyılın ilk 10 yılının ortasında New York bankaları finansal olmayan büyük kurumların önemli bir payını denetim altına almıştır (Kotz 2008). Söz konusu bankalar, büyük kurumların yönetim kurullarında genelde CEO olarak adlandırılan temsilcilere sahip olmuşlardır. Kotz’a göre bankaların, özellikle de Morgan’ın amacı aşırı rekabetin yok edilmesi ve “düzen”in kurulması olmuştur.

Bu dönemde finansal ve endüstriyel sermayenin bankalarla birleşmesi, Hilferding’in finans kapital olarak adlandırdığı ilişkiyi doğurmuştur. Başlıca finansal gruptan biri,

Standart Oil'in servetinden ortaya çıkmıştır. Bu grup başlangıçta National City Bank etrafında, sonrasında ise Chase Manhattan Bank etrafında toplanmıştır. Bu dönemde finans kapitalin önemli bir yönü, tekelci karakteri olsa da, finansal kurumlar ve finansal olmayan kurumlar arasında yakın ilişki kurma yoluyla doğrudan reel sektöre yönelmesi olmuştur (Kotz, 2008: 16).

1980'lerin başında ise finansal sektöre yönelik düzenlemelerin askıya alınmasından sonra 1920'lere geri dönmüş ve finansallaşma tekrar serbest olarak gelişmeye başlamıştır. 1980'lerde, finansal piyasalar serbestleştirilmiş, Keynesyen kuramlar unutulmuş ve neo-liberal düşünceler egemen olmuştur (Bresser-Pereira, 2010: 17).

Bu dönemde finansal sektör, JP Morgan dönemindeki gibi finansal olmayan sektör üzerinde hakim olamamış, ancak kurumsal kârların giderek büyüyen bir payı finansal kurumlara kaymış ve sakınma fonları gibi spekülâtif finansal kurumlardan yeni servetler elde edilmesinin önü açılmıştır. Bu süreç sonucunda finansal sektörün aşırı şişmesiyle birlikte artan spekülasyon, sistemi giderek daha kırılgan hale getirmiş ve bu dönemde ABD'deki finansal sektör krize girmiş ve bu da küresel finansal sisteme yayılmıştır (Kotz, 2008: 17-18).

Giovanni Arrighi (2000) kapitalizmin tarihini incelediği analizinde uzun yüzyıllar olarak adlandırdığı bir dizi döngünün modern batının iktisadi tarihini karakterize ettiğini belirtmiştir. Bu döngülerden ilki Cenova'nın egemen olduğu uzun 15 ve 16. yüzyıllar, sonuncusu ise ABD'nin egemen olduğu uzun 20. yüzyıldır. Ona göre kapitalizmde finansal genişlemeler bir birikim sisteminden diğerine geçişi göstermekte ve her bir döngü ya da birikim rejimi sonunda bir kriz evresine girmektedir. Tüm döngüler üretimin genişlemesiyle başlayıp finansal genişlemeyle devam etmektedir. Aşırı birikim ve artan rekabet sonucunda ticaret ve üretimde azalan kârlılık ise krize neden olmaktadır. Kriz evresi, yatırımların azalan kârlılık nedeniyle ticaret ve üretimden finansa kaymasıyla belirlenmektedir.

Guttmann (2008: 2) ise, 1970'lerde ve 1980'lerin başlarında dünya çapında yaşanan stagflasyon krizlerine, bankaların serbestleştirilmesi ve ekonominin işleyişini yeniden şekillendirmelerine izin verilmesi şeklinde karşılık verilmesinden beri, finans tarafından belirlenen bir sistemde yaşamakta olduğumuzu belirtmiştir. Ona göre yeni bir birikim

rejimi olan finansal kapitalizm, dünyanın her köşesine serbest piyasa düzenlemesi ve hissedar değeri ençoklaştırması şeklindeki acımasız mantığını yaymıştır.

Sweezy (1997), 1974-1975 durgunluğuyla başlayan dönemdeki kapitalizmin tarihinin altında yatan en önemli üç eğilimi, büyüme oranının yavaşlaması, dünya genelinde tekel ya da oligapol çok uluslu kurumların yayılması ve sermaye birikim sürecinin finansallaşması olarak belirlemiştir. Ona göre bu üç eğilim karmaşık bir şekilde birbiriyle ilişkilidir. Tekelleşme, kârları büyük kurumlara yönlendirme eğilimindeyken, ilave yatırım talebini azaltmaktadır. Mantık daha çok kâr, daha az kârlı yatırım fırsattır. Bu ise daha az sermaye birikimine ve böylece iktisadi büyümeye neden olan bir yöntemdir. Sermaye sahipleri için ikilem büyük artıkların kıt yatırım fırsatları karşısında nasıl elden çıkarılacağıdır. Temel çözüm, 1970’den beri finansal ürünlerin talebindeki artış olarak görülmüştür. Bu sürecin arz tarafındaki etkisi ise finansal kurumların çok sayıda vadeli işlemler, opsiyonlar (seçme yetkisi)¹⁵, türev ürünler¹⁶ ve sakınma fonları gibi yeni finansal araçları çıkarması olmuştur. Sonuç ise on yıllardır süren finansal spekülasyonun ani ve hızlı artışı olmuştur (Foster 2007).

Sweezy’ye göre kapitalizm, durgunluk ve finansallaşma arasında oluşan karmaşık ve gelişen bir dönüşüm geçirmektedir. Sweezy, bu finansal üst yapının son 20 yılın sonucu olduğunu ve bunun 1970’lerdeki durgunlukla birlikte ortaya çıktığını belirtmiş, 20. yüzyılda finansal genişlemenin sağlıklı bir reel ekonomiyi beslemekten çok, durağan bir ekonomiyi doğurup doğurmadığını sorgulamış ve buna cevap olarak durağan bir ekonomiyi oluşturduğu sonucuna ulaşmıştır (Foster, 2007: 4).

Tobin, bu durumu kaynakların mal ve hizmet üretiminden, orantısız kazançların sağlandığı finansal faaliyetlere yönlendirildiğini belirterek özetlemiştir. Tobin kapitalizmin, artığı artan bir şekilde spekülasyona ayırarak, etkisiz hale geldiğini belirtmiştir. Bu nedenle, 1970’lerde uluslararası yabancı döviz işlemlerinde alınan

¹⁵ Opsiyon, taşınır veya taşınmaz herhangi bir malı, belirli bir süre içinde belli bir fiyattan satma veya alma hakkı veren sözleşmedir (TDK 2011).

¹⁶ Türev ürünler, getirisi, mal, para, altın, taşınır veya taşınmaz değerler gibi başka bir değer getirisine bağlanmış, diğer bir deyişle başka bir değer getirisinden türetilen gelecek sözleşmeleri, seçme yetkisi gibi finansal araçlardır (TDK 2011).

“Tobin Vergisi”ni¹⁷ önermiştir. Burada, spekülatif yatırım kaymalarının önlenmesini amaçlamıştır (Foster 2007).

Bir görüşe göre, finansallaşma neo-liberalizmden bağımsız olarak ortaya çıkmıştır. Paul Sweezy’e göre, kapitalizmin tekel aşamasında doğal olan durgunluk yönünde eğilim ve gelişen durgunluk nedeniyle azalan yatırım fırsatları yoluyla yatırımlar, reel sektörden 1970’lerde finansal sektöre yönelmiştir. Bundan sonra ise bugün finansallaşma olarak adlandırılan finansal faaliyet patlaması yaşanmıştır. Foster (2007), Sweezy’nin analizini bir adım daha öteye götürerek, tekelci kapitalizmin durgunluk eğilimi sonucunda ortaya çıkan finansallaşmayı neoliberalizm olarak ifade etmiştir. Bu koşullar finansallaşmanın durgunluğa eğilimli ekonomi için sürekli bir yapısal gereklilik haline geldiği tekel finans sermayesinin yükselişini sağlamıştır.

Aynı doğrultuda Kozanoğlu (2011: 17) da, kapitalizmin ağırlık merkezinin üretimden finansa kayması olarak değerlendirdiği finansallaşmayı, iktisadi durgunluğa karşı sistemi geçici olarak canlandıran ancak ciddi riskler doğuran bir süreç olarak değerlendirmiştir. Bu değerlendirmesinin nedeni olarak da Foster ve Magdoff (2010: 53)’un sunduğu gerekçelerini kullanmıştır. Bu gerekçeleri şöyle sıralamıştır.

- Zengin kapitalist ülkelerin iktisadi büyüme oranlarının uzun süredir düşük olması,
- ABD’de enflasyonla düzeltilmiş büyüme oranının 1960’larda yüzde 4,4, 1970’lerde yüzde 3,3, 1980’lerde ve 1990’larda yüzde 3,1 ve 2000’lerde yüzde 1,9’a düşmesi.

Bu koşullar sonucunda sermaye, hızlı getiri elde etmek amacıyla finansal piyasalara yönelmiştir.

Sonuçta, neo-liberal kapitalizm ile birlikte finansallaşma ya da “finans liderliğinde kapitalizm” diye adlandırılan yeni bir birikim rejimi ortaya çıkmıştır. Gerçekleşen, finansal piyasaların serbestleşmesi ve tüm dünyada finansal akımlarda ortaya çıkan artış olarak tanımlanabilecek finansal küreselleşme ve finans temelli ya da finansallaşmış kapitalizmdir. Üç temel özelliği vardır. İlki, menkul kıymetleştirme ve türevlerince

¹⁷ Tobin vergisi, spekülatif amaçlı uluslararası sermaye hareketlerini kontrol edilebilmesi amacıyla döviz işlemlerinin vergilendirilmesidir.

kolaylaşan finansal araç çoğaltımının sonucunda dünyada dolaşan finansal varlıkların toplam değerindeki devasa artıştır. İkincisi, reel ve finansal ekonominin ayrılması ile birlikte fiktif finansal servetin oluşturulmasıdır. Üçüncüsü ise finansal kurumların kâr oranlarında büyük artış ve finansal tüccarlara kapitalist rantı artırabilme kabiliyetleri için ödenen büyük ödülleri (bonus) karşılayacak kapasite artışıdır. Finansal piyasalarda finansallaşma ile ilgili değişimin diğer bir ifadesi ise normal finansal piyasa çerçevesinde bankaların girişimlere verdiği kredilerin durması ve finansal yatırımcılarca (emeklilik fonları, sakınma fonları ve yatırım fonları) ticareti yapılan menkul kıymetlere verilen kredilerin artmasıdır (Bresser-Pereira, 2010: 8).

Ortodoks iktisatçılar, uzun süredir üretken ve finansal yatırım için alınan borçların, üretim artışında kullanıldığı varsayımına dayanarak, bunların birbirleriyle bağlı olduğunu varsaymışlarsa da neoliberal dönemle birlikte bu varsayımın işlemediği yönündeki şüpheler artmıştır. Foster (2007: 5)’a göre günümüzde üretken yatırımlarla finansal varlıklar arasında doğrudan bir ilişki olmasına gerek yoktur.

Foster (2007), bu dönemle birlikte kapitalist devletin rolünün, finansallaşmanın yeni zorunluluklarını karşılamak yönünde evrildiğine dikkat çekmiştir. Son borç veren birim olan devletin rolü kısa dönemde likidite sağlama sorumluluğu olarak sisteme dâhil edilmiştir. Ayrıca büyük özel sektör kurumlarının iflasını engellemek için “kaybetmek için çok büyük” politikası uygulanmıştır.

Bugün finansal piyasalar, durağan iktisadi büyüme ve artan ürün piyasası rekabeti varlığında daha çok gelir ve hisse senedi fiyatları artışı talep etmektedir. Crotty bu durumu “neo-liberal paradoks” olarak adlandırmıştır. Finansal olmayan kurumlar ise bu baskıya üç şekilde cevap vermiştir (Epstein, 2005: 7)

- Ücretleri ve işçilere verilen diğer katkıları kesmişler,
- Kârlarını artırmak için hile ve dolandırıcılığa başvurmuşlar,
- Kârlarını artırmak için finansal işlemlere katılmışlardır.

Bu nedenle Crotty’ye göre, neo-liberalizm ve küreselleşmeyle birleşen finansallaşma, iktisadi refahı olumsuz yönde etkilemektedir.

1.5. FİNANSALLAŞMA

Finansal değişkenlerin ekonomiye etkisi, iktisat yazınında hemen hemen her dönemde tartışılan konulardan birisi olmuştur. Özellikle neo-liberal politikalarla birlikte 1980'lerden itibaren finansal sermayenin hacminin büyümesi ve hareketliliğinin artmasıyla ortaya çıkan finansallaşma kavramı, son yıllarda ortaya çıkan serbestleşme ve küreselleşme olgularıyla birlikte günümüzde oldukça sık kullanılan bir kavram haline gelmiştir.

Epstein (2005: 5) ve Foster (2007: 1)'a göre, günümüz ekonomisini neo-liberalizm, küreselleşme ve finansallaşma olarak tanımlanan üç süreç şekillendirmiştir. Bunlar birbirleriyle ilişkili olan üç farklı süreçtir. İlk iki kavram hakkında birçok şey yazılmış, üçüncüsünden son döneme kadar pek bahsedilmemişse de bugün finansallaşmanın diğer iki kavrama daha ağır bastığını söylemek yanlış olmayacaktır. Foster (2007), kapitalizmin finansallaşmasının, iktisadi faaliyet ağırlığının üretimden finansa kaymasının zamanımızın anahtar konularından birisi olduğuna işaret etmiştir. Ayrıca bu durumla birlikte kapitalizmin yeni bir evreye girip girmediği konusunu da öne çıkarmıştır.

1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin başlarında birçok ülkede finansal işlemlerde, reel faiz oranlarında, finansal firmaların kârlılığında ve finansal varlıkları tutanların milli gelirden aldıkları payda önemli bir artışa neden olan yapısal değişimler olmuştur. Bu durum yazında finansallaşma olarak adlandırılan kavramın tanımı ve boyutları ile iktisadi büyüme, gelir dağılımı ve yatırımlar gibi makroekonomik değişkenlerle ilişkisinin incelenmesini beraberinde getirmiştir.

Her ne kadar finansallaşmanın kökeni tam olarak belirlenememiş olup ve tanımı üzerinde bir fikir birliği olmasa da 1990'ların başlarında ekonomilerde ağırlığını hissettirmeye başlamıştır. Temel gerçek ise 1960'ların sonundan beri kapitalizmde finansa doğru bütün olarak bir kayma olduğudur (Foster, 2007: 1). Aslında, kapitalizmde uzun dönemli bir eğilim olan finansallaşma, II. Dünya Savaşı sonrasında kontrol altındayken 1970'lerin sonlarındaki neo-liberal yeniden yapılanma sonrasında serbestleştirilmiştir (Kotz, 2008: 15).

Kripner (2004), finansallaşma kavramının çeşitli tanımlarının tarihi hakkında bir çalışma yapmıştır. Ona göre bazı yazarlar finansallaşma kavramını hisse değerinin yükselişi olarak kullanmış, bazılarıysa piyasa temelli finansal sistemlerin banka temelli finansal sistemler üzerinde giderek artan hakimiyeti, bazıları ise Hilferding gibi finansallaşmayı rantıye sınıfının artan politik ve ekonomik gücü olarak ya da finansal ticaretin aşırı artışı olarak kullanmıştır. Kripner'e göre ise kavram, kârların ticaret ve mal üretiminden çok finansal kanallar yoluyla elde edildiği bir birikim kalıbıdır (Krippner 2004: 14 ve 2005: 174).

Epstein'a (2005: 3) göre, finansallaşma, ulusal ve uluslararası ekonomi işlemlerinde finansal güdülerin, finansal piyasaların, finansal aktörlerin ve finansal kurumların giderek artan rolüdür. Dumeneil ve Levy (2004: 82)'ye göre finansallaşma, finansal girişimlerin büyümesi, finansal olmayan işletmelerin artan finansal işlemleri, hanehalkı portföylerinde hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerin giderek artan oranda tutulması gibi hususlar tarafından 1980 sonrası dönemde görülen yapısal değişimlerle nitelendirilmektedir. Orhangazi (2008a: 5-6), finansallaşmayı hem geniş hem de dar bir anlamda tanımlamıştır. Geniş anlamda finansallaşma, finansal piyasaların, işlemlerin ve kurumların büyüklük ve önem olarak artışıdır. Orhangazi, dar anlamda finansallaşmayı finansal olmayan sektörlerin finansal piyasalarla arasındaki ilişkide değişim olarak kullanmıştır. Düzenlemecilere göre, büyüme rejimindeki değişimlerin en önemli kurumsal belirleyicisi finansal serbestleşmedir (Ergüneş, 2009: 4).

Stockhammer (2004), Crotty (2005), Skott ve Ryoo (2008), finansallaşmanın daha çok makroekonomik sonuçlarına odaklanmış ve bu kavramı finansal olmayan ve finansal piyasa ilişkisi arasındaki dönüşümü tarif etmek için kullanmışlardır. Orhangazi (2008a) gibi bazı yazarlar da finansallaşmayı mikro düzeyde incelemişlerdir. Finansal piyasaların kurumlar ve bireylerin davranışları üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Arrighi (2000) ve Lapavitsas (2008) ise sermaye birikimi sürecinde finansallaşmayı incelemişler ve kapitalizmin aşırı birikim krizini aydınlatmaya çalışmışlardır. Farklı bir bakış açısından Lapavitsas, finansın yeni sömürgeci yönlerini vurgulamış ve finansal sistemdeki üç döneme dikkat çekmiştir. Anahtar aracı kurumlar olarak dikkati özellikle bankalara çekmiştir. Ona göre finansal sistemin geçirdiği dönüşüm ile birlikte ilk dönemde, şirketlerin yatırımlarını ağırlıklı olarak dağıtılmayan kârlarından finanse

etmeleri nedeniyle bankalara karşı bağımlılıkları azalmıştır. İkinci dönemde ilk döneme uyum sağlamak için bankalar kredilerini şirketlerden çok bireylere yönlendirmiş ve finansal aracılık yaparak faiz yerine harç ve komisyon gelirlerine yönelmişlerdir. Üçüncü dönemde ise ücretliler finansal sisteme yönelmiştir. Ergüneş (2009: 4), finansallaşmanın, gelişmiş ülkelerde büyük ölçüde içsel bir süreç olarak ortaya çıktığını, ancak gelişmekte olan ülkeleri kapsayacak şekilde küresel bir sürece dönüştüğünü belirtmiştir.

Orhangazi (2008a: 6), finansallaşmayı finansal varlık sahiplerinin milli gelirden aldığı payın artışı ve bunun sonucunda emeğin milli gelirden aldığı payın düşüşü, finansal istikrarsızlığın artışı, daha düşük ekonomik büyüme ve refah beklentilerinde düşüşle ilişkilendirmiştir.

Durmuş (2010: 14) finansallaşmayı, ekonomide görülen uzun dönemli aşırı üretim ve durgunluğun aşılmasının bir yolu olarak değerlendirmiştir. Durmuş'a göre 1960'lı yıllardan beri yaşanan kâr oranlarındaki düşüşü önleyebilmek ve aşırı üretimle piyasaya sunulan ürünleri sattırabilmek için teminatlı borç yükümlülükleri, kredi temerrüt takası ve diğer türev araçlar gibi finansal araçlar devreye sokulmuştur. Amaç ise satın alma gücü düşen düşük gelirli bireyleri, bireysel kredilerle borçlandırarak bu araçların satılmasıdır.

Görüldüğü üzere finansallaşma birçok farklı yönü olan karmaşık bir süreçtir. Tüm bunlara göre finansallaşma genel olarak, bir taraftan finansal piyasaların genel ekonomi içindeki önemi ile finansal aktörlerin sayısının ve ağırlığının artması; diğer taraftan ise finansal olmayan işletme ve kurumların finansal güdülerle hareket etmesi olarak tanımlanabilir. Finansallaşma temelde, finansal piyasalar ile sermaye hareketleri serbestleşmiş ekonomilerin bir kavramı olarak ortaya çıkmıştır.

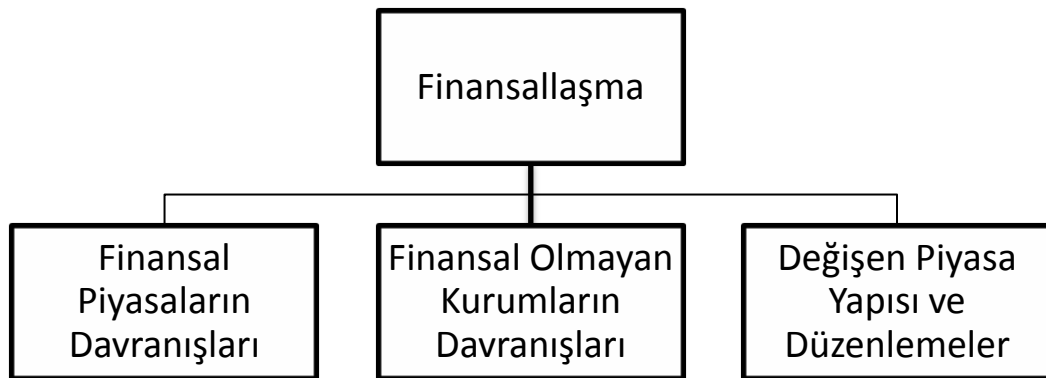
Palley (2009), “gelişme evreleri”¹⁸ yöntemini kullanarak finansallaşmanın makroekonomisini incelediği çalışmasında, finansallaşma sürecinin uzun olduğunu ve bu süreci oluşturan her bir evrenin de farklı uzunlukta olabileceğini belirtmiştir. Palley,

¹⁸ Gelişmenin evreleri yaklaşımı Chick (1986)'in bankacılık sistemlerinin gelişiminde kullandığı yöntemidir. Bu yaklaşım Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin tanımıyla uyumaktadır. Çünkü finansallaşma, kurumlardaki ve iktisadi rejimlerdeki değişimleri gösteren uzun dönemli dengesiz bir süreç olarak gösterilmektedir.

bazı evrelerin ekonomiyi genişletici, bazılarının ise daraltıcı olabileceğini, genelde başlangıç ve orta evrelerin genişletici iken son evrelerin durgunluğu getirebileceğinin altını çizmiştir. Palley, uzun bir süreç içerisinde gelişen finansallaşmanın, bu sürenin büyük bir bölümünde iyi bir gelişme olarak gözükebileceğini ancak, derin siyasi ve politik sorunlar oluşturabileceğini belirtmiştir. Buna kanıt olarak ise finansallaşma sürecinde son yaşanan gelişmelerin ekonominin temellerini sarsması olarak göstermiştir.

Palley, finansallaşmanın üç kanaldan ekonomiyi etkilediğini vurgulamıştır (Şekil 1). Birinci kanal, finansal piyasalardaki değişimlerle ilgilidir. Bu değişimler tahvil değerlemeleri ve borca daha fazla erişim gibi finansal piyasa davranışlarıyla ilgilidir. İkinci kanal, finansal olmayan işletmelerin davranışlarındaki değişimlerle ilgilidir. Bu kanal, hissedarlara yapılan ödemeler, kurumsal kaldıraç ve finanse etme davranışları ile ilgili olarak kurumların finansal politikalarındaki değişimlerle ilişkilidir. Üçüncü kanal ise finansal çıkarların baskı yaparak yarattığı iktisat politikasındaki değişikliklerle ilgilidir.

Şekil 1: Finansallaşmanın Kanalları



Kaynak: Palley (2009: 39)

Şekil 2, ana hatlarıyla finansallaşmanın nedenlerini ve sonuçlarını göstermektedir. Buna göre 1970’lerde yaşanan birikim krizi, ekonominin finansallaşması üzerine önemli etkileri olan finansal piyasaların serbestleşmesi ve kuralsızlaştırma için uygun koşulları oluşturmuştur. Kriz nedeniyle kurumsal performans kötüleşmiş ve finansal olmayan işletmelerin kârlılığı azalmıştır. Bu durum ise finansal olmayan işletmeleri daha çok finansal faaliyetlere yönlendirmiştir. Finansal piyasaların kuralsızlaştırılması, banka dışı

finansal kurumların çoğalması için uygun ortamı hazırlamıştır. Bu kurumların çoğalması, finansal olmayan işletmelerin finansallaşmasının ardında yatan nedenlerden biri olmuştur. Finansal piyasaların serbestleşmesi ve kuralsızlaştırılması, kurumsal yatırımcıların büyümesine de katkıda bulunmuştur. Kurumsal yatırımcıların artışıyla birlikte 1980’lerde şirket devralmalarıyla ortaya çıkan kurumsal kontrol ve hisse senedi opsiyonlarıyla yönetici ve hissedar çıkarlarının uyumlaştırılması kurumsal yönetimde hissedar değeri yaklaşımını öne çıkarmıştır. Sonuçta, kısa dönemde hissedar değerini artırmaya çalışmışlar ve finansal piyasalardan kaynaklanan baskı altında bu piyasalara yaptıkları ödemeleri artırmışlardır. Finansal piyasaların serbestleşmesi ve kuralsızlaştırılması, genel olarak finansal yatırım fırsatlarını çoğaltmıştır. Bu da finansal sektörü daha da güçlendirmiş ve finansal olmayan işletmelerin finansal yatırımlarını artırması için uygun koşulları oluşturmuştur. Bu durum, finansal olmayan işletmelerin uzun dönemli büyüme stratejilerinden kısa dönemli yatırımlara kaymalarına neden olmuştur. Finansal olmayan işletmelerin finansal yatırımlarının artışı ise sermaye birikimini olumsuz etkilemiştir (Orhangazi, 2008a: 75).

- Karmaşık ve şeffaf olmayan finansal araçların sayısındaki artış,
- Finansal balonların etki alanlarının genişlemesi.

Finansallaşma dönemini değerlendiren Ergüneş (2009: 3)'e göre, son 30 yılda dünya ekonomisinde, finansın egemen olduğu ve finansal faaliyetlerdeki aşırı büyümenin tipik olduğu bir finansallaşma süreci oluşmuştur. Finansal sistemler, istihdam, kâr, kurum ve piyasaların büyüklüğü anlamında gelişmiştir. Yine de finansallaşma bir dizi başka gelişmelerle de ilişkilendirilmektedir. Bunlardan biri devlet ve ekonomi arasındaki ilişkinin dönüşümüdür. Bu dönüşümün bir göstergesi, merkez bankasının rolündeki değişimdir. Finansallaşma süreci boyunca, merkez bankaları politik karar alma mekanizmalarından görünüşte bağımsız hale getirilmiştir. Dahası merkez bankalarının önemi artmış ve temel görevleri fiyat istikrarına indirgenmiştir. Enflasyon hedeflemesi politikası ise dünyada temel para politikası olmuştur.

Bresser-Pereira (2010: 4) ise finansallaşmayı, yapay finansal zenginliğin yaratılmasına dayanan çarpık bir finansal düzenleme olarak değerlendirmiştir. Çalışmasında finansal servetin, reel servetten veya mal ve hizmet üretiminden koptuğunu belirterek finansal piyasaların serbestleşmesinin, vahşi spekülasyona yol açtığını savunmuştur. Ayrıca yazar, neo-liberalizm ve finansallaşmanın, ticari ve finansal küreselleşme çerçevesinde geliştiğini, ticari küreselleşmenin kapitalizm için gerekli bir gelişme olduğunu ancak, finansal küreselleşme ve finansallaşmanın doğal ya da gerekli olmadığını belirtmiştir. Ona göre küreselleşme sadece ticaretin serbestleşmesini içerecek şekilde ticaret ile sınırlandırılmalı ve finansal serbestleşmeyi içine almamalıydı. Çünkü finansal serbestleşme gelişmekte olan ülkelerde, bu ülkelerin döviz kuru kontrolünü kaybetmelerine neden olmuş ve ödemeler dengesi krizlerine yol açmıştır. Eğer finansal açılım sınırlandırılmış olsaydı kapitalist sistem daha etkin ve istikrarlı olabilecekti. Buna örnek ise ticari küreselleşmeye eklenmiş, hızlı büyüyen ama finansal serbestleşmeyi sınırlayan Asya ülkelerini göstermiştir.

Finansallaşmanın başka bir yönü ise finansal sektörün serbestleştirilmesi, yeni finansal araçların çoğaltılması ve yaygınlaştırılması, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve döviz kuru piyasalarında artan istikrarsızlıktır. Ayrıca, piyasa temelli finansal sistemlere doğru kayma olmuş, finansal piyasalarda büyük oyuncular

olarak kurumsal yatırımcılar ortaya çıkmış ve hisse değerlerinde kurumsal yönetimin hâkimiyeti ortaya çıkmıştır (Ergüneş, 2009: 3).

1.6. FİNANSALLAŞMANIN ETKİLERİ

Küreselleşme ve neo-liberalizmle gelişen finansallaşma, merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklı politikalar izlemesi, finansal sermaye akışında büyük artışlar, hane halkı ve tüketime bağlı büyüme için daha geniş finansman, kurumsal yönetimin hissedar çıkarlarıyla yönetici güdülerini uyumlaştırılması için geliştirilmesi ve finansal kurumlar ile kurumsal yatırımcıların giderek artan etkisi gibi bir dizi değişimle ilişkilendirilmektedir.

Finansallaşmayla birlikte ekonomideki finansal akımlar ile finansal kurumların ve yatırımların etkisi artmakta, firmaların finansal ve işletme kâr payları, yeni menkul kıymet ihracı ve politikaları değişmektedir. Finansallaşma ile ortaya çıkan bu gibi değişikliklerin ise makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olması kaçınılmazdır. Yazında finansallaşma süreci, genel olarak söz konusu sürecin, finansal sistem, finansal olmayan işletmelerin davranışları, hane halkı davranışları ve fiziki yatırımlar gibi çeşitli değişkenler üzerindeki etkileri ele alınmıştır. Bu çalışmaların çoğunda finansallaşmanın finansal sistemin banka temelli sistemden piyasa temelli sisteme geçişini sağladığı, finansal olmayan işletmelerin kısa vadeli finansal işlemlere yönelmesine neden olduğu ve bu nedenle fiziki sermaye birikiminin yavaşladığı savunulmaktadır.

1.6.1. Banka ve Piyasa Temelli Sistemler

Finansallaşma konusundaki diğer bir alt başlık ise finansal sistemlerdir. Bu konunun özünü ise banka ve piyasa temelli finansal sistemler oluşturmaktadır. Banka temelli finansal sistemler, bankalar ve firmalar arasındaki uzun dönemli ilişkiler olarak tanımlanırken; piyasa temelli finansal sistemler kısa dönemli ilişkiler olarak tanımlanmaktadır. Genel olarak banka temelli sistemlerin iktisadi büyümeye katkı sağladığı savunulmaktadır (Stockhammer 2004).

Bankacılığın geleneksel aracılık rolü, kısa vadeli mevduatlarla uzun vadeli kredi vermek şeklinde açıklanabilir. Mishkin (2000: 271), para piyasası yatırım fonu¹⁹, yüksek riskli bono (junk bond), finansman bonusu²⁰ piyasasının (commercial paper market) yükselişi ve menkul kıymetleştirme olarak tanımladığı dört finansal yeniliğin geleneksel bankacılığın gerilemesinde önemli bir rol oynadığını belirtmiştir. Bu yenilikler bankaların geleneksel olarak fon sağlamasını görece olarak maliyetli hale getirmiş, kârlarının düşmesine neden olmuş ve böylece bankaların daha kârlı olan yeni faaliyetlere yönelmelerine neden olmuştur. Bankalar önceki kârlılık düzeylerini sürdürebilmek için bilanço dışı faaliyetlere girmişlerdir (Mishkin, 2000). Her ne kadar bu durum bankaların kârlılığını yüksek düzeyde tutmuşsa da aşırı risk üstlenmelerine de neden olmuştur.

Geçmiş ile günümüz bankacılığındaki bir diğer değişim, yöneticilerin güdülerinin farklılaşması konusunda olmuştur. 1950 ve 1960'larda finansal sistemlerde bankalar hâkim olmuştur. Banka yöneticilerine yüksek maaşlar ödenmiştir. Düzenlemelerle rekabet düşük düzeyde tutulmuş ve bu nedenle hissedarların yöneticilere yüksek performans için daha fazla ödeme yapmayı önermelerine gerek kalmamıştır. Banka yöneticileri üzerindeki temel denetim, kötü yatırım kararları olmuştur (Rajan, 2005: 2).

Yeni, serbestleştirilmiş rekabetçi ortamda yatırım yöneticilerinin, eskinin banka yöneticileri gibi ağırbaşlı güdülleri olmamıştır. Gelirleri büyük ölçüde, yatırım getirilerine ve özellikle rakiplerinin getirilerine göre belirlenmektedir. Bugün yatırım yöneticilerinin güdü yapısı, iki şekilde geçmişin banka yöneticilerinden farklılaşmıştır. İlk olarak gelirlerinin getiriyle ilişkilendirilmesi daha az düşük getiriden, çok daha fazla yüksek getirinin üretilmesine neden olmuştur. Böylece yöneticiler daha çok risk alma güdüsünde olmaya başlamışlardır. İkinci olarak diğer meslektaşlarına göre performanslarının değerlendirilmesi üstün performansa neden olurken sapkın davranışa da yol açmıştır. Tüm bunların sonucunda da bugün risk daha fazla dağıtılabiliyor olsa da, sistemin daha fazla risk oluşturduğu gözden kaçırılmamalıdır (Rajan, 2005: 2).

¹⁹ Para piyasası yatırım fonları çek yazılarak sabit fiyattan paraya dönüştürülebilir katılma payı ihraç etmektedir. Bunlar yasal olarak mevduat olmayıp, bu nedenle munzam karşılık ve faiz sınırlamaları gibi düzenlemelere tabi değildir. Bu nedenle mevduatla karşılaştırıldığında daha yüksek faiz getirisine sahiptir (Mishkin, 2000: 271)

²⁰ Finansman bonusu, büyük banka ve şirketlerin ihraç etmiş oldukları kısa vadeli borç senedir (Mishkin, 2000: 272).

Günümüzde finans sistemi, kuralsızlaştırma, küreselleşme ve bilgisayarlaşma bileşimiyle derin bir değişime uğramıştır. Bu üçlü, sıkı kontrol altında olan, ulusal ölçekte düzenlenmiş ve merkezinde ticari bankacılık (mevduat toplayıp kredi veren) olan finansal sistemi, kendi kendini düzenleyen, küresel ölçekte hareket eden ve merkezinde yatırım bankacılığı olan bir sisteme dönüştürmüştür (Guttmann, 2008: 4). Ancak Hudson (2010)'a göre, eskiden bankacılığın devletle birlikte ekonominin endüstriyel yapısını planlayan kurumlara dönüşeceğini bekleyen iktisatçıların beklentilerinin tersine bankacılık endüstrileşmemiş, endüstri finansallaşmıştır.

Günümüz bankacılığı, kurum ve bireylerden mevduat toplayıp girişimlere kredi sağlayan ve bu iki işlemin faiz oranları arasındaki farktan kâr elde eden geleneksel işleyişten oldukça farklıdır. Bankaların faiz oranı farklılığından elde ettiği gelirin önemi giderek azalmıştır. Hane halkları, varlıklarını banka mevduatından çeşitli yatırım fonlarına kaydırmakta ve bankaların işletmelere verdiği borcun önemi de giderek azalmaktadır. Bankalar, bu duruma ücretlerden yeni gelirler, komisyonlar ve finansal piyasa aracılığıyla ilgili faaliyetlerinden elde ettikleri diğer faiz dışı kazançları geliştirerek karşılık vermektedir. Eğitim, konut ve sağlığın özel sektörden karşılanması, şimdiki ve gelecekteki tüketim için paraya erişimi daha önemli bir gereklilik haline getirmiştir. Durgun reel ücretler ve artan gelir eşitsizliği karşısında bu durum, ücretlileri finansal piyasalara itmektedir. Bankalar barınma, dayanıklı tüketim malları, eğitim ve sağlık hizmetlerine erişime, sigorta, konut ve diğer bireysel kredilerle aracılık etmektedir. Özellikle emeklilik karşılıklarının kademeli olarak özelleştirilmesi, ücret gelirleri üzerinde bulunan diğer el koyma yollarının gelişmesine yardımcı olmuştur. Emeklilik ve diğer yatırım fonları bankalar için artan ücret geliri yaratmıştır. Ayrıca bankaların bireylere verdikleri tüketici ve konut kredileri de giderek artmaktadır. Bu durum ücret gelirlerinden elde edilen kârı, bankacılık işlemlerinin merkezine oturtmuştur (Dos Santos, 2009: 4-5).

1980'lerde yatırım fonları ve emeklilik fonları hane halkı tasarrufu için popüler araçlar olduğundan kritik bir büyüklüğe ulaşmıştır. Kurumsal yatırımcılar olarak adlandırılan araçlar bu fonları kullanarak birçok finansal piyasaya likidite sağlamış ve bankalarla rekabet eder hale gelmiştir. Bankalar bu zorluğun üstesinden gelmek için kendi yatırım fonlarını kurmuş, emeklilik fonlarının yönetimini devralmış ve sakınma fonlarının

hayata geçirilmesine yardım etmiştir. 1990'lara gelindiğinde bankalar menkul kıymetleştirme yoluyla bir başka kazançlı gelir kaynağı geliştirmişlerdir (Guttman, 2008).

Finansal sistemin büyüklüğü ve işlemlerindeki bu değişim, ticari bankaların finansal işlemlere katılımının azalması ve kâr oranlarının düşmesiyle yakından ilişkilidir (Kregel 1998). Ticari bankaların finansal ve kâr dengesi, klasik olarak bunların faizsiz kısa vadeli mevduat toplamalarına dayanmaktadır. Ancak II. Dünya Savaşı'ndan sonra ABD merkez bankası Federal Rezerv'in enflasyonu kontrol etmek için para politikası içinde daha doğrudan yer alması, ortalama faiz oranlarının artmasını beraberinde getirmiştir. Bu durumda bankaların kârlılığının ve istikrarının merkezinde olan faizsiz mevduatlar yetersiz kalmış ve tezgâh üstü finansal işlemler bankaların toplam finansmanındaki payını düşürmüştür. Bu yeni duruma bankalar, hizmet ve riskli hazine işlemleri gibi başka kazanç kaynakları bularak cevap vermiştir. Artık, bankalar faizsiz mevduatların borç verilmesi yerine, faizli mevduatların bir kısmını spekülâtif ve riskli hazine işlemlerine ya da klasik banka kredilerinin yerine alan, hala daha riskli olan finansal yeniliklerin piyasaya sürülmesinde kullandılar. 1980'lerin sonunda finansal yenilikler, özellikle türevler ve menkul kıymetleştirmeler ticari bankaların kaybını telafi eder hale gelmiştir (Bresser-Pereira, 2010: 10).

Buna uygun şekilde banka kredilerinin önemi de giderek azalmıştır. Kredilerin bileşimi değişmiş, reel sektör firmalarına verilen kredilerden bireysel tüketim ve konut kredilerine kaymıştır. Almanya'da bankalar dışında konut için olmayan kredilerin GSYH'ye oranı 1972'de yüzde 68,2'den 2003'te yüzde 26,8'e düşmüştür. İngiltere'de yerleşik bankaların bireylere verdikleri kredilerin toplam krediler içindeki payı 1976'da yüzde 6 iken 2006'da yüzde 40,7'ye yükselmiştir. Aynı dönemde bankaların finansal araçlara verdikleri kredi oranı ise yüzde 20,3'ten yüzde 32,4'e yükselmiştir (Dos Santos, 2009: 6).

Böylece, piyasa temelli finans doğrultusundaki yönelim, vadeli işlem, opsiyon ya da takas sözleşmeleri (swap)²¹ gibi türev araçlar tarafından güçlendirilmiştir. Türev araçlar bağlı oldukları değişkenlerdeki (mal, hisse senedi, tahvil, faiz oranı, döviz kuru)

²¹Takas, bir tarafın, sahip olduğu varlık veya yükümlülükleri diğer tarafın sahip olduğu varlık veya yükümlülüklerle değiştirmesine dayanan finansal sözleşme türüdür (TDK 2011).

değişikliklere göre değerleri değişen finansal araçlardır. Bu araçlar, finansla ilgili farklı tipteki risklerin azaltılmasına yardım ederken, ek olarak spekülasyona da yol açmışlardır (Guttman, 2008: 8). Menkul kıymetler çeşitli nedenlerle kredilerle karşılaştırılır. Bunlar krediye göre fon tedarikçilerine çıkış seçeneği sağlamaktadır. Fon kullanıcıları ise krediye göre bunları daha az maliyetli bulmakta, çünkü tek seferde kredinin sunduğundan daha fazla miktarda borç sağlayabilirler. Borçların, temel biçimi olan kredilerden menkul kıymetlere kayması, mevduatların menkul kıymetler için büyük bir talep oluşturması tarafından kolaylaştırılmıştır. Ticari bankalar geleneksel aracılık işlevlerindeki azalma karşısında bu şekilde konum belirlemişlerdir. Yeni finansal araçların kârlılığı, bankaların portföy bileşimlerini kredi genişlemesinden menkul kıymet satın almaya kaydırmıştır. Bankalar menkul kıymet aldıkça, daha fazla para finansal piyasalara akmış, ticaret hacimleri ve varlık değerleri iyice artmıştır (Guttman 2008).

1.6.2. Finansal Olmayan İşletmeler

Finans sisteminin ekonomi içindeki ağırlığının artması, finansal kurum ve şirketlerin büyümesinin yanı sıra finansal olmayan işletmelerde de önemli değişimlere neden olmaktadır. Neoliberalizm öncesi dönemde işletmeler uzun dönemli reel yatırımlara yönelmekteydi. Ancak finansallaşmayla birlikte artan rekabet ve firma yöneticilerinin güdülerindeki değişim, finansal olmayan işletmelerin kâr elde etme yollarını değiştirmiş ve kısa vadeli yüksek getiri sağlayan finansal yatırımlara yönlendirmiştir. Finansallaşma süreci öncesinde “tasarruf et ve yatır” şeklinde özetlenebilecek olan şirket stratejileri, finansallaşmayla birlikte hissedarlarının çıkarlarını ön plana alarak, “küçült ve dağıt” stratejisine geçişi teşvik ederek (Lazonick ve O’Sullivan, 2000: 18) finansal olmayan işletmelerin gelirlerini finansal piyasalara aktarmaya başlamıştır (Skott ve Ryoo, 2008: 827).

Bu değişim finansal olmayan işletmelerdeki hissedar-yönetici sorunundan kaynaklanmaktadır. 1980 öncesinde işletmeler, gelirlerinin büyük bir bölümünü tasarruf edip reel yatırımlara yönelmekte ve finansal piyasalar da bu yatırımları desteklemekteydiler. Bu nedenle şirket hissedarları uzun vadeli yatırımcılardan oluşmaktaydı. Finansallaşma süreci ise işletmelerin, hissedarlarının çıkarları için

yönetilmesine neden olmuştur. Kısa vadede kâr elde etme amacı, finansal yatırımların artmasına, sabit yatırımların ise azalmasına yol açmaktadır. Neo-liberal dönemle birlikte gelişen finansallaşma süreci finansal olmayan şirket yöneticileri için finansal kârları daha önemli hale getirmiştir. Bu yöneticiler, şirketin büyümesini engelleyen kısa dönemli hissedar değeri ençoklaştırma amacını benimsemiş, başka bir deyişle şirketler hissedarların çıkarlarına göre yönetilmiştir (Aytürk, 2011: 68).

Bu dönemde işletmeler, gelirlerinin büyük bir bölümünü hissedarlarına aktarmak için kendi hisselerini piyasalardan satın alma yoluna gitmiş ve böylece söz konusu işletmeler gelirlerini daha çok finansal piyasalara aktarmışlardır (Orhangazi 2008a, 2008b). Stockhammer (2004), bu durumun firmanın büyüme ve kârlılık arasında bir değiş tokuşa tabii olduğu varsayımına dayandırmaktadır. Buna göre yöneticiler, şirketin devralınması ihtimalinin artması ve kendilerine yapılan ödeme yapısının değişmesi nedeniyle hissedar çıkarlarını ön plana koymaktadır (Skott ve Ryoo, 2008: 833)

Bu durum şirketlerin hisse senedi fiyatlarını artırmasına ve şirket devralmalarına neden olmuştur. Şirketler kendi hisse senetlerini satın alarak hisse fiyatlarını artırmıştır ayrıca, hissedar değerinin ençoklaştırılması amacı doğrultusunda hissedar-yönetici çıkarlarının uyumlaştırılması için yöneticilere hisse senedi seçenekleri sunulmuştur. Bir başka deyişle yöneticilere, önceden belirlenmiş sabit bir fiyattan hisse senedi satın alma fırsatı verilmiştir. Bu da yöneticileri kendi çıkarları için hisse senedi fiyatlarını, daha önceden belirlenmiş olan fiyatın üstüne çıkartmaya yöneltmiştir (Lazonick ve Sullivan 2000).

Diğer taraftan süreç içerisinde finansal faaliyetlerin kârlılıklarının giderek artması da işletmeleri finansal yatırımlara yöneltmiş ve ana faaliyetleri yanında bu alandan da kâr etmeyi istemelerine neden olmuştur. Böylece süreç içerisinde finansal olmayan işletmeler de finansallaşmıştır. Bu durumun reel yatırımlar üzerindeki etkileri tartışılmaya başlanmıştır (Stockhammer 2004; Orhangazi 2008a). Bir taraftan, finansal yatırımların yalnızca likiditenin bir ekonomik birimden daha iyi yatırım fırsatlarına sahip olan bir diğerine geçmesini sağladığı ve bu nedenle makro çerçevede fiziki yatırımlarla ikame olmadığı öne sürülürken; diğer taraftan finansal yatırımların artmasının, işletmelerin elindeki fonları azaltacağından reel yatırımları dışlayabileceği iddia edilmektedir. Ayrıca işletmelerin giderek finansal yatırımlara yönelmeleri, hissedarlarının çıkarlarını öne çıkaran stratejiler izlemeleri de uzun vadeli reel

yatırımlardan daha çok kısa vadeli finansal yatırımlara kaymalarına (Crotty 2005) ve böylece reel yatırımların azalmasına neden olmaktadır (Orhangazi 2008a). Firmaların, büyüme ve kâr elde etme arasında bir tercih yapacakları düşünüldüğünde ve finansallaşma sürecinde politikalarını hissedarlarının çıkarlarına göre oluşturduğu göz önüne alındığında, önceliklerinin büyüme değil, kârlılığı arttıran finansal yatırımlar olduğu görülmektedir. Finansallaşma bir anlamda kısa vadeli getirilerin ön plana çıktığı, uzun vadeli yatırımlara pek yer verilmeyen ve bu nedenle iktisadi büyümeye zarar veren bir sürece dönüşmektedir (Stockhammer 2004).

Dolayısıyla finansallaşma görüşü, finansal serbestleşme sonrasında gelişen geri dönüşü olan finansal yatırımlar ile geri dönüşü olmayan sabit yatırımlar arasında reel sektör firmalarının karşılaştığı portföy seçimi sorununa işaret ederek, dağıtım etkinliği-kazanç (allocative efficiency-gain) savlarını sorgulamıştır. Buna göre, artan belirsizlik ve dalgalanma, artan reel faiz oranları ve rekabet, finansal piyasalardaki daha yüksek getiri elde edebilme olasılığıyla birleşince, kısa dönem finansal yatırımlar lehine reel yatırımları engelleyebilecektir (Demir 2009).

1990'dan beri oldukça düşük olan sabit sermaye oluşumunun temel nedenlerinden biri olarak reel sektör firmalarının portföylerindeki finansal yatırımların, pay ve önem olarak artması gösterilmektedir. Ancak diğer taraftan, reel sektör yatırımlarının finansallaşması, reel sektör firmaları için olumsuz bir etkide bulunmayabilir. Bu noktada, finansal varlıkların getiri oranının riskin artan bir fonksiyonu olduğu göz önüne alındığında, reel sektör firmalarının belirsizliklere karşı kendilerini korumak için bu tip yatırımları seçebileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Sonuçta, finansal yatırımlar firmaların kârlılığını artırarak, yeni sabit yatırımlara yol açabilir (Demir 2009).

Ancak Stockhammer (2004), son dönemlerde durgun yatırım performansının arkasında, hissedar çıkarlarının egemenliği olduğundan şüphelenmektedir. Çünkü doğası gereği reel yatırımlar, anında maliyet giderlerine yol açtığından ve ertelenmiş faydaları içerdiğinden ilk başta kârı düşürecek, sonrasında ise artıracaktır. Bu nedenle öncelik hissedar çıkarları, bir başka deyişle kısa dönemde kâr elde etmekse, reel yatırımlar kolay kolay üstlenilmeyecektir. Bu noktada Guttman (2008: 3), 1990 ve 2000'lerde yaşanan küresel birleşmelerin üretken yatırımlardan çok finansal varlıkların yükselişini

getirdiğini ve finansallaşma sürecinin merkezinde yer alan başka bir finansal kurum olan yatırım bankaları için bu sürecin iyi bir dönem olarak geçirildiğini belirtmiştir. Bu süreçte finansal olmayan işletmelerin finansal varlık portföylerinde önemli bir artış görülmüştür.

1.6.3. Firma Davranışları ve Yatırım

Makroekonomik amaçlardan biri ve belki de en önemlisi olan iktisadi büyüme, fiziki sermaye birikimine dayandığından, finansallaşmanın yatırımlar üzerindeki etkilerinin belirlenmesi oldukça önemlidir. Bu noktada, finansallaşmanın ekonomi üzerinde olumlu ve olumsuz bazı etkileri olduğu savunulmaktadır. Şöyle ki, bazı iktisatçılar finansallaşmanın, fonların daha verimli yatırımlara yönelmesini sağlayarak büyümeyi teşvik ettiğini ifade ederken, bazıları finansallaşmanın finansal olmayan şirketleri zayıflattığını, toplam talebi azalttığını, istikrarsızlığa neden olduğunu ve böylece büyüme ve istihdamı olumsuz etkilediğini savunmuşlardır. Ayrıca finansal gelir arttıkça işletme kârlarının düştüğü ve bunun da sermaye birikimi güdülerini azalttığı ileri sürülmektedir (Skott ve Ryoo 2008).

İktisat yazınında nasıl bir finansal sistemin iktisadi büyümeye en çok katkıyı sağlayacağı konusunda bir fikir birliği bulunmamaktadır (Hein, 2009: 2). Yeni içsel büyüme kuramına dayanan modern ana akım modellerde genel olarak finansal aracılık uzun dönem iktisadi büyümeyle olumlu yönde ilişkilendirilmiştir. Ancak, Hein (2009) bu modelleri, finansallaşma sürecini dikkate almada çok kısıtlı olarak değerlendirmiştir²².

Bu noktada çeşitli makroekonomik değişkenlerin yatırımları nasıl etkilediği de tartışılmıştır²³. Yazındaki önemli konulardan biri de finansal piyasaların reel ekonomi üzerinde etkisi olup olmadığıdır. Kiyotaki ve Moore (1997) gibi bazı araştırmacılar, ters seçimin veya ahlaki çöküntünün birincil finansal piyasaları nasıl etkilediğini incelemiştir. Ancak, finansal işlemlerin önemli bir bölümünün ikincil finansal piyasalarda gerçekleştiği unutulmamalıdır. Bu piyasalarda menkul kıymetler,

²² Hein'a göre, bu modellerde uzun dönem efektif talebe ve bölüşüme kısıtlı bir rol verilmiştir.

²³ Bkz. Lavoie (1992).

yatırımcılar tarafından firmalara bir sermaye girişi olmaksızın değış tokuş edilmektedir. Bu anlamda türev ürünler de her zaman ikincildir. İkincil finansal piyasaların ekonomiye etkisi ise çok küçüktür.

Bu noktada, Bond, Edmans ve Goldstein (2011)'a göre, ikincil piyasa fiyatlarına önem verilmemesi yanlış olacaktır. İkincil finansal piyasalar doğrudan reel kesimi etkilemediğinden bu piyasaların sadece fiyatları reel ekonomideki karar alıcıların hareketini etkilemesi durumunda, reel sonuçlara sahip olacaktır.

Geleneksel Post Keynesyen kuramın yatırım fonksiyonu, yatırım ile kâr oranı arasındaki pozitif ilişkiye dayanmaktadır (Kalecki 1954). Ancak bu basit ilişki gözlenen durumlarla pek uyuşmamaktadır. Gözlemler, kâr ve yatırımlar arasında bir bağlantı göstermemektedir. Bu noktada finansal değişkenlerin modele dâhil edilmesi, artan finansallaşma döneminde yatırımların dinamiğini açıklamaya yardımcı olabilir.

Finansallaşma sürecinin bütün olarak ekonomiyi finansal ve reel yatırımlar arasında bir seçime ittiğı söylenebilir. Finansal yatırımların, reel yatırımlara göre kısa vadede daha çok getiri sağladığı dönemlerde bu seçimin finansal yatırımlar lehine olacağı açıktır. Bu durum da finansal yatırımların reel yatırımları dışlamasına neden olabilir.

Portföy seçimi sorunu, iktisat yazınında yeni bir konu değildir. Tobin (1965), portföy dengesinde reel ve finansal varlıkların ikame edilebilirliğine değinmiştir. Buna göre yatırımcılar, portföylerini reel ve finansal varlıklar arasında nasıl dağıtacaklarına getiri oranlarına göre karar vermektedir. Benzer şekilde artan belirsizlik altında, reel sektör firmaları, geri dönüşümü olmayan sabit varlıklara eşit veya daha yüksek getiri oranına sahip, akışkan ve geri dönüşümü olan finansal varlıklara yatırım yapmayı tercih edebileceklerdir (Demir, 2009a: 955; 2009b: 314).

Yüksek kâr oranları her zaman daha fazla yatırıma neden olmamaktadır. Keynezyen iktisatçılar zaten yatırımları kârlılıktan çok beklentilerle ilişkilendirmiştir. Kalecki (1954) ise ilişkinin tersine işleyebileceğini, bir başka deyişle kârların yatırımlara değil, yatırımların kârlara neden olabileceğini ortaya atmıştır.

Demir (2009b: 314)'e göre, finansal serbestleşmeyle birlikte reel sektör firmaları yatırım kararlarında finansal ve sabit yatırım arasında bir portföy seçimi sorunuyla karşı

karşıya kalmışlardır. Ancak sermaye piyasalarının etkin çalışmaması, artan risk ve belirsizlikle birlikte finansal piyasalarda getiri oranlarının daha yüksek olması, uzun vadeli sabit yatırımlara göre kısa vadeli finansal yatırımların tercih edilmesine neden olabilir.

1.6.4. Hane Halkı Davranışları

Finansallaşma süreciyle birlikte sadece firmalar değil, bireyler ve hane halkı da finansal sektörlere yönelmiştir. Bu noktada finansallaşmanın hane halkı davranışlarını nasıl etkilediği önem kazanmıştır. Burada sıkça tartışılan konu, hane halkının ne ölçüde servetlerini finansal varlık şeklinde tuttuğu ve finansallaşmanın özel tüketim harcamalarını ve tasarruflarını nasıl etkilediği olmuştur.

Günümüzde, bankaların faiz oranı farklılığından elde ettiği gelirin önemi giderek azalmıştır. Hane halkları varlıklarını banka mevduatından çeşitli yatırım fonlarına kaydırmakta ve bankaların işletmelere verdiği borcun önemi de giderek azalmaktadır. Bankalar bu duruma ücretlerden yeni gelirler, komisyonlar ve finansal piyasa aracılığıyla ilgili faaliyetlerinde elde ettikleri diğer faiz dışı kazançları geliştirerek cevap vermektedir. Bu kurumlara yatırım bankacılığı hizmetleri, aracılık ve giderek artan yatırım yönetimi yoluyla bireysel yatırımcılar için yatırım, emeklilik ve sigorta fonları yoluyla bireylerin finansal piyasalara katılımını kolaylaştırmıştır. Bankalar ayrıca tüketici kredileri ve konut kredileriyle bireylere borç vermeyi de artırmaktadır (Dos Santos, 2009: 6). Bu doğrultuda banka kredilerinin kompozisyonu değişmiş, işletmelere verilen krediler, bireysel tüketim ve konut kredilerine kaymıştır.

Aslında finansallaşmanın tüketim üzerinde ters etkileri vardır. Bir taraftan krediye ulaşımı kolaylaştırdığından tüketim harcamalarının artmasına neden olurken, diğer taraftan emeklilik için gelirin daha büyük bir kısmının tasarruf edilmesini sağlayarak tüketim harcamalarının azalmasına yol açabilir. Ancak buradaki temel nokta, finansallaşmanın hane halkına krediye daha kolay ve fazla ulaşma şansını getirmiş olmasıdır. Bir başka deyişle finansallaşma ile birlikte bireyler ve hane halkı kredi kullanmaya daha çok alışmıştır. Ayrıca, eğitim, emeklilik ve sağlık gibi hizmetlerin özel sektörden karşılanması, şimdiki ve gelecekteki tüketim için paraya talebini daha da

artırmıştır. Bu durum ise bireyleri ve hane halkını finansal piyasalara yöneltmiştir. Krediye ulaşım sadece konut kredisiyle sınırlı kalmamış, kredi kartları gibi diğer tüketici kredisi biçimlerini de kapsamıştır. Tüm bunların sonucunda ise hane halkının borcu artmıştır (Stockhammer 2008). Dos Santos (2009), birçok temel sosyal gerekliliğin özelleştirilmesinin, sıradan bireyleri artan bir şekilde borçlanmaya zorladığını ve gelirlerinin büyüyen bir payını banka ve diğer finansal kurumlara aktarmak zorunda kaldıklarını belirtmiştir.

Uslu ve Gündoğdu (2011: 157)'ya göre finansallaşma, hane halkının tüketim eğilimlerini değiştirmekte ve buna bağlı olarak borçluluk düzeylerini arttıran bir etki yaratmaktadır. Finansallaşma süreci ile birlikte bankaların hane halklarına sağladığı krediler, bireylerin gelirlerinden daha fazla harcama yapmasına neden olmuştur.

Lapavitsas (2009) ise finansallaşma ile birlikte finansal sistemin kişisel gelire yöneldiğini ve bireylerin konut, emeklilik ve sigorta gibi temel ihtiyaçlarını karşılamayı amaçladığını belirtmiştir. Bu noktada devletin piyasadaki faaliyetinin azalması sonucunda bireylerin temel ihtiyaçları için bile finansal sisteme yönelmek zorunda bırakıldıklarını ifade etmiştir.

Burada temel konu, artan hane halkı borcunun akılcı bir karar süreci mi, yoksa sosyal ve kültürel bir sonuç olarak mı ortaya çıktığıdır. Ana akım iktisatçıların çoğu hane halkının, servetleri arttığından, akılcı olarak borç oranlarını artırdığını varsaymaktadır. Ancak bazı iktisatçılar borç birikiminin hane halkının sürdürülemeyecek tüketim düzeylerini korumaktan kaynaklandığını, bir başka deyişle akıldışı davrandıklarını düşünmektedirler (Stockhammer, 2010: 5).

1.7. FİNANSALLAŞMAYA İLİŞKİN NİCELİKSEL TESPİTLER

İktisat yazınında özellikle son küresel krizden sonra finansallaşmanın ekonomi içindeki ağırlığı, büyümesi ve etkilerini araştıran niceliksel çalışmalar göze çarpmaktadır. Finansallaşma yazınında, finansal sektörün milli gelir içerisindeki payı, kredi hacmi, finans sektörünün katma değeri, finansal sektördeki istihdamın toplam istihdama oranı, finans piyasalarının işlem hacmi, finansal sektörün aktif büyüklüğü, finansal kurumların

kârları ve finansal olmayan işletmelerin finansal kârları gibi çeşitli göstergeler finansallaşma sürecini anlatmak için kullanılmıştır.

Orhangazi (2008b: 136)'nin derlediği verilere göre, 1980'de dünyanın toplam gayrisafi gelirine eşit olan toplam finansal varlık değeri, 2006 yılında 44,5 trilyon dolar olan toplam gayrisafi gelirin üç katından fazla büyüyerek 140 trilyon dolara ulaşmıştır. 1990'larda dünya gelirin yüzde 27'si kadar olan türev varlıkların değeri ise 2006 yılında yüzde 800'üne çıkmıştır. Söz konusu dönemde küresel sermaye hareketleri de önemli bir artış göstererek 6 trilyon doları geçmiştir. 1980 sonrası dönemde tüm dünyada hem finansal sermayenin boyutları büyümüş hem de bu sermayenin hareketliliği artmıştır.

ABD ekonomisinin finansallaşma düzeyini inceleyen Orhangazi (2008b: 136-140), finansal sektörün ulusal gelire oranının 1952-1980 arasında yüzde 12 ila 14 arasında seyrederken, 2000'lerde yüzde 20'ye ulaştığını kaydetmiştir. Ayrıca, finansal işletmelerin kârlarının, finansal olmayan işletmelerin kârlarına oranı 1980'lerin ortalarında artmaya başlamış, 1990'larda ciddi bir patlama yaşadıktan sonra 2000'lerin başında rekor düzeylere ulaşmıştır. Benzer şekilde, 1980'lerde önemli derecede düşen ticari bankaların kârlılık oranları da 1990'larda rekor seviyelere ulaşmıştır. Finansallaşma döneminde, finansal piyasalardaki işlem hacmi de önemli derecede artarak, New York Borsası'nda günlük ortalama işlem hacmi 1960'da 3 milyon hisse senediyken, 1980'de 45 milyona ulaşmış 1980'lerde 200 milyonu aşan işlem hacmi, 2000'lerde bir milyarı bulmuştur.

Assa (2012: 36)'nın derlediği verilere göre ise 2008 yılında, 1970 yılına göre 11 OECD ülkesinde (Kore Cumhuriyeti (Güney Kore), Avusturya, Belçika, Almanya, İrlanda Cumhuriyeti, Hollanda, Yeni Zelanda, Avustralya, İzlanda, Birleşik Krallık ve Finlandiya) toplam katma değer içinde finansın payı iki kattan daha fazla yükselmiştir. Benzer eğilim toplam istihdam içinde finansal istihdamın payı için de geçerlidir.

ABD'de finansal olmayan işletmelere göre finansal işletmelerin kâr oranları 1950'lerde yüzde 15 iken, 2001'de yüzde 50'ye yükselmiştir (Crotty, 2005: 85). Bu süreçte finansal olmayan işletmelerin nakit akımına göre portföy gelirleri 1960'larda yüzde 14 iken, 1990'ların sonunda yüzde 37 civarına gelmiştir. Dumenil ve Levy (2005), Fransa ve

ABD’de 1980’lerin ortalarında sırasıyla kârların yüzde 2,4 ve 1,7’sinin faiz ödemelerinden dolayı kaybedildiğini hesaplamıştır²⁴.

Bu veriler, finansallaşma sürecinde finans sektörünün ve finansal işlemlerin ekonomideki ağırlığının arttığını göstermektedir. Finansal sistemin optimum büyüklüğü ve işlevleri ile ekonomide yarattığı katma değer konusunun araştırılması yoluyla finansal sistemin hangi koşullar altında ekonomik istikrar veya istikrarsızlıklara eğilimli olduğunun incelenmesinin gerektiğini belirten Turner (2010: 5), finansın son 20-30 yıllık yakın geçmişinde üç önemli gelişme yaşandığını belirtmiştir. Bunları, reel ekonomiye göre finansal faaliyetlerin ölçeğindeki büyüme, özellikle menkul kıymetleştirilmiş kredi ve diğer türev ürünlerin gelişimiyle bağlantılı olarak finansal ürün ve hizmetlerin karmaşıklığının artması ve genel olarak ölçek ve karmaşıklık artışının küresel ekonomiyi daha etkin ve az riskli hale getirerek ekonomiye katma değer sağladığı yönündeki genel kanının artışı şeklinde sıralamıştır. Turner, bu üç gelişmeden üçüncüsünün yanlış olduğunu savunmuştur.

Finansın sağladığı faydalarla neden olduğu krizlerin maliyetlerinin karşılaştırılması, finansallaşmanın net olarak yararlı mı yoksa zararlı mı olduğu konusunda bir fikir yaratabilecektir. Böyle bir karşılaştırmanın yapılabilmesi için öncelikle finansal sektörün ekonomiye yaptığı katkının ölçülmesini gerektirmektedir. Ancak, bu değişkenin ölçümü kuramda basit gibi görülse de uygulamada zordur.

Bir sektörün üretime katkısını ölçmenin standart yollarından biri brüt katma değerdir. Brüt katma değer, sektörün brüt üretiminden bu üretimde kullanılan mal ve hizmetlerin maliyetinin çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır. Brüt katma değer, sektörün ekonomiye doğrudan katkısını göstermektedir. Ancak dolaylı katkının da önemli olduğu unutulmamalıdır (Haldane, Brennan ve Madouros, 2010: 89).

2008’de Lehman Brothers’ın iflası finansal piyasalarda bir zincir etkisi yaratmış ve bu durum finansal piyasaları ve dünyanın en büyük kurumlarından birçoğunu çöküşün eşiğine getirmiştir. 2008’in dördüncü çeyreği boyunca büyük küresel bankaların hisse değerleri yüzde 50 düşmüş ve yaklaşık 640 milyar dolarlık piyasa değeri kaybı yaşanmıştır. Sonuçta 2008’in dördüncü çeyreğinde dünya GSYH’sı ve ticareti

²⁴ Demir (2009: 955a)’den aktarılmıştır.

yıllıklandırılmış olarak sırayla yüzde 6 ve yüzde 25 azalmıştır. Ancak finansal sektörün ekonomiye katkısını gösteren resmi istatistikler tamamen farklı bir tablo çizmektedir. Örneğin, ulusal hesaplara göre Birleşik Krallık'ta finansal sektörün brüt katma değeri 2008'in dördüncü çeyreğinde en hızlı artışını (yüzde 9) yaşamıştır. Ulusal hesaplar, 1980'in ortalarından beri finansal sektörün kriz döneminde en yüksek katkıyı sağladığını göstermektedir. Bu durum yazında bir ikileme yol açmıştır (Haldane, Brennan ve Madouros, 2010: 88).

Wadhvani (2010)'ye göre, son 160 yılda finansal aracılık sektöründeki yıllık büyüme tüm ekonomideki yıllık ortalama büyümeden yüzde 2 daha fazla olmuştur. 1850'den beri finansal sektörün katma değerindeki büyüme, tüm ekonominin büyümesinin iki katından fazladır. Bu durum birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomide son yüzyılda yaşanan finansal derinleşme eğilimini göstermektedir. Finans içindeki bu yapısal eğilim, finansal sektörün ekonominin büyümesine olumlu katkıda bulunduğunu göstermektedir.

Ancak Haldane vd. (2010: 89)'nin ABD ve Birleşik Krallık için yaptığı çalışmaya göre, finansallaşma eğilimi düz bir doğru şeklinde gelişmemiştir. I. Dünya Savaşı öncesi dönemde finansal derinleşmenin çok hızlı olduğu görülmektedir. Bu dönemde finans sektörü, reel ekonomiye göre dört kat hızlı büyümüştür. Bu dönemi izleyen dönemde, bir başka deyişle I. Dünya savaşından 1970'lere kadar ise bu eğilim tersine dönmüştür. Bu dönemde finans sektörünü kısıtlayan sıkı devlet düzenlemelerinin olduğu görülmektedir. 1970'lerin başlarından 2007'ye kadar olan dönemde ise başka bir dönüm noktası oluşmuştur. Bu dönemde ardışık finansal serbestleşme dalgaları yaşanmıştır. Söz konusu dönemde finansal büyüme finansal olmayan ekonominin büyümesini yılda ortalama 1,5 puan geride bırakmıştır. Bu eğilim 1980'lerin başlarından bu yana daha da hızlanmıştır. 1980-2008 arasında tüm ekonominin üretimi ikiye katlanırken finansal aracılık sektörünün reel katma değeri üç kattan fazla artmıştır. 1970'de toplam katma değer yüzde 5'i olan finansal aracılık katma değeri 2007'de yüzde 8'e yükselmiştir. 1948-1978 arasında aracılık sektörü tüm ekonomi kârlarının yaklaşık yüzde 1,5'ini alırken, 2008 itibarıyla bu oran yüzde 15 civarına yükselmiştir.

Sonuçta, finansallaşmayla birlikte finansal piyasaların, kurumların ve işlemlerin ekonomideki ağırlığı artmıştır. Mal piyasalarındaki rekabetin yoğunlaşması ise finansal

olmayan işletmelerin kârlarını düşürmüştür. Reel yatırımların getirilerinin azalmasıyla birlikte kısa vadeli finansal yatırımlardan yüksek kârların sağlanma olasılığı finansal olmayan işletmelerin finansal piyasalarda faaliyet göstermesine neden olmuştur (Aytürk, 2011: 66).

Finansallaşma yazınında, sabit sermayeye göre finansal sermayenin daha yüksek getiri oranına sahip olması, reel sektör firmalarının kısa vadeli finansal varlıkları ediniminin artması ve sabit yatırım oranının azalması gibi konuları inceleyen çok sayıda niceliksel ve kuramsal çalışma mevcuttur. Buna göre Stockhammer (2004), Crotty (2005), Demir (2009b), Dumenil ve Levy (2005), Epstein ve Jayadev (2005) ve Orhangazi (2008a) finansal olmayan işletmelerin portföy seçimi kararlarında yapısal değişim olduğuna dair niceliksel kanıtlar elde etmişlerdir. Demir (2009a: 955) ise artan belirsizlik ve dalgalanma ile birlikte sermaye piyasası aksaklıklarının devam etmesinin, reel sektör firmalarını spekülasyon kazanç sağlamak ya da aşırı riskten kaçmak için zaman ufuklarını daraltan yatırımcılara dönüşmesini sağlayan finansal sendromla sonuçlandığını belirtmiştir.

Finansallaşma, iktisadi hayatta firmaların gerçekleştirdiği reel yatırımları etkileyen çeşitli değişimlere neden olmuştur. Bunlardan bazıları; yeni finansal araçların finansman yapılarını değiştirmesi, hissedar değeri yöneliminin yönetici hedeflerini etkilemesi ve finansal piyasaların istikrarsızlığının firmalar için belirsizliği artırmasıdır (Stockhammer, 2008: 190).

Stockhammer (2008: 191), yatırım davranışındaki en önemli değişikliklerden birinin hissedarların artan rolü olarak açıklamıştır. Guttman (2008: 3), firma düzeyinde finansallaşmayı, birçok amacın arasından hissedar değerinin en çoklaştırılması baskısı olarak değerlendirmiştir. Yüksek piyasa baskısı altında yöneticiler Ar-Ge, tesis ve teçhizatın yenilenmesi, iş gücünün beceri oluşumu gibi büyüme için gerekli uzun vadeli faaliyetler yerine, kısa vadeli sonuçlara öncelik vermişlerdir. Birleşme ve satın almalar, yeni, ek üretim kapasitesine yatırım yerine büyüme için bir yöntem olarak tercih edilmiştir. İkinci değişikliği ise firmanın karşılaştığı iktisadi ortam olarak belirlemiştir. Bu konuyla ilgili olarak finansal kuralsızlaştırmanın, finansal piyasalardaki dalgalanmayı önemli ölçüde artırdığını ve bu durumun da firmaları, fiziki yatırım

projelerinin çekiciliğini azaltan daha yüksek bir belirsizlik ortamıyla baş başa bıraktığını savunmuştur.

Demir (2009b), bir portföy seçim modeli kullanarak Arjantin, Meksika ve Türkiye’de bulunan reel sektör firmaları temelinde yaptığı panel veri analizinde bu firmaların fiziki yatırım kararlarında çeşitli finansal yatırımları da göz önüne aldıklarını gösteren bulgulara ulaşmıştır. Çalışmada getiri farklılığı ve belirsizliğin sabit yatırımları azalttığına ilişkin ekonomik ve istatistiksel olarak anlamlı bulgulara ulaşmıştır. Buna göre firmalar getiri oranları, belirsizlik ve riske göre geriye dönüşü olmayan uzun vadeli sabit yatırımlar yerine geri dönüşü olan kısa vadeli finansal yatırımları seçebilmektedir. Demir (2009b: 316) bulgularını, 1980 ve 1990’larda yaşanan serbestleşme dönemiyle birlikte reel sektör firmalarının, yatırım seçimlerinde portföy seçimine gittikleri şeklinde yorumlamıştır. Böylece, finansal piyasalardaki görece hızlı ve büyük getirileri dikkate almışlardır.

Orhangazi (2008a), yatırımları belirleyen reel ve finansal değişkenleri dâhil ettiği çalışmasında, ABD’de finansallaşmanın sermaye birikimi üzerindeki etkilerini incelemiştir. Yatırımları belirleyen değişkenler olarak, kârları, satışları, uzun vadeli borçları, finansal ödemeleri ve finansal kârları modeline dâhil etmiştir. Finansallaşma değişkenleri olan finansal ödemeler ve finansal kârların, yatırımları negatif etkilediğine dair istatistiksel olarak anlamlı katsayılar elde etmiştir.

Basu (2011), finansallaşma, üretken olmayan kredi ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Finansallaşma arttıkça, üretken olmayan kredilerden olan hane halkı kredi hacminin büyüyeceğini ve bunun da iktisadi büyüme hızını düşürebileceğini belirtmiştir. Basu, üretken olmayan kredinin, sistemin büyüme hızı üzerinde negatif etkisi olduğu göstermiş, analizinde iki benzer kapitalist ekonomi arasında, daha yüksek üretken olmayan kredi oranına sahip ekonominin daha düşük bir büyüme oranına sahip olacağı sonucuna ulaşmıştır.

Çeşitli araştırmacılar, hissedarların gücünün veya finansal kârlılık anlayışlarının, yatırım üzerindeki etkilerini Keynesyen yaklaşım uyarınca elde etmeye çalışmıştır. Boyer (2000), hissedarlar tarafından dayatılan kârlılık ihtiyacını temsil eden finansal anlayışın yatırımlar üzerinde negatif etkisi olduğunu göstermiştir. Stockhammer

(2004) ise finansallaşma etkisini içeren bir yatırım fonksiyonu oluşturmuştur. Bunu finansal olmayan firmaların faiz ve hisse gelirinin katma değere oranlarını içererek yapmıştır. Finansallaşmanın Fransa ve ABD’de birikim oranının üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Van Treeck (2008), firmaların hissedar değerini de değişken olarak içerecek şekilde bir yatırım fonksiyonu tahmin etmiştir. Burada temsil edici değişken olarak firmaların kâr payı ödemelerinin sermaye stoklarına olan oranını kullanmış ve net faiz ödemeleriyle birlikte bu değişkenin yatırımları yüksek derecede ters yönde etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

Post Keynesyenler, makroekonomik düzeyde sermaye birikimi ile finans arasındaki ilişkiye çok önem vermiştir. Yaklaşımın kökeni Kalecki’nin artan risk ilkesine dayanmaktadır. Kalecki, firmaların daha çok yatırımı borçla finanse ettikçe daha yüksek riskle karşı karşıya kalacağını altını çizmiştir. Buna göre yüksek borç düzeyi finansal kırılganlığa neden olacak ve bu da yatırımları negatif etkileyebilecektir (Clevenot vd., 2010: 701).

Bu noktada Clevenot vd. (2010), Fransa’da finansal olmayan firmalar üzerine yaptığı çalışmada sabit yatırımların belirleyenlerini analiz etmiştir. Çalışmada post-Keynesyen çerçeveye izlenmiş ve ekonometrik yöntemlerle finansal birikim incelenmiştir. Sabit sermaye birikiminin büyük ölçüde toplam kâr oranıyla sürdürüldüğü ve artan riskin etkisini yansıtan borç oranının yatırımlar üzerinde negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Uzun dönem reel faiz oranı da kredi maliyeti olduğundan yatırımlar üzerinde negatif etkisi olduğu sonucu elde edilmiştir. Ayrıca, çalışmada finansal kâr oranı, bir başka deyişle hisse getirileri oranının negatif etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu açıdan hisse senedi piyasasının patlaması ve finansal kârlılığın artışı sabit sermaye birikiminin yavaşlamasına katkıda bulunduğunu savunmuşlardır. Elde ettikleri bu sonuçlar, Stockhammer (2004)’ın finansallaşmanın yatırımları negatif etkilediği yönündeki bulgularıyla uyumaktadır.

Yazında firma faaliyetleri üzerine yapılan ekonometrik analizler, daha çok hissedarların istekleri yoluyla firmaların finansal kârlılığı üzerinde finansal baskı olduğunu göstermektedir. Bu durum ise fiziki birikim ile kısa dönem finansal kârlılık arasında karmaşık bir arbitrajı (değiş tokuşu) içermektedir. Hissedar değerini ençoklaştırma amacının karşılanması firmalar üzerinde iki kanaldan finansal baskı yaratmaktadır. İlk

olarak finansal getiri çabaları sermayenin toplam maliyetini artırmakta ve bu da üretken yatırımları negatif olarak etkileyebilmektedir. İkinci olarak ise finansal kaldıracı kullanmaya çalışan firmaların borç riski aşırı artmakta, bu da firma faaliyetlerinin daralmasına neden olabilmektedir (Clevenot vd., 2010: 696).

Sonuçta, finansallaşma yazınında, finansallaşmanın yatırımlar üzerinde pozitif etkisi olduğunu gösteren niceliksel bir sonuca ulaşılmamıştır. Bulgular daha çok hissedar değeri yönelimi ve artan belirsizlik nedeniyle negatif etkili olduğunu göstermektedir. Bu durum da Stockhammer (2004)'ın işaret ettiği gibi, finansallaşmanın hem finansal krizler hem de daha yavaş sermaye birikimi kanallarıyla istihdamı ve iktisadi büyümeyi de negatif etkilediğini göstermektedir (Assa, 2012: 35).

Kahyaoğlu vd. (2011: 38), Türkiye'de bireylerin konut, taşıt ve diğer temel ihtiyaçları açısından finansal sisteme olan bağımlılıklarının arttığını, konut kredilerinde 2002-2010 döneminde üç kat artış görüldüğünü, ihtiyaç kredilerinin bankacılık sektöründeki büyümeye karşın payını koruduğunu belirtmiştir. Ayrıca yazarlar, aynı dönemde hane halkının finansal varlık ve yükümlülüklerinin de arttığını, ancak yükümlülüklerin varlıklara göre daha büyüdüğü tespitinde bulunmuşlardır.

Ergüneş (2009: 22-23), Türkiye'de de finansallaşma sürecinde yabancı bankaların dikkatlerini özellikle tüketici kredilerine yönelttiğini ve tüketici kredisi piyasasının büyümesinin beklendiğini belirtmiştir. Bankalar bireylerin barınma, dayanıklı tüketim malları, eğitim ve sağlığa erişimleri için daha çok sigorta, konut ve diğer bireysel kredilere önem vermiş ve bu durum tüketici kredilerinden elde edilen kârı bankacılık işlemlerinin merkezine oturtmuştur. Ona göre, bu amaçla yabancı bankalar yerli bankaları satın alma ya da onlara ortak olma yoluyla tüketici verilerini ele geçirmeye çalıştılar. Benzer şekilde, yerli bankalar da faaliyetlerini sanayi sektöründen bireyselle kaydırmıştır. Bu dönemde konut, eğitim ve otomobil kredileri gibi tüketici kredilerinin arzı hızlı bir şekilde artmıştır. Toplam bireysel kredi hacmi 2002'de 4 milyar dolardan 2007'de 81,9 milyar dolara yükselmiştir. Bireysel kredilerin toplam içindeki payı da benzer şekilde 2002'de yüzde 13,4'ten 2007'de yüzde 33,3'e yükselmiştir. En yüksek artış ise konut kredilerinde yaşanmıştır. Bankaların tüketici kredilerine doğru yönelmesi, bireysel borçlanmanın artışı kaçınılmaz hale getirmiştir. Tüketim kredileri ve kredi kartlarıyla finanse edilen tüketim harcamaları da artmıştır. Hane halkı

borcunun, hane halkı harcanabilir gelirine oranı hızla artarak 2003'te yüzde 7,5 iken 2007'de yüzde 29,5 e yükselmiştir. Sonuçta hane halkı harcanabilir geliri içinde faiz harcamalarının payı da önemli derecede artmıştır. Bu oran 2003'te yüzde 2,1'den 2007'de yüzde 4,6'ya yükselmiştir. Bu faiz ödemeleri, bireylerin harcanabilir gelirinden finansal sisteme doğrudan transfer edilen miktarı göstermektedir. Dahası, bireysel borçlanmanın artması, finansın bireylerin ekonomik ve sosyal hayatını daha çok kontrol etmesi anlamına gelmektedir.

Genel olarak finansallaşma, iktisadi aktörleri, bunların amaçlarını ve kısıtlarını değiştirmiştir. Stockhammer (2010)'a göre finansın baskın olduğu birikim rejimi, hane halkının borç düzeyinin yükselmesinden kaynaklanan artan finansal kırılganlık ile birlikte düşük ekonomik performansa, bir başka deyişle yavaş iktisadi büyümeye neden olmaktadır. Finansın baskın olduğu bir birikim rejiminde hane halkının krediye ulaşımı kolaylaştığından tüketim harcamaları büyümenin itici gücü olarak öne çıkmıştır. Çünkü tüketim harcamaları toplam talebin en büyük parçası olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, bu durum özellikle durgunluk dönemlerinde yüksek düzeydeki borcun ödenmesi zorlaştığından yeni potansiyel istikrarsılıkları da yaratmaktadır.

Özet olarak finansallaşmayla birlikte kurumların politika değişiklikleri, bireylerin davranışlarının değişmesi ve teknolojik gelişme, bankacılığı ve bankacılığın birikimle olan ilişkisini değiştirmiştir. Finansal olmayan işletmeler yeni hisse senedi ve tahvil ihracı gibi yolları daha yaygın olarak kullanarak dış finansmana, bir başka deyişle banka kredilerine giderek daha az bağımlı hale gelmiştir. Bunların sermaye piyasalarıyla olan ilişkileri değişmiş ve büyük ölçüde finansal mühendislik işlemlerinin içinde yer almışlardır. Emeklilik sisteminin özelleştirilmesi ise bu değişimi, beklenmeyen paranın sermaye piyasalarına emeklilik tasarrufları olarak girişiyle hızlandırmıştır. Bu süreçlerin merkezinde ise bankalar yer almışlardır.

Bu bölümde genel olarak iktisat kuramında önemli bir rol verilen finansal piyasalar ve sistem ile bunlara ilişkin ortodoks ve heterodoks görüşler, finansal sistemin geçirdiği değişim ve bu değişime bir anlamda yol açan kuralsızlaştırma, teknolojik gelişme, kurumsal değişim ve neo-liberalizm konuları irdelenmiş, son dönemlerde sıkça dile getirilen, farklı yönleri ile karmaşık bir süreç olan finansallaşma kavramı değerlendirilmiş ve finansallaşmanın iktisadi düzen üzerindeki etkileri piyasa, finansal

olmayan işletmeler, firma ve hane halkı davranışları temelinde tartışılarak finansallaşma süreci ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Ancak iktisat yazınında başka bir merak konusu finansallaşma ile iktisadi dalgalanmalar ve krizler arasındaki ilişki olarak ortaya çıkmıştır. Bu noktada ortodoks görüş finansallaşma/finansal derinleşmenin iktisadi büyümeyi olumlu etkilediğini savunurken, heterodoks görüş finansallaşmanın krizler yoluyla ekonomiyi olumsuz etkilediğini iddia etmektedir. Bu doğrultuda İkinci Bölümde Hyman P. Minsky'nin görüşleri temel alınarak finansallaşma, kırılganlık, istikrarsızlık ve kriz döngüsü tartışılacaktır.



2. BÖLÜM

FINANSALLAŞMA, İSTİKRARSIZLIK VE KRİZ

Ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin serbestleştiği küresel bir dünyada finansal krizlerin sayısı, sıklığı ve yıkıcı etkilerinin artması son dönemlerde iktisat yazınında finansallaşmanın etkileri bağlamında tartışmalara neden olmuştur. Başka bir ifadeyle, finansal krizlerin piyasa bekleyişlerindeki keyfi değişimlerden mi yoksa ekonominin temel göstergelerindeki zayıflıklardan mı kaynaklandığı sorusu araştırılmaya başlanmıştır. Bu noktada, finansallaşma ile iktisadi dalgalanmalar ve krizler arasındaki ilişki konuyla paralel diğer bir araştırma alanı olmuştur. Günümüzde finansallaşmanın makroekonomiyi, neden olduğu krizler yoluyla olumsuz etkilediği sıkça dile getirilmektedir. Bu noktada finansallaşma, neo-liberal ekonomi politikalarına yöneltilen eleştirilerle, Hyman P. Minsky'nin finansal istikrarsızlıkla ilgili görüşlerinin birleşmiş bir hali olarak kabul edilmektedir (Tiryaki, 2012: 8). Bu doğrultuda özellikle son yıllarda yaşanan finansal krizleri açıklayabilmek için, Minsky'nin çalışmalarının yeniden ele alındığı görülmektedir. Bazı iktisatçılar, finansal yapının nasıl kırılgan bir yapıya dönüştüğünü Minsky'nin “finansal istikrarsızlık hipotezini” kullanarak açıklamaya çalışmışlardır.

Finansal yapı ve üretimin birbirleriyle ilişkili olduğu fikri yeni değildir. Neredeyse Büyük Buhrandan beri bu fikir dile getirilmekte ve finansal sistemin reel iktisadi faaliyetlerle birlikte çökmesi iktisatçıların dikkatini çekmektedir. Bu noktada Fisher (1933), kötü performans gösteren finansal piyasalar sonucunda iktisadi gerilemenin ciddiyetinden bahsetmiştir. Buna rağmen, özellikle ana akım iktisat yazınında uzun süre üretim ve kredi piyasaları arasındaki ilişki ihmal edilmiştir (Gertler, 1988: 561).

Zaman içinde birçok şey gibi para ve kredinin makroekonomideki rolüyle ilgili iktisadi düşünce de önemli derecede değişmiştir. 1930'lardaki aksaklıkları içeren 19. yüzyılın sonlarındaki ve 20. yüzyılın başlarındaki tecrübeler “parasal görüşün” (money view) kaynağını oluşturmuştur. Parasal görüşün kredi piyasaları üzerine güçlü varsayımları bulunmaktadır. Bunların en dikkat çekenini para dışındaki tüm varlıkların tam ikame

olduğudur. Böylece servet sahipleri portföylerinde para ve para dışı varlıkların karışımına duyarlı olacak, ama para dışı varlıklar arasında kayıtsız olacaktır. Benzer şekilde firmalar da yükümlülük tiplerini önemsemeyecek ve içsel ya da dışsal fonlar ile finanse edilmeleri önemli olmayacaktır. Bu nedenle para ve para dışı varlık bileşimindeki değişikliklerden farklı olarak kredi araçlarının karışımını etkileyen faktörlerin ekonomi üzerinde etkisi olmayacaktır (Bernanke 1993).

20. yüzyılın sonlarında Modigliani ve Miller (1958)'ın fikirlerine uygun olarak reel iktisadi kararların finansal yapıdan bağımsız hale geldiği “ilgisiz görünüm” (irrelevance view) etki kazanmıştır. Modigliani ve Miller’a göre, eksiksiz piyasalar varsayımı altında firmaların sermaye yapılarının (borç ve özsermaye finansmanı) iktisadi açıdan önemsizdir. Temel olarak tam bilgi varsayımı altında, rekabetçi piyasalarda reel iktisadi kararlar (ne, nasıl üretilecek) sadece tüketici tercihlerine, mevcut teknolojilere ve girdilere bağımlı olacaktır.

İktisat yazınında iktisadi büyümeyle ilgili olarak yapılan araştırmaların bir kısmında, birçok az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin, finansal sistemleri derinlik bakımından gelişmemiş olduğundan²⁵, düşük büyüme oranlarına sahip olduğu iddia edilmiştir²⁶. Gerçekten de az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemlerinde, ekonominin etkin çalışmasını engelleyen çeşitli sorunlar bulunmaktadır. Bu sorunlar, iflas işlemlerinin yavaş ve hantal olması, borçluların sınırlayıcı sözleşmelere uymasının sağlanamaması, politikacıların finansal sistemi, kredileri kendilerine veya tercih ettikleri kurum ya da kişilere yönlendirmesine engel olunamaması gibi hukuki sistemin işlemindeki zayıflıklardan kaynaklanabilir. Diğer taraftan, bu tip ekonomilerdeki bankalar devlet mülkiyetinde olabilir, muhasebe standartları kötü olabilir ya da devlet düzenlemeleri yetersiz kalabilir ve bunların hepsi finansal sistemin etkin bir şekilde işlemini engelleyip büyüme oranının azalmasına neden olabilir (Mishkin 2000).

Finansal piyasalarda son krize kadar iktisat yazınında egemen olan görüş genel olarak bu doğrultuydu. Ancak küresel krizin en çok finansal piyasaları derin olan ve özel sektörün elinde olan ülkeleri etkilemesi, bu konunun tekrar araştırılmasını gündeme getirmiştir. Bu noktada, geleneksel yaklaşımın dışında finansallaşma yazınında

²⁵ Bu durum finansal baskılanma olarak adlandırılmaktadır (Mishkin, 2000: 201).

²⁶ Bakınız Levine (2005).

söylenenleri dikkate alıp değerlendirmenin faydalı olacağı düşünülmektedir. Finansallaşma yazınına paralel olarak, finansal krizler hakkında yazındaki çoğu araştırmada, özellikle 1980’li yıllardan itibaren bankacılık krizlerinin meydana gelme sıklığının ve maliyetlerinin artmakta olduğu öne sürülmüştür. Tiryaki (2012: 21), bu durumun oluşmasında finansal ekonomiye ilişkin olarak yakın geçmişte yaşananların önemli bir katkısının olduğunu belirtmiştir. Tiryaki (2012), birinci bölümde belirtildiği üzere finansal sistemin reel ekonomiye göre daha hızlı büyüdüğünü, özellikle gelişmiş ülkelerde finansal varlıkların ülkelerin ulusal gelirlerinin birkaç katı büyüklüğüne ulaştığını, ekonomide daha yüksek kaldıraç oranlarının kullanılmaya başlandığını kaydetmiştir.

Gerçekten de finansal piyasaların gelişimi, kredinin ekonomideki rolünü değiştirmiştir. 1980’lerin başlarında “kredi görüşü” (credit view) giderek dikkat ve taraftar kazanmaya başlamıştır. Frederic S. Mishkin (1978), Ben S. Bernanke (1983), ve Mark Gertler (1988)’in çalışmalarıyla ortaya çıkan bu görüşe göre, banka kredisinin miktarı ve mekanizması önemlidir. Geleneksel makroekonomide büyük ölçüde ihmal edilen kredi genişlemesi ve kredi kalitesi, günümüz makroekonomik analizde önemli unsurlar haline gelmiştir.

Schularick ve Taylor (2009: 2), finansal kapitalizmin iki evresi olarak adlandırdığı dönemler hakkında önemli stilize olgular oluşturmuştur. Buna göre, ilk evre 1870-1939 dönemini kapsamaktadır. Bu evrede para ve kredi miktarı dalgalanmakta ama uzun dönemde aralarında ve gelir büyüklükleriyle kabaca istikrarlı bir ilişki içinde bulunmaktadır. Bunun tek istisnası Büyük Buhran dönemidir. 1930’larda para ve kredi büyüklükleri çökmüştür. Ancak, 1945’te başlayan ikinci finansal dönem çok farklı görünmektedir. İlk olarak para ve kredi eğilimi, savaş sonrasında iyileşmeye ve hızla büyümeye başlamıştır. Bu eğilim günümüze kadar sürmüş ve kaldıraç işlemlerinin oranı artmıştır. Bu dönemde beklenmeyen bir finansal risk ve kaldıraç evresine girilmiştir. Ancak, söz konusu dönemde bugün olduğu gibi büyük finansal sistemler, bugünkü finansallaşmış ekonomilerde olmayan politikalar sayesinde, savaş sonrası dönemde ortaya çıkması muhtemel, büyük reel üretim kayıplarını engellemiştir. Bu noktada Schularick ve Taylor (2009), “atalarımızın kredinin parayla yakın ilişkili olduğu bir para

çağında yaşarken, bugün bizlerin kredinin makroekonomideki rolünde beklenmedik genişleme olan kredi çağında yaşadığımızı” kaydetmiştir.

Finansal krizler, son dönemde ortaya çıkan yeni bir olgu olmayıp, para ve finans piyasalarının ortaya çıktığı günden beri vardır. Reinhart ve Rogoff (2010: 28)’un belirttiği üzere, eski krizlerin çoğu kralların başlattığı savaşların neden olduğu bütçe açıklarının finanse edilmesi amacıyla, sikkelerin değerli maden içeriğini azaltarak paranın ayarının düşürülmesi sonucunda meydana gelmiştir. Her ne kadar günümüzde teknolojik gelişme nedeniyle paranın ayarının bu şekilde düşürülme yöntemi ortadan kalkmış olsa da finansal krizler halen ortaya çıkmakta ve yayılmaktadır.

Son 20-30 yılda küresel ölçekte giderek büyüyen bir finansal derinleşme yaşandığı görülmektedir. Finansal aracılık genişlemiş ve bu ortamda banka kredilerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı önemli derecede artmıştır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki olumlu ilişki veri iken bu eğilim yararlı bir gelişme olarak görülmüştür. Ancak, bu süreç her zaman düzgün bir eğilimde olmamıştır. Finansal derinleşme bazı ülkelerde düz bir çizgi izlerken, bazılarında toplam kredinin hızla yükseldiği ya da kredi patlamalarının olduğu ve bazen finansal sıkıntıların ve bankacılık krizlerinin yaşandığı engebeli bir yol izlemiştir. Finansal krizlerin nasıl ortaya çıktıkları ve nasıl engellenebilecekleri hakkında birçok iktisatçı araştırma yapmıştır. Ancak, bugün bile bu konuda iktisatçıların anlayabildikleri çok az nokta olduğu görülmektedir (Barajas, Dell’Ariccia ve Levchenko, 2007: 2).

Argitis (2008: 71), 1970’lerin sonlarından beri tam istihdamın sağlanmasında yetersiz kalan uzun dönem verimli yatırım ve iktisadi büyümenin, birçok ekonominin en önemli özelliklerinden birisi olduğunu belirtmiştir. Ayrıca yüksek işsizlik, bölüşümde ciddi değişimler, durgunluk, finansal çalkantı ve artan deflasyon ve kriz riski, etkinliğin sorgulanmasına neden olmuştur. Burada sorun, zayıf yatırım performansının ne ölçüde finansal gelişmelerle ve yüksek faiz oranlarıyla ilişkili olduğudur. Ayrıca bunlar, Bretton-Woods sonrası dönemde yaşanan ekonomik istikrarsızlığın belirtileri olarak değerlendirilmiştir.

Yazında finansal krizler, finansal kurumların, birimlerin ve bireylerin davranışları, finansal piyasalardaki asimetrik bilgiden kaynaklanan ahlaki çöküntü ve ters seçim

riski, aşırı kredi genişlemesi, finansal serbestleşme ve kuralıslaştırma gibi çok sayıda etken ve koşula bağlı olarak açıklanmaya çalışılmıştır. Birinci Bölüm’de bahsedildiği üzere son küresel krizin, 1970’lerde ortaya çıkan ve günümüze kadar süren finansallaşma sürecinin sonucunda ortaya çıktığı iddia edilmektedir.

Bu noktada finansal krizlerin ekonomide yol açtığı maliyetlere kısaca değinmek yararlı olacaktır. Birinci Bölüm’de belirtildiği üzere finansal piyasaların temel işlevi, kaynakların verimli yatırımlara etkin dağılımını sağlamaktır. Bir başka deyişle, finansal sistemin ekonomideki temel işlevi reel sektör faaliyetleri için gerekli olan finansmanı temin etmektir. Ek olarak, bunların işlemleri hızlandırması, işlem maliyetlerini düşürmesi ve sigorta sağlayarak riski azaltması beklenmektedir. Böylece bu piyasaların genel olarak iktisadi büyümeyi artırdığı savunulmaktadır. Sağlıklı ve canlı bir ekonominin, fonları en üretken yatırım fırsatlarına sahip olan ekonomik birimlere yönlendiren bir finansal sisteme ihtiyaç duyduğu inkâr edilemez, ancak bu piyasaların yararlarından bahsederken finansal krizler de unutulmamalıdır. Bu noktada Mishkin (1991: 1) finansal krizlerin, ekonomiyi finansal piyasaların iyi işlediği yüksek düzeyde çıktı sağlayan bir dengeden uzaklaştırarak, finansal sistemin fonları en iyi yatırım fırsatlarına yönlendiremediği sert üretim düşüşlerinin yaşandığı bir dengeye sürükleyerek bu sürece müdahale ettiğini belirtmiştir.

2.1. FİNANSAL KRİZLERİN MALİYETİ

Bugüne kadar çok sayıda gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomide ciddi finansal krizler yaşanmıştır. Finansal krizler, hane halkı ve girişimlere yönelik kredi akışını bozduğundan yatırım ve tüketimi azaltmış ve firmaları iflasa sürüklemiştir. Finansal krizler ödeme sisteminin çalışmasını da bozabilmekte ve finansal kurumlara olan güveni azaltarak tasarruflarda azalmaya veya büyük ölçekli sermaye çıkışına yol açabilmektedir. Ayrıca sistemik bir kriz, sağlam bankaları bile kapanmaya zorlayabilmektedir (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998b: 81).

Bu noktada, finansal krizlerin maliyeti ön plana çıkmaktadır. Finansal krizlerin ekonomilerde yol açtığı zararın boyutlarını Büyük Buhran için Heilbroner (2008: 217) şöyle anlatmıştır:

“...1929 yılı Ekim ayının o korkunç haftasında piyasa çöktü. Borsa tahtasındaki komisyonculara göre, sanki Niagara pencerelere doğru püskürmüş gibiydi, başa çıkılamaz bir hisse satışı çağlayanı kaplamıştı piyasayı. Komisyoncular tam bir yıkılmışlık hali içinde döviindüler ve üstlerini başlarını parçaladılar; büyük servetlerin şeker gibi eriyişini şaşkın şaşkın seyretiler...”

Fırtına dindiğinde geride kalan enkaz korkunçtu. Piyasa, iki çılgin ay içinde, iki hararetili yılda kazandıklarının tümünü kaybetmiş, 40 milyar dolar uçup gitmişti. Üç yılın sonunda, yatırımcımızın kâğıt üzerindeki 21 bin dolarlık serveti %80 oranında azalmıştı.”

Geçmişteki krizler genellikle uzun bir dönemde önemli gelir düşüşleri göstermiştir. Daha yakın döneme bakıldığında, OECD hesaplamalarına göre son küresel krizin eşikaltı piyasalarda maliyetinin 450 milyar dolara yakın olduğu görülmektedir. Ayrıca, küresel finansal krizin ABD bankacılık sisteminde 1,4 trilyon dolar civarında kayba neden olduğunu hesaplamıştır. G-7 ülkelerinde krizin açıklanan toplam maliyetleri 2,5 trilyon dolardan fazladır (Furceri ve Mourougane 2009). Ayrıca, daralmanın bu hesaplamaların yapıldığı tarihten sonra da devam ettiği göz önüne alınırsa bu maliyetlerin daha da artacağı açıktır.

Bugüne kadar birçok ülkede politika yapıcılar, finansal krizlere gevşek para politikasından iflasın eşiğine gelen finansal kurumları kamu fonlarıyla kurtarmaya kadar sıralanan bir dizi müdahaleyle tepki vermiştir. Bu politikaların özellikle kurtarma operasyonlarının çeşitli sakıncaları bulunmaktadır. Öncelikle bu kurtarma operasyonları genel olarak bütçe için çok maliyetlidir; verimsiz bankaların iş dünyasında kalmasını sağlayabilir ve gelecekte yeni kurtarmaların yapılması beklentisini oluşturabilir. Böylece bankaların yeterli risk yönetimi uygulama güdülerini azaltır. Kurtarma operasyonları, hasta kurumların kayıplarının sağlıklı bankalarca yüklenilmesini zorlayarak yönetici güdülerini zayıflatır. Son olarak, bankacılık sektörünü korumak için uygulanan gevşek para politikası enflasyonist etkiler yaratabilir ve parasını diğer ülke paralarına bağlayan ülkelerde ulusal para birimine karşı spekülative bir saldırıyı tetikleyebilir (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998b: 81). Tüm bu uygulamalar da aslında krizlerin örtük maliyetleri olarak değerlendirilebilir.

Geleneksel olarak finansal şoklara verilen politika tepkileri iki evreli bir yaklaşımı izlemektedir. İlk olarak politika yapıcılar acil durum önlemleriyle krize tepki verir. Bu genelde faiz oranında bir indirim ya da büyük bir likidite enjeksiyonu gibi geleneksel

para politikası araçlarını gerektirmektedir. Borç moratoryumu ya da finansal kurumların uyum maliyetlerini düşürecek hoşgörölü bir finansal düzenleme de örtük garantiler gibi geçmişte kullanılmıştır. Ayrıca devlet, finansal sıkıntıda olan kurumları vaka temelinde kurtarmaya da gidebilmektedir. Ancak bu tip müdahale piyasada, ölçütlerin tam olarak belirlenmemesi durumunda karışıklık yaratabilir. Dahası, bu önlemlerin bazıları sadece kısa dönemde yararlıyken uzun dönemde zarar verebilmektedir. Eğer şok sistemdeki temel kusurlardan olmuşsa, kurtarma planı şeklinde kapsamlı bir politika tepkisi gerekmektedir. Her ne kadar uygun kurtarma paketinin tasarlanması için zamana ihtiyaç olsa da bunun ertelenmesi sistemik, mali ve reel maliyetleri beraberinde getirecektir. Özellikle, kredi piyasalarındaki güven erozyonunun engellenmesi için hayati öneme sahiptir (Furceri ve Mourougane, 2009: 17).

Furceri ve Mourougane (2009)'ye göre, kamu müdahalesi de maliyetleri beraberinde getirmektedir. Kurtarma paketleri sermaye dağılımını ve ahlaki çöküntü yoluyla güdölü bozduğundan maliyet yaratabilmektedir. Eğer bir kriz döneminde bankalara sağlanan koruma, onların beklediğinden daha büyükse, bu durum gelecekte bankaların daha çok risk almalarını sağlayacaktır. Bu nedenle yaygın bir krizde otoriteler, başarısız bankalara koruma sağlayarak bugünkü finansal istikrarı sürdürmek ile daha sonra artan ahlaki çöküntü yoluyla gelecek finansal istikrarı tehlikeye sokmak arasında bir değiş tokuşla karşılaşmaktadır. Sonuçta derin bir durgunluktan korunmanın yararları, müdahalenin maliyetiyle dengelenmektedir ya da bu maliyete katlanılmaktadır.

Kurtarma planları ya da acil önlemler genel olarak çok büyük maliyetler gerektirmektedir. Finansal maliyetler ilk olarak finansal piyasaların temizlenmesi için kamu fonlarının kullanılmasından veya mevduat sahiplerini ve bankaların hisse sahiplerini korumaktan doğmaktadır. Bu önlemlerin finansmanı kamunun finansal durumunu bozma eğilimindedir, vergiler artırılmadıkça bu maliyetler oldukça büyük olur. Laeven ve Valencia (2008), 42 krizden oluşan örneklem için bu maliyetin ortalamada gayrisafi yurtiçi hasılanın yüzde 13'ü olarak hesaplamıştır.

Bu noktada, finansal krizlerin oluşum, gelişim ve yayılım dinamiklerinin ortaya konulması, hem gelecekteki krizlerin engellenerek ekonomik istikrarın sağlanmasını, hem de krizlerin verdiği zararın bir başka deyişle maliyetin en aza indirilmesini sağlayacak politikaların oluşturulmasına yardımcı olacaktır.

2.2. FİNANSAL KRİZİN TANIMI

İktisat yazınında finansal krizleri açıklamaya ve belirleyenlerini tespit etmeye çalışan çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu geniş yazına neredeyse her krizden sonra yeni çalışmalar eklenmektedir. Ancak, hem söz konusu çalışmalarda farklı analiz yöntemlerinin kullanılması hem de araştırmacının bakış açısına göre açıklayıcı değişkenlerin farklılaşması nedeniyle farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Bu nedenle yazında finansal krizlerin tanımı hakkında dahi bir fikir birliği oluşmamıştır. Yazında genel olarak yaşanmış finansal krizler incelenerek, erken uyarı sistemi niteliğinde göstergeler tespit edilmeye çalışılmıştır.

Finansal krizlerin analizi, finansal piyasalarda varlık fiyatlarının sert bir şekilde düşmesi ve birçok finansal ve finansal olmayan firmanın iflasıyla kendini gösteren finansal krizleri anlamamıza yardımcı olabilir. Finansal krizlerin araştırılması özellikle bu krizlerin geçmişten günümüze farklı iktisadi yapılarda şiddetli iktisadi daralmalara yol açması nedeniyle önemlidir (Mishkin, 2000: 202).

Finansal sistemdeki birimlerin temel amacı, özel sektördeki diğer birimler gibi kârın ençoklaştırılmasıdır. Bu nedenle finansal piyasalarda çetin bir rekabet ortamı vardır. Çetin rekabet ve kârı ençoklaştırma amacı, bu birimlerin yüksek riskleri üstlenmesini, ahlaki çöküntüye girmelerini ve spekülasyon yapmak gibi faaliyetleri beraberinde getirmektedir. Ayrıca finansal birimler, finansal yatırım kararlarında geleceği her zaman doğru tahmin edememektedir. Bu durumlar sistemin işleyişini olumsuz etkileyerek krizlere yol açabilmektedir. Bu noktada Oktar ve Dalyancı (2010: 2) finansal krizi, finansal sektör faaliyetlerinin işleyişini beklenmedik ve önemli ölçüde olumsuz etkileyecek durumların ortaya çıkması olarak tanımlamaktadır.

Finansal kriz kavramı genel olarak, tüm ekonomiye yayılmış olan finansal kurumların performans ve ödeme sistemlerini bozan ve etkin kaynak dağılımını engelleyen, finansal piyasalardaki bozulmaların olumsuz etkilerinin sonucu olarak kullanılmaktadır. Bu noktada Reinhart ve Rogoff (2010: 35), açık olarak tekrar eden şeyin, ülkelerin, bankaların, firmaların ve kişilerin işler iyi giderken, kaçınılmaz resesyonun vuracağı zaman ortaya çıkacak risklerin yeterince farkında olmaksızın aşırı borç altına girmeleri olarak ifade etmiştir. Mishkin (1996) finansal krizi, eksik bilgi kuramına dayanarak

tanımlamaktadır. Ona göre finansal kriz, ters seçim ve ahlaki risk sorunlarının artması sonucunda finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmalar anlamına gelir.

Sınırlı sorumlulukla birlikte aşırı risk almanın yol açtığı temsilcilik sorunu, krizlerin anlaşılmasında çok önemlidir. Finans yazınında 1970'lerden beri borcun finansmanında risk alma güdüsünün önemli olduğu yaygın olarak kabul edilmektedir (Allen, 2000: 5). Mishkin (1991: 7 ve 2000: 202)'e göre finansal krizler, finansal sistemde ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının şiddetli bir şekilde artmasına neden olan karışıklıklar ortaya çıktığında gerçekleşmektedir. Bu gibi durumlarda finansal piyasalar, fonların verimli yatırımlara aktarılması olarak açıklanan temel işlevini etkin bir şekilde yerine getiremez ve bu nedenle iktisadi faaliyetlerde daralma yaşanır.

Bordo (1987) finansal krizi, beklentilerdeki değişim, finansal kurumların iflasından duyulan korku, gayrimenkul ya da akışkan olmayan varlıkların paraya çevrilme teşebbüsü olarak tanımlamıştır. Kindleberger (1989), finansal krizlerin iktisadi dalgalanmaların zirve dönemleriyle ilgili olduğunu belirtmiş ve finansal krizi finansal göstergelerin tümünün veya çoğunun bozulması olarak tanımlamıştır.

Finansal kriz deyimi, genel olarak finansal kurum veya varlıklarının ani ve büyük değer kaybı için kullanılmaktadır (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011: 3). Yazında bankacılık panikleri, borsa çöküşleri, oluşan iktisadi balonların patlaması, döviz krizleri ve devletin borçlarını ödeyememe durumlarını finansal kriz olarak adlandırılmaktadır (Laeven ve Valencia 2008).

Balı ve Büyükşalvarcı (2011: 3) finansal krizi, finans piyasalarında fiyat veya miktarların aşırı dalgalanmaları sonucunda yaşanan veya ödenmeyen banka kredileri sonucu oluşan kriz türü olarak tanımlamıştır. Buna göre finansal kriz, finansal piyasalardaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya batık kredilerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan iktisadi sorunlar olarak kabul edilmektedir. İktisat yazınında bazı iktisatçılar zaman zaman finansal istikrarsızlık, finansal kırılganlık ve sistemik risk kavramlarını finansal kriz yerine kullanmaktadır. Bu kavramlar aslında finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığını ifade etmektedir.

Görüldüğü üzere iktisat yazınında finansal kriz kavramının tanımı üzerinde tek bir görüş yoktur. Yine de finansal kriz kavramı genel olarak, finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmaların finansal kurumların performansını olumsuz etkileyerek tüm ekonomiye yayılması sonucu, ödeme sistemlerinin bozulması ve kaynakların etkin dağılımını engellemesi olarak tanımlanmaktadır (Işık, Duman ve Korkmaz, 2004: 46). Genel olarak finansal krizleri döviz kuru krizleri, bankacılık krizleri, sistemik finansal krizler ve dış borç krizleri olarak dört gruba ayırmak mümkündür. Döviz kuru değeri üzerine spekülative bir saldırı olması durumunda döviz kuru devalüe olur ya da devalüasyon veya aşırı faiz artışı olmaması için döviz rezervinde büyük bir azalma olur. Bu durum kur krizi olarak adlandırılmaktadır. Bankacılık krizleri, gerçek ya da potansiyel banka başarısızlıklarının, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmesine engel olduğu zaman ortaya çıkabilmektedir. Sistemik finansal krizler, finansal piyasaların etkin işlemlerini engelleyerek, reel ekonomi üzerinde önemli olumsuz etkileri olan finansal bozulmalarla ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda sistemik krizler, kredi tahsis ve ödemeler gibi finansal sistemin işlevlerini kesintiye uğratan şoklar olarak tanımlanabilir. Bir başka deyişle finansal piyasaların ciddi bir şekilde bozulmasını ifade etmekte ve ciddi milli gelir düşüşlerine ve iktisadi etkinliğin bozulmasına yol açmaktadır (Balı ve Büyükaşvarcı, 2011: 17). Dış borç krizleri, ülke borcunun kamu ya da özel sektör tarafından ödenememesi durumunda ortaya çıkar. Sonuçta, tüm finansal krizlerin ortak özelliği sürdürülemez dengesizliklere ve finansal varlık fiyatlarında ya da döviz kurunda önemli dalgalanmalar sahip olmasıdır (Şakar, 2010: 170). Laeven ve Valencia (2012: 11), bankacılık krizlerinin sık sık kur ya da borç krizleriyle birlikte ortaya çıktığını, eşanlı üçlü krizlerin nadiren görüldüğünü belirtmiştir.

Bankalar, varlıklarının değeri yükümlülüklerinin değerinden daha az hale geldiğinde iflas ederler. Banka varlıklarının değeri, borç alanların borcunu ödeyemez ya da ödemeye istekli olmaması halinde düşebilir. Bu durum kredi riski olarak tanımlanmaktadır. Kredi riski, kredi adaylarının araştırılması, kredi portföyünün farklı risk faktörlerine tabi borç alacaklara çeşitlendirilmesi ya da teminat istenmesi gibi çeşitli yollarla azaltılabilir. Uygun izleme yöntemleri, kredi verme öncesinde kârsız projelerin ayrılmasına yardımcı olabilir, ancak riskli ve kârlı projeler yine devam eder. Ayrıca, portföy çeşitlendirmesi de riskin tamamen kaldırılmasını sağlamaz. Bu nedenle bankalardan borç alanların performansını olumsuz etkileyen şoklar ve risk

çeşitlendirmesiyle etkisi düşürülemeyen faktörler sistemik bankacılık krizleriyle olumlu yönde ilişkili olacaktır (Demirgüç-Kunt ve Detragiache 1998b).

Yazında finansal krizlerin genellikle üç farklı evresinin olduğu ifade edilmektedir. İlk evre finansal serbestleşmeyle ya da merkez bankasının verdiği borç miktarını artırması üzerine biliçli bir kararıyla veya benzer diğer olaylarla başlar. Kredinin artırılmasıyla birlikte gayrimenkul ve halka açık hisse senetleri gibi varlıkların fiyatlarında bir artış yaşanır. Fiyatlardaki artış oranı muhtemelen birkaç yıl, balon şişene kadar devam eder. İkinci evrede balon patlar ve varlık fiyatları genelde birkaç gün veya ay içinde düşer, bazen bu durum daha uzun süre içinde olabilir. Üçüncü evrede ise şişirilmiş fiyatlardan varlıkları alan birçok firma ve diğer birimler taahhütlerini yerine getiremez. Bu evreyi bankacılık veya kur krizleri izler. Bu durumlar genelde reel sektörde birkaç yıl süren sorunlara neden olur (Allen, 2000: 4).

Yatırımcıların kendi servetleri için varlıkları aldığı varsayılır. Ancak, finansal sistemlerin çoğunda tüm hikâye bu şekilde değildir. Birimlerin çoğu gerçekte gayrimenkul, hisse senedi ya da diğer varlıkları alma kararını başka insanların parasıyla vermektedir. Gayrimenkulün satın alınması genellikle bir banka kredisiyle veya buna benzer diğer bazı yollarla finanse edilir. Eğer yatırım başarılı olursa borçlu krediyi öder ve varlığın değeri ile kredi anaparası ve faizi arasındaki farkı elinde tutar. Ama yatırım başarısız olursa borçlunun sınırlı sorumluluğu olur ve borç veren açık durumda kalır (Allen, 2000: 4).

Finansal krizlerin etkilerini inceleyen Furceri ve Mourougane (2009), genel olarak finansal krizlerin reel ekonomiyi para, kredi, sermaye maliyeti, banka sermayesi, servet etkisi, belirsizlik ve döviz kuru kanalıyla etkilediğini belirtmiştir.

Para kanalı, finansal koşullar kötüleştikçe para arzının azalması ve üretimin olumsuz olarak etkilenmesini içermektedir. Kredi kanalının talep tarafında finansal krizler, kredi alabilmek için verilen teminatların değerini yükselterek, hane halkı ve firmaların kredi alabilirliğini kısıtlayabilmektedir (Kiyotaki ve Moore 1997). Bu da reel tarafta yatırım ve tüketimi olumsuz etkilemektedir. Arz tarafında ise, finansal kriz sonucunda bankalar borç verme standartlarını sıkılaştırmakta ve böylece kredi kullanılabilirliğini azaltmaktadır. Kredi kısıtları tüketimi, yatırımı ve böylece geliri düşürmektedir.

Sermaye maliyeti kanalı, finansal sıkıntı durumunda düşük kaliteli borç alıcılardan kaynaklanan kredi talebi artışı nedeniyle, borç alanlar ve verenler arasındaki asimetrik bilgi oldukça belirgin olarak işlemektedir. Bu durumda, düşük ve yüksek kalitedeki borç alanları ayırmak için sermaye maliyetine ek bir prim koyulur ve bu da yatırım ve tüketimin daralmasına yol açar. Banka sermayesi kanalı, finansal sıkıntılar sonucunda banka sermayesi aşıldığında, bankaların borç vermeye daha isteksiz hale gelmesi ve bu durumun kaldırıcı azaltmasına ve böylece ekonominin yavaşlamasıyla açıklanabilir.

Servet etkisi kanalı, finansal krizin varlık fiyatlarının değişmesine yol açarak özel tüketimi ve böylece hane halkı servetini etkilemesini içermektedir. Belirsizlik kanalı, finansal krizin piyasadaki belirsizliği artırarak ekonomik faaliyetleri etkilemesi şeklinde açıklanabilir. Belirsizlik, kaynakların etkin dağılımını engellemektedir. Daha da önemlisi, artan belirsizlik yatırımın geri döndürülemezliği varsayımı altında daha az yatırıma yol açabilir (Bernanke 1983). Krizle artan belirsizlik ile birlikte faiz oranındaki artış ve talepteki azalış, stokların artmasına ve satışların azalmasına neden olarak ve ekonomide bir kapasite fazlasının ortaya çıkmasına yol açabilir. Bu şekilde firmaların satışlarında yaşanan düşüş, üretim ve istihdamı azaltacaktır.

Finansal kriz, döviz kuru krizlerini tetikleyerek, kur oynaklığının artmasına ve paranın değer kaybetmesine yol açarak iktisadi faaliyetleri etkileyebilmektedir. Ulusal paranın yüksek yüzdelerde devalüe olması, faiz oranında artışa neden olabilir ve toplam üretim, istihdam, reel ücretler ve firma sayısında önemli azalışların yolunu açabilir. Ayrıca yüksek döviz kuru dalgalanmaları, makroekonomik belirsizliği artıracaktır.

Finansal krizlerin reel ekonomiyi nasıl etkilediğine dair çalışmalardan birini yapan Bernanke (1983)'ye göre, finans sisteminin çöküşü, Büyük Bunalım'ın normal resesyonlardan farklı olarak 10 yıl gibi uzun bir süre devam etmesinin temel nedenidir. Ayrıca, finansal krizlerin ortaya çıkma sıklığının özellikle son 30 yılda arttığı da belirtilmektedir. Finansal krizler tarih boyunca yaygın olan olaylardır. Ancak Bordo vd. (2001), son dönemde finansal kriz sıklığının, Bretton Woods dönemi (1945-1971) ve Altın Standardı dönemine (1880-1913) göre ikiye katlandığını belirtmiştir. Claessens vd. (2010: 274) ise son krizin geçmiş krizlere benzemeyen bazı özelliklerinin bulunduğunu belirtmiştir. Bunlar çok daha karmaşık finansal araçları ve araçları, finansal piyasalar arasında artan ulusal ve uluslararası karşılıklı bağımlılık ve hane halkı

borçluluğunun önemli rolünü kapsamaktadır. Bu yeni özellikler krizin şiddeti ve genişliğinde önemli bir rol oynamaktadır.

İktisat yazınında finansal istikrarsızlık, finansal düzensizlik, finansal kırılganlık ve sistemik risk gibi kavramların birbiri yerine kullanılabilmektedir. Bu kavramlar genel olarak finansal piyasalarda beklenmedik fiyat ve varlık miktarının değişimi nedeniyle ortaya çıkan riski ya da sapmaların olasılığını anlatmaktadır. Bu çerçevede, söz konusu kavramlar iktisat yazınında finansal kriz yerine de kullanılabilmektedir (Şakar, 2010: 170).

Burada önemli olan, finansal krizlere yol açan başarısızlıkları açıklamaktır. Bu doğrultuda yapılan araştırmalar, krizlerin önlenmesinde ve ortaya çıktıklarında, etkilerinin azaltılmasını amaçlayan politikaların tasarlanması için oldukça gereklidir.

2.3. FİNANSAL KRİZ TEORİLERİ

Birinci bölümde kısaca değinildiği üzere standart ana akım modellerde para ve finansın yansız olduğu ve finansal piyasaların etkin olduğu varsayıldığından, 1990'lara kadar finansal kriz çalışmalarına pek ilgi gösterilmemiştir (Gertler 1988). 1990'larda Mishkin (1991) ve Kiyotaki ve Moore (1997), bir finansal kriz sürecinde neler olduğunun açıklanması için asimetrik bilgiye dayalı kuramsal temelleri sağlamışlardır. Sonrasında ise finansal krizleri politika yapıcılarının beceriksizliği ve yetersizliğinden kaynaklandığı ve krizlerin ortaya çıkışında bireylerin davranışsal yanlılığının katkı yaptığı belirtilmiştir. Kısaca bireysel eksiklikler, piyasa eksiklikleri ve kötü politikalar sonucunda piyasa mekanizmalarında balon ve finansal krizlerin ortaya çıkabildiği iddia edilmiştir (Tymoigne, 2010: 3).

Mishkin (1991: 1), iktisat yazınında finansal krizler hakkındaki görüşlerin iki ayrı kutba bölünebileceğini ve bunların paracılarla ilgili olanlar ve Kindleberger ve Minsky tarafından ileri sürülen eklektik görüşler olarak tanımlanabileceğini ifade etmiştir. Finansal krizlerin Kindleberger-Minsky görüşünün bir sorunu, bir finansal krizi nelerin karakterize ettiğini belirten kesin bir kuramı desteklememesidir. Diğer taraftan finansal krizlerin paracı görüşü sadece banka paniklerine ve bunun para arzı üzerindeki etkisine odaklandığından oldukça dar olarak değerlendirilmektedir.

Paracılar finansal krizleri bankacılık panikleriyle ilişkilendirmiş ve bankacılık paniklerinin önemini vurgulamışlardır. Çünkü banka paniklerini bütün iktisadi faaliyetlerde daralmaya yol açan para arzındaki daralmanın temel kaynağı olarak görmüşlerdir. Paracılar, varlık fiyatlarında sert düşüşe ve iş faaliyetlerinde başarısızlıkta bir yükselişe rağmen, bir bankacılık paniği potansiyeli ve para arzında keskin azalışa neden olmayan finansal kriz olaylarını değerlendirmemiştir.

Finansal krizlerin diğer görüşünü, finansal krizleri paracılar göre daha geniş tanımlayan Minsky özetlemiştir. Bu görüşe göre finansal krizler, varlık fiyatlarında sert düşüşleri, büyük finansal ve finansal olmayan firmaların başarısızlıklarını, deflasyon ya da dezenflasyonu, döviz piyasalarındaki aksaklıkları ya da bunların bileşimlerini içermektedir. Bu görüşte, bahsedilen sıkıntıların bütün ekonomi üzerinde ciddi sonuçlara yol açtığı düşünüldüğünden, bir finansal kriz ortaya çıktığında devlet müdahalesine daha geniş bir rol verilmesi savunulmuştur (Mishkin, 1991: 1).

Finansal sistem ve krizlerle reel ekonomi arasındaki bağlantıya ilişkin çalışmalar iktisat yazınında oldukça yaygındır. Son küresel kriz, bu ilişkiye ilişkin görüşleri önemli ölçüde etkilemiştir. Yazında bu görüşler farklı sınıflandırılmalar altında değerlendirilmiştir. Örneğin Ganioglu (2012: 2), bu görüşleri ikiye ayırmıştır. İlk yaklaşımda, iktisadi gelişmelerin finansal sistemin işleyişinden bağımsız olduğu; parasal büyüklüklerin ve kredilerin para politikasında bir rolü olmadığı iddia edilmektedir. Ganioglu (2012), Friedman ve Schwartz (1963)'ın "Parasalıcı" yaklaşımını ve "Yeni Keynezyen Yaklaşım"ı (Woodford, 2003) bu sınıfa sokmuştur. Diğer yaklaşımda ise, finansal sistemin iktisadi gelişmeler üzerinde önemli bir etkisinin olabileceği görüşü farklı boyutlarda tartışılmaktadır. Ganioglu (2012), Fisher (1933), Minsky (1978) ve Bernanke (1983)'yi bu yaklaşımda değerlendirmiştir. Buna göre özellikle küresel kriz sonrasında aşırı kredi genişlemelerinin dengesizlikler ve finansal istikrarsızlık riski yarattığı savunulmaktadır.

Oktar ve Dalyancı (2010: 5) ise finansal krizleri açıklamaya yönelik yaklaşımları, paracı yaklaşım, aşırı borçlanma ve finansal kırılganlık yaklaşımı, akılcı beklentiler yaklaşımı, belirsizlik yaklaşımı, kredi tayinleme yaklaşımı, asimetrik bilgi yaklaşımı ve aracı piyasalar dinamiği yaklaşımı şeklinde sınıflanabileceğini belirtmiştir.

Palley (2012), son küresel finansal krizi açıklamaya çalışan görüşlerin genel olarak üçe ayrılabilirliğini belirtmiştir. Ona göre birinci görüş, neo-klasik duruşun sert tarafıdır ve kamu başarısızlığı olarak adlandırılmaktadır. İkinci görüş neo-klasik duruşun yumuşak tarafıdır ve piyasa başarısızlığı olarak adlandırılmaktadır. Üçüncü görüş ise ilerici taraftır ve “paylaşılan refah hipotezinin yıkımı” olarak adlandırılmaktadır. Bu sınıflamada üçüncü görüşün genel olarak heterodoks iktisatçılar tarafından oluşturulduğu söylenebilir.

Kamu başarısızlığı savı, kökeni ABD’ye dayanan konut balonu ve patlamasıyla ortaya çıkan küresel krizin, konut piyasasında kamu müdahalesinin ve para politikasının başarısız olduğunu gösterdiğini belirtmektedir. Para politikasına bakıldığında ABD Merkez Bankası’nın faiz oranlarını resesyondan önce uzun süre çok düşük bir seviyeye çektiği görülmektedir. Konut piyasasına bakıldığında ise kamu otoritelerinin ev sahibi olmayı cesaretlendirerek konut fiyatlarını etkilediği görülmektedir. Bu yüzden sert görüş krizi aslında ABD’nin bir olgusu olarak değerlendirmektedir.

Yumuşak neo-liberal piyasa başarısızlığı savı, krizin finansal düzenlemenin yetersiz olmasından kaynaklandığını savunmaktadır. İlk olarak düzenleyiciler, bankalar yoluyla piyasada aşırı risk alınmasına izin vermiştir. İkinci olarak düzenleyiciler bankalara, yöneticilerine çok büyük ödemeler yapmalarına izin vererek kredi kalitesi yerine daha çok kredi vermeyi teşvik etmiştir. Üçüncü olarak düzenleyiciler kuralsızlaştırmada çok ileri gitmiştir. Bu noktada Eğilmez (2011: 120), 2000’li yıllarda kuralların gevşetilerek kuralsızlaştırmanın egemen olmasını, 2008 krizinin nedenlerinden biri olarak göstermiştir. Kuralların gevşetilmesi, piyasa mekanizmasının akılcı çalışmasına yardımcı olmamış, bir saadet zinciri yaratılmasına yol açmıştır. Eğilmez (2011), özellikle sermaye hareketlerinin neredeyse tüm dünyada serbestleşmesiyle birlikte gelişen küreselleşme eğilimine karşılık bankacılık kuralları dışında hiçbir alandaki kuralların ve denetim sistemlerinin küreselleşmemesini eleştirmiştir. Çünkü küreselleşmeyle birlikte yeni ve karmaşık tekniklerle yeni finansal buluşlar da ortaya çıkmıştır. Türev ürünler de bu gelişmenin bir sonucudur. Bu tür gelişmelerin büyük çoğunluğu klasik düzenlemelerin dışında kalmış ve birinci bölümde belirtildiği üzere gölge finansal (bankacılık) sistem(i) olarak adlandırılmıştır.

Bu noktada, Krugman (2010) da bankacılık krizleri çağının 70 yıl önce sona ermiş olması gerektiği, çünkü bankaların kuralla bağlanmış, sigorta edilmiş ve çok büyük ölçüde garantili olduğu düşüncesini sorgulamış ve geleneksel bankacılık sisteminde bu koşulların geçerli olduğunu, ama modern bankacılık sisteminin büyük kısmı için geçersiz olduğunu belirtmiştir. O da bugün “banka olmayan banka” gibi faaliyet gösteren kuruluş ve organizasyona “karanlık (gölge) bankacılık sistemi” adı verildiğini belirtmiştir. Krugman politika yapıcılarını, gölge bankacılık sisteminin önemi açısından geleneksel bankacılık sistemini aşacak derecede genişlediği sırada, bu yeni kuruluşları geleneksel bankalar gibi kurallara bağlamamaları noktasında eleştirmiştir. Ona göre, 1930’larda finansal sistemin çok kötü arızalanan bir parçasını oluşturan bankalar sıkı kurallara bağlanmış, o dönemlerde yıkıcı bir rol oynayan uluslararası sermaye hareketleri sınırlandırılmış ve böylece finansal sistem biraz sıkıcı olmakla birlikte daha güvenli hale getirilmiştir. Ancak sonrasında artan uluslararası sermaye hareketleriyle birlikte gölge bankacılık sisteminin kurallara bağlanmaması son küresel finansal krize zemin hazırlamıştır. Diğer taraftan Rose ve Spiegel (2009), son küresel krizin denetim uygulamalarının geliştirilmesine ve özellikle kötü zamanlarda olduğu gibi iyi zamanlarda da güçlü risk yönetiminin oluşturulmasının gerektiğini ortaya çıkardığını belirtmiştir.

Tüm bu başarısızlıklar, birlikte finansal dağıtımın etkinsizliğine katkı yapmıştır. Bu nedenle yumuşak görüş daha küreseldir ama krizi finansal bir “durum” olarak değerlendirmektedir.

İlerici “paylaşılan refahın yıkımı” savı ise krizin son 30 yılda iktisadi politikaya yol gösteren neo-liberal paradigmadan kaynaklandığını savunmaktadır (Palley 2012). Bu savın finansallaşmaya paralel olduğu söylenebilir. Buna göre 1980’lerin başlarında neo-liberalizm ile birlikte başlayan finansallaşma nedeniyle kâr, üretken yatırımlardan finansal kullanıma geçmiştir. Yatırımlardaki azalma iktisadi büyümenin yavaşlamasına yol açmış ve böylece gelirin büyümesi azalmıştır. Gelir büyümesinin yavaşlaması borcun geri ödemesini zorlaştırmıştır. Bu olaylar zinciri finansal kriz için gerekli ortamı yaratmıştır. Minsky’nin görüşleri de bu tarafa dâhil edilebilir.

Günümüzde bile, borsadaki cinnet ve çökmelerin nedenleri, banka başarısızlıkları ve finansal istikrarsızlığın diğer belirtileri tam olarak anlaşılamamıştır. Bu konulara olan

yakın ilgi, 19. yüzyılın başlarına kadar uzanmaktadır ve hız kesmeden günümüze kadar gelmiş ve geçmiş finansal krizlerin belirgin yönlerini anlamak üzere kuramsal tartışmalar şeklinde sürmektedir (Spotton ve Rowley 1998). Bu noktada Krugman (2010: 174), Büyük Bunalım'ın başlangıcında Keynes'in ekonominin büyük kısmının iyi durumda olduğu, ama finans sisteminin çalışmadığı bir ortamda, çalışma mekanizmasını tam olarak anlamadığımız bir makinanın denetiminde büyük hatalar yapıldığı söylemine dikkat çekerek, günümüzde bile bu ifadelerin geçerli olduğunu belirtmiştir. Bu durum aslında var olan finansal kuramların, daha doğrusu finansal piyasalar hakkında bildiklerimizin günümüzde bile uygulamayı yeterince açıklayamadığını göstermektedir. Bu kuramları genel olarak iktisadi analize yaklaşımları, dilleri, teknik özellikleri ve tarihsel bakışları gibi çeşitli özellikleri bakımından ortodoks ve heterodoks yaklaşımlar olarak iki geniş gruba ayırmak mümkündür.

Ortodoks ve heterodoks modeller arasında finansal krizlere bakış açısından bazı benzerlikler bulunmaktadır. Her ikisinde de krizler temel finansal varlıkların fiyatlarında büyük ve ani bir düşüşle başlar. Bu düşüşün büyüklüğü ve hızı, krizin genişliğini, şiddetini, bulaşıcılığını ve güven kaybını yansıtır. Bir kere beklentiler olumsuz olunca bulaşıcılık otomatik olarak devreye girer (Munoz, 2011: 21).

Neo-klasik modeller, heterodoks modellerden farklı olarak ne olduğundan çok ne olması gerektiğiyle ilgilenmektedir. İki görüşün farklılığı, ortak yönlerine nazaran daha derin ve ilginçtir. Finansal krizlerin açıklanmasında ortodoks yaklaşım, neo-klasik dünyada olduğu gibi sistemin dengeye gelme eğiliminde olduğunu savunur. Tersine, içsellik ve istikrarsızlık Minsky'nin bahsettiği gibi karmaşık bir sistemin iki özelliğidir (Munoz, 2011: 21).

2.3.1. Ortodoks ya da Neo-Klasik Görüş

Standart neo-klasik kuram, görece olarak basit bir dizi varsayıma dayanmaktadır. Bunlar kuramlar, sonuçlar ve bunların matematiksel ispatları üzerine aksiyomlardır²⁷. Bu kuram iyi kurulmuş kanunlardan oluşmaktadır. Burada anahtar birçok tüketici, üretici

²⁷ Bakınız Varian (1992).

ve malın olduğu bir ekonomide fiyat mekanizmasının işlevini anlamaktır. Bu yüzden tüm iktisadi gelişmeler arz ve talebin nasıl buluştuğu anlamında analiz edilebilmektedir. Önemli olan, fiyat mekanizmasının veri kaynakların optimal dağılımını nasıl sağlayacağı ve belirli koşullar altında sistemin tek ve istikrarlı bir dengeye sahip olacağıdır. Kuramda refah, Pareto etkinlik yönünden tasarlanmıştır. Bir başka deyişle hiçbir düzenleme başkasının durumunu kötüleştirmeden, herhangi birinin durumunu iyileştirememektedir (Patomaki 2010).

Eğer para sadece bir malsa, Smith'in görünmez eli paranın serbest ticaretine öncülük eder. Böylece reel ekonomide paranın ve finansal varlıkların fiyatı belirlenir. Bu nedenle standart neo-klasik kuram, finansal ve diğer piyasaların tutarlı olduğunu varsaymaktadır. Genel denge kuramında finansal ve diğer piyasalar ya eşanlı olarak Pareto etkin dengededir ya da böyle bir dengeye doğru hareket etmektedir (Patomaki, 2010: 70).

Genel denge analizinin varsayımları rekabetçi piyasalar, bu piyasaların her birinde her iki taraftan da çok sayıda olması, herkesin aynı fiyatla karşılaşması ve piyasanın temizlenmesidir. Bu varsayımlar altında likidite konusunda herhangi bir sorun yoktur, herhangi bir birey toplam piyasaya göre oldukça küçüktür ve tek olan piyasa fiyatından alım ya da satım yapabilir. Bu sistemde para, muhasebe için kullanışlı bir araç olmasından başka önemli bir rol oynamamaktadır. Piyasalar birbirleriyle bağlantılıdır, çünkü aynı bireyler ya hepsinde ya da en azından çoğunda görülmekte ve tüketici ya da üretici olarak tüm fiyatlara bakarak tercihlerde bulunmaktadır. Bu nedenle, tek bir malın fiyatı diğer tüm piyasalardaki davranışları etkilemektedir. Bu noktada bazı kuramsal sonuçlar gözlenebilir. Tüm piyasalarda arzı talebe eşitleyen bir fiyat kümesi vardır. Ayrıca, bireylerin akılcı davrandığı, bir başka deyişle elde ettikleri malları tüketerek fayda ençoklaştırması yaptıkları varsayımı altında ulaşılan rekabetçi dengede sağlanan dağılım etkin olacaktır.

Bu analiz tek bir dönemi ele alan statik bir analizdir. Ancak kapitalist sistem doğasında ileriye dönüktür. Birçok iktisadi kararın şimdi için olduğu gibi gelecek için de etkileri olacaktır. İktisadi birimlerin aynı beklentilere sahip olmasını sağlayan gerçek bir neden yoktur. Ancak piyasaların etkinlik özelliği tüm bireylerin aynı değış tokuşla, bir başka deyişle aynı görelî fiyatlarla karşılaştığı varsayımına dayanmaktadır. Bu nedenle genel

dengein zaman içinde etkinliğinin bir garantisi yoktur. Analizin diğer bir varsayımı bireylerin gelecekteki fiyatları doğru tahmin ettiğidir. Bu varsayım tüm birimlerin, diğer tüm birimlerin fayda fonksiyonlarını ve üretim olanaklarını bilmelerini gerektirir (Arrow, 2012: 968).

İktisadi birimlerin homojen olduğu, finansal ve endüstriyel sektörlerin bağlantılı olmadığı, endüstriyel sorunlar ile ticaret açıkları, bulaşıcılık ve arz şokları gibi dışsal etkenlerin krizlere neden olduğu bir sistemde para ve belirsizliğin iktisadi olaylarda belirleyici bir rolü olmayacaktır. Bu doğrultuda, ortodoks (neo-klasik) modellerde iktisadi bozuklukların nedeni olarak arz şokları gibi dışsal tetikleyici etkenler görülmektedir (Munoz, 2011: 22).

Bu doğrultuda ortodoks görüşün kullandığı standart denge modellerinin arka planında, piyasaların ve ekonomilerin doğasında istikrarlı olduğu ve sadece geçici olarak dengeden saptıkları görüşü bulunmaktadır. Kıt kaynakların optimal dağılımı üzerine odaklanmış olan iktisat ders kitaplarının modelleri, ağırlıklı olarak Robinson Cruso, diğer bir deyişle “temsili birey” modelleridir. Bu modellerde temsili birey, iyi davranışlı tercihler altında fayda ençoklaştırmasında finansal işlerini ikinci sıraya koyar ve tüm potansiyel geleceği doğru olarak hesaba katar. Bu yaklaşım Walrazyan Genel Denge Kuramı’nın görüşleriyle yoğrulmuştur. Bu doğrultuda birçok model şu iki varsayımın üzerine inşa edilmiştir: akılcı beklentiler ve bir temsili birey. Böylece, tüm piyasa katılımcıları akılcı beklentilere sahip tek bir bireye indirgenerek homojenize edilmiştir. Böyle bir modelin gerçek olduğu kabul edildiğinde temsili bireyin, bir başka deyişle ekonomideki herkesin, sanki dünyadaki iktisadi mekanizmaları tam olarak anlayarak davrandıkları varsayılmaktadır (Colander 2009).

Ortodoks kuramların “etkin piyasa hipotezi” basit bir varsayımla başlar. Bu varsayım, bir finansal varlığın ömrü boyunca getireceği beklenen gelirlerin iskonto edilmiş şimdiki değerinin, bir başka deyişle reel değerinin, önünde sonunda piyasa fiyatını yöneteceğidir. Ancak bu varsayım temsili birey, atomistik piyasalar, çok hızlı ve duyarlı düzeltmeler gibi varsayımlara dayanmaktadır (Spotton ve Rowley, 1998: 668).

Etkin piyasa hipotezine göre, modern finansal ekonominin merkezinde yer alan finansal varlıklarla ilgili tüm bilgiler bu varlıkların fiyatlarında içermektedir. Bir başka deyişle

varlık fiyatlarının, tam ve doğru olarak gelir getirme potansiyeline ilişkin mevcut bilgiyi yansıtmasını gerektirir. Burada temel fikir, fiyatların içerdiği bilgiden farklı bilgiler varsa, bazı bireylerin arbitraj yapacağıdır. Sonuçta, fiyatlar rassal bir yürüyüşü, diğer bir deyişle öngörülemeyen bir patikayı izlemektedir. Bu fikir Bachelier (1900)²⁸ tarafından geliştirilmiştir. Buna göre piyasalarda gelecekte olabileceklerle ilgili tüm bilgi mevcuttur, fiyat değişimleri rassaldır ve önceden tahmin edilemez, bir başka deyişle krizler de tahmin edilemeyecektir. Fiyatlar tüm mevcut bilgiyi içermektedir. Çünkü fiyatlar bilgiye sahip olanların arz ve talepleriyle oluşmaktadır.

Ancak, Grossman ve Stiglitz (1980)'in belirttiği gibi, eğer tüm bilgi bir varlığın fiyatında içeriliyorsa, kimsenin kendi sahip olduğu bilgiye bakmak gibi bir güdüsü olmayacak ve kimse kendi bilgisine göre hareket etmeyecektir. Böyle olunca da bilgi hiçbir zaman fiyata iletilmeyecektir. Bir başka deyişle, fiyat bilgi ilişkisi bilindik yumurta tavuk hikâyesine dönüşmüş olmaktadır. Bachelier piyasadaki bireylerin, sisteme bağımsız olarak dağılmış olan şokları bağımsız olarak gözlemlediklerini ve bunun bireylerin bilgisini oluşturduğunu belirtmiştir. Bireyler tarafından bağımsız olarak gözlemlenen birçok küçük şokun toplamı fiyatların rassal bir yürüyüş izlemesine neden olmaktadır (Kirman, 2010: 512).

Kirman (2010), Bachelier'in çalışmasının yıllarca dikkate alınmamışken bir anda iktisatçılar tarafından ilgi görmesinin oldukça ilginç olduğunu değerlendirmiştir. Ancak, her ne kadar çalışması finansal piyasa kuramının temeli haline gelse de yeterince tatmin olmayanlar da vardı. Bachelier'in tez raporunu yazan ünlü Fransız matematikçi Henri Poincaré, finansal piyasaların modellenmesinde, bireylerin bilgiyi bağımsız olarak gözlemlemediğinden, sürekli olarak diğerlerinden etkilendiğinden ve sürü davranışına her zaman meyilli olduklarından, bu modelin ciddi bir şekilde değerlendirilmemesi gerektiğini belirtmiştir.

Buna rağmen finansal ve makroekonomik birçok modelin yapıtaşları, bunlara ters düşen bulgulara rağmen inşa edilmeye devam edilmiştir. Örneğin gerçek dünyada insanlar tam akılcılık sergilememekte, daha çok çeşitli tiplerde sınırlı akılcılık göstermektedir. Bu tip

²⁸ Kirman (2010: 512)'dan aktarılmıştır.

bulgular iktisadi modellere dâhil edildikçe finansal piyasaların gerçek dinamikleri daha iyi anlaşılacaktır.

2.3.2. Heterodoks Görüş

Birçok gelişmiş ekonomide makroekonomik politikaya yön verilmesinde kullanılan üretim ve enflasyon gibi geleneksel makroekonomik göstergeler, gelecekte ortaya çıkması muhtemel bir sıkıntının belirtilerini göstermemiştir. 2007’de küresel kriz kendini göstermeye başladığında iktisadi büyüme döneminin egemen olan görüşü, 1980’lerin sonlarında, 1990’ların başlarındaki istikrarlı ve sürdürülebilir büyümeyle birlikte düşük enflasyon olarak açıklanan “büyük istikrar”a dayanmaktaydı. Her ne kadar kredi artışı, varlık fiyatları ve küresel finansal dengesizliklere karşı merak duyulsa da politika yapıcılar, ciddi kriz karşısında gafil avlanmış, finansal sistem ve ekonomiyi daha iyi açıklayarak istikrara kavuşturmak için önemli adımlar atılması gerekmiştir (Hume ve Sentance, 2009: 1427).

Bu noktada atılan adımları heterodoks görüş altında asimetrik bilgi yaklaşımı ile Keynesci ve Minskici yaklaşım olarak ikiye ayırmak mümkündür.

2.3.2.1. Asimetrik Bilgi Yaklaşımı

1970’lere kadar iktisatta eksiksiz piyasalar, bir başka deyişle tam bilgi varsayımı egemendir. İktisatçılar, eksiksiz piyasa varsayımını piyasa sisteminin etkinliği hakkındaki kuramlarını kanıtlamak için kullanmışlardır. Bu varsayım finansal varlıkların fiyatlarının açıklanmasında da kullanılmıştır. Eksiksiz piyasalar yaklaşımı iktisatta önemini korurken, 1970’lerde bu görüşün temeli olan tam bilgi varsayımı giderek artan bir eleştiriye maruz kalmıştır. George Akerlof (1970) eksik bilginin, eksiksiz piyasalar modelinin temeli olan, etkin sonuçlar veren rekabetçi piyasaları alt üst edebileceğini savunmuştur²⁹. Akerlof, kullanılmış araba piyasası örneği üzerinde durmuştur. Kullanılmış araba piyasasında genel durum, satıcının alıcılara göre malı hakkında daha çok şey bildiğidir. Akerlof’a göre arz ve talep edenler arasında asimetrik

²⁹ Bernanke (1993: 52)’den aktarılmıştır.

bilgi olan böyle bir piyasada alışılmış şekilde, düşen fiyatlar talebi artırmayabilir. Bunun nedeni potansiyel kullanılmış araba alıcılarının, fiyatlar düştükçe sadece kötü araba sahiplerinin arabalarını satışa çıkaracağını anlamış olabileceğidir. Bu nedenle fiyat düşüşü insanları araba almaya daha istekli hale getirmeyebilir. Fiyat düştükçe talep artmayabileceğinden, arz ve talebi eşitleyecek bir fiyat oluşamayabilecek ve kullanılmış araba piyasası tamamen çökecektir.

Arrow (2012)'a göre, son 50 yılda ekonomi kuramındaki belki de en önemli yeniliklerden biri asimetrik bilgi kavramının kabul edilmesi olmuştur. Buna göre bilgi, davranışları değiştiren bir gözlemdir. Birbirleriyle ticaret yapan farklı bireyler farklı bilgilere erişebilirler. Aslında, piyasadaki birimler bilgiye erişim konusunda farklı konumlardadır. Çünkü gözlem yaparken farklı hayat tecrübelerine ve değişen fırsatlara sahiptirler. Çok sayıda iktisatçı farklı açılardan bu kavram üzerinde durmuştur. Asimetrik bilgiyle ilgili önemli kavramlar ahlaki çöküntü ve ters seçim riskleridir. Asimetrik bilginin varlığı piyasada risklerin dağılımında zorluklar yaratmaktadır. Bazı durumlarda piyasa katılımcıları, piyasanın kendi davranışından çıkarım yapar. Bir başka deyişle, eğer menkul kıymet ya da konutların fiyatları belirsiz bir nedenden yükseliyorsa, katılımcılar diğerlerinin iyimser olmaları için gerekli nedenleri bildikleri çıkarımını yapabilir ve bu nedenle alım yapabilirler. Aynı şey fiyat düşüşünde de geçerlidir. Bu durumda piyasalar, risklerin dağıtımında zayıf bir performans gösterebilirler.

Geleneksel görüşün bir anlamda alternatifi olan bu bakış açısında kredi yaratma süreci mükemmel işleyen bir mekanizma olarak görülmemiş, bazen kötü işlediğini hatta dağıldığı öne sürülmüştür. Dahası bu alternatif bakış açısına göre kredi yaratma kalitesindeki dalgalanmalar üretim, istihdam ve yatırım gibi değişkenler üzerinde etkilidir. Bu görüş eksik bilgiyle ilgilidir (Bernanke, 1993: 51). Şöyle ki, eksik ya da asimetrik bilginin var olduğu bir kredi piyasasında, borçlu ve alacaklı arasındaki finansal sözleşmenin şekli, borçlunun bilgi saklama veya kararlarını alacaklının çıkarlarına uygun şekilde vermesi hakkındaki güdülerinde önemli etkileri olabilir. Bu nedenle finansal yapı, borçlunun kararlarıyla ve böylece ekonomideki reel sonuçlarla ilişkili olur.

Asimetrik bilgi, bir işlemde taraflardan birinin doğru karar verebilmek için diğer taraf hakkında yetersiz bilgiye sahip olmasıdır. Bu durum özellikle finansal piyasaların önemli yanlarından biridir. Asimetrik bilginin varlığı ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına yol açmaktadır (Mishkin, 1991: 2 ve 2000: 188).

Ters seçim, işlem gerçekleşmeden önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunudur. Kötü kredi riskine sahip olanlar, aynı zamanda piyasada en aktif şekilde borç arayanlardır. Ters seçim, kötü kredi riskine borç vermenin şansını artırdığı için, borç verenlerin piyasada iyi kredi risklerinin de bulunmasına rağmen hiç borç vermemeye karar vermelerine neden olabilir. Ahlaki tehlike ise işlem gerçekleştikten sonra ortaya çıkar. Borçlunun, alacaklının bilgisi dışında istenmeyen faaliyetlere girişmesi sonucunda alacaklının da risk altına girmesi durumudur. Ahlaki tehlike, borcun geri ödenmeme riskini artırdığı için verilen borç miktarını azaltabilir (Mishkin, 2000: 188).

Bazen makroekonomik kuramda görülen gelişmeyle finansal iktisatta görülen gelişmenin paralel olmadığı dile getirilmektedir. Bu durumun en büyük nedeni finansal iktisatta kuram ve uygulama arasındaki ilişkinin daha yakın olmasıdır. Kuram, sürekli olarak niceliksel doğrulama yoluyla sınanmış olduğundan niceliksel bulgularla daha tutarlı hale gelmesi gerekmektedir.

Küresel finansal kriz, finansal sistemlerin nasıl işlediği ve düzenlendiği hakkında tekrar düşünülmesini gerektirmiştir. Bu kriz, iktisat mesleğinin de eleştirilmesine neden olmuştur. Son 30 yılda iktisatçılar büyük ölçüde kararların heterojenliği, tahminlerin düzeltilmesi gibi anahtar değişkenlerin dışlandığı modeller geliştirmişlerdir. Bu nedenle sistemik krizlerden korunmak pek mümkün olmamıştır (Schneider ve Kirchgassner, 2009: 322).

2.3.2.2. Keynes ve Minskici Görüşler

Geleneksel, ortodoks iktisat yazınında finansal krizlerin doğal (içsel) nedenleri büyük ölçüde dışlanmıştır. Patomaki (2010)'ye göre standart neo-klasik anlayış, 1970'lerde küresel finansın ortaya çıkışının ve sonrasında dünya ekonomisine egemen oluşunun gerekli olduğunu savunmaktadır. Bu nedenle sistemik krizlerin erken göstergeleri hakkında çok az araştırma yapılmıştır ve bu hastalığın ilerlemesini engelleyecek

potansiyel yolları keşfetmeye çalışan araştırma sayısı da azdır. Makroekonomi ya da finansal yazında “sistemik kriz”i araştıran biri bunu muhtemelen iktisadi modellerde yer almayan dışsal bir kavram gibi görecektir. Birçok modelde, tekrarlayan bu olaylarla nasıl mücadele edileceği ya da bunlar hakkında ne düşünüldüğüne ilişkin bir öneri bulunmamaktadır. Bu durum Colander vd. (2009: 250) tarafından iktisat mesleğinin sistemik başarısızlığı olarak yorumlanmıştır. Standart denge modellerinin ekonominin doğal olarak istikrarlı olduğu ve sadece geçici olarak dengeden saptığı varsayımı nedeniyle iktisatçıların çoğu sistemik kriz tehditleri hakkında uyarıda bulunmakta başarısız olmuştur. Bu nedenle krizler hakkında çalışan Minsky (1986) ve Kindleberger (1989) gibi birçok iktisatçının çalışmaları görmezden gelinmiştir.

Peetz ve Genreith (2011: 47), finansal servetin yeterli reel iktisadi kaynağı olmadan kendini sürdüremeyeceğini belirtmiştir. Son 40 yılda geliştirilen ana akım makro modellerde finansal sektöre yer verilmediğinden bu modeller tüm finansal sisteme yayılan ve reel ekonomiyi etkileyen şokları belirleyememiştir. Finansal varlıklarla reel ekonomi arasındaki etkileşimler netleştirilebilirse, sistemik krizlerin nedenleri daha iyi anlaşılabilir.

Finansal kriz ve istikrarsızlığın heterodoks kuramlarının çoğu daha açık bir şekilde varlık fiyatlandırma süreçlerinin, para ve kredi yönünden değerlendirilmesine dayanmakta ve finansal piyasaların diğer gelişmelerden ayrılmaması gerektiği üzerinde durmaktadır. Kuramların bir kısmı finansal istikrarsızlığın içsel olduğu üzerinde durmaktadır. Bu görüş varlık getirisi akımlarının borç ödeme maliyetlerindeki eş zamanlı değişim ilişkisi üzerine dikkat çekmektedir. Örneğin Minsky (1986)’nin istikrarsızlık kuramında, fonların yanlış ayarlamaları ve uyumsuzlukları nedeniyle ortaya çıkan büyük dalgalanmalar, bir anlamda iş çevrimlerini açıklamaktadır. Hızlı bir genişleme süresince borç yükümlülükleri altına girilir ve bunlar yatırımcıların borç servisinde kullanabileceği varlık kazançlarından daha hızlı yükselir. Minsky için bu gelişme normaldir çünkü finansman güdülere ve kısıtları, borç servisi yükümlülüklerinin maliyetlerini artırır. Böylece birçok kurumsal yatırımcıyı cari borçlanmalarını artırmaya iter. Kredilerin akışkanlaştırılması ve varlıkların zorunlu satışı, kaçınılmaz finansal krizin özellikleri olur (Spotton ve Rowley, 1998: 673).

Colander vd. (2009: 251)'ne göre, finansal krizleri tahmin etmek ve modellemek isteyen iktisatçıların başarısızlıklarının altında derin yöntemsel kökler bulunmaktadır. Buna göre iktisadı tanımlamak için sıkça kullanılan, kıt kaynakların dağıtımı ifadesi dar görüşlü ve yanlıştır. Bu tanım iktisadı, iyi davranışlı tercihler mevcutken optimal kararlar üzerine çalışmaya indirgemıştır. Bu tip araştırmalar iktisadi sistemin karmaşık dinamiklerini ve bununla ortaya çıkan istikrarsızlığı atlamaktadır. Bu süreçleri yeterli biçimde anlamayanlar ekonomiyi etkileyen temel etkenleri gözden kaçırabilirler.

Finansal piyasaların yapısal özelliklerini ve eğilimlerini bu piyasaların temel mekanizmalarını açıklayan bir modele ihtiyaç vardır. Son küresel finansal krizin nedenlerini inceleyen çok sayıda çalışma vardır. Bunların çoğu neo-klasik ortodoksları eleştirmekte ve Keynesci-Minskici kavramlara ve fikirlere dayanmaktadır. Patomaki (2010: 73)'ye göre, büyük finansal krizleri öngörenlerin ortak yönü, standart neo-klasik modellere dayanmayı reddetmeleridir. Bu noktada ise denge kavramına dayanmaktan çok Keynesci ve Minskici kuramların daha gerçek varsayımları kullanılmıştır.

Keynes'e göre, tam istihdamın altında sağlanan makroekonomik dengede hayvani güdüler ve belirsizlik mevcuttur. Keynes iş çevrimlerini açıklamaya çalışırken belirsiz bir gelecekte beklentilerin rolü üzerinde durmuştur. Örneğin insanlar, sadece alış veriş için değil, geleceğin belirsiz olması nedeniyle de ellerinde nakit tutarlar. Gelecek güvenli ise insanlar tüketim, yatırım ve borç biriktirme konularında güvenli hissederler. Ek olarak yatırımlar, faiz oranları ve yatırım kararı verenlerin beklentilerine bağlıdır. Belirsizlik göz önüne alındığında Keynes, kapitalist piyasa ekonomisinde yatırım yapıp kâr elde etmenin iki yolu olarak girişim ve spekülasyonu belirlemiştir. Girişim, varlıkların tüm ömrü boyunca sağlayacağı olası getirilerini tahmin edebilme faaliyetiyken; spekülasyon daha çok piyasanın ruh halini tahmin edebilme faaliyetidir. Keynes'e göre, yatırım piyasalarının örgütlenmesi geliştikçe, spekülasyonun baskınlığı da artacaktır. Keynes, 1920 ve 1930'larda yaşadığı tecrübelerle ilgili olarak, New York'da spekülasyonun etkisinin çok büyük olduğunu iddia etmiştir. Bu durumun nedeni olarak ise kısa dönemli, akışkan yatırımlar gösterilmiştir. Kısa dönemde paranın biriktirilmesi ya da borç verilmesi, genel olarak uzun dönemli üretken yatırımlardan daha çok getiri sağlamaktadır (Keynes, 1961: 155).

Keynes (1961) finansal piyasalardaki yatırımcıların kararlarını, yarışanların 100 fotoğraf arasından en güzel altı yüzü seçtiği gazete yarışmalarına benzetir. Burada ödül, tüm yarışmacıların ortalama tercihlerine en yakın olan yarışmacıya verilecektir. Ancak bu stratejik oyunda herkes, diğerlerinin soruna aynı bakış açısından baktığını bilmektedir. Bu durumda ortalama görüş, ortalama görüşün ne olması gerektiği beklentisiyle alakalıdır. Keynes'in analizi, finansal piyasalarda kendi kendini güçlendiren bir eğilim olduğunu göstermektedir (Patomaki, 2010: 74).

Heterodoks bakış açısında finansal krizlerde içsel mekanizmalar söz konusudur. Geleneksel Keynesyen sistemden farklı olarak Minsky, yatırımların nasıl finanse edildiğini açıklamaya çalışmıştır. Minsky finans, belirsizlik ve krizi birbirini bağlayan Keynesyen bir kuram geliştirmiştir. Minsky'den önce iktisadi dalgalanmalar üzerine yazın, reel ya da üretim tarafına odaklanmıştı. Geleneksel iktisat yazınında konjonktürel dalgalanmalar dışsal olarak ele alınırken, Minsky gibi bazı iktisatçılar dalgalanmaların ekonominin kendi işleyişinden kaynaklandığını, bir başka deyişle içsel olduğunu iddia etmişlerdir (Rasmus 2008). Ayrıca, ekonomilerin ve konjonktürel dalgalanmaların istikrarlı olup olmadığı da finansallaşma bağlamında tartışılmıştır. Ekonomi istikrarlı varsayılıyorsa, istikrarsızlıklar dışsal olarak ele alınacaktır. Tersine istikrarsızlıklar içsel ise çözümler de ekonominin kendi işleyişinde aranacaktır. Bu nedenle ekonomik istikrarsızlıkların dışsal ya da içsel oluşu, çözüm için uygulanacak iktisat politikalarını farklılaştıracaktır. Minsky ise iktisadi durgunluğu tartışmış ve finansal kırılganlığı, krizlerin ana nedeni olarak belirlemiştir. Finansal sistemin artan istikrarsızlığı ise kredi ve finansal araçların, ekonominin reel kesiminden (üretim ve ticaret) kopması sonucunda ortaya çıkmıştır.

Minsky, sadece iktisadi krizlerin değil, finansal krizlerin de kapitalist sistemde içsel olduğunu göstermiştir (Bresser-Pereira, 2010: 15). Minsky'nin tezleri "finansal istikrarsızlık hipotezi" olarak anılmaktadır. Bu bağlamda Minsky, dalgalanma ve istikrarsızlıkların, finansal sistem ile arasındaki ilişkiyi finansal istikrarsızlık hipotezi yaklaşımıyla açıklamaya çalışmıştır.

Finansal istikrarsızlık hipotezi, esas olarak borçların davranışlar üzerindeki etkisine dayanmaktadır. Hipotez, paranın miktar kuramının aksine bankacılık faaliyetlerini, kâr elde etme amaçlı olarak ele almaktadır. Modern bir kapitalist ekonomide sadece hane

halkı ve firmalar değil, bankalar gibi aracı kurumlar da kârı ençoklaştırmayı amaçlamaktadırlar (Minsky 1993). Çünkü tüm girişimciler gibi bankalar da yeniliklerin ve icatların kâr sağlayacağını farkındadır. Dolayısıyla finansal aracılar borç taciri olan, yenilikler yapmaya çabalayan iktisadi birimlerdir. Bu durum ise paranın dolaşım hızını sabit varsayan geleneksel miktar kuramına ters düşmektedir (Minsky 1992).

Minsky, hipotezini yatırım kuramının üzerine oturtmuştur. Minsky (1993)'ye göre var olan finansal sistem, zaman içerisinde değişmiş ve günümüzde borçlanmayı, içsel finansmana göre arttırmış ve böylece eskiden daha sağlam bir yapıya sahipken günümüzde daha kırılgan bir hale gelmiştir.

Minsky (1992)'ye göre kapitalist ekonominin temelinde finansal sistem vardır. Minsky dalgalanmalar ile finansal sistemi, kurduğu yatırım kuramı üzerinden ilişkilendirmiştir. Sonrasında, firmaların yatırımlarını finanse etme yöntemlerini ve bu yöntemlerin finansal istikrarsızlıkları nasıl etkilediğini incelemiş ve son olarak da bu istikrarsızlıkların nasıl konjonktürel dalgalanmalara dönüştüğünü açıklamaya çalışmıştır. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin temelinde, finansal olarak karmaşık olan ekonomilerin daha kırılgan olması yatmaktadır. Hipotezde kilit nokta, yatırımların finanse edilme şekilleridir (Wray ve Tymoigne 2008).

Minsky (1982: 24)'e göre yatırımların büyük bölümü borçlanarak finanse edildiğinde başlangıçta ekonomide bir canlanma ortaya çıkmakta ancak süreç içerisinde finansal kırılganlık artmakta ve sonrasında sistem durgunluğa girebilmektedir. Kısaca açıklamak gerekirse, istikrarsızlıkların ve konjonktürel dalgalanmaların nedeni olan finansal sistemde; ekonomide kâr fırsatları oluştuğunda, yatırımcılar ellerinde yeterli fon olmasa bile finansal piyasalardan borçlanmak yoluyla yatırım yapmakta, yatırım artışı ise önce bir iktisadi genişlemeye yol açmakta ancak sonrasında aşırı borçlanma ile ortaya çıkan faiz yükselişi ve verimsiz yatırımlara bağlı olarak bir daralmaya neden olmaktadır (Minsky 1982).

Keynes'in "Genel Teorisi"nde yatırım kararları, istihdam ve çıktı düzeyini belirleyen efektif talep düzeyinin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Yatırım kararları

ise “sermayenin marjinal etkinliği³⁰”ne göre belirlenmektedir. Keynes, Klasik iktisadın tam bilgi varsayımı yerine belirsizlik kavramını oturtarak, beklentilerdeki değişimlerin sermayenin marjinal etkinliğini değiştirebileceğini, dolayısıyla bu kavramın subjektif olduğunu iddia etmiştir (Tiryaki, 2012: 5). Sermayenin marjinal etkinliği, piyasa faiz oranından yüksekse yatırım yapılır, çarpan etkisiyle çıktı ve istihdam düzeyi artar. Kuramda yatırım için gerekli olan fonun hâlihazırda mevcut olduğu örtük olarak varsayılmaktadır. Bu noktada, Minsky ise yatırımların nasıl finanse edildiğinin açıklanmamasını Keynes’in yatırım kuramının eksikliği olarak görmüş ve yatırım finansmanını bu kurama dâhil etmiştir (Wray ve Tymoigne 2008).

Ona göre, sermaye mallarının şimdiki değeri, yatırım malları üretenlerin bu malların üretiminde katlandıkları maliyet ile bu üreticilerin ayakta kalabilmelerini sağlayan kârı karşılayacak fiyata eşit ya da büyük olmadığı sürece, ekonomide hiçbir birim, sermaye stokunu arttırmak için cari kaynakları kullanmayacaktır (Minsky 1993).

Minsky’ye göre firmalar uyguladıkları finansman yöntemine göre finansal olarak sağlam ya da kırılgan olabilmektedirler. Bu noktada Minsky, yatırımların finansman şekillerini güvenli (hedge), spekülâtif ve ponzi finansman olarak sınıflandırmıştır. Güvenli finansman, yatırımdan beklenen gelirin, toplam ödeme taahhütlerinden her dönem için daha yüksek olmasıdır. Bu tür finansman biçiminde, yatırımdan beklenen gelir akımlarının şimdiki değeri, ödeme yükümlülüklerinin şimdiki değerinden daha büyüktür. Dolayısıyla güvenli finansmanda net değer her zaman olumludur. Spekülâtif finansmanda, yatırımdan beklenen toplam gelir akımları toplam ödeme yükümlülüklerini aşmaktadır. Ancak, yatırım projesi içindeki her dönem itibarı ile beklenen gelir akımları, ödenecek miktarı karşılayamamaktadır. Spekülâtif finansmanda da bazı yıllar için gelir akımları ile ödeme yükümlülüklerinin tamamı karşılanamamasına rağmen, pozitif bir net değer mevcuttur. Çünkü beklenen nakit akımlarının şimdiki değeri, ödeme taahhütlerinin şimdiki değerinden daha büyüktür. Spekülâtif birimler ödeme taahhütlerini, yeni borçlanmalarla sağlayacakları fonlar aracılığıyla ödemeyi ümit eden birimlerdir. Ponzi finansmanında ise nakit ödeme taahhütleri her zaman nakit gelir akımlarından daha büyüktür. Bu nedenle, sadece faiz

³⁰ Keynes (1961: 135), sermayenin marjinal etkinliğini, sermaye malının ömrü boyunca beklenen getirisinin şimdiki değerini, o malın arz fiyatına eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlamıştır.

ödemeleri için değil, anapara ödemeleri için de borçlanmak, bir başka deyişle sürekli olarak borçlanmak gerekmektedir. Ponzi finansmanda, mevcut borçları ödeyebilmek için borç stoku sürekli olarak artırılmaktadır (Minsky 1992). Bu finansman biçiminde yatırımdan elde edilecek gelir akımlarından anapara ve faiz ödenmemekte, borçlar yeniden borçlanarak ya da finansal varlıklar satılarak ödenmeye çalışılmaktadır (Rasmus 2008).

Minsky, finansal yapı ve ilişkilerin zaman içerisinde değiştiğini belirtmiştir (Rasmus 2008). Finansal yapının zaman içerisinde güvenli finansmandan spekülâtif ve ponzi finansmana yöneldiğini ve bu durumun da finansal kırılganlığı daha da arttırdığını savunmuştur (Minsky 1992). Minsky (1993) kırılganlığı, küçük bir etkinin büyük bir tepkiye yol açması olarak tanımladıktan sonra kırılgan bir yapının istikrarsız bir yapı olduğunu belirtmiştir.

Ekonomide güvenli finansman yaygınsa ekonomi, finansal yapısı sağlam, dengeye yönelen bir sistem olacakken, tersine spekülâtif ve ponzi finansmanı yaygınsa, borçlanma miktarı giderek arttığından ekonomideki kırılganlık düzeyi de yüksek olacaktır (Minsky 1992). Minsky'ye göre güvenli finansmanın yaygın olduğu bir ekonomide finansal krizler ortaya çıkmayacak, olsa bile sık olmayacak, görece olarak hafif olacak ve merkez bankası politikalarıyla kolayca kontrol altına alınabilecektir (Rasmus 2008). Güvenli finansman biçimi yaygın iken, faiz oranlarındaki hızlı artışlardan ve yüksek faiz oranlarından az sayıda firma olumsuz yönde etkilenecektir. Ancak, spekülâtif ve ponzi finansmanın yaygın olduğu bir sistemde, faiz oranlarındaki artış hem bu finansman biçimlerinin yapısındaki bozukluğu arttırmakta; hem de faiz oranları üzerinde yükseltici baskı yaratmaktadır.

Finansallaşma sürecindeki temel sorun, bu süreç içerisinde ekonomide ortaya çıkan kâr fırsatlarının bir yandan işletmeleri spekülâtif ya da ponzi finansman kullanımına teşvik ederken, diğer taraftan iktisadi birimleri daha spekülâtif davranmaya yönelterek, finansal kırılganlığın artmasına sebep olmasıdır. Bu nedenle iktisadi dalgalanma ve istikrarsızlıkların kaçınılmaz olduğu savunulmaktadır.

Minsky finansal istikrarsızlıkları, ekonomideki spekülâtif yatırımların görece ağırlığına bağlı olduğunu savunmuş (Rasmus 2008), ekonomideki istikrarsızlıkları finansal

kırılganlığa bağlamış, başta ekonomi finansal olarak sağlam olsa bile süreç içerisinde finansal kırılganlığın artacağını ve bu durumun da konjonktürel dalgalanmalara ve istikrarsızlıklara neden olacağını öne sürmüştür. Şöyle ki başta istikrarın ve iyimserliğin olduğu bir ekonomide bazı firmalar borçlanarak yatırım yapmak isteyecek, iyimserlik nedeniyle ekonomik birimlerin ve bankaların temkinli hareket etme eğilimleri azalacak ve bu nedenle firmalara fon sağlayacaklardır. Süreç içerisinde kâr olanakları giderek azalırken borçlanma artacak ve ekonominin finansal yapısı giderek bozulacaktır. Bu durumda firmalar gelirlerinin giderek daha büyük bir kısmını borç servisi için ayıracak, bazıları için ise ödeyememe durumu ortaya çıkacaktır. Bu firmalar borçlarını ödeyebilmek için ellerindeki finansal varlıkları satacak, fon talebi giderek artacak ve buna bağlı olarak da faiz oranları yükselecektir. Faiz oranının yükselmesi daha önceden verimli gözüken yatırımları riskli hale getirecek, spekülatif ya da Ponzi finansman uygulayan firmaların durumu, bu firmaları daha zor koşullarda borçlanmaya zorlayacağından daha da kötüleştirecektir. Böylece iktisadi dalgalanma ve istikrarsızlık ortaya çıkacaktır.

Bu bağlamda Minsky (1993), her ne kadar kapitalizmin belirgin kusurunu tam istihdam düzeyini koruyamama olarak ifade etse de, derinde yatan kusurunun finansal sistem olduğunu ifade etmiştir. Ekonomide zaman zaman borç ve borç servislerinin gelire göre daha fazla arttığını ve bu durumun da içsel olarak finansal krizleri ortaya çıkardığını savunmuştur.

Yukarıda belirtilen nedenlerle Minsky, finansal kapitalizmde istikrarsızlığın doğal olduğunu öne sürmüştür. Dolayısıyla kurama göre iktisadi dalgalanmaların kaynağı, yatırımcıların yatırımlarını borçlanarak finanse etme eğilimleridir. Böyle bir sonuç ise dalgalanma ve istikrarsızlıkları gidermek için uygulanan geleneksel para ve maliye politikalarından farklı politikaların izlenmesinin daha uygun olacağını gündeme getirebilir.

Günümüzde finansal krizlerin temelinde finansal sermayenin serbestleşmesi ve buna bağlı olarak yeni para ve kredi araçlarının ortaya çıkmasının yattığı öne sürülmektedir. Çok sayıda yeni araçların oluşması, yeni kredi çeşitlerinin ve finansal kuruluşların çoğalmasına dayanmaktadır. Bu şekilde ortaya çıkan finansallaşma süreci “türev” araçlarının gelişmesine bağlıdır.

Sonuç itibariyle, 1970’li yıllardan başlayarak yaşanan iktisadi krizler ve dalgalanmaların açıklanması için birçok kuram geliştirilmiştir. Bu kuramlardan bazıları kriz ve dalgalanmaların dışsal şoklardan kaynaklandığı üzerine inşa edilmişken, bazıları içsel olarak kapitalist ekonominin kendisinden kaynaklandığını iddia etmiştir. Bu noktada Minsky, kriz ve dalgalanmaların finansal sistemin işleyişiyle ilişkili olduğunu belirtmiş, finansal sistemin, tasarrufların yatırıma çevrilmesinde yaptığı aracılıkla birlikte firmalara borç verme işlevi nedeniyle iktisadi genişleme ya da daralma süreçlerini başlatabileceğini iddia etmiştir. İktisadi dalgalanmalar ve istikrarsızlar konusunda finansal sistemin temel olarak ele alındığı bu yaklaşım iktisat yazınında Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezi olarak bilinmektedir.

Minsky belirsizliği kullanılabilir hale getirmiş ve kredi patlamalarının krize yol açabileceğini belirtmiştir. Finansal krizlerin bu şekilde açıklanması bunların içsel olarak düzeltilebileceği anlamına gelmektedir. Tam da bu nedenle Minsky’nin modeli ekonominin nasıl işlemesi gerektiğinden çok gerçekte nasıl işlediğinin daha doğru bir açıklamasını vermektedir (Munoz, 2011: 22).

Minsky, uygulamacı ve tarihsel bir bakış açısıyla, 1980’lerin kuralsızlaştırma sürecini krizlerin temel nedeni olarak değerlendirmiştir. Ona göre, finansal yenilik ve çeşitlenme, 1990’lardaki krizlerin yolunu açmıştır. Bu durum Minskici heterodoks görüşün finansal krizlere bakışını özetlemektedir (Wray 2009).

Ortodoks görüşe göre ekonomide ortaya çıkan dalgalanmalar geçici olup, ekonomiyi dengeye yönelten içsel dinamikler bulunmaktadır. Bireysel çıkarlarını ençoklaştırmaya çalışan akılcı bireyler, toplumsal çıkarları da ençoklaştırırken, piyasa işaretlerine göre davranarak ekonomide dengeyi sağlarlar. Aksine Keynesyen iktisatta ekonomiyi kararlı bir dengeye götürecek içsel dinamikler bulunmamaktadır. Benzer şekilde Post Keynesyen bir iktisatçı olan Minsky’ye göre ise tarihsel süreç, ortodoks görüşün öne sürdüğü gibi ekonominin sürekli dengeye yönelen bir sistem olmadığını göstermektedir (Minsky 1992). Bu noktada iktisadi birimlerin istikrarı bozacak şekilde çalıştığı söylenebilir. Hatta Minsky ve Whalen (1996), finansal sistemin zaman içerisinde istikrarsızlık yaratma yanında eşitsizliği ve güvensizliği artıracığını da iddia etmişlerdir.

Sonuçta ortodoks bakış açısının, krizlerin oluşmasında paranın rolünü ihmal ettiğinden yetersiz olduğu söylenebilir. Finansal krizlerin heterodoks bakış açısında, finansal kurumların sistemin önemli bir parçası olduğu savunulmaktadır. Bunun yanında kâr amacının, istikrarsızlığın açıklamasında önemli bir parçası olarak düşünülmesi gerektiği de belirtilmektedir. Ayrıca, istikrarsızlaştırıcı spekülasyon heterodoks açıklamada tetikleyici bir etken olarak görülmektedir. Ancak ortodokslar akılcılığa, dengeye ve istikrarı sağlayan spekülasyona inanmışlardır. Oysaki bankacılık sektöründe var olan ve nadiren akılcılıktan sapan etkinlik varsayımı gerçekçi değildir. Ortodoks analiz yatırımları kaldıraç kararlarından ayırmıştır. Finansal istikrarsızlık hipotezinde ise yatırım ve borç düzeylerinin etkileşimi krizin tetikleyicisi olarak ele alınmıştır. Keynes ve Minsky davranışsal finansa önem vermişken, ortodoks modeller denge, akılcılık, etkin piyasa ve tam bilgiye dayanmıştır (Munoz 2011).

Heterodoks görüşün temel mesajı finansal krizlerin büyümenin hızını kestiğidir. Tersine, ortodoks iktisatçılar krizleri serbestleşme sürecinde gerekli bir etken olarak ele almaktadır.

2.4. FİNANSAL KRİZLERİN BELİRLEYENLERİ

Finansal krizlerin nasıl açıklandığı, krize karşı ne yapılacağına belirlenmesi açısından önemlidir. Krize doğru giden süreç çeşitli özelliklerle nitelendirilebilir. Bunlar hızlı varlık fiyatı artışları, aşırı borç yüküne yol açan kredi patlamaları gibi çeşitli faktörlerdir. Ayrıca, kaldıraç işlemlerindeki artış ve borç verme standartlarındaki düşüş sık sık finansal krizlerle, kredi ve varlık fiyatlarıyla ilişkilendirilmektedir.

Finansal bir kurum kendi yatırımları dışında diğer yatırımlar için borç verdiğinde daha fazla getiri elde etme olanağına sahip olur. Ancak bununla birlikte daha fazlasını kaybedebilir de. Bu şekilde kaldıraç, potansiyel getiriye artırmakla birlikte iflas riskini de beraberinde getirir. Ekonomideki ortalama kaldıraç derecesi, genel olarak finansal krizlerden önce yükselmektedir (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011: 23).

Finansal krizler, sonrasında ekonomik bunalıma yol açabilir. Geçmiş ülke tecrübeleri daha serbest sermaye hareketliliği ve bankacılık krizlerinin sıklığı arasında dikkat çeken bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca, finansal serbestleşme genişledikçe döviz

kuru krizleri ve bankacılık krizleri daha yakın ilişkili hale gelmiştir. Genel olarak bir bankacılık krizi, bunu daha da şiddetlendiren bir döviz kuru krizi tarafından izlenmektedir.

Claessens vd. (2010: 274)'e göre, son küresel finansal krizde hane halkı sektöründe finansal koşullar beklenmedik şekilde önemli bir rol oynamıştır. Önceki finansal sıkıntı dönemlerinin birçoğu, kamu sektöründeki sorunlardan (1980'lerde Latin Amerika borç krizi) ya da bankacılık sektöründen (Doğu Asya Krizi) kaynaklanmıştır. Ancak son küresel kriz hane halkından, özellikle konut kredilerinden kaynaklanmıştır. Düşen konut fiyatları ve ödenmeyen krediler tüketici harcamalarında hızlı bir düşüş başlatmış reel sektörde zaten zor olan durumu daha da kötüleştirmiştir. Tüketimdeki azalma kurumsal kârlılığı azaltmış, işsizliği artırmış ve daha kötü bir geribesleme etkisine yol açmıştır. ABD'de hane halkına verilen kredilerin patlaması, borç verme standartlarının düşüşü ve yaşaması için elverişli koşulların sürmesine ve özellikle konut fiyatlarının artışına bağlı olan eşikaltı krediler gibi marjinal varlıkların oluşturulmasıyla ilişkilendirilmiştir.

Son küresel finansal kriz birçok politika uygulamasının kusurlarını açığa çıkarmıştır. Özellikle, finansal çöküşlerle ilişkilendirilen derin resesyonlarla mücadelede, geleneksel makroekonomik politika önlemlerinin sınırlarını göstermiştir. Bu kusurlar makroekonomik politikanın varlık fiyatı patlamalarıyla mücadele edip etmemesi gerektiği hakkındaki bazı eski tartışmaları canlandırmış ve hızla bütünleşen finansal sistemlerin karşısında ulusal ve uluslararası finansal mimarinin yetersiz kaldığını açığa çıkarmıştır.

Ganioğlu (2012: 1), krizleri açıklamaya yönelik modellerin, krizlerin yapısının özellikle 1990'larda değişim göstermeye başlamasıyla birlikte evrim geçirdiğine dikkat çekmiştir. Krizlerin dinamiğini açıklamaya ve krize yol açan etkenleri belirlemeye yönelik modeller geliştirilmiştir. Ancak, yapılan analizler birbirinden farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Bu durumun temel nedeni, açıklayıcı değişkenlerin, tek bir yöntemle ölçülmemesidir. Ayrıca, yazındaki farklı görüşler de açıklayıcı değişkenlerin farklılaşmasına neden olmaktadır.

Balı ve Büyükşalvarcı (2011: 8), finansal krizlerin nedenlerini şöyle belirlemiştir.

- Sermayenin reel üretimde değerlendirilen bölümünün azalması,
- Uluslararası sermaye hareketleri,
- Yanlış iktisat politikaları ve yapısal bozulmalar,
- Bankacılık sistemindeki sorunlar,
- Finansal serbestleşme,
- Kısa dönemli spekülasyon sermaye hareketleri,
- Bankacılık sistemindeki yetersiz düzenleme ve denetim,
- Aşırı bütçe açıkları ve ödemeler bilançosu sorunları,
- Banka panikleri.

Yazında finansal krizlerin belirleyicileri hakkında yapılan kuramsal ve niceliksel çalışmalarda kullanılan açıklayıcı değişkenleri genel olarak dört başlık altında toplamak mümkündür. Bunlar başarısızlıklar, balonlar, finansal kırılganlık ve istikrarsızlık ve menkul kıymetleştirme ve türev ürünlerdir (finansal yenilikler). Bu faktörler iktisatçılar tarafından içsel ya da dışsal olarak ele alınabilmektedir.

2.4.1. Başarısızlıklar

Furceri ve Mourougane (2009), finansal krizleri çok sayıda faktörün tetikleyebileceğini belirtmiştir. Bir görüşe göre, krizler iş çevrimlerinin bir parçasıdır ve ekonomideki şoklardan kaynaklanmaktadır. Ancak, tüm çevrimlerde ciddi kredi olayları görülmemiştir. Diğer taraftan krizler, risk almayı cesaretlendiren ve asimetrik bilgi ve ahlaki çöküntüye yol açan iyi tasarlanmamış kurumlar veya düzenlemeler nedeniyle de ortaya çıkabilir. Bankacılık sektöründeki son yenilikler bu tip istikrarsızlık risklerini güçlendirebilmektedir. Eksik finansal piyasalar da varlık fiyatlarında dalgalanmaya yol açarak bir kriz nedeni olabilmektedir.

Tablo 1, krizlere yol açan temel başarısızlıkları sınıflandırmaktadır. Furceri ve Mourougane (2009), krizlere yol açan temel başarısızlıkları, politika, düzenleme ve piyasa başarısızlığı olarak üçe ayırarak bir anlamda krizlerin kökenlerini incelemiştir.

Tablo 1: Krizlere Yol Açan Temel Başarısızlıklar

Politika başarısızlıkları	Düzenleme Başarısızlıkları	Piyasa Başarısızlıkları
Aşırı uyumlu para politikası	Konut sahibi olma sübvansiyonları	Sürü davranışı ve akıldışılık
Döviz kuru sabitlemesi	Basel sermaye yeterlilikleri	Temsilci sorunları
	Ticari bankaların bilanço dışı ve yatırım bankalarının düzenleyici gözetimi istisnaları (muafiyetleri)	
	Finansal piyasaların önemli bölümlerinin düzenleyiciler tarafından kapsanma eksikliği	
	Şeffaflık eksikliği	

Kaynak: Furceri ve Mourougane (2009: 16)

Finansal piyasalar içinde gerçekleşen işlemler, genelde bir tarafın doğru karar alabilmek için diğer taraf hakkında bilmesi gereken tüm bilgiyi bilmediği asimetrik bilgiye tabidir. Asimetrik bilgi finansal sistemde iki yoldan risk oluşturur: İşlem yapılmadan önce (ters seçim) ve işlem yapıldıktan sonra (ahlaki çöküntü). Krizleri, iş çevrimleriyle açıklamaya çalışan araştırmacıların bir kısmı, asimetrik bilginin bankacılık krizlerini tetiklemede önemli bir işlevi olduğunu vurgulamaktadır.

Mishkin (2000: 202), finansal krizlere yol açan faktörleri faiz oranlarında yükselme, belirsizliğin artması, bilançolar üzerinde varlık piyasası etkileri ve bankacılık sektöründeki sorunlar olarak dörde ayırmıştır. Faiz oranlarındaki yükselme sonucunda iyi kredi risklerinin borçlanmak istemeyecek, kötü olanlar ise borçlanmaya devam edecektir. Ancak ters seçim riskinin artması nedeniyle borç verenler artık borç vermek istemeyecektir. Verilen borç miktarının azalması yatırımları ve dolayısıyla iktisadi faaliyetleri azaltacaktır.

Belirsizliğin artması, borç verenleri iyi kredi risklerini kötüsünden ayırt etmelerini zorlaştıracak, yine ters seçim sorunu nedeniyle borç verenler artık borç vermek istemeyecek ve yatırımlar ve iktisadi faaliyetler azalacaktır.

Firma bilançolarının durumu da finansal sistemdeki asimetrik bilgiyi etkilemektedir. Borsada dikkate değer bir düşüş firma bilançolarında ciddi bir bozulma yaratabilir ve böylece finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını artırarak finansal

bir krize yol açabilir. Şöyle ki borsadaki düşüş şirketlerin öz sermayesinin düşmesi anlamına gelir. Firma öz sermayenin bir anlamda ipoteğe benzer bir rolü olduğundan, bunun değerinin düşmesi alacaklıya daha az koruma sağlayacak ve bu da ters seçim olasılığının artması nedeniyle verilen borcun azalmasına yol açacaktır. Diğer taraftan öz sermayeleri düşen firmalar zarar etmeleri halinde kaybedecek pek bir şeyi olmadığından riskli yatırımlara daha çok yönelecek, bu da ahlaki tehlikeyi artıracaktır. Bu durum ise yine borç vermeyi azaltacaktır.

Ayrıca, faiz oranlarındaki yükselme ters seçim sorunlarını doğrudan etkilerken, şirket ve hane halkı bilançoları etkileri nedeniyle de finansal krizlerin ortaya çıkmasına yol açabilir. Faiz oranlarındaki artış, hane halkı ve firmaların faiz ödemelerini artırırken net nakit akışını bir başka deyişle gelir ve harcamalar arasındaki farkı azaltır. Net nakit akışındaki azalma bilançolarını kötüleştirir. Bu da alacaklının, borçlunun borcunu ödeyebilir olup olmağını bilmesini zorlaştırır. Bu da ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının artmasına, kredi ve iktisadi faaliyetlerin azalmasına yol açar.

Banka bilançolarındaki kötüleşme de sermayelerinin, borç verebilecekleri kaynakların ve böylece verdikleri borçların azalmasına neden olarak yatırımların azalmasına yol açabilir. Ayrıca banka bilançolarındaki kötüleşme çok şiddetliyse bankalar iflas etmeye başlar ve bu durum yayılarak sağlıklı bankaların bile batmasına neden olabilir. Çok sayıda bankanın iflasına yol açan bu süreç banka paniği olarak adlandırılmaktadır. Bunun nedeni de asimetrik bilgidir. Mevduat sigortası olmaması halinde banka hakkında bilgisi bulunmayan mevduat sahipleri kendilerini korumak için mevduatlarını geri çekerek iflasına neden olabilir. Bu da yine kredilerin ve dolayısıyla yatırımların ve iktisadi faaliyetlerin azalmasına yol açar (Mishkin, 2000: 204).

Mishkin (1991: 11), belirttiği kriz nedenlerinden kaynaklanan iktisadi daralma, fiyatlarda önemli bir düşüşe neden olursa, toparlanma sürecinde kesintiler görülebileceğini kaydetmiştir. Bu durumu borç deflasyonu olarak açıklayan Irving Fisher (1933)'e göre, fiyat düzeyindeki önemli azalma, artan borçlanma yükü nedeniyle firmaların net değerini daha da kötüleştirecektir. Eğer Büyük Buhran'da olduğu gibi borç deflasyonu durumu ortaya çıkarsa ters seçim ve ahlaki çöküntü riskleri artmaya devam eder ve böylece uzun süre borçlanma, yatırım harcamaları ve tüm iktisadi faaliyetler durgun hale gelir.

Chari ve Jagannathan (1988), bazı mevduat sahiplerinin parasını tüketim amaçları için, bazılarının da bankanın başarısız olacağını bildikleri için geri çektiği bir ortamda, tüketim tercihleri ya da bilgi sahibi olma nedeniyle paralarını daha erken çekenleri birbirinden ayıramayan mevduat sahiplerinin de mevduatlarını geri çekilebileceklerini belirtmiştir. Bu noktada Chari ve Jagannathan, krizlerin sadece ekonomik görünümün kötü olması nedeniyle değil, gelecekle ilgili herhangi bir beklenti olmadan da sadece likidite ihtiyaçları yüksekken de ortaya çıkabileceğini ifade etmiştir (Allen vd., 2009: 7).

Başarısızlıklar devlet garantileri tarafından da tetiklenebilmektedir. Banka panikleri, bankanın iflas etmesi riskine karşı mevduatlar sigortalıysa ortaya çıkmayabilecektir. Mevduat sigortası açık bir şekilde olabilir, bir başka deyişle bankalar mevduatlarının tamamı ya da bir kısmı için kamu ya da özel kurumlardan sigorta alabilir. Diğer taraftan bu sigortalar gizli bir şekilde de olabilir. Bu durumda mevduat sahiplerinin, devletin bankanın başarısız olmasına izin vermeyeceğine ya da banka batarsa mevduat kayıplarını telafi edeceğini inanmaları gerekmektedir. Ancak, Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998b: 86)'ye göre eğer bu sigortanın fiyatı banka riskini tam olarak yansıtmıyorsa, mevduat garantisinin varlığı aşırı risk almayı teşvik eder. Bu durum ahlaki çöküntüye yol açabilir. Ahlaki çöküntünün etkileri, bankacılık sistemi sıkı kontrol altındaysa devlet veya merkez bankasınca ihmal edilebilir. Diğer taraftan finansal serbestleşme birçok ülkede olduğu gibi devreye girerse risk alma fırsatları önemli ölçüde artacaktır. Böylece, finansal serbestleşme, mevduat sigortası olan ülkelerde uygulanırsa ve etkin bir düzenleme ve denetim yoksa banka yöneticilerinin bir kısmı aşırı risk alabilecek ve ahlaki çöküntü nedeniyle bankacılık krizleri ortaya çıkabilecektir. Özetle kuram, mevduat sigortası ve bankacılık krizleri arasındaki ilişkinin yönü konusunda belirsizdir. Bir taraftan, mevduatlar sigortalandığında kendi kendini besleyen krizler ortaya çıkmayabilecektir. Diğer taraftan banka yöneticileri daha fazla risk alabileceğinden ters makroekonomik şoklar nedeniyle bankacılık krizlerinin ortaya çıkma olasılığı artmaktadır.

2.4.2. Balon ve Patlamalar

Finansal krizlerin bir diğer nedeni olarak kriz öncesinde ekonomide oluşan balonlar ve bunların patlaması gösterilmektedir. Ekonomi genel olarak reel ve finansal olarak adlandırılan iki piyasaya ayrılabilir. Reel piyasa, mal ve hizmetlerin alınıp satıldığı piyasalarken; finansal piyasa, bu mal ve hizmetleri temsil eden kağıtların (para, hisse senedi, tahvil, türev ürünler gibi) alınıp satıldığı sanal piyasalardır. Finansal piyasadaki kağıtlar, kaldıraç işlemleri nedeniyle reel piyasadaki daha yüksek bir değeri gösterebilir. Ancak, reel ve finansal değer arasındaki farkın artması sorun yaratabilir. Bu fark arttıkça iki ekonomi arasındaki ayrışma da o kadar fazla olur.

Finansal piyasadaki kağıtların değerinin şişmesi reel ekonomide malı bulunan birimlerin işine gelir. Finansal piyasadaki değerler, piyasa değerini etkilediği için birimlere, sahibi oldukları mallar da değerliymiş gibi görünür. Finansal piyasaların en önemli eksikliklerinden birisi, varlık değerlerini temsil eden hisse senedi ve tahvil gibi kağıtlarda akılcılığı sağlayamaması ve akıl dışılığa yol açabilmesidir. Normal şartlar altında bir mal ya da hizmetin fiyatı yükseldiğinde, talebi ve böylece fiyatı düşer ve yeni bir denge oluşur. Hisse senedi ve tahvil gibi kağıtlarda da bu mekanizmanın işlemesi gerekirken, tam tersine bunların fiyatları arttıkça talebi de artabilmektedir. Bu durum piyasanın akılcılığı sağlama işlevini yerine getirmediğini göstermektedir. İktisat yazınında balon olarak adlandırılan olgu bu şekilde oluşmaktadır. Finansal ve reel değerler arasındaki farkın açılması balonları yaratmaktadır. Sonrasında, bu finansal kağıtlara yatırım yapanlar bunların değerlerinden şüphe ederek satışa başlayınca balon patlamaktadır (Eğilmez 2011).

Aslında, kredi balonları sonucunda finansal krizlerin oluştuğu fikri yeni değildir. Bu fikir, Minsky ve Kindleberger'in çalışmalarına dayanır ve birçok yeni çalışmada da dikkate alınmıştır³¹. Çok sayıda çalışmada sistemik finansal krizlerin, hızlı kredi genişlemesini izleme eğiliminde olduğunu iddia edilmektedir³².

Güçlü kredi genişlemesi dönemlerini izleyen finansal sıkıntı durumlarına işaret eden giderek büyüyen bir yazın bulunmaktadır. Goldfajn ve Valdes (1997)'in belirttiği üzere,

³¹ Bakınız Hume ve Sentance (2009), Reinhart ve Rogoff (2010).

³² Bakınız Kaminsky ve Reinhart (1999).

birçok bankacılık krizinden önce güçlü bir kredi büyümesi gözlemlenmiştir. Bu durumun en önemli örnekleri Arjantin 1980, Şili 1982, İsveç, Norveç ve Finlandiya 1992, Meksika 1994, Tayland, Endonezya ve Kore 1997 olarak gösterilebilir. Tüm durumlarda olmasa da bazı durumlarda hızlı kredi büyümesinin, banka rekabetini artıran veya yeniliğe yol açan finansal sektörün kuralsızlaştırılması tarafından hızlandırıldığı iddia edilmektedir. Bu reformlar, genel olarak borç patlamalarını sağlayan diğer faktörlerle birlikte bankaların rezerv gerekliliklerinin düşürülmesi ve çeşitli derecelerde cari işlemler hesabının serbestleşmesidir (Cottarelli vd., 2003: 44).

Krugman (2010: 132) borsadaki balon oluşumunu ve patlamasını şöyle anlatmıştır:

“Hisse senedi yatırımları lehindeki şu veya bu ölçüde mantıklı iddiaları boş verin; 1998’e veya aşağı yukarı bu tarihlere gelindiğinde insanların gördüğü şey hisse senedi satın alan herkesin yığınla para kazandığı, kenarda bekleyenlerin ise arkada bırakıldığıydı. Dolayısıyla borsaya giderek daha fazla fon aktı, fiyatlar hiç görülmemiş düzeyde arttı ve balon sınırsız olduğu açıkça görünecek şekilde şişti.

Fakat tabii ki bunun bir sınırı vardı. “Irrational Exuberance”ın (Akılsız Taşkınlık) yazarı Robert Shiller’in işaret ettiği üzere, aktif balonu içeriye çekilecek daha fazla salak bulunduğu sürece insanların para kazanmaya devam ettikleri bir tür doğal saadet zinciridir. Fakat sonunda zincire katılacak yeni salak kalmaz ve her şey tepetaklak olur. Hisse senetlerinde doruk 2000 yılında yaşandı. İzleyen iki yıl içinde hisse senetleri ortalama %40 civarında değer kaybetti.”

Kredi patlamalarından, özellikle yükselen ekonomilerde, genelde finansal krizlerin arkasında bulunan temel suçlu olarak bahsedilmektedir. Eğer bu durum gerçekse kredi patlamalarının finansal krizlerle yakın ilişkili olması gerekir. Bu noktada Acharya ve Richardson (2009: 195), son küresel finansal krizin temel nedeninin bir kredi patlaması ve konut balonu olduğu doğrultusunda genel bir görüş birliği olduğunu belirtmiştir.

Kredi patlamalarının sermaye girişi, finansal reformlar ve toplam faktör verimliliği kazançları ile ilişkisinin analiz edilmesi, kredi patlamalarını yönlendiren mekanizmalar üzerine yapılan kuramsal ve niceliksel çalışmalarla ilgilidir. Bu çalışmalar, bankalar tarafından sürü davranışı nedeniyle aşırı kredi genişlemesini (Kindleberger 1989); risklerin olması gerekenden düşük gösterilmesini (Borio vd. 2001), borç verme standartlarının ve kalitesinin düşürülmesini (Dell’Ariccia ve Marquez 2006) ve açık ya da gizli olarak devlet garantilerinin varlığı gibi araştırmaları içermektedir. Benzer

şekilde kredi patlamalarının analizi, çalışmalarında kredi patlamaları ve makroekonomik faaliyetler arasındaki ilişkiyi analiz eden, varlık ve ilgili malların fiyatlarını etkileyen şokları içeren iş çevrimleri yazınıyla³³ da ilgilidir (Mendoza ve Terrones, 2008: 4).

Allen ve Gale (1999: 11)'in balon oluşumuna ilişkin modelinde, gayrimenkul ve borsadaki birçok yatırımcı, yatırım fonlarını dış kaynaklardan sağlamaktadır. Eğer fonların nihai sağlayıcıları, yatırımın özelliklerini gözlemleyemiyorsa klasik bir risk transferi sorunu ortaya çıkar. Risk transferi, varlıkların getirisini artırır ve yatırımcıların varlık fiyatını, reel fiyatının üzerinde artırmasına neden olur. Varlık fiyatlarının önemli bir belirleyicisi, spekülasyon için sağlanan kredi miktarıdır. Finansal derinleşme spekülasyon için kredi hacmini genişleterek temsilci sorunuyla birbirini etkilemekte ve varlık fiyatlarında bir balon oluşmasına yol açmaktadır.

Allen ve Gale (1999: 11)'e göre, finansal krizlerin genel olarak üç farklı evresi vardır. İlk evre merkez bankasının bilinçli olarak borç vermeyi artırma kararı ya da benzer diğer olaylarla birlikte finansal serbestleşmeyle başlar. Kredinin artırılmasıyla birlikte gayrimenkul ve halka açık hisse senetleri gibi varlıkların fiyatlarında bir artış yaşanır. Fiyatlardaki artış oranı bir süre muhtemelen birkaç yıl, balon şişene kadar devam eder. İkinci evrede balon patlar ve varlık fiyatları genelde birkaç gün veya ay içinde düşer. Üçüncü evrede ise şişirilmiş fiyatlardan varlıkları alan birçok firma ve diğer birimler taahhütlerini yerine getiremez. Bu evreyi bankacılık veya döviz kuru krizleri izler. Bu durum genelde reel sektörde birkaç yıl süren sorunlara neden olur.

Allen ve Gale (1999), temsilcilik sorununu içeren modellerinde basitlik için yatırımların borçla finanse edildiğini varsaymışlardır. Borçlu, yatırım tipini (güvenli ya da riskli) seçmekte ve alacaklı fonların nasıl yatırıldığını görememektedir. Riskli varlıkları alan borçlu, risklerini alacaklıya transfer edebilecek ama getirilerini elinde tutmaya devam edecektir. Varlık daha riskli oldukça daha fazla risk transferi daha çekici hale gelecektir. Piyasadaki yatırımcıların önemli bir oranı bu güdülere sahip olduğunda varlığın reel değerine göre denge fiyatı daha yüksek olacaktır. Reel ve denge fiyatı arasındaki fark balon olarak tanımlanmaktadır. Balonun büyüklüğünün belirlenmesinde iki faktör

³³ Bakınız Fisher (1933) ve Kiyotaki ve Moore (1997).

önemlidir. Biri spekülâtif yatırımı finanse edebilmek için kredi miktarı iken, diğeri belirsizlik derecesidir. Bunlardan birisi büyükse balon da büyüyecektir. Bu nedenle kuramda balonlar, cari kredi hacminin yüksek olması, gelecekteki kredi hacminin daha yüksek ve belirsiz olacağının beklenmesi halinde ortaya çıkma eğiliminde olacaktır.

Finansal krizlerin ikinci evresi balonun patlaması ve varlık fiyatlarının düşmesidir. Bazı durumlarda çöküşün reel bir şok tarafından hızlandırıldığı görülebilmektedir. Örneğin, Norveç'te balonun patlamasını petrol fiyatlarındaki düşüş tetiklemiştir. Ayrıca, krizin finansal sektördeki bir olay tarafından tetiklendiği de görülebilmektedir. Bunun için iyi bir örnek İsveç'in varlık fiyatlarında düşüşü hızlandıran kredi sıkılaştırma politikasıdır (Allen, 2000: 6).

Krizin üçüncü evresi varlık fiyatlarının düşmesinden sonra ortaya çıkmaktadır. Bu evrede yaygın olarak taahhütlerin yerine getirilmediği görülür ve bankacılık sistemi ağır bir yükün altına girer. Eğer varlık fiyatlarındaki düşüş çok büyük değilse bankacılık sistemi çok bozulmadan kurtulabilir. Ancak daha olağanüstü durumlarda ya bankalar başarısız olabilecek ya da devlet müdahale etmek zorunda kalabilecektir. Bu evrenin belki de en önemli tarafı, finansal krizin reel ekonomiye yayılmasıdır. Gerçekte finansal krizler önemli bir çıktı azalması ya da en azından büyüme oranının düşmesiyle ilişkilendirilmektedir. Bu evre önemli maliyetleri içerebilmektedir. Bu yüzden finansal krizleri belirleyen unsurların açıklanması büyük önem taşımaktadır (Allen 2000).

Allen ve Gale (2000), kredi genişlemesinin hacmi ve oynaklığının, varlık fiyatlarının önemli belirleyicileri olduğunu önermektedir. Birçok durumda finansal serbestleşme, varlık fiyatlarında balon oluşumunu besleyen kredi genişlemesine neden olmaktadır. Fiyatların daha da yükselmesi, aslında kredi ve varlık fiyatlarının da yükselmesinin beklenmesiyle desteklenmektedir. Bu birikimli süreçte herhangi bir duraklama, balonun patlamasına neden olup bir krize yol açabilir. Burada önemli olan, gerçek ve beklenen kredi genişlemesi arasındaki ilişkidir. Beklenen genişleme cari varlık fiyatlarında içerildiğinden, spekülâtorlerin borçlarını geri ödeyebilmesi için sürekli genişleme gereklidir. Aslında, balonun patlamasını engellemek için pozitif bir kredi genişlemesi gereklidir. Allen ve Gale (2000), kredi düzeyi daralmadığı sürece eğer bir finansal kriz ortaya çıkmamışsa kredi düzeninin sağlam olduğunu değerlendirmektedir. Kredinin

gerçekte finansal bir krizden korunmak için pozitif bir düzeyde genişlemesine ihtiyaç duyulduğu ortam kırılğan bir düzen olarak ifade edilmiştir.

Finansal krizlerin ve balonların alternatif bir kuramı Krugman (1998)³⁴ tarafından önerilmiştir. Burada, devlet garantilerinin krizlerin ana nedeni olduğu savunulmaktadır. Devlet tarafından sigortalanan mevduatlar nedeniyle bankalar piyasanın alışılmış disiplinine tabi olmamaktadır. Bu durum bankaların spekülâtif yatırımlara girmesine yol açmaktadır. Böylece varlık fiyatları yükselir ve sonunda patlayacak bir balon ortaya çıkar. Piyasa ekonomisinin özünün herhangi bir özel sektör işletmesinin iflas etmesine izin verilmesi gerektiğine dayandığı göz önüne alındığında bankaların, özellikle en büyük olanlarının, başarısız olmalarına bir başka deyişle batmalarına izin verilmiyorsa finansal sistemde temel bir disiplin göstergesi yok demektir. Bu durumda banka hissedarlarına ve mevduat sahiplerine devlet tarafından bedava bir seçenek verilmiş olur. Finansal istikrar için bu seçeneğin fiyatlandırılmış olması hayati derecede öneme sahiptir ve bankalar, müşterileri ve hissedarları bunun için bedel ödemelidir. Aksi takdirde arkamıza yaslanıp bir sonraki balonun patlamasını bekleriz (Rohde, 2011: 3).

Devlet garantilerinin krizi şiddetlendirdiği doğru olabilir ancak bunlar tek başına krizin ortaya çıkması için yeterli değildir. Geçmişte yaşanan krizlerin birçoğu bankalar için herhangi bir devlet garantisi yokken ortaya çıkmıştır.

Kredi patlamaları süresince ekonominin konjonktürel davranışını inceleyen ve kredi patlamalarıyla finansal krizler ve bunların diğer potansiyel belirleyenleri arasındaki ilişkiye dair bir frekans (sıklık) analizi gerçekleştiren çalışmalardan biri olan Mendoza ve Terrones (2008: 1)'e göre özel sektöre verilen kredilerin, uzun dönem eğilimine göre önemli derecede arttığı dönemler, genel olarak ekonomik türbölans dönemleriyle ilişkilendirilmektedir. Bugüne kadar kredi patlamalarını belirlemeye yönelik çabalar ve bunlarla birlikte ortaya çıkan iktisadi dalgalanmaların belirlenmesi karışık sonuçlar ortaya koymuştur. Ek olarak, ekonomi genelinde kredi patlamaları ile firma ve bankaların finansal koşulları arasındaki ilişki ve kredi patlamalarının sanayileşmiş ve yükselen ekonomiler arasında farklılaşıp farklılaşmadığı hakkında pek az şey bilinmektedir.

³⁴ Allen ve Gale (1999: 11)'den aktarılmıştır.

Çeşitli ekonometrik çalışmalarda hızlı kredi büyümesi ve bankacılık sisteminin kırılganlığı arasında bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1997), bankacılık krizlerinin öncesinde borçlanma patlamalarının yaşandığı fikrine dair kanıtlar elde etmiştir. Hesaplamalarına göre 1994 Meksika krizinde, gecikmeli kredi büyümesinin başlangıç değerinde yüzde 10'luk bir artış, kriz olasılığını yüzde 5,5 artırmaktadır. Finansal serbestleşme ve finansal kırılganlık arasındaki ilişkiyi inceleyen Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998a), 1980-1995 dönemi için 53 ülkeyi analiz etmiştir. Finansal serbestleşmenin bankacılık krizi olma olasılığını artırdığı ve yine finansal kriz öncesinde ulusal kredi miktarının büyüdüğü sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Hardy ve Pazarbaşıoğlu (1998), özel sektöre verilen kredinin bankacılık krizleri öncesinde bir patlama ve daralma (boom and busts) yapısı izlediğine dair sağlam kanıtlara ulaşmıştır. Kaminsky ve Reinhart (1999), kriz öncesindeki sakin dönemlerde görülen büyüme oranına göre özel sektöre verilen kredi oranının büyümesinin oldukça hızlandığını bulmuşlardır.

Genel olarak bazı dışsal şoklar, kredi teminatı olarak kullanılan varlıkların değerini yükseltmektedir. Bu durum kredi artışına yol açar, çünkü borçlu teminatının değerinin artması nedeniyle kredi kısıtları azalır. Daha fazla kredi, varlık talebinde daha fazla artışa neden olur ve böylece fiyatların artmasına neden olur ve alacaklıların kredi kısıtlarının daha da rahatlamasına yol açar ve bu böyle devam eder. Bu bağlamda bankaların ve bankacılık sistemini düzenleyenlerin, kıt kaynaklarla borç alanları düzgün bir şekilde izlemesi zorlaşır. Dahası, kredi büyümesindeki aşırı hız banka portföylerinin kalitesinin bozulmasına yol açar. Dışsal bir şok ya da patlama sürecinde fonlanan birçok kötü projenin başarısız olması nedeniyle balon patlayınca, tüm süreç tersine döner. Borç alanlar borçlarını geri ödeyemez ve teminatlarının bankalarca satıldığını görürler. Varlık fiyatları hızlı bir şekilde düşerek teminat değerini hızla düşürür ve daha fazla kredinin geri çağrılmasını tetikler. Bu kredi çıkmazı yatırımlarda daralmaya neden olarak reel ekonomiyi olumsuz etkiler (Cottarelli vd., 2003: 44).

2.4.3. Finansal Kırılganlık ve İstikrarsızlık

Günümüz dünya ekonomisinde geçmişe göre finansal istikrarsızlıkta önemli bir artış kaydedilmiştir. Bir taraftan kur (para) krizleri daha sıklaşıırken, diğer taraftan bankacılık

krizleri ve ikili krizler (aynı zamanda olan bankacılık ve kur/para krizleri) Bretton Woods dönemine göre daha sık hale gelmiştir (Bordo vd., 2001). Bu noktada finansal krizlerin ortaya çıkışında finansal kırılganlık ve istikrarsızlık olarak kavramsallaştırılan süreçlerin önemli bir rolü olduğu öne sürülmüştür.

Finansal sektördeki yapısal değişimler, bu sektördeki ve ekonomideki istikrarsızlığı büyük ölçüde artırmıştır. Bu değişimler kuralsızlaştırma, artan yoğunlaşma (kaybetmek için çok büyük stratejisinin kaynağı), fon kaynağı olarak artan borç (özellikle en büyük bankalarda), düzenlenmemiş gölge bankacılık sistemi (sakınma fonları gibi), yenilikçi menkul kıymetler (konut kredisine dayalı menkul kıymetler, türev ürünler vb.) olarak sıralanmaktadır.

Tiryaki (2012: 20), finansal istikrarsızlığın ekonomi üzerinde iyi işlemeyen bir finansal sektör nedeniyle olumsuz etkisi olacağını ve en şiddetli halinin finansal kriz olarak ortaya çıktığını belirtmiştir. Ayrıca, finansal istikrarsızlığın istihdam ve üretim düzeyini ve dolayısıyla uzun dönem iktisadi büyümeyi olumsuz etkilediğini ifade etmiştir.

Ekonomide birçok sermaye malı, gayrimenkul ve finansal yatırımın en azından bir bölümü krediyle alınmaktadır. Bu durum bunların değerlerinin (ve dolayısıyla teminat değerini), birimlerin beklentileriyle ilgili olan finansal piyasalardaki gelişmelere de bağımlı hale getirmektedir. Bu nedenle varlık değerlerinin gelişimi, gelecek tam olarak tahmin edilemeyeceğinden belirsiz olacak ve birimlerin beklenti ve tahminlerine yüksek derecede bağlı olacaktır.

Yükümlülükler arttıkça, finansal sistem daha istikrarsız hale gelmektedir. Bu noktada faiz oranları, kazanç ve gelirlerdeki görece olarak küçük değişimler birimleri iflasa götürebilir. Bu birimlerin ödemelerini yapmasını bekleyen diğer birimlerin de ödemeleri tehlikeye girecektir. Bu zor ortamda birçok birim yeniden finansman yolunu tercih ederek, finansal yükümlülüklerini karşılamak için pahalı, kısa dönem kredi almak zorunda kalabilecektir. Tam da bu durumda faiz oranı, gelir ve kazançlardaki görece küçük değişimler bir finansal krizi tetikleyebilir. Bir başka deyişle, finansal yenilikler ve artan borç bağımlılığı finansal sistemi daha kaotik hale getirmektedir (Patomaki, 2010: 76).

Küresel ekonominin, finansal dalgalanmalar içinde ilerlediği son dönemde, finansal istikrarsızlığa duyarlılığı konusu giderek daha çok dikkat çekmeye başlamıştır. Tiryaki (2012: 2), yazında finansal istikrarın, son küresel finansal kriz öncesinde de önemli bir gündem maddesi olduğunu, kriz öncesi yazında finansal istikrarın tanımlanması, anlaşılması ve analiz edilmesine daha çok odaklanıldığını, kriz sonrasında ise finansal istikrar konusundaki akademik çalışmaların daha çok finansal istikrarın sağlanmasına yoğunlaştığını belirtmiştir. Bu noktada özellikle hangi faktör ve koşulların finansal istikrarsızlığa yol açtığı tartışılmaya başlamıştır. Bu faktör ve koşulların nasıl tespit edileceğine dair yöntemler geliştirildikçe finansal istikrarsızlığı azaltacak, daha doğru politikalar da oluşturulabilecektir. Ancak bu koşulların belirlenmesi kolay değildir. Öncelikle finansal istikrarsızlık farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Örneğin bazı iktisatçılar finansal istikrarsızlığı, finansal kırılganlıkla ilişkilendirmektedir (Schroeder, 2009: 287).

Yazında, finansal krizde olduğu gibi finansal kırılganlık ve istikrarsızlık kavramlarının açıklanmasında da çeşitli, farklı görüşler bulunmaktadır. Finansal kırılganlık kavramı, temel olarak bir sistemin kriz çıkarmada daha duyarlı olabileceğini ifade etmektedir. Örneğin, 2008'den önceki finansal yeniliklerin sistemi daha kırılgan hale getirdiği açıktır. Ayrıca, yine açıkça dünya çapında daha yüksek düzeyde bağlantılı finansal piyasalar ABD eşikaltı sorununun, finansal piyasaların diğer tabakalarına geçmesine yol açmıştır. Birçok finansal yenilik daha önce bağlantılı olmayan oyuncular arasında bağlantı kurmuştur (Colander vd., 2009: 261).

Ana akım makroekonomik çerçevede istikrarsızlık genel denge modelleriyle açıklanmaya çalışılmıştır. Ancak bu modellerde finansal istikrarsızlık dışsal olarak ele alınmıştır. Bu çerçevede finansal istikrarsızlık geçici ve olağandışı bir durum olarak değerlendirilmiştir. İstikrarsızlığın finansal sistemin kendi içinden kaynaklanabileceğini dikkate almamışlardır (Schroeder 2009).

Reinhart ve Rogoff (2010: 42), iktisat kuramının, özellikle kaldıraç işlemlerine dayanan finans piyasaların oldukça kırılgan ve güven krizine açık olabileceklerine dair nedenler sunduğunu belirtmiştir. Araştırmacılar sonuçta, özellikle savaş sonrasındaki finansal krizlerin varlık fiyatları, üretim ve işsizlik üzerinde derin ve uzun süren bir etkisi olduğunu, işsizlik artışı ve konut fiyatı düşüşlerinin sırasıyla beş ve altı yıla kadar

uzadığını ve reel hükümet borcunun üç yıldan sonra ortalama yüzde 86 arttığını tespit etmişlerdir.

Diamond ve Rajan (2001) finansal krizlere, finansal sistemin merkezinde bulunan bankaların katılıklarının ve kırılganlıklarının neden olduğunu belirtmiştir. Gelecekteki krizlerden kaçınmanın yolu olarak da bu kurumların daha istikrarlı hale getirilmesi gerektiğini ancak, bankaların asli işlevlerini yerine getirirken aynı zamanda istikrarlı olmalarının olanaksız olduğunu iddia etmiştir. Bankalar, akışkan olmayan varlıkları akışkan hale dönüştürebilirler. Bunu aşırı derecede dalgalı, sigortalanmamış kısa dönem yükümlülüklerin (borçların) finansmanı ile yaparlar. Ancak, bankaların işlevlerini yürütme becerisi, onların potansiyel kırılganlığından ayrılamaz. Görünüşte bankaları daha istikrarlı hale getiren daha yüksek sermaye gereksinimi gibi işlemler ya da tam mevduat sigortası gibi işlemler bankaların işleyişlerini bozabilir ve çelişkili olarak kötüleşmeleriyle sonuçlanabilir.

Finansal kırılganlığın en iyi tanımı Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi çerçevesinde yapılmıştır. Bu hipotez konjonktürel dalgalanmaların iyileşme evresinde piyasa ekonomisinin üç evre üzerinden ilerlediğini ima etmektedir. Bu ilerleme firmaların yatırımlarını nasıl finanse edeceklerine ilişkin kararlarına göre ortaya çıkmaktadır. Bu ardışık evreler boyunca ilerlendikçe finansal kırılganlık düzeyi de artmaktadır. Kırılganlık burada yükümlülüklerin ödeme taahhütleri ve varlıklardan sağlanan kârlar arasındaki ilişki tarafından belirlenmektedir. Basit olarak ödeme taahhütleri kârlara göre arttıkça kırılganlık da artmaktadır. Bu nedenle kırılganlık arttıkça ekonomiler finansal istikrarsızlığa ya da krizlere daha açık hale gelmektedir.

Minsky, finansal istikrarsızlığı ekonominin içsel işleyişinden kaynaklanan bir kavram olarak ele almış ve ekonomik istikrar dönemlerinin ekonomik istikrarsızlığı yarattığını ima etmiştir. Daha doğrusu, ufak resesyonların yaşandığı uzun iktisadi büyüme dönemlerinin, borç deflasyonu süreçlerine eğilimli finansal bir ortam yarattığını savunmuştur. Sonuç olarak finansal istikrarsızlık için endişelenilecek zamanın, ekonomi çökme eşiğindeyken çok diğer zamanlar olduğunu ima etmiştir. Bu nedenle Minsky'nin yaklaşımında önemli olan finansal krizlerden çok finansal kırılganlığın farklı derecelerinin tespit edilmesidir. Bir başka deyişle önemli olan nokta krizlerin

ortaya çıkışı ve zamanlamasını tahminden çok finansal piyasalardaki değişimin ve fonlama uygulamalarının kontrol edilmesidir (Schroeder 2009).

Hume ve Sentance (2009) ve Tymoigne (2010), finansal kırılganlığın kavramsallaştırılmasının büyük ölçüde altında yatan kuramsal çerçeveye bağlı olduğuna dikkat çekmişlerdir. Buna göre finansal kırılganlığın iki anlayışı vardır: Bir taraf bir duruma dayanır ve finansal kırılganlığı ve finansal krizleri birbirine karıştırırken, diğer taraf bir sürece dayanır ve finansal kırılganlık ve istikrarsızlık arasında açık bir ayırım yapar.

Finansal kırılganlığı ortaya koymanın yollarından biri bireyler ve piyasalar arasındaki eksiklikleri ortaya koyarak başarısızlığı içselleştirmektir. Örneğin, eksik sözleşmeler ve bilgi asimetriteri, borç alanlar ve verenler arasında bir temsilcilik sorunu yaratmakta ve borç artışı ise ahlaki çöküntüyü artırmaktadır. İş dünyasının başarısını bireysel çabanın olumlu bir işlevi olarak bu yaklaşım içselleştirilebilir. Bu sorunu çözmenin yolu bilgi ve sözleşmeleri geliştirmektir. Daha iyi bir sözleşme ya da bunu mahkemeye taşımak için daha iyi bir kapasite, istikrarsızlık sorununu ortadan kaldırabilir. Ancak bu açıklamanın gerçek hayatta başarılı olduğunu söylemek kolay değildir, çünkü bankacılar bu tip sorunların tespit edilmesinde uzmandır ve borç alanların kendilerini şişirdiklerini bilirler. Bu durumda bankacılık yapısında ve güdülerinde bir değişim muhtemelen istikrarsızlığın daha iyi bir açıklamasıdır (Wray ve Tymoigne 2009). Bu noktada Tymoigne (2010), finansal kırılganlığı temelde bir temsilcilik sorunu olarak değil, daha çok makroekonomik bir sorun olarak görmektedir.

Kırılganlığın bu statik görüşüyle ilgili olarak birçok iktisatçının eğilimli olduğu ikinci konu, kırılganlık ve istikrarsızlığın/krizin aynı olduğudur. Bu durum özellikle niceliksel analizlerinde, azalan reel gayrisafi yurtiçi hâsıla büyümesi ve kâr oranı ile istikrarsızlığın diğer belirtilerini kırılganlığın bir ölçümü olarak kullanan iktisatçılarda görülmektedir. Ancak, insanların potansiyel bir finansal kriz için endişe etmeye başladıkları zaman krizi engellemek için zaten çok geç olmuştur. Sorunlar birikmiş ve krizden kaçınılmaz hale gelinmiştir. Oysaki krize yol açan sorunlar ekonomi sıkıntıya girmeden çok uzun süre önce doğar. Bu dönem, gayrisafi yurtiçi hasılanın istikrarlı büyüdüğü, kârların yüksek olduğu ve ihmallerin iktisatçıların endişe etmeleri için görece olarak az olduğu bir dönemdir. Dolayısıyla herşeyin kötüye gitmeye başladığı zamanda

krizin kaynağını ve zamanlamasını belirlemeye çalışmak yararsızdır. Örneğin bir arabada, arabanın kullanımını tehdit eden büyük bir mekanik arıza varsa kimse arabanın ne zaman kaza yapacağını ya da sıkıntının ne zaman ortaya çıkacağını beklemez. Bu durumda herkes maliyetli olsa da arabayı tamir ettirir, çünkü bu maliyet bir kaza sonucunda ortaya çıkacak kayıplardan daha azdır (Tymoigne, 2010: 5).

Finansal kırılganlığın statik görüşüyle ilgili üçüncü konu banka, parasal ve finansal ilişkilerin kuramsal işleyişinin, önemli ölçüde modellerin politika amacı için uygulanabilirliğini değiştirmesidir. Bu modellerde herşey reel şartlarda yapılır, insanlar reel sermayelerini, tasarruflarını gelecekte kullanmak için bankalara verir, bankalar da reel sermayeye borç verir. Oysaki kapitalist ekonomide tüm iktisadi kararlar parasal koşullarda yapılır, parasal getiri ve kayıplar kararları etkiler (Tymoigne 2010).

Finansal kırılganlığı bir durumdan çok sürece bağlı olarak ortaya çıktığı da kabul edilmektedir. Hume ve Sentence (2009), Minsky'nin içsel olarak finansal kırılganlığın ortaya çıkışını anlamada kullanışlı olan bir açıklama yaptığını belirtmiştir. Minskici çerçevede iktisadi birimler büyük ölçüde akılcıdır ve balonlar, bilgi asimetritleri ve diğer eksiklikler bu analizin temelini oluşturmaz. Minskici yapıda patlama dönemi kısa bir dönemdir. Sorunlar, ekonominin iyi işlediği ve sadece küçük resesyonların görüldüğü uzun istikrar döneminde ortaya çıkar ve büyür. Bu yaklaşımda finansal kırılganlık, bankaların kârları artıyorken, net değer büyüyorken, ihmaller çok görülmezken ve ekonomi istikrarlı olarak büyürken yükselmektedir. Bu nedenle statik yaklaşımın tersine, finansal kırılganlığı tespit etmek için artan faiz oranları, artan ihmaller, düşen banka kârları ve düşük iktisadi büyümenin ya da artan verimsiz kredilerin diğer göstergeleri kullanılmamalıdır. Bunun yerine finansman ve fonlama uygulamaları, finansal kırılganlığın temelini oluşturduğu göz önüne alınarak dikkatli bir şekilde incelenmelidir. Amaç finansman ve fonlama kalitesinin kötüleşmesini, herşey iyi giderken kötüleşme nedenlerini belirlemek olmalıdır. (Tymoigne 2010).

Finansal kırılganlığın süreç yaklaşımı, finansal kırılganlık ve istikrarsızlık arasında açık bir ayrım yapar. Buna göre finansal kırılganlığın artmasına izin verilirse, daha şiddetli finansal istikrarsızlık olacaktır. Finansal kırılganlık, finansal konumların (bilanço, gelir hesabı, nakit akışı hesabı) yeniden finansman ve paraya çevirme (liquidation) üzerindeki bağımlılığıyla tanımlanır. Finansal istikrarsızlık ekonomik süreci etkileyen

finansal kırılganlık eğilimini ima eder, sonunda borç deflasyonu süreciyle gerçekleşir. Finansal kırılganlık, hem ekonomi genel olarak iyi giderken (balon ve enflasyon dönemleri), hem de kötü giderken (finansal kriz ve borç deflasyonu) finansal istikrarsızlık yaratır. Bu nedenle amaç finansal kırılganlığın büyümesini engelleyerek finansal istikrarsızlığı önceden yok etmektir. Bu noktada Minsky izlenerek, finansal kırılganlık derecesi üç kategoride tanımlanabilir: Hedge, spekülative ve ponzi finansman (H-S-P). Bu kategorilerden her biri dış finansman kullanımının bir ölçümüdür. Finansal istikrarsızlık hipotezine göre zaman içinde piyasa temelli ekonomiler giderek artan şekilde Ponzi finansmana dayanmaya eğilimlidir (Tymoigne, 2010: 9). Ponzi finansman oranındaki artış, finansal yapıların borç deflasyonu bölgesi tehlikesinde olduğunu gösteren bir kırılganlık göstergesidir (Minsky, 1986: 379).

H-S-P sınıflaması, temel olarak nakit akışına ve akışkan varlıkların bulunmasına dayanmaktadır. Borcunu ödeyebilir durumda olan ve büyüyen bir net değere (borç-varlık oranı) sahip iktisadi birimler büyük ölçüde ponzi finansman içine girmiş olabilir. Benzer şekilde hedge finansmanı kullanan birimler büyüyen miktarda borca sahip olabilir ama bunu karşılayabildikleri sürece iyi durumdadırlar. H-S-P sınıflaması temel olarak bir kaldıraç ölçümü değil, daha çok kaldıraç kalitesinin bir ölçümüdür. Schroeder (2009), yatırım için dışsal finansmana ihtiyaç olmadığı hedge finansmanın dar tanımını kullanmıştır. Ancak, hedge finansman dış finansman olmaması anlamına gelmez, sadece borç servislerinin net nakit girişleriyle tam olarak karşılanacağını beklenmesidir. Ayrıca, hedge finansmanın finansal istikrarsızlık eğilimi yaratmadığı anlamına gelmez, sadece daha az eğilimli olduğu anlamına gelir, çünkü sadece gelirdeki düşüşler ya da nakit taahhütlerindeki büyük artışlar sorun yaratabilir.

Minsky'nin yaklaşımında makroekonomik istikrarsızlığa, finansal istikrarsızlık neden olmaktadır. Başlangıçta sağlam olan bir finansal sistem kırılgan bir yapıya dönüşebilir. Buna göre finansal istikrarsızlık ve krizler, büyük olasılıkla finansal sektörde artan kırılganlık sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumun üç temel belirleyicisi vardır: Reel sektörün yeni yatırımlarında finansal borca olan bağımlılığı arttığında, ekonominin likiditesi düştüğünde ve finansman yapısı daha spekülative ve ponzi hale geldiğinde (Minsky 1977). Bir başka deyişle Minskici görüşe göre, bir ekonomiyi krize iten içsel

mekanizma özel sektör borcunun birikimidir. Bu hem varlık dağılımıyla, hem de yatırımla ve nakit akışıyla ilişkilidir.

Finansal kırılganlığa statik yaklaşan çeşitli çalışmalar, farklı yöntemlerle krizler için erken uyarı sistemleri geliştirmeye çalışmışlardır. Bazıları mikro verileri, bazıları makro veri kullanmış, bazıları ise her iki tür veriyi birleştirmiştir. Bu modellerin bir kısmında regresyon yöntemleri kullanılarak kriz olasılığı belirlemeye çalışılırken, bir kısmında bir sorunu açıklamak için göstergeler kullanmıştır. Krizler için oluşturulan erken uyarı sistemlerinin amacı genel olarak krizin ortaya çıkışını tahmin etmektir. Bu noktada bazı iktisatçılar daha da ileri giderek, sistemi krizin zamanlamasını ve derinliğini belirleme amacıyla oluşturmuştur³⁵. Erken uyarı sistemleri, daha iyi kriz göstergelerine bakarak daha doğru tahminleri yapmak için rekabet etmektedir. Örneğin, Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998b), Reinhart ve Rogoff (2010), Kaminsky ve Reinhart (1999) ve Bordo vd. (2001) makroekonomik değişkenlerin (artan reel faiz oranları, düşük iktisadi büyüme), finansal değişkenlerin (artan M2/rezerv oranı, bankaların özel sektöre verdiği kredideki hızlı artış, büyüyen verimsiz krediler, artan varlık fiyatları), endüstri değişkenlerinin (rekabet) ve düzenleme değişkenlerinin (mevduat sigortasının varlığı, vergi yapıları, rezerv gereklilikleri) bankacılık krizleriyle yüksek ilişkili olduğunu tespit etmiştir.

Kırılganlık ve istikrarsızlığın bu yolla tanımlanması ve ölçümünün çeşitli sorunları bulunmaktadır. Tymoigne (2010), bu değişkenleri güçlü bir şekilde birlikte bağlayan kuramsal bir çerçeve bulunmadığını, dahası sadece krizlerle değil bunun yanında finansal kırılganlıkla da ilgilenilmesi gerektiğini belirtmiştir. Bunun anlamı krizin oluşumuna imkân veren sürece bakılması gerektiğidir. Ayrıca bu analizlerde genel olarak açıklayıcı değişkenler arasındaki ilişkinin etkisi hesaba katılmamaktadır. Aslında, eşik değerinden daha önemli olan açıklayıcı değişkenlerin birbirine göre nasıl hareket ettiğidir.

Bu yaklaşımın diğer bir zayıflığı, erken uyarı sistemine alınan çoğu değişkenin krizlerle rastgele çıkışma olasılığının yüksek olmasıdır. Bu tip modellerde finansal kırılganlık ve krizler arasında güçlü bir ilişki bulunması şaşırtıcı değildir, çünkü kırılganlık göstergesi

³⁵ Rose ve Spiegel (2009) bu tip çalışmalara örnek olarak verilebilir.

olarak alınan değişkenler zaten krizin belirtileridir. Ayrıca, bunlar krizin nedeninden çok sonucu da olabilirler (Tymoigne, 2010: 12).

Diğer taraftan, erken uyarı sistemi modellerinde bir içsellik konusu vardır. Tymoigne (2010: 12) kırılganlık ile istikrarsızlığı açıkça ayırmadan bu sorunla mücadele etmenin zor olduğunu çünkü finansal kırılganlığın en iyi şekilde, herşey iyi giderken sorunlar tespit ederek yapılabileceğini belirtmiştir. Bir başka konu ise krizin ortaya çıkmasından önce soruna ilişkin bir işaret elde etme kapasitesinin çok sınırlı olmasıdır. Bu nedenle bir krizin ortaya çıkışı öngörüldüğünde zararın çoğu zaten olmuştur ve bu sonucu değiştirmek için politika geliştirilmesi oldukça zordur.

Statik yaklaşımın diğer bir sorunu, bu yöntemde büyük ölçüde kriz tahminine odaklanıldığından, çabanın çoğu öncelikle iyi bir tahmin sağlayacak önemli göstergelerin elde edilmesi ve ikinci olarak finansal istikrarsızlığı etkileyecek risklerin mantıklı olan tüm kaynaklarına bakılmasına harcanmıştır. Bir ekonomi finansal olarak kırılgansa çok karmaşık olabilen birçok farklı risk kaynağından bahsedilebilir. Daha önemlisi gelir, varlık fiyatları ve diğer değişkenlerdeki alışılmış dalgalanmalar bile krize yol açabilir ve krizi tetikleyen değişkenler iktisadi birimlerin davranışlarındaki tahmin edilemeyen değişikliklerden kaynaklanabilir. Bu nedenle, finansal krizleri tahmin etmek yerine ekonomik istikrar dönemleri boyunca finansal kırılganlığın büyümesine odaklanmak daha verimli olabilir. Bu durumda temel nokta kriz işaretlerinden önce ortaya çıkan finansal kırılganlığın tespit edilmesi olacaktır (Tymoigne, 2010: 14).

Dünya ekonomisinde istikrarsızlığın giderek artması iktisatçıların dikkatini daha fazla çekmeye başlamış ve 1990'ların sonlarındaki Meksika ve Asya krizleri ile son yaşanan küresel kriz nedeniyle kur/para, borç ve bankacılık krizlerini tahmin edebilmek amacıyla çok sayıda çalışma yapılmıştır. Ancak yazındaki değerlendirmelerin çoğunda modellerin oldukça yetersiz olduğu sonucuna varılmıştır. Dahası oluşturulan modellerin doğru tahminler sağlaması için zaman dilimi oldukça kısadır. Bu sonucun en önemli nedenlerinden biri finansal istikrarsızlığın ekonomideki rassal şoklar, bireysel ve piyasa eksiklikleri ve uygun olmayan devlet politikalarından kaynaklanan dışsal bir olgu olarak kabul edilmesidir.

Finansal kırılganlığın evrimsel yaklaşımında krizlerin kaynağı, dışsal şoklardan çok içsel olarak değerlendirilir. Bu bakış açısının bir sonucu, finansal krizlerin tespit edilmesine odaklanmak değil, daha çok ekonomik istikrar dönemlerinde finansal kırılganlığın tespit edilmesidir. Bu görüşün diğer bir sonucu finansal değişkenlerin finansal kırılganlığın belirlenmesinde önemli bir rol oynamasıdır. Dikkatin çoğu iktisadi birimlerin bütçe kısıtlarını etkileyen değişkenler, bir başka deyişle nakit girişi, nakit çıkışı ve nakit ve akışkanlığı yüksek diğer varlıkların rezervi üzerinde olmalıdır. Bunlar yeniden finansman ve likidite operasyonlarına bağımlılığını ve böylece bir iktisadi birimin kırılganlığını belirleyen değişkenler olduğundan bunların düzeyi, değişkenliği ve güvenilirliği dikkatli olarak incelenmelidir. Bu durumda hızlı artan kârlar, yükselen servet ve hızlı artan kredi, özellikle birlikte ortaya çıkarsa endişe kaynağı olabilir. Benzer şekilde artan faiz oranları, bütçe fazlaları özel sektörün finansal gücü için endişe kaynağıdır (Tymoigne, 2010: 15-16).

Tymoigne (2010: 16), evrimsel yaklaşımda bir analiz yapılmadan önce çeşitli noktaların netleştirilmesi gerektiğini belirtmiştir. İlk olarak değişkenlerin ayrı ayrı değil birlikte nasıl değiştiğine bakılmalıdır. Örneğin, bir iktisadi birimin daha kırılgan olduğunu söylemek için artan borç-gelir oranı yeterli değildir. Örneğin, borçların ortalama vadesi artarsa, anapara ödemeleri uzar ve böylece borç servisi ödenmemiş borçlar artarken azalabilir. Bu nedenle mümkünse borç servisinin gelire oranı ve yeniden finansman operasyonlarının miktarına bakılmalıdır. İkincisi iktisadi birimlerin bilanço içi muhasebe bilgileri hikâyenin sadece bir bölümünü oluşturur. Çünkü bazı birimler önemli bilanço dışı konumlara sahip olabilir. Varlık kalitesi artık likidite kalitesinde bir rol oynamakta ve fonlama yapıları, likidite gereksinimleri ve fonların alternatif kaynaklarını değerlendirmek için nakit akışı analizi üzerinde daha fazla durulmasını gerektirmektedir.

Çeşitli niceliksel analizlerde finansal kırılganlık tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu çalışmaları iki sınıfa ayırmak mümkündür. Çalışmaların bir kısmında, çeşitli değişkenlerin eğilimleri (gidişatları) analiz edilmiş ve bunların resesyonları nasıl açıkladığı incelenmiştir. Diğer çalışmalarda H-S-P kategorileri kullanılarak bu kategorilerden biri ya da daha fazlası tespit edilmeye çalışılmış. İlk kategorideki araştırmacılar genişleme dönemlerinde genellikle kaldırma işlemlerinin arttığı ve

likiditenin azaldığı sonucuna ulaşmıştır (Minsky 1984 ve 1986; Grabel 2003). Kaldıraç ve likidite, borç-gelir oranı, kısa dönem borçların oranı, borç servisi-gelir oranı, nakit ve diğer akışkan varlıkların oranı gibi çeşitli bilanço oranlarına bakılarak ölçülmüştür. Minsky (1984), finans dışı iş dünyasının, kırılganlığın kaynağı olmayabileceği ama daha çok hane halkı ya da kamu sektörünün krizin temel kaynağı olabileceğini belirtmiştir (Tymoigne, 2010: 16).

İkinci kategorideki iktisatçılar hedge, spekülative ve ponzi olarak adlandırılan farklı finansal kırılganlık aşamalarını tespit etmek amacıyla daha ayrıntılı bir strateji geliştirmişlerdir. Bazıları bu üç aşamanın hepsini tespit etmek için yöntemler geliştirmiştir (Schroeder 2009). Diğerleri ponzi finansman gibi kırılganlığın belirli bir aşamasını tespit etmeyi ya da genel bir kırılganlık endeksi oluşturmayı (Tymoigne 2010) amaçlamıştır.

Tymoigne (2010: 23), statik yaklaşıma giren çeşitli çalışmalarda krizler öncesinde ponzi finansmanın büyümesi koşulunun doğru olduğuna dair ipuçları sağlandığını, ama bu çalışmalar ile gözlemlerin ilgisinin net olarak açıklanmadığını kaydetmiştir. Buna göre Kaminsky ve Reinhart (1999), bankacılık krizleri öncesinde hızlı bir kredi artışı olduğunu belirtmiştir. Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998b), düşük gayrisafi yurtiçi hasıla büyümesi, yüksek reel faiz oranları, yüksek enflasyon ve özel sektöre verilen kredi payının büyümesini bankacılık krizlerinin önemli göstergeleri olduğunu belirtmiştir. Reinhart ve Rogoff (2010), varlık fiyatı enflasyonu, artan kaldıraç ve düşen reel gayrisafi yurtiçi hasıla büyümesinin krizlerin standart göstergeleri olduğunu ifade etmiştir. Ponzi finansmanın bir başka iması, sadece nakit akışı tanımının içerilmesinin dar bir tanım olduğudur. H-S-P finansmanın geniş tanımı bilanço yapısını ve bilanço dışı konumları içermektedir. Bir başka deyişle, nakit akışı koşulu stok koşullarıyla tamamlanır. Örneğin spekülative ve ponzi finansman tanım olarak daha yüksek varlık ve yükümlülükler arasında vade uyumsuzluğuna sahiptir. Bu da çoğu zaman yüksek oranda kısa dönem borç anlamına gelir. Ponzi finansmanın bir diğer önemli özelliği borç servisinde büyük hızlı artışları içeren ödeme akımlarıyla yüksek bir borç oranıdır. Bu nedenle ponzi finansman değişen bir faiz oranıyla yüksek bir borç oranına sahip olma eğilimindedir.

Ponzi finansman arttıkça kaldıraçın kalitesi azalmakta ve yeniden finansman kanalları kapandığında iktisadi birimleri iflasa sürükleyen net değerde büyük düşüş olma olasılığı büyümektedir. Bu durum kırılganlığın bir sonucudur.

Tymoigne (2010), ponzi finansa dayalı iktisadi faaliyetlerin en iyi şekilde, bankaların bilançolarının güçlü olduğu, hane halkı ve işletmelerin varlıklarının arttığı ve işsizliğin azaldığı kriz öncesi dönemde tespit edilebileceğini ileri sürmüştür. Tymoigne (2010), finansal kırılganlığın evrimsel yaklaşımını izlediği çalışmasında finansal kırılganlığı ölçen bir yöntem geliştirmiştir. Buna göre makroekonomik veri kullanılarak finansal kırılganlığın ve ponzi finansın tespit edilebileceğini göstermiştir. Yöntem, ABD hane halkı sektöründe konut piyasası için uygulanmış ve ekonomik sıkıntıların kaynağı olarak bilenen bazı eğilimler tespit edilebilmiştir. Çalışmada, 2004-2007 dönemi için konut piyasasında ponzi finansmanın olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

2.4.4. Finansal Yenilikler: Menkul Kıymetleştirme ve Türev Ürünler

Piyasa ekonomisi, üretimde olduğu gibi finasta da yenilikler yaratmaktadır. Finansal yenilikler, Schumpeterci yenilikler gibi tekel kârlarının olabildiğince temin edilmesi mantığına dayanır (Patomaki, 2010: 76). Bazı çalışmalarda, finansal yeniliklerin ardından finansal krizlerin ortaya çıktığına işaret edilmektedir. Bu ilişkiyi destekleyen bulgular olarak, 1720'lerde şirket hisselerine yatırım yapma fikrinin daha çok yeni olduğu bir dönemde meydana gelen Mississippi Balonu ve daha yakın dönemlerde finansal serbestleşme sonucunda meydana gelen yatırım ortamı değişiklikleri nedeniyle ortaya çıkan birçok finansal kriz gösterilmektedir (Balı ve Büyüksalvarcı, 2011: 24).

1980'ler boyunca esnek kur rejimlerinin, aşağı yönde yapışkan olan faiz oranları ve giderek daha kısa dönemli düşünme uygulanmasıyla başlayan iktisadi belirsizlikteki genel artış, finansal ürünlerin (türev ürünler gibi) yükselişini hızlandırmıştır. Böylece finansal borç ve kredi işlemlerinden likidite elde edilmesi sağlanmıştır (Fumagalli ve Lucarelli, 2011: 60).

Türev araçlar risk almayı daha ucuz ve kullanılabilir hale getirirken, yasa ve düzenlemelerin arkasından dolanmak için de kullanılabilir. Fiyatın oluşma sürecini bozabilirler ve muhasebe kurallarını çıkarılara göre kullanma olanağı

sağlayabilirler. Kısaca bunlar verimsiz ve etkin olmayan birçok faaliyetin gerçekleştirilmesini kolaylaştırabilmektedir (Epstein, 2005: 8). Colander vd. (2009: 262), türev ürünlerin gelişmesiyle birlikte finansal sistemin daha az riskli hale gelmiş olabileceğini ancak bunların finansal birimlerin aşırı derecede kaldıraç işlemi yapmasına neden olduğunu belirtmiştir. Nitekim son küresel krizden önce finansal kurumların kaldıraç işlemleri önemli ölçüde artmıştır.

Bu noktada, finansal fiyatların ve sözleşmelerin bilgilendirme rolü tekrar incelenmelidir. Tahvil ve hisse senedi piyasalarındaki ticaret bir anlamda bilgi aktarımı olarak yorumlanırken, bu bilgi aktarımı “yapılandırılmış” (structured) finansal ürünler durumunda bozulmaktadır. Bu bağlamda menkul kıymetleştirme, borçlu ve borç veren arasında bir bilgi kaybını yaşanmasına neden olmuştur (Colander vd., 2009: 262).

Acharya ve Richardson (2009), menkul kıymetleştirmenin en önemli işlevinin riski dağıtması olduğunu belirtmiş ve bu işlevin finansal kurumların bilançolarındaki büyük risk yoğunluklarının, küçük yoğunluklar halinde çok sayıda yatırımcıya verilerek sağlandığını kaydetmiştir. Ancak Bağımsız Sosyal Bilimciler (2008: 46)’e göre, menkul kıymetleştirme sayesinde kredi riski, veren açısından ortadan kalkmış, ama aynı anda potansiyel olarak bir sistemik risk etkenine dönüşmüştür. Bu sistemde banka, alacaklarını bir sepette toplamakta, bu sepeti bir fon olarak değerlendirip, fiyatlayıp parça parça satmakta ve böylece bilançosundan çıkarmaktadır. Teminatlandırılmış kredi paketi (Collateral Debt Obligations) denen bu araç yoluyla, bankalar için o ana kadar “ver ve tut” olarak işleyen kredi mekanizması, “ver ve sonra sat kurtul”a dönüşmüştür.

Bu noktada, özellikle 2003-2007 döneminde menkul kıymetleştirmenin temel amacının riski yatırımcılarla paylaşmak değil, sermaye yeterlilikleri düzenlemelerinin arkasından dolanmak olduğu ifade edilmiştir. Aslında aşırı kaldıraç sayesinde risk çok yüksek düzeyde tutulmuştur. Menkul kıymetleştirme, bankaları kredi veren, ancak kredilerin risklerini başkalarına satan sigortacılar haline getirerek, maliyetli sermayeyi ellerinde tutmaktan kurtulmalarını sağlamıştır. Bir kere krediler bankaların bilançolarından bu şekilde çıkarıldığında, bankalar yaklaşık yüzde 8-10 civarında fazla rezerv sermaye tutmaktan kurtulmuştur (Acharya ve Richardson, 2009: 198).

Guttman (2008: 5), kredi sistemini daha esnek ve alacaklı ve borçlunun ihtiyaçlarına daha çok karşılık veren bir şekle dönüştüren anahtar yeniliklerin, varlık balonlarını teşvik ettiğini, risklerin hafife alınmasına ve aşırı kaldıraç etkisine neden olduğunu belirtmiştir. Ona göre bu istikrar bozucu eğilimler bir araya gelerek büyük bunalımdan bu yana görülen en ciddi finansal krizi ortaya çıkarmıştır.

Eğilmez (2011: 67), son küresel krizin kredinin değil ona dayanılarak yapılan işlemlerin yarattığı bir kredi krizi olarak tanımlandığını belirtmiştir. Burada sorun, kredinin çok hızlı bir şekilde el değiştirmesinden kaynaklanmaktadır. Bu el değiştirme ise finansal bir yenilik olan türev ürünlerle yapıyordu. Türev ürün, firmaların başka işlerinden doğan risklerini alışverişe konu edebilmelerini sağlayan sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerle konut kredisini verenin, bu kredinin geri ödenmeme riskini bir başkasına devretmeye yarıyordu. Risklerini bu şekilde devreden finansal kurumlar daha büyük risklere girebiliyor ve böylece kredilerle birlikte türev ürünler de giderek büyüyordu. Başlangıçta bir sigorta işlevi görerek riski devretmeye yarayan türev ürünlerin kendileri risk unsuru olmuştur.

Szyszka (2011: 215)'ya göre türev ürünler piyasasındaki gelişme ekonomide, paranın tipik işlevinin bir kenara bırakılmasına yol açmıştır. Eskiden para, ticareti izlemekteydi. Para, satın alınan mallar için ödeme yapmakta kullanılırdı. Günümüzde ise para ve malların dolanımı büyük ölçüde ayrılmıştır. Para ve parasal ürünler, giderek artan sayıda türev ürün işlemleriyle birlikte kendileri mal haline gelmiştir. Türev ürünler piyasasındaki ticaret hacmi bunların dayandığı varlıkların ticaret hacminin 10 katını aşmıştır. Bu durumun iki temel nedeni vardır. İlk olarak türev ürünler piyasasındaki gelişim açgözlülük tarafından yönlendirilmektedir. Kaldıraç mekanizması için oluşturulan çeşitli türev ürünlere ihtiyaç duyulmuştur, çünkü bunlar yüksek riskli olsa da daha yüksek getiri sunmaktadır. İkinci olarak büyük bir ucuz para arzı ekonomide varlıkların parasallaştırılmasını kolaylaştırmış ve yeni türev ürünler finansal piyasalarda yeni varlık sınıflarının ticaretini mümkün hale getirmiştir.

Eğilmez (2011: 68), son küresel krizin, konut kredileri ve türev ürünlerin birlikte yarattığı bir küresel kriz olduğunu belirtmiştir. Bu durumun en büyük nedeninin ise kuralların yetersizliği ve denetim eksikliği olduğunu ifade ederek, bir önceki dönemin

yarattığı kuralları azaltma, serbestleştirme ve kuralsızlaştırma modasının etkisiyle türev ürünlerin kurala bağlanmadığına dikkat çekmiştir.

2.5. FİNANSAL KRİZLERİ İNCELEYEN NİCELİKSEL ÇALIŞMALAR

Son iktisadi ve finansal krizler, istikrar döneminde gelişen, iktisadi döngüleri ve politika etkinliğini şekillendiren güçlerin bazı öngörülerine meydan okumuştur. Krizler, konjonktürel gelişmelerin anlaşılmasında ve finansal piyasaların konjonktür, konjonktürün finansal piyasalar üzerindeki etkileri hakkında şüphe yaratmıştır. Bu konuların tekrar gözden geçirilmesi hususunda döngüleri inceleyen, varlık fiyatları dalgalanmalarının zaman içinde nasıl değiştiğini ortaya koyan çeşitli niceliksel çalışmalar yapılmıştır.

Reinhart ve Rogoff (2010: 285), tarih boyunca ortaya çıkan finansal krizleri inceledikleri ayrıntılı çalışmalarında finansal krizlerin sonuç olarak üç ortak özelliği olduğunu belirtmişlerdir. İlk ortak özellik, varlık piyasası çöküşünün uzun sürmesidir. İkincisi, bankacılık krizlerinin sonuçları üretim ve işsizlikteki derin düşüşlerle ilgili görülmektedir. Üçüncü olarak ise kamu borcu patlama eğiliminde olmaktadır.

Son dönemlerde, kredilerin şokları yaratabilme kapasitesine sahip olduğu ve kredi genişlemelerinin finansal kriz olasılığını artırıcı bir rol oynadığını tespit eden çalışmalar dikkat çekmektedir. Buna göre, kredilerdeki gelişmelerin muhtemel finansal krizlere ilişkin bilgileri içeren bir gösterge olduğu ortaya atılmıştır (Ganioğlu, 2012: 3).

Örneğin, Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998b), 1980-1994 dönemi için bankacılık sektörünün kırılganlığını besleyen ve sonunda sistemik bankacılık krizlerine yol açan iktisadi ortamın özelliklerini incelemiştir. Yıllık veriyle bankacılık krizlerinin belirleyenlerini çok değişkenli logit modeli kullanarak araştırmışlardır. Analizlerinde bağımlı değişken olan, krizi temsil eden gölge değişken kriz yoksa 0 varsa 1 değerini almaktadır ve bir krizin oluşma olasılığı çok sayıda açıklayıcı değişkenin bir fonksiyonudur.

Çalışma, biraz keyfi de olsa bir durumun tam anlamıyla bir kriz olarak sınıflandırılması için aşağıda belirtilen dört koşuldan en az birinin gerçekleşmesine bağlanmıştır.

- Bankacılık sisteminde verimsiz, batık varlıkların tüm varlıklara oranının yüzde 10'u aşması,
- Kurtarma operasyonlarının maliyetinin en az gayrisafi yurtiçi hasılanın yüzde 2'si olması,
- Bankacılık sektöründeki sorunların büyük ölçekte bankaların kamulaştırılmasıyla sonuçlanması,
- Yaygın banka hücumlarının olması ya da devlet tarafından krize karşı tepki olarak mevduatların dondurulması, uzun süreli banka (resmi) tatilleri ya da genel olarak mevduat garantileri gibi olağanüstü önlemlerin alınması.

Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998b), batık kredi oranının artmasına yol açarak bankalara zarar veren ters makroekonomik şokların etkilerini içeren, reel gayrisafi yurtiçi hâsıla büyüme oranı, dış ticaret hadleri ve reel kısa dönem faiz oranını açıklayıcı değişken olarak modele almıştır. Yüksek kısa dönem reel faiz oranları, bankaların kendi borç verme oranlarını yeteri kadar artıramazsa, bilançolarını olumsuz yönde etkileyecektir. Ayrıca reel faiz oranı, serbestleşme sürecinin yüksek reel oranlara yol açma eğiliminde olduğu gibi, finansal serbestleşme için de bir temsilci olarak düşünülebilir. Finansal serbestleşme bankacılık sektörünün kırılganlığını artırabilir, çünkü aşırı risk alma ve sahtekârlık (dolandırıcılık) için fırsatlar artacaktır. Finansal serbestleşmenin gelişimini en iyi şekilde içerdği düşünüldüğünden özel sektöre verilen kredinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı da modele dâhil edilmiştir. Finansal serbestleşmedeki gelişimi temsil eden bir başka değişken verilen kredi miktarındaki değişimdir. Çünkü birçok çalışma bankacılık sektörü sorunlarının öncesinde güçlü kredi büyümesinin olduğunu işaret etmekte ve bu çalışmada da bu değişkenim çeşitli gecikmeleri sınanmaktadır. Enflasyon, ekonomiyi ve çeşitli kanallardan bankacılık sistemini olumsuz etkileyen kötü makroekonomik yönetimin göstergesi şeklinde açıklayıcı değişken olarak modele alınmıştır. Ek olarak, döviz kurunun değer kaybetmesi, bankacılık krizlerinin aşırı kur riski tarafından yönlendirildiğini sınamak için kullanılmıştır.

Olumsuz makroekonomik koşulların, bankacılık sisteminin akışkan olduğu ülkelerde krize yol açma olasılığı düşüktür. Çalışmada likidite etkisini içermek için banka nakit ve rezervlerinin varlıklarına oranı kullanılmıştır. Açık olarak mevduat sigortası olan

lkelerde/yıllarda 1 değerini alan bir kukla değişkeni de oluşturulmuştur. Bu değişkenin beklenen işareti belirsizdir, çünkü bir taraftan açık mevduat sigortası banka hücumlarının sıklığını azaltacakken diğer taraftan ahlaki çöküntü riskini artırmaktadır. Son olarak bankacılık sektörü sorunları, yaygın dolandırıcılık ya da kredi sözleşmelerinin zayıflığı veya yasal sistemin etkin işlemediği ülkelerdeki düzenlemelerden kaynaklanabilir. Bu hipotezi sınamak için yasal sistem, sözleşme uygulanması ve bürokrasi kalitesinin endeksleri ve kişi başına gelir kullanılmıştır.

Çalışmada hem reel faiz oranı hem de enflasyon tüm modellerde yüksek derecede anlamlı çıkmış ve beklenen işarete sahip olmuştur. Bankacılık sektörünün özel sektöre daha açık olmasının bankacılık krizlerine de daha açık olduğu varsayımına dair bazı kanıtlara ulaşılmış ama anlamlılık düzeyi bir regresyon dışında düşük çıkmıştır. Kredi büyümesi ve likidite değişkenleri tüm modellerde uyumlu olarak anlamlı bir katsayı vermemiş, ancak likidite değişkeni bir regresyonda, kredi büyümesi ise iki dönem gecikmeli olduğunda anlamlı ve olumlu olmuştur. Bu nedenle, bankacılık krizi öncesinde bir kredi patlaması olduğuna dair güçlü kanıtlar elde edilememiştir. Mevduat sigortası kukla değişkeninin, krizler üzerinde anlamlı ve olumlu doğrultuda bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle açık bir sigorta sisteminin varlığında, her ne kadar banka hücumlarının sıklığını azaltabilse de bankacılık sektörünün kırılganlığını ahlaki kntyle kötüleştirdiği söylenebilir. Bu sonuç, mevduat sigortası olmamasını ya da gizli mevduat sigortasının bankacılık sektörü kırılganlığını en aza indirmek için bir kanıt olarak alınabilir.

Bankacılık krizleri ve demeler dengesi krizleri arasındaki bağlantıya odaklanan çalışmalarında Kaminsky ve Reinhart (1999), 20 lke için çeşitli sayıda makroekonomik değişkenin kriz öncesi ve sonrasındaki davranışlarını incelemiştir. Konjonktürel dalgalanmaların dönüm noktalarını tahmin etmek için geliştirilen bir yöntemi kullanarak krizler için bir erken uyarı sistemi görevi görebilecek değişkenleri belirlemeye çalışmışlardır. En iyi göstergelerin döviz rezervi kaybı, yüksek reel faiz oranları, düşük çıktı büyümesi ve hisse senedi fiyatlarındaki azalmanın olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Mendoza ve Terrones (2008), uyguladıkları eşik yöntemi ile 48 ülkenin verisiyle 1960-2007 dönemi için sanayileşmiş ülkelerde 27, yükselen ekonomilerde ise 22 kredi

patlaması tespit etmiştir. Sonrasında bu patlamaların zirve yaptığı tarihler ele alınarak 7 yıllık bir dönem oluşturulmuş ve makro, firma ve banka düzeyindeki finansal göstergelerin kredi patlamaları süresince dinamikleri incelenmiştir. Kredi patlamalarının iktisadi genişleme evreleri, artan öz kaynak ve konut fiyatları, reel kurun değerlenmesi, genişleyen dış açık dönemleriyle ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu ilişki, daralma sürecinde tersine dinamiklerle geçerlidir. Kredi patlamaları firma düzeyinde kaldıraç, firma değeri, dış finansman kullanımı ve banka düzeyinde kredi verme ve varlık getirileri gibi göstergelerde de döngüsel özellikler göstermektedir. Ek olarak kredi patlamaları, uluslararası eş zamanlı görülen büyük olaylarla birlikte olma eğilimindedir. Dahası örnekleme finansal kriz ve finansal kriz olmayan olarak ikiye ayırdıklarında krizlerde patlamaların daha çok olduğunu tespit etmişlerdir.

Mendoza ve Terrones (2008: 18), kredi patlamalarının yükselen ekonomilerde genel olarak döviz kuru krizleri, bankacılık krizleri ve ani durmalarla (sudden stops) ilişkili olduğunu belirtmiştir. Buna göre, yükselen ekonomilerdeki kredi patlamalarının yüzde 68'i döviz kuru krizleriyle, yüzde 55'i bankacılık krizleriyle ve yüzde 32'si ani durmalarla ilişkilidir.

Mendoza ve Terrones (2008)'in elde ettiği sonuçlar, yükselen ekonomilerdeki bulguların tersine, sanayileşmiş ekonomilerde kredi patlamalarının nadiren bankacılık ve döviz kuru krizleriyle ilişkili olduğunu, ani durmalarla ise ilişkili olmadığını göstermektedir. Ayrıca, kredi patlaması yaşayan sanayileşmiş ülkelerde bankacılık krizine göre döviz kuru krizi yaşanması daha olasıdır. Sonuçlar kredi patlamalarının, kredi genişlemesinin büyüklüğünün eğilimine göre belirleneceğini göstermektedir. Bu sonuç aşırı kredi büyümesinin, çıktı ve harcamalardaki patlamalar, aşırı değerlenme (döviz kuru), büyük yabancı sermaye girişleri, hızlı toplam faktör verimliliği büyümesi, kurumların kaldıraç ve kârlılığında yükselme, banka varlıklarının kalitesinde zayıflama gibi diğer göstergelerle de desteklenmektedir.

Schularick ve Taylor (2009) para, kredi ve üretimin uzun dönemdeki dinamiklerini analiz etmek için 14 ülkeyi kapsayan 1870-2008 dönemini içeren bir veri seti kullanmıştır. Veri seti, banka kredileri büyüklükleri ve bankacılık sektörünün bilanço büyüklüğünün yıllık verilerinden oluşmuştur. Bu kredi serileri dar (M0 ya da M1) ve geniş (M2 ve M3) parasal büyüklüklerle ve nominal ve reel üretim, enflasyon ve

yatırımla tamamlanmıştır. Kriz, kredi ve varlık fiyatları arasındaki potansiyel ilişkiyi incelemek için uzun dönem borsa endeksleri de kullanılmıştır. Minsky, Kindleberger ve diğerleriyle ilgili kredi görüşü olan finansal krizlerin kredi patlaması sonucunda ortaya çıktığı görüşünü sınamış ve gecikmeli kredi büyümesinin finansal krizlerin önemli bir tahmincisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Rose ve Spiegel (2009), son küresel finansal krizin neden ve sonuçlarını incelemiş ve finansal krizin hangi göstergelerinin tahminci olarak kullanılabileceğini belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmada 107 ülkenin verileri kullanılmıştır. Düzenleyici çerçeveyi, finansal koşulları ve ülkelerin makroekonomik, kurumsal ve coğrafik özelliklerini temsil eden geniş bir değişken kümesi krizin potansiyel nedeni olarak incelenmiştir. Ancak ele alınan değişkenlerden hiçbirisi kriz şiddetinin belirlenmesinde istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Ayrıca yüksek kredi büyümesinin kriz öncesinde, kriz şiddetiyle olumlu doğrultuda ilişkili olduğuna dair zayıf bulgular elde etmişlerdir.

Oktar ve Dalyancı (2010), Türkiye ekonomisinde finansal krizlerin belirleyenlerini probit modeliyle aylık verileri kullanarak analiz etmiş ve uluslararası rezervler ve sanayi üretiminin arttığı, cari işlemler açığı ve İMKB-100 endeksinin azaldığı, bileşik öncü gösterge endeksinin yükseldiği, ABD Dolar kurunun (TL/\$) düştüğü sürece finansal kriz olasılığının azaldığı, bu değişkenlerin ters doğrultuda hareket etmesi durumunda ise finansal kriz olasılığının arttığı sonucuna ulaşmışlardır.

Claessens vd. (2010), son küresel finansal krizin daha önceki finansal sıkıntılarla benzerliklerini ve farklılıklarını tespit ederek krize neden olan faktörleri belirlemeye çalıştıkları çalışmalarında üç ekonomik performans göstergesini ele almıştır. Bunlar durgunluk süresi (gayri safi yurtiçi hasılda bir düşüş olmuşsa), krizi izleyen gelir kaybı şiddeti ve kriz öncesi dönemle karşılaştırmalı olarak kriz yıllarında ortalama büyüme oranında görülen değişimdir (2003-2007'den 2008-2009'a ortalama büyümedeki değişim). Claessens vd. (2010)'ye göre ülkeler kriz öncesindeki ulusal iktisadi ve finansal koşullarına göre önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Çalışmada finansal ve iktisadi olaylardaki devamlılık ile finansal ve ticari risklerdeki heterojenlik değişik ülkelerin farklı zamanlarda kriz tarafından etkilendiği anlamına geldiğinin belirtileridir. Buna göre, krizden etkilenme dönemlerine göre beş ülke grubu belirlemişlerdir.

Önceki durumlara benzer olarak krizden ilk etkilenen ülkelerin şiddetli dengesizliklere sahip olduğunu, ancak bu durumun alışılmış olduğunu çünkü genelde yükselen piyasaların krizlerden en erken ve en çok etkilenen ülkeler olduğunu kaydetmişlerdir. Ancak son krizde İrlanda ve İzlanda gibi gelişmiş ekonomiler ilk etkilenenler olmuştur. Sonraki etkilenenler ise krizin merkez üssüyle (ABD) güçlü finansal bağlantıları olan ülkelerdir. Birçok yükselen piyasa ise küresel talepteki düşüşün küresel ticaret daralmasına yol açmasıyla birlikte daha geç etkilenmiştir. Çalışmada krizden ilk etkilenen ülkelerin büyük ulusal açıklarının olduğu belirtilmiştir. Konut fiyatı değerlendirilmesi ve kredi büyümesi bu ülkelerde diğer ülkelere göre büyüktür. Dahası hane halkı kaldırıcı (konut kredisi borcunun gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı) bu ülkelerde daha yüksektir ve diğer gruptakilere göre bankalar toptan fonlamaya daha bağımlıdır. Ortalamada ilk etkilenen ülkelerde gayrisafi yurtiçi hâsıla büyümesi daha yüksektir. Bu da patlamaların varlığını göstermektedir. Cari işlemler açığı da daha büyüktür. Mali dengeler anlamında ülke grupları arasında büyük farklılıklar bulunmamaktadır.

Çalışmanın niceliksel sonuçlarına göre kriz öncesinde konut fiyatı değerlendirilmesi ve banka kredilerinin büyümesi ve cari işlem açığının büyüklüğünün hepsinin üç performans göstergesinin anlamlı tahminicileri olduğunu tespit etmişlerdir. Buna göre, konut fiyatlarının değerlendirilmesi, kredi büyümesi ve cari işlemler açığı arttıkça, ekonomik yavaşlama daha uzun ve daha şiddetli olmaktadır. Ticari açıklık (dış ticaret hacminin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı) üç iktisadi performans göstergesinin ikisiyle olumlu doğrultuda ilişkili çıkmıştır. Beklendiği gibi ticarete daha bağımlı olan ekonomiler küresel ticaret şoklarına daha açıktır. Küresel finansal kriz nedeniyle toplam talepteki düşüş küresel ticarete önemli bir azalmaya yol açmaktadır ve doğal olarak ticarete bağımlı olan küçük açık ekonomiler bu krizden en çok etkilenenler olmuştur. Yabancı banka taleplerinin oranı kriz süresiyle olumlu doğrultuda ilişkili olduğu, bir başka deyişle aşırı ödenmemiş yüksek yabancı alacakları olan bankalara sahip ülkelerin küresel bankacılık şoklarına daha açık olduğunu tespit etmişlerdir. İktisadi performans göstergeleri için hem finansal sektör gelişimi (özel sektör kredisinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı) hem de konut piyasası gelişimi ve toptan fonlama bağımlılığının önemli olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Claessens vd. (2010: 274), birçok gelişmiş ülkede ve yükselen piyasada toptan ve kısa dönemli fonlamaya duyulan büyük güvenin sistemik kırılma yarattığını belirtmiştir. Bu durumda, görece olarak daha küçük bir şok aniden şiddetli likidite kısıtlılığını tetikleyebilmektedir. Bilançoların bulanık olmasından kaynaklanan ters seçim sorunu, bankalar arası piyasa işlemlerinin durmasına neden olmuş ve kaldıraç işlemlerinin azaltılması süreci yoluyla toplu satışları başlatmıştır. Finansal piyasaların yüksek ölçüde birbirine bağımlılığı, sorunların tüm finansal sisteme ve diğer ülkelere yayılmasını sağlamıştır.

Laeven ve Valencia (2012: 4), şu iki koşulun karşılanması durumunda bir bankacılık krizini sistemik olarak nitelendirmişlerdir: Bankacılık sisteminde finansal sıkıntının önemli belirtileri (önemli banka panikleri, bankacılık sistemindeki kayıplar veya banka tasfiyeleri ile değerlendirilir) ve bankacılık sistemindeki önemli kayıplara tepki için alınan önemli bankacılık politikasında müdahale önlemleri. Çalışmada her iki ölçütün karşılandığı ilk yıl krizin sistemik hale geldiği yıl olarak değerlendirilmiştir. Aşağıdaki altı önlemin en az üçünün kullanılması durumunda bankacılık sektöründe politika müdahalelerinin önemli olduğu değerlendirilmiştir:

- Aşırı likidite desteği (yerleşik olmayanların mevduat ve yükümlülüklerinin yüzde 5'i),
- Brüt bankacılık yeniden yapılandırma maliyetleri (en az gayri safi yurtiçi hasılanın yüzde 3'ü),
- Önemli banka kamulaştırmaları,
- Önemli garantilerin uygulanmaya başlanması,
- Önemli varlık alımları (en az gayri safi yurtiçi hasılanın yüzde 5'i),
- Mevduat dondurmaları ve banka tatilleri.

Ayrıca Laeven ve Valencia (2012), bankacılık krizleri yanında kur ve borç krizlerini de güncelleştirir. Bir kur krizini, ulusal paranın dolar karşısındaki nominal değer kaybının en az yüzde 30 olduğu ve bir önceki yıldaki değer kaybından en az yüzde 10 yüksek olduğu durum olarak belirlemişlerdir. Bu yaklaşımla 1970-2011 döneminde 10 tanesi 2008-2011 döneminde yaşanmış 218 kur krizi tespit etmişlerdir. Borç krizlerini çeşitli

çalışma ve raporlardan elde ettikleri bilgilere göre belirlemişlerdir. Bu yaklaşımla 1970-2011 döneminde üçü 2008-2011 de gerçekleşmiş olan 66 borç krizi belirlemişlerdir.

Bankacılık krizlerinin reel etkileri anlamında, gelişmiş ekonomilerin daha büyük üretim kayıpları yaşadıkları ve yükselen ve gelişmekte olan ülkelere göre kamu borcunda daha yüksek artış eğilimine sahip oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Gelişmiş ekonomilerde kamu borcunda görece olarak daha büyük artış, daha büyük üretim kayıplarıyla ve daha büyük dengeleyici maliye politikasıyla ilişkilendirilmiştir (Laeven ve Valencia, 2012: 3).

Ganioğlu (2012: 1), 1970-2008 döneminde gerçekleşen finansal krizleri etkileyen unsurları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ayrı ayrı araştırdığı çalışmada, panel logit veri tekniği kullanmıştır. Analizini 24 tanesi gelişmiş, 26 tanesi gelişmekte olan toplam 50 ülke için gerçekleştirmiştir. Çalışma bulgularına göre, son küresel krizin etkisinin dâhil edildiği analizlerde cari işlemler açığının hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler açısından önemli bir risk unsuru olduğu, diğer taraftan son beş yıllık dönemde gerçekleşen hızlı kredi genişlemeleri ile parasal genişlemenin, özellikle gelişmiş ülkelerde finansal krizlerin yaşanmasına yönelik olarak yüksek risk taşıdığı tespit edilmiştir.

Dolayısıyla son küresel krize ilişkin yazında krize neden olan etkenler olarak, aşırı finansal genişlemeler ile cari işlemler açığı gibi makroekonomik dengesizlikler öne çıkarılmıştır.

Ancak bu çalışmaların bazı eksik yönleri bulunmaktadır. Bir finansal krizin başlamasından sonra, bazı açıklayıcı değişkenlerin davranışı krizden etkilenebilecektir. Örneğin, açıklayıcı değişkenlerden biri olan kredi-gayrisafi yurtiçi hâsıla oranının finansal kriz sonucunda düşmesi olasıdır. Kredi azalışı ise aslında diğer bir açıklayıcı değişken olan gayrisafi yurtiçi hâsıla büyümesini etkileyecektir. Etkilenecek başka bir değişken ise bankacılık sektöründe gerçekleştirilen kurtarma operasyonları ile genellikle birlikte uygulanan para politikasının gevşetilmesi ile reel faiz oranıdır. Açık olarak bu geri besleme etkileri bahsedilen çalışmalarda belirlenmeye çalışılan ilişkileri karıştıracaktır. Bu durum, söz konusu analizlerin dezavantajlarından biridir (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998b: 88).

Görüldüğü üzere niceliksel yazında finansal krizler çok sayıda etkenle ilişkilendirilmiştir. Son küresel kriz için bunlardan bazılarının önceki krizlerle ortak olduğu bazılarının ise farklı olduğu söylenebilir. Varlık fiyatı patlamaları ve aşırı kredi büyümesi ciddi makroekonomik risklere neden olabilmektedir. Ayrıca, çalışmalardaki sonuçlar, konut ve kredi piyasalarının daha iyi izlenmesinin finansal krizlerin önlenmesinde iyi bir başlangıç olacağını göstermektedir. Bunun yanında uluslararası finansal yapıda da gelişme kaydedilmelidir. Düzenleyiciler açısından bilgi paylaşımının önemi de tekrar ele alınmalıdır.

Son yaşananlar, araştırılması gereken çeşitli ilginç durumları ortaya çıkarmıştır. Öncelikle, geçmişte maliyetli bankacılık krizleri yükselen ekonomilerle ilişkilendirilmişken, son dönemde yaşanan gelişmeler gelişmiş ekonomileri de içermektedir. Bu durum gelişmiş ekonomilerde bankacılık sistemlerinin kırılganlığını artıran herhangi bir sistematik değişikliğin olup olmadığı konusunda soruları gündeme getirmiştir. Ayrıca, son dönemde gelişmiş ekonomilerdeki krizlerde makroekonomik politikalar aktif olarak kullanılırken bankaların yeniden yapılandırılması görece olarak yavaş kalmıştır. Bu durum da gelişmiş ekonomilerde düzelme hızı ve finansal krizleri çözmede optimal politika karışımı konusunda soruları gündeme getirmiştir (Laeven ve Valencia, 2012: 23)

Sonuçta, finansal serbestleşmenin finansal derinleşmeye ve küresel olarak bütünleşmiş finansal sistemlere yol açtığı görülmektedir. Her ne kadar böyle bir serbestleşmenin uzun dönem büyüme için yararları belirgin olsa da çalışma sonuçları finansal istikrar ve kısa dönemde finansal sistemin olumsuz doğrultudaki şokları emebilmesi için hızlı serbestleşmenin tehlikeleri hakkında soru işaretleri yaratmaktadır. Aslında bazı ülkelerde hızlı finansal serbestleşmeyle hızlı kredi büyümesi ve varlık fiyatlarında ani artışlar yaşanmıştır. Finansal serbestleşme, olması gerekenden daha az değer biçilmiş mevduat sigortası ve örtük devlet garantileriyle birlikte finansal aktörlerin aşırı risk almasına yol açabilmektedir. Ayrıca, menkul kıymetleştirme gibi finansal yenilikler de finansal aktörlerin daha fazla risk almasını sağlayabilmektedir. Finansal piyasaların bu şekilde risk alma davranışının tüm maliyetini içselleştiremediği ve iken devletin bu risk alma davranışını kısıtlamak için müdahale etmesi gerekmektedir.

Ayrıca, krizlerle ilgili olarak iki önemli politika konusu öne çıkmaktadır. İlki, varlık fiyatlarındaki balonların nasıl engellenebileceğidir. İkincisi ise bankacılık sistemiyle ve bir varlık balonunun ortaya çıkışıyla bankacılık krizlerini hızlandırması ve üretim kaybıyla nasıl mücadele edilebileceğidir. Allen (2000), sonuçta en önemli politika amacının varlık fiyatlarındaki balon oluşumlarından kaçınmak olduğunu belirtmiştir. Bu ise devlet ve merkez bankasının kredi artışını sorumlu bir şekilde yapması ve gelecek kredi ve para politikasını, belirsizliği enaza indirecek şekilde uygulamasıyla başarılabilir. Bu bağlamda kredi balonları sonucunda finansal krizlerin oluştuğu iddiası unutulmamalıdır. Yazında finansal krizlerin, hızlı kredi genişlemesini izlediği öne sürülmektedir. Finansal serbestleşme gelecekteki olası gelişmeler dikkate alınarak belirsizliği en düşük düzeyde olacak şekilde yavaş yavaş gerçekleştirilmelidir. Balonların hem banka hem de piyasa temelli sistemlerde oluşabildiği göz önüne alındığında finansal yapı önemli bir etken olarak gözükmemektedir. Varlık fiyatlarında bir balon ortaya çıkar ve patlarsa artan kamu borcunun en aza indirilmesi için en iyi yol olarak bankacılık sisteminin finansal yapısının değiştirilmesi görülmektedir.

Furceri ve Mourougane (2009: 41), orta ve uzun dönemde finansal sistemin etkin işlemesi ve reel ekonominin istikrarını sürdürmesi için yapısal politikalar uygulanmasının gerektiğini iddia etmiştir. Buna göre, finansal krizin sınırlanmasında ve reel iktisadi faaliyetlerdeki etkisinin azaltılmasında finansal sistemdeki dalgalanmaların azaltılması anahtar unsurlardan biridir. Belirsizliğin kaldırılması ve ahlaki çöküntü sorununun sınırlandırılmasında ise şeffaflığın artırılması önemlidir. Son olarak da son finansal kriz, finansal piyasa düzenlemelerinin güçlendirilmesi gerektiğini göstermiştir.

Bu bölümde finansal krizlerin maliyeti, finansal krizin tanımı, finansal krizlere ortodoks ve heterodoks yaklaşımların nasıl baktığı değerlendirilmiş, finansal krizlerin belirleyenleri başarısızlıklar, balon ve patlamalar, finansal kırılganlık ve istikrarsızlık, menkul kıymetleştirme ve türev ürünler gibi finansal yenilikler bağlamında ele alınmış, finansal krizleri inceleyen niceliksel çalışmalara değinilmiştir. Böylece ilk bölümde değerlendirilmeyen finansallaşma, iktisadi dalgalanmalar, istikrarsızlık ve kriz arasındaki ilişki ortodoks ve heterodoks görüşler doğrultusunda tartışılmıştır.

Ortodoks görüşte finansal krizlerin içsel nedenleri genel olarak ihmal edilirken, heterodoks görüşte dalgalanmaların içsel olduğu öne sürülmüştür. Günümüzde finansal

sistem borçlanmayı artırarak ve borçlanma yapısını değiştirerek ekonomiyi daha kırılgan bir hale getirmiştir. Dolayısıyla içsel olarak ortaya çıkan kırılganlık nedeniyle iktisadi dalgalanma ve istikrarsızlıklar da kaçınılmaz olabilecektir.

Her ne kadar uzun süre Ortodoks görüşte kredi ve üretim arasındaki ilişki ihmal edilmiş olsa da düzgün işlemeyen finansal piyasaların ekonomiyi olumsuz etkilediğini söylemek yanlış olmayacaktır. Bu noktada finansallaşmanın ortaya çıkardığı krizler ile ekonomiyi olumsuz etkilediği de sıklıkla ifade edilmektedir. Dolayısıyla ana akım iktisatta genel olarak ihmal edilen kredi genişlemesinin yanı sıra kredi türü ve kalitesi de iktisadi büyüme de önemli unsurlar olarak ortaya çıkmıştır.

Bu çerçevede çalışmanın bundan sonraki bölümünde önce iktisadi büyüme ve finansallaşma/finansal derinleşme arasındaki nedensellik ilişkisi incelenecektir. Söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin yönünün belirlenmesi, ana akım iktisatta kendine yer bulan finansal derinleşmenin ekonomik büyümeye yol açtığı görüşü ile Minsky gibi Post Keynesyen iktisatçıların ekonomik büyümenin finansallaşma/finansal derinleşmeye ve bunun da krizlere yol açtığı görüşünün karşılaştırılması açısından önemlidir. Sonrasında ise kredi hacmi ve türünün iktisadi büyümeyi nasıl etkilediği analiz edilecektir.

3. BÖLÜM

FINANSALLAŞMA VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ: GRANGER NEDENSELLİK ANALİZİ, MARKOV REJİM DEĞİŞİMİ MODELLERİ VE PANEL VERİ ANALİZİ

Önceki iki bölümde son dönemde iktisat yazınında sıkça kullanılan, yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkileri olduğu iddia edilen finansallaşma kavramı ile istikrarsızlık ve kriz ilişkisine değinilmiştir. Finansallaşmanın ekonomik dalgalanma ve krizler üzerindeki etkileri Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi çerçevesinde de tartışılmıştır.

Finansallaşma yazınında, daha çok finansallaşmanın yatırımlar üzerinde olumsuz etkisi olduğundan bahsedilmekte ve bazı niceliksel bulgular da bu görüşü desteklemektedir. Bazı bulgular, finansallaşmanın hem finansal krizler hem de daha yavaş sermaye birikimi kanallarıyla yatırımları, istihdamı ve iktisadi büyümeyi olumsuz etkilediğini ve böylece kriz ortamına yol açtığını göstermektedir.

Daha önce belirtildiği üzere geleneksel iktisat yazınında konjonktürel dalgalanmalar dışsal olarak ele alınırken Minsky gibi bazı iktisatçılar dalgalanmaların ekonominin kendi işleyişinden kaynaklandığını ve bu nedenle içsel olduğunu iddia etmişlerdir. Ekonomik istikrarsızlıkların dışsal ya da içsel oluşu, çözüm için uygulanacak ekonomi politikalarını farklılaştıracaktır. Bu bağlamda Minsky, dalgalanma ve istikrarsızlıkların finansal sistem ile arasındaki ilişkiyi finansal istikrarsızlık hipotezi yaklaşımıyla açıklamaya çalışmıştır.

Bu doğrultuda çalışmanın üçüncü bölümünde finansallaşma yazınında öne sürülen bazı hipotezlerin sınanması planlanmaktadır. Bu çalışmada iktisadi büyüme ve

finansallaşma/finansal derinleşme arasındaki ilişki açıklığa kavuşturulmaya çalışılacak ve sonrasında kredi hacminin iktisadi büyümeyi nasıl etkilediği araştırılacaktır³⁶.

Klasik regresyon analizi, kullanılan modelin doğru olduğu varsayımına dayanmakta olup, analizde nedenselliğin yönü model kurulurken belirlenmektedir. Bir başka deyişle, niceliksel ekonometrik çalışmalarda genel olarak değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü iktisat teorisinden elde edilen bilgiye göre değerlendirilmekte ve bu doğrultuda modeller kurulmaktadır. Bazı araştırmalarda ise değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri araştırılarak, iktisat kuramının geçerliliği sınanmaktadır (Yılmaz, 2005: 67). Bu çalışmada önce, aslında bir zaman serisi analizi olan, bir değişkenin geçmiş değerlerinin diğerinin gelecek değerleri üzerinde anlamlı bir etkisi olup olmadığını gösteren Granger nedensellik yöntemi, panel veri analizine uyumlu haliyle uygulanacaktır. Burada temel amaç, değişken setleri arasındaki ilişkinin yönünün belirlenmesidir. Böylece, ortodoks iktisatçıların iddia ettiği gibi finansal derinleşmenin ekonomik büyümeye yol açtığı görüşü ile Minsky gibi Post Keynesyen iktisatçıların ekonomik büyümenin finansallaşma/finansal derinleşmeye ve bunun da finansal istikrarsızlığı artırarak krizlere yol açtığı görüşü karşılaştırılabilecektir.

Ardından, Markov rejim değişimi modeli kullanılarak dönemler arasındaki nedensellik ilişkisi ve varsa nedenselliğin yönündeki değişimler tespit edilmeye çalışılacaktır. Böylece ekonomik büyüme ile finansal gelişme/finansallaşma arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün ülkelere göre hangi dönemlerde değiştiği görülebilecektir. Ancak söz konusu analiz, zaman serisi verileriyle yapılabildiğinden Türkiye ile ilk analizde yer alan bazı ülkeler için gerçekleştirilebilecektir.

İktisadi büyüme yazınında yapılan araştırmaların bazılarında finansal sistemleri derinlik bakımından gelişmemiş olan ekonomilerin, düşük büyüme oranlarına sahip olduğu iddia edilmiştir. Aslında bu görüş, finansal piyasalardaki son küresel krize kadar iktisat yazınında baskın olmuştur. Ancak küresel krizin en çok finansal piyasaları derin olan ekonomileri etkilemesi, bu konunun tekrar araştırılmasını gerektirmiştir. Bu noktada, geleneksel yaklaşımın dışında finansallaşma yazınında söylenenlerin sınanması önem kazanmıştır. Özellikle, geleneksel yaklaşımda büyük ölçüde ihmal edilen kredi

³⁶ Gerçekleştirilen üç niceliksel analiz kapsamındaki ülkeler ve dönem, verilerin bulunabilirliğine göre belirlenmiştir.

genişlemesi, kredi kalitesi ve kredi türü günümüz makroekonomik analizde önemli unsurlar haline gelmiştir.

Bu doğrultuda, son olarak bir büyüme denklemi kurularak finansallaşma/finansal derinleşmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi panel veri analiziyle incelenecektir. Burada finansal derinleşme/finansallaşmayı temsilen özel sektöre verilen kredi değişkeni kullanılmıştır. Daha sonra ise söz konusu finansallaşma/finansal derinleşme değişkeni hane halkı ve hane halkına hizmet eden kâr amacı gütmeyen kurumlara verilen krediler ile finansal olmayan kurumlara verilen krediler olarak ikiye ayrıştırılarak büyüme denklemine dâhil edilecek ve panel veri modelleriyle bu değişkenlerdeki değişimlerin ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği tespit edilmeye çalışılacaktır.

3.1. PANEL VERİ GRANGER NEDENSELLİK ANALİZİ

İktisat yazınında iktisadi büyümenin belirleyenlerini tespit etmeye çalışan ya da iktisadi büyümeyle makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştıran çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu çerçevede, finansal derinleşme ya da finansal piyasaların iktisadi büyüme üzerinde etkileri de sıklıkla incelenmiştir³⁷. Bu çalışmaların çoğunda, özellikle ortodoks iktisatçılar tarafından finansal piyasaların iktisadi büyüme üzerinde olumlu ve önemli bir etkisi olduğu iddia edilmiştir.

Ancak Christopoulos ve Tsionas (2004: 56)'ın da belirttiği üzere, söz konusu olumlu ilişki farklı nedenlerden kaynaklanmış olabilir. Üretim arttıkça finansal hizmetlere olan talep ve dolayısıyla finansal gelişme artmış olabilir. Bu durum ise finansal gelişmenin iktisadi büyümeyi izlediği anlamına gelebilir. Christopoulos ve Tsionas (2004), finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedenselliğin kısa ve uzun dönemde de değişebileceği sonucuna ulaşmışlardır. Bangage ve Eggoh (2011) da finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki konusunda çok sayıda niceliksel çalışma yapıldığına değinmiş, ancak bu çalışmalarda elde edilen sonuçların nedensellikten çok korelasyona dayandığını belirtmişlerdir.

³⁷ Bakınız Levine (2005).

Diğer taraftan, Birinci Bölümde de bahsedildiği üzere Palley (2009), finansallaşma sürecinin uzun olduğunu ve bu süreci oluşturan bazı evrelerin ekonomiyi genişletici, bazılarının ise daraltıcı olabileceğini, genelde başlangıç ve orta evrelerin genişletici iken son evrelerin durgunluğu getirebileceğinin altını çizmiştir. Palley, finansallaşma sürecinde son yaşanan gelişmelerin ekonominin temellerini sarsmasını da bu görüşü desteklediğini iddia etmiştir. Bu durumda finansallaşma/finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında başta olumlu bir ilişkili olabilecekken sonradan bu ilişki olumsuzla dönebilecektir.

Ayrıca, finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki olumlu ilişki veri iken son 20-30 yılda küresel ölçekte giderek büyüyen bir finansal derinleşme yaşanması, yararlı bir gelişme olarak görülmüş, ancak Barajas vd. (2007)'ye göre bu süreç her zaman düzgün bir şekilde olmamıştır. Finansal derinleşme her zaman düz bir doğru şeklinde yaşanmamış, toplam kredinin hızla yükseldiği ya da kredi patlamalarının olduğu ve bazen finansal sıkıntıların ve bankacılık krizlerinin yaşandığı engebeli bir yol izlemiştir.

Minsky, başta ekonomi finansal olarak sağlam olsa bile süreç içerisinde finansal kırılganlığın artacağını ve bu durumun da konjonktürel dalgalanmalara ve istikrarsızlıklara neden olacağını öne sürmüştür. Minsky (1995)'e göre finansal istikrarsızlık ve krizler ekonominin içsel işleyişinden kaynaklanmaktadır. Bu noktada Minsky, ekonomik istikrar dönemlerinin, ekonomik istikrarsızlığı yarattığını ima etmiştir. Bir anlamda ekonomik canlanma ve iktisadi büyüme dönemlerinde finansal gelişme yaşanmakta, bu durum finansal kırılganlığı artırarak istikrarsızlığa ve krizlere yol açmaktadır. Bu ise söz konusu dönemlerde ilişkinin iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğu anlamına gelmektedir.

Tüm bu iddialar, finansallaşma/finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin yönü ve etkisi konusunda bir fikir birliği olmadığını göstermektedir. Buna göre öncelikle bu iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmelidir.

Yazında değişkenler arasındaki ilişkinin yönü nedensellik yöntemleri kullanılarak analiz edilebilmektedir. Bu alt bölümde finansal gelişme/finansallaşma ve iktisadi büyüme arasında Granger nedenselliğinin olup olmadığı sınanacaktır.

Granger (1969), iki değişken arasındaki nedenselliği eğer X ' in geçmiş bilgileri, Y 'nin tahminlerinin elde edilmesine yardım ediyorsa, X , Y 'ye neden olmaktadır şeklinde açıklamaktadır. Eğer hem X , Y 'ye hem de Y , X 'e neden oluyorsa, o zaman iki yönlü nedensellik söz konusu olacaktır. Buna göre üç çeşit nedensellikle karşılaşılır: iki değişkenden sadece biri diğerinin nedeni olabilir, iki değişken de birbirinin nedeni olabilir, iki değişken de birbirinin nedeni olamaz. Granger nedensellik analizi genel olarak üç safhada gerçekleştirilmektedir. İlk safhada, değişkenlerin durağan olup olmadığını ortaya koyabilmek için birim kök sınamaları yapılır. İkinci safhada, değişkenler durağan değilse eşbütünsellik sınamaları yapılır. Üçüncü safhada ise nedensellik analizi için Granger sınaması yapılır.

Granger nedensellik ilişkisi araştırmacının daha uygun bir model kurmasına ve iyi tahmin değerleri elde etmesini sağlar. Ancak burada daha önemli olan, bir kere bir Granger nedensellik ilişkisi kurulduğunda bu durum bir değişkenin geçmiş değerlerinin diğerinin gelecek değerleri üzerinde anlamlı bir etkisi olduğunu göstermektedir. Bu da iktisadi değişkenler arasındaki ilişki hakkında önemli bilgiler sağlamaktadır (Droumaguet, 2012: 118).

Finansal gelişme/finansallaşma ve iktisadi büyüme arasındaki nedenselliğin belirlenebilmesi için öncelikle veri serilerinin durağanlığı sınanmalıdır. Yazında artık, zaman serileri analizlerinde olduğu gibi zamana bağlı gözlemler yeterince uzun ise panel veri analizlerinde de değişkenler arasında sahte ilişkilerin ve serilerin durağan olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Bu nedenle panel veri analizlerinde de öncelikle birim kök sınamalarının yapılması gerekmektedir. Serilerde birim kök bulunması halinde panel eşbütünleşme sınamaları yapılacak ve sonrasında da Granger nedensellik analizi yapılabilecektir.

3.1.1. Panel Birim Kök Sınaması

İki değişken arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek için öncelikle bu değişkenlere ait serilerin durağan olması gerekmektedir. Bu nedenle de öncelikle bu iki değişkene ait serilerin durağan olup olmadıkları sınanmalıdır.

Bir zaman serisi analizi yapılmadan önce analize dâhil edilen veri serilerinin durağan olup olmadığı incelenmelidir. Çünkü, ekonometrik analizlerde durağan olmayan seriler üzerinde sahte regresyonla karşılaşılabilenmekte, bir başka deyişle t, F ve R² değerleri yanıltıcı sonuçlar verebilmektedir.

Analizde önce 76 ülkeye³⁸ ait, 1961-2012 dönemindeki yıllık veriler kullanılarak finansallaşma/finansal gelişmedeki büyüme ve iktisadi büyüme için birim kök sınamaları uygulanacaktır. Yazında panel birim kök sınamaları arasında en çok Fisher türü sınamalar (Maddala ve Wu (1999)), Levin, Lin ve Chu (2002) ve Im, Pesaran ve Shin (2003) sınamaları kullanıldığından bu analizde de bahsedilen sınamalar yapılacaktır.

Levin vd. (2002) panel birim kök sınamasında genelleştirilmiş model aşağıdaki gibidir:

$$\Delta Y_{it} = \rho Y_{i,t-1} + \sum_{L=1}^{p_i} \theta_{iL} \Delta Y_{i,t-L} + \alpha_{mi} d_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Denklem (3.1)'de i=1, 2,..., N yatay kesit birimleri ve t=1, 2,..., T zamanı göstermektedir. $\Delta Y_{it} = Y_{it} - Y_{i,t-1}$ 'yi, d_{mt} her bir birim için kukla değişkenleri, L=1, 2,..., P_i optimal gecikme uzunluğu ve ε_{it} bağımsız hata terimlerini ifade etmektedir. Levin vd. (2002: 7) panel birim kök sınaması için t istatistiğini kullanmışlardır.

$$t_{\delta} = \frac{\hat{\delta}}{STD(\hat{\delta})} \quad (3.2)$$

Levin vd. (2002: 8), bireysel sabitli ve bireysel sabitli ve trendli model için aşağıda verilen düzeltilmiş t istatistiğini geliştirmişlerdir.

$$t_{\delta}^* = \frac{t_{\delta} - N\tilde{T}\hat{S}_N\hat{\sigma}_{\varepsilon}^{-2}STD(\hat{\delta})\mu_{m\tilde{T}}^*}{\sigma_{m\tilde{T}}^*} \quad (3.3)$$

³⁸ ABD, Almanya, Avustralya, Avusturya, Belçika, Benin, Birleşik Krallık, Bolivya, Burkina Faso, Burundi, Cezayir, Çad, Danimarka, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, Fiji, Fildişi Sahili, Filipinler, Finlandiya, Fransa, Gabon, Gambia, Gana, Guatemala, Guyana, Güney Afrika, Güney Kore, Hindistan, Hollanda, Honduras, İran, İspanya, İsrail, İsveç, İtalya, İzlanda, Japonya, Kamerun, Kanada, Kenya, Kolombiya, Kongo Cumhuriyeti, Kostarika, Kuveyt, Madagaskar, Malavi, Malezya, Mali, Meksika, Mısır, Nepal, Nijer, Nijerya, Norveç, Orta Afrika Cumhuriyeti, Pakistan, Panama, Paraguay, Portekiz, Senegal, Sierra Leone, Sudan, Sri Lanka, Suriye, Suudi Arabistan, Singapur, Şili, Tayland, Togo, Trinidad ve Tobago, Tunus, Türkiye, Uruguay, Venezuela, Yunanistan ve Zambiya.

Denklem (3.3)'te $\tilde{T}$, birim başına düşen ortalama gözlem sayısını; $\hat{S}_N$, ortalama standart sapmayı; $\mu_{m\tilde{T}}^*$, ortalama düzeltmesini ve $\sigma_{m\tilde{T}}^*$ standart sapma düzeltmesini göstermektedir.

Im vd. (2003), Levin vd. (2002)'nin sınama istatistiğini değiştirerek paneldeki her bir grup için bireysel ADF t istatistiklerinin ortalamasını temel almaktadır.

$$W_{\bar{t}_{NT}} = \frac{\sqrt{N}(\bar{t}_{NT} - N^{-1} \sum_{i=1}^N E(\bar{t}_{iT}(p_i)))}{\sqrt{N^{-1} \sum_{i=1}^N Var(\bar{t}_{iT}(p_i))}} \quad (3.4)$$

Denklem (3.4)'te $\bar{t}_{iT}$, ρ_i 'ler için hesaplanan t istatistiklerinin ortalamasını $E(\bar{t}_{iT}(p_i))$ ve $Var(\bar{t}_{iT}(p_i))$ sırasıyla ortak beklenen değer ve varyansı göstermektedir.

Fisher ADF sınaması için boş ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibidir

H_0 : Tüm birimlerin zaman serileri birim köklüdür ($H_0: \rho_i = 0$).

H_1 : Bazı birimlerin zaman serileri durağan, bazıları durağan değildir ($H_1: |\rho_i| < 0$).

Fisher ADF sınama istatistiği aşağıdaki gibidir:

$$P = -2 \sum_{i=1}^N \ln(\pi_i) \quad (3.5)$$

Burada π_i , i yatay kesiti için birim kök sınamasının olasılık değeridir.

Finansallaşma/finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedenselliğin yönünün tespit edilmesi amacıyla Dünya Bankası'nın Dünya Kalkınma Göstergeleri³⁹ veri tabanından elde edilen, 76 ülke'ye ait, 1961-2012 aralığındaki yıllık kişi başı reel gayri safi yurtiçi hasılanın büyüme oranı (BUY) ile finansal derinleşme/finansallaşmayı temsilen net ulusal kredi büyüme oranı (NET KREDİ)⁴⁰, net ulusal kredinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki değişim (NET KREDİ/GSYH) ve özel sektöre verilen ulusal kredinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranındaki değişim (ÖZEL/GSYH)⁴¹ verileri

³⁹ World Development Indicators.

⁴⁰ Net ulusal kredi, merkezi yönetim ve ulusal ekonominin diğer sektörleri üzerindeki net alacakların toplamını göstermektedir. Veriler ulusal para cinsindendir.

⁴¹ Özel sektöre verilen ulusal kredi, özel sektöre sağlanan kredi, hisse senedi dışındaki menkul kıymet alımları ve diğer alacak hesapları gibi finansal kaynakları ifade etmektedir. Söz konusu değişken Dünya

kullanılarak yapılan panel birim kök sınamalarının sonuçlarını Tablo 2 göstermektedir⁴². Finansallaşmayı temsil eden değişkenler, çeşitli kredi göstergeleri arasından, ele alınan dönem ve ülkeler için en az veri kaybının olduğu değişkenler oldukları için seçilmişlerdir. Analizde uygun gecikme uzunluğu ise Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 2: 1961-2012 Döneminde 76 Ülke İçin Sabitli-Trendli Panel Birim Kök Sınaması

	BUY		NET KREDİ		NETKREDİ/GSYH		ÖZEL/GSYH	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
SINAMA								
Levin vd. (2002) (t*)	-40,5320	0,0000	-37,6932	0,0000	-48,9391	0,0000	-45,5825	0,0000
Im vd. (2003) (W)	-39,5169	0,0000	-35,9708	0,0000	-45,1464	0,0000	-42,8245	0,0000
ADF_Fisher (Ki-Kare)	1464,47	0,0000	1310,12	0,0000	1685,90	0,0000	1601,90	0,0000
PP_Fisher (Ki-Kare)	1590,48	0,0000	1647,36	0,0000	2085,44	0,0000	1691,88	0,0000

Tablo 2’de görüldüğü üzere, panel birim kök sınamalarına göre dört değişken serisinin istatistikleri yüzde 1 düzeyinde anlamlıdır. Bu durum, dört serinin de birim kök içermediğini, bir başka deyişle durağan olduğunu göstermektedir. Böylece değişkenler arasında sahte ilişkilerin ortaya çıkma ihtimali büyük ölçüde ortadan kaldırılmıştır.

Analize dâhil edilen birim kök sınamalarının sonuçlarına göre veri serilerinin hepsinin I (0) düzeyinde durağan, bir başka deyişle istikrarlı olduğundan ikinci aşama olan eşbütünleşme sınamasına gerek kalmamıştır. Bu nedenle doğrudan Granger nedensellik sınamasına geçilebilir.

Bankası Dünya Kalkınma Göstergeleri veritabanında gayrisafi yurtiçi hasılaya oranlanarak verildiğinden bu şekilde alınmıştır.

⁴² Sınamalar için E-Views 8 ekonometri paket programı kullanılmıştır.

3.1.2. Granger Nedensellik Sınaması

Panel birim kök sınamalarına göre ele alınan değişken serileri aynı dereceden durağan $[I(0)]$ olduğundan değişkenler arasındaki ilişkinin yönünün tespiti için panel Granger nedensellik analizi yapılabilir. Granger (1969)'ın zaman serileri için oluşturduğu basit nedensellik modeli şöyledir:

$$X_t = \sum_{k=1}^K a_k X_{t-k} + \sum_{k=1}^K b_k Y_{t-k} + \varepsilon_t \quad (3.6)$$

$$Y_t = \sum_{k=1}^K c_k X_{t-k} + \sum_{k=1}^K d_k Y_{t-k} + \tau_t \quad (3.7)$$

Denklem (3.6), Y'den X'e doğru nedenselliği; denklem (3.7) ise X'ten Y'ye doğru nedenselliği göstermektedir. Burada k, gecikme uzunluğunu; t, dönemi; ε_t ve τ_t hata terimlerini göstermektedir. Hata terimlerinin birbirinden bağımsız oldukları varsayılmaktadır. Denklem (3.6) ve (3.7)'den elde edilen sonuçlara göre X değişkeni Y'nin nedeniyse, X'teki değişimler Y'deki değişimlerden önce gelmektedir.

Söz konusu denklemler tahmin edildikten sonra ise Wald F istatistiği hesaplanmaktadır (Yılmaz, 2005: 70)

$$F_{K;n-2K} = \frac{(ESS_r - ESS_{ur})/K}{ESS_{ur}/(n-2K)} \quad (3.8)$$

Burada ESS, hata kareler toplamını; r, sınırlandırılmamış modeli; ur, sınırlandırılmış modeli; (K; n-2K) ise serbestlik derecesini göstermektedir. Denklem (3.8)'den hesaplanan F istatistiği α anlamlılık düzeyindeki tablo değerinden büyükse boş hipotez reddedilmekte, bir başka deyişle modeldeki katsayıların anlamlı olduğu kabul edilmektedir.

Zaman serisi analizi için geliştiren Granger nedensellik analizi, yazında panel veri setinin panel yapısını ihmal eden kısıtlı modeller yardımıyla panel veri analizlerinde de kullanılmaktadır. Ancak Dumitrescu ve Hurlin (2012), panel veri modellerinde yatay kesit etkileri ve parametrelerin yatay kesit birimlerine göre heterojen olmasına dikkat çekmiş ve bu durumun nedensellik ilişkisini doğrudan etkileyebileceğini belirtmişlerdir. Bu nedenle söz konusu araştırmacılar heterojen panellerde Granger nedensellik analizi için aşağıdaki modeli geliştirmişlerdir.

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \gamma_i^k Y_{i,t-k} + \sum_{k=1}^K \beta_i^k X_{i,t-k} + \varepsilon_{it} \quad (3.9)$$

Denklem (3.9)'da Y ve X iki durağan değişkeni, $i=1, 2, \dots, N$ yatay kesit birimleri ve $t=1, 2, \dots, T$ zamanı göstermektedir. K tüm yatay kesit birimleri için özdeş olan gecikme uzunluğunu ve ε_{it} bağımsız hata terimlerini ifade etmektedir. $\beta_i = (\beta_i^1, \dots, \beta_i^K)$ ile yatay kesit etkileri α_i 'lerin zaman için sabit olduğu varsayılmakta ve otoregresif parametreler olan γ_i^k ile regresyon katsayıları β_i^k 'ler yatay kesit birimlerine göre değişmektedir.

Bu sınamada boş hipotez, paneldeki N yatay kesit biriminin hiçbirisi için X değişkeninin Y değişkeninin tahmininde yardımcı olmadığını varsaymaktadır. Bu durum, “türdeş nedeni değil”⁴³ (TND) olarak ifade edilmektedir (Mikhed ve Zemcik, 2007: 23). H_0 boş hipotezi aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$H_0: \beta_i = 0, \forall i=1, \dots, N$$

Alternatif hipotez ise “heterojen nedeni değil”⁴⁴ (HND) hipotezi olarak adlandırılmaktadır. Bu hipotezde yatay kesit birimleri iki alt gruba ayrılmaktadır. Buna göre ilk alt grup için X'ten Y'ye doğru bir nedensellik ilişkisi varken, ikinci alt grup için ise X'ten Y'ye doğru bir nedensellik ilişkisi yoktur. Bu grup için sabit katsayılı heterojen bir panel veri modeli dikkate alınmaktadır (Zeren ve Ari, 2013: 321). Bir başka deyişle, alternatif hipoteze göre en azından bir yatay kesit birimi için X'ten Y'ye doğru bir nedensellik ilişkisi vardır. H_1 alternatif hipotezi aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$H_1: \beta_i = 0, \forall i=1, \dots, N_1$$

$$\beta_i \neq 0, \forall i=N_1+1, \dots, N$$

Burada β_i 'lerin gruplar arasında değişebileceği ve X'ten Y'ye doğru nedenselliğin olmadığı, $N_1 < N$ adet bireysel sürecin olduğu varsayılmaktadır. N_1 bilinmemektedir ancak, $0 \leq N_1/N < 1$ koşulunu sağlamaktadır. Bu durumda boş hipotez kabul edilmesi paneldeki tüm yatay kesit birimleri için X değişkeni Y değişkeninin Granger nedeni olmayacaktır. Aksine boş hipotez reddedilirse ve $N_1=0$ ise paneldeki tüm yatay kesit birimleri için X değişkeni Y değişkeninin Granger nedeni olacaktır. Bu durumda

⁴³ Homogeneous Non-Causality.

⁴⁴ Heterogeneous Non-Causality.

nedensellik konusunda türdeş bir sonuç elde edilmiş olacaktır. Diğer taraftan, $N_1 > 0$ ise panelde heterojen bir nedensellik ilişkisi var olacaktır (Hurlin ve Venet, 2008: 8).

Burada sınama istatistiği tüm yatay kesit birimlerinin herbiri için TND hipotezinin sınanmasından elde edilen bireysel Wald istatistiklerinin ortalamasıyla belirlenmektedir.

$$W_{N,T}^{TND} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N W_{i,T} \quad (3.10)$$

Denklem (3.10)'da $W_{N,T}^{TND}$, ortalama Wald istatistiğini; $W_{i,T}$, i. yatay kesit birimiyle ilgili bireysel sınama istatistiğini göstermektedir. Nedensellik ilişkisinin olmadığını gösteren boş hipotezde her bir bireysel Wald istatistiği T sonsuza giderken K serbestlik derecesiyle Ki-Kare dağılımına yakınsar. Bu durumda T ve N sonsuza giderken yatay kesit ortalamayı gösteren $W_{N,T}^{TND}$ normal dağılıma yakınsar. Bu durumda Hurlin ve Venet (2008: 9)'e göre ilgili standartlaştırılmış $Z_{N,T}^{TND}$ istatistiği şöyledir:

$$Z_{N,T}^{TND} = \sqrt{\frac{N}{2K}} (W_{N,T}^{TND} - K) \quad (3.11)$$

Sabit T'ye sahip örneklem için ise standartlaştırılmış $\tilde{Z}_{N,T}^{TND}$ istatistiği ise aşağıdaki gibidir.

$$\tilde{Z}_N^{TND} = \sqrt{\frac{N}{2*K} * \frac{(T-2K-5)}{(T-K-3)}} * \left[\frac{(T-2K-3)}{(T-2K-1)} W_{N,T}^{TND} - K \right] \quad (3.12)$$

Hesaplanan sınama istatistikleri veri anlamlılık düzeyinde ilgili kritik değerden büyükse boş hipotez, bir başka deyişle türdeş nedeni değil hipotezi reddedilir.

Bu çerçevede, 76 ülke'ye ait 1961-2012 aralığındaki veriler kullanılarak daha önce panel birim kök sınamaları ile durağanlığı kanıtlanmış olan BUY ile NET KREDİ, NET KREDİ/GSYH ve ÖZEL/GSYH değişkenleri arasındaki nedenselliğin yönü, Dumitrescu ve Hurlin (2012)'in geliştirdiği Granger nedensellik sınaması kullanılarak belirlenmiş ve sonuçlar Tablo 3'te gösterilmiştir⁴⁵. Analizde gecikme uzunluğu iki dönemdir.

⁴⁵ Sınamalar için E-Views 8 ekonometri paket programı kullanılmıştır.

Tablo 3: Dumitrescu-Hurlin Panel Nedensellik Sınaması Sonuçları

SINAMALAR	Wald	Zbar	Olasılık
"NET KREDİ" TND "BUY"	2,60581	2,00648	0,0448
"BUY" TND "NET KREDİ"	2,95522	3,38823	0,0007
"NET KREDİ/GSYH" TND "BUY"	2,44618	1,37520	0,1691
"BUY" TND "NET KREDİ/GSYH"	3,23499	4,49459	0,0000
"OZEL/GSYH" TND "BUY"	3,04801	3,75881	0,0002
"BUY" TND "OZEL/GSYH"	3,58565	5,88591	0,0000

Tablo 3'te finansal derinleşme/finansallaşma'dan iktisadi büyümeye ve iktisadi büyümeden finansal derinleşme/finansallaşmaya doğru olan nedensellik ilişkisi sınanmıştır. Tablo 3'te görüldüğü üzere, Dumitrescu-Hurlin panel nedensellik sınaması sonuçlarına göre 76 ülke için NET KREDİ'den BUY'e doğru türdeş nedensellik yoktur boş hipotezi yüzde 5, BUY'den NET KREDİ'ye doğru türdeş nedensellik yoktur (TND) boş hipotezi ise yüzde 1 anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. NET KREDİ/GSYH'den BUY'e doğru türdeş nedensellik yoktur hipotezi istatistiksel olarak anlamsızken, iki değişken arasındaki ters yöndeki ilişki yoktur hipotezi yüzde 1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. OZEL/GSYH'den BUY'e doğru ve BUY'den OZEL/GSYH'ye doğru olan türdeş nedeni değil hipotezleri ise yüzde 1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Bu durum 76 ülkenin bulunduğu örneklem için iktisadi büyüme ve finansal derinleşme/finansallaşma arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermektedir.

Söz konusu değişkenler arasındaki çift yönlü nedensellik bulgusu, iktisadi büyüme yazınında ortodoks iktisatçılar tarafından büyük ölçüde kabul edilen finansal derinleşmeden iktisadi büyümeye doğru olan nedensellik olgusunun yanında, daha çok heterodoks iktisatçıların öne sürdüğü, nedensellik ilişkisinin iktisadi büyümeden finansallaşmaya doğru olabileceği görüşünü de desteklemektedir. Bu durum, iktisadi büyüme ve finansal derinleşme/finansallaşma arasındaki ilişkinin doğrusal olmayabileceğini ya da söz konusu ilişkinin zaman ve mekâna bağlı olarak değişebileceğini gündeme getirmektedir. Bu doğrultuda bulgular Christopoulos ve Tsionas (2004)'ın finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedenselliğin kısa ve uzun dönemde değişebileceği iddiasını da desteklemektedir.

Dolayısıyla sonuçlar sadece Ortodoks iktisatçıların iddia ettiği gibi finansal derinleşmenin iktisadi büyümeye yol açtığı değil, bunun yanında Minsky gibi Post Keynesyen iktisatçıların iktisadi büyümenin finansallaşma/finansal derinleşmeye ve bunun da finansal istikrarsızlığı artırarak krizlere yol açtığı görüşünün de doğru olabileceğine işaret etmektedir. Bir başka deyişle, çift yönlü nedensellik finansal krizlerin ekonominin içsel işleyişinden kaynaklanabileceğini ifade etmektedir. Bu noktada aşırı kredi genişlemelerinin dengesizlik ve finansal istikrarsızlık riski yarattığı göz önünde bulundurulmalıdır.

Bu itibarla elde edilen bulgular, Minsky'nin ekonomik istikrar dönemlerinin ekonomik istikrarsızlık yaratabileceği, bir başka deyişle iktisadi büyüme dönemlerinde finansal gelişmenin yaşanabileceği, bu durumun finansal kırılganlığı artırarak istikrarsızlığa ve krizlere yol açabileceği hipotezini de dolaylı olarak desteklemektedir. Bu noktada Minsky, kriz ve dalgalanmaların finansal sistemin işleyişiyle ilişkili olduğunu belirtmiş, finansal sistemin, tasarrufların yatırıma çevrilmesinde yaptığı aracılıkla birlikte firmalara borç verme işlevi nedeniyle iktisadi genişleme ya da daralma süreçlerini başlatabileceğini iddia etmiştir. Bulgulara göre istikrarsızlığın ekonomideki rassal şoklar, bireysel ve piyasa eksiklikleri veya uygun olmayan devlet politikalarından kaynaklanan dışsal bir olgu olarak kabul edilmesi sorgulanmalıdır. Bir başka deyişle, ekonomide istikrarsızlık içsel olabilir ve politika tepkileri buna göre verilmelidir. Bu şekilde, finansal piyasalarla reel ekonomi arasındaki etkileşimler daha netleştirilebildiğinde, krizlerin nedenleri de daha iyi anlaşılabilecektir.

3.2. MARKOV REJİM DEĞİŞİMİ

Bir önceki alt bölümde yapılan panel veri Granger nedensellik analizinde iktisadi büyüme (kişi başı reel GSYH büyüme oranı) ve finansal derinleşme/finansallaşma (net ulusal kredi büyüme oranı) serilerinde çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmişti. Ancak bu analiz yapılırken ele alınan dönemde yapısal bir değişimin olmadığı ve dolayısıyla model katsayılarının sabit olduğu varsayılmaktadır. Bu varsayımlar, ele alınan tüm dönem için ya tek yönlü ya çift yönlü nedenselliğin olduğu ya da nedenselliğin hiç olmadığı anlamına gelmektedir. Oysaki gerçekte makroekonomik büyüklükler genel olarak dalgalanmaktadır. Bu durum ise geleneksel Granger

nedensellik analizindeki katsayıların zaman içinde sabit olmayabileceği anlamına gelmektedir (Aka 2007). Dolayısıyla söz konusu değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi ele alınan örneklem döneminin alt dönemlerinde (rejimlerde) değişebilecektir. Bir başka deyişle, incelenen dönemde yapısal değişimlere göre iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü değişebilir, farklı zaman dilimlerinde farklı nedensellik ilişkileri görülebilir ve model katsayıları sabit olmayabilir. Bu durumda ise nedensellik ilişkisinin doğrusal olmayan bir çerçevede değerlendirilmesi ve modellenmesi daha uygun olacaktır. Bu noktada geleneksel Granger nedensellik analizinin kısıtlarından birisi doğrusal olmayan nedensellik ilişkisini ölçememesidir.

Yazında iktisadi ve özellikle finansal değişkenlerin dinamik davranışlarını analiz etmek için çeşitli zaman serisi modelleri kullanılmaktadır. Kuan (2002: 1)'a göre özellikle doğrusal zaman serisi modelleri, ekonometri paket programlarında genelde içerildiğinden sıklıkla uygulanmıştır. Ancak bu modeller asimetri ve dalgalanma gibi birçok doğrusal olmayan dinamik yapının açıklanmasında yetersiz kalmaktadır. Örneğin milli gelirin büyüme oranı ekonominin genişleme dönemi boyunca genellikle daha yüksek bir düzeyde ve daha kararlı bir şekilde dalgalanırken, daralma dönemi boyunca nispeten daha düşük düzeyde ve daha az kararlı olarak seyretmektedir. Kuan (2002)'a göre bu tip seriler için farklı davranışları içerecek şekilde tek bir doğrusal model kurulması pek mantıklı gözükmemektedir.

Makroekonomik zaman serilerinin çoğu bir ya da daha çok dönemde yapısal kırılmalar göstermektedir. Bu noktada, iki değişken arasındaki bağlantı sabit ya da doğrusal olmayabilecektir. Bu yüzden, bu tip değişkenler arasında nedensellik ilişkisini doğrusal olarak ele almak her zaman doğru sonuçlar vermeyebilecektir. Dolayısıyla, olası doğrusal olmayan asimetrisi de hesaba katabilmek için daha esnek yöntemlere ihtiyaç duyulmuş ve doğrusal olmayan nedensellik sınamaları geliştirilmiştir (Ajmi, Aye, Balcılar ve Gupta, 2013: 3).

Zaman serisi analizlerinde doğrusal olmayan sistemlerin modellenmesinde yararlı olabilecek yaklaşımlardan birisi alt örneklemelerden birinden (rejimden) diğerine geçerken farklı bir davranışın (yapısal kırılmanın) olduğunun varsayılmasıdır. Eğer rejim değişimleri biliniyorsa kukla değişkenler kullanılarak modelleme yapılabilir

(Andersson 1999). Ancak genelde uygulamada değişimlerin zamanı bilinmiyorsa söz konusu değişimler veri setine dayanılarak içsel olarak belirlenebilir.

Krolzig (2000: 1) ise ekonometrik tahminlerde, ortaya çıkan hataları açıklamada yapısal kırılmaların öneminin açık olduğunu belirtmiş; sistematik ve stokastik bir yapıda tekrarlayan kırılmalar için, rejim değişimi modellerinin geleneksel zaman için değişmeyen doğrusal modellere göre üstün olduğunun altını çizmiştir.

Önceki çalışmalarda Granger nedensellik sınamaları ve nedenselliğin yönünün örneklem dönemindeki değişimlere karşı hassas olduğu görülmüştür. Bu bulgular doğrultusunda hangi nedensellik tipinin hangi dönemler boyunca sürdüğünün tespit edilmesi önem kazanmıştır (Nasr, Balcılar, Ajmi, Aye, Gupta ve Eyden, 2014: 10). Bu yaklaşım ile tek yönlü nedensellik, çift yönlü nedensellik ve nedenselliğin olmadığı dönemler tespit edilebilmektedir. Bu yaklaşımda nedensellik ilişkisindeki değişimler dışsal bir Markov sürecinin yönettiği rassal olaylar olarak ele alınmaktadır. Burada nedensellik ilişkisinde değişimler hakkındaki çıkarımlar, hesaplanmış olasılıklara bağlı olarak yapılmaktadır.

Doğrusal Granger nedensellik sınamaları VAR modelinin katsayılarını zaman için sabit varsaymaktadır. Bu varsayım yapısal değişimler nedeniyle geçerli olmamakta ve modellemede katsayıların sabit olmama durumu gündeme gelmektedir (Ajmi vd., 2013: 4). Geleneksel doğrusal modellerde katsayılar yapısal değişimlere uyum göstermemektedir. Bu doğrultuda, finansal değişkenlerin doğrusal olmayabileceği fikri son dönemde iktisat yazınında dile getirilmekte ve doğrusallık varsayımı özellikle finansal piyasalar için uygun görülmemektedir. (Kumar, 2006: 2). Bu durum ise “Markov Rejim Değişimi” (MRD) modellerinin kullanımını gündeme getirmiştir. MRD modelleri birçok araştırmacı tarafından genel olarak ilgili iktisadi değişkenlere ilişkin bilgilerin ekonominin farklı durumları arasındaki geçişleri nasıl etkilediğini bulmak için kullanılmaktadır⁴⁶ (Psaradakis, Ravn ve Sola, 2005: 668). Geleneksel Granger nedensellik analizlerinin sonuçları zamana veya mekâna göre değişiklik gösterebilmektedir. Bu noktada söz konusu bilgilerin içerilebilmesi için, bir başka deyişle hangi ekonomide, hangi nedensellik ilişkisinin ne zaman geçerli olduğunun

⁴⁶ Bakınız Krolzig (2000) ve Warne (2000).

belirlenebilmesi için MRD modellerinin kullanımı gündeme gelmiştir. Zaman serisi analizlerinde MRD modellerinin kullanımı Hamilton (1989)'un uyguladığı gibi temel olarak konjonktürel dalgalanma analizlerinden gelmektedir. Burada temel nokta genişleme ve daralma dönemlerinde değişkenlerin diğer değişkenler üzerinde farklı etkilerinin olup olmadığının tespit edilmesidir.

Hamilton (1989)'un geliştirdiği rejim değişimi modeli olarak da bilinen Markov değişim modeli, yazında popüler olan, doğrusal olmayan zaman serisi modellemelerinden biridir. Bu modelde farklı rejimlerdeki zaman serisi davranışlarını tanımlayabilen birden fazla yapı (denklem) bulunmaktadır. Bu yapılar arasında geçişe izin verilerek modelin daha karmaşık ve dinamik yapıları içerebilmesine imkân tanınır. Markov değişim modelinin önemli bir özelliği değişim mekanizmasının, birinci dereceden bir Markov zincirini izleyen, gözlemlenemeyen bir durum değişkeni tarafından kontrol edilmesidir. Burada durum değişkeninin cari değeri, en yakın geçmiş değerine bağlı olacak şekilde düzenlenmiştir. Böylelikle bir yapı, rassal bir zaman dönemi için etkin olabilecekken, herhangi bir değişim olduğunda yerini başka bir yapıya bırakabilecektir.

MRD modeli, doğrusal zaman serisi modelleri yanında yapısal değişim modellerinden de farklıdır. MRD modelinde değişimler sık ve rassal bir şekilde gerçekleşirken, yapısal değişim modelinde nadiren ve dışsal değişimlere izin verilmektedir. Bu nedenle farklı dönemler boyunca değişik dinamik yapılar sergileyen seriler için MRD modelinin kullanılması daha uygun olabilecektir (Kuan, 2002: 1). Bu yöntemle örneklem döneminin alt dönemlere bölünmesine gerek kalmamakta ve değişkenler arasında zamana göre ilişki yapısal değişimi içsel olarak modele dâhil edilmektedir.

MRD modelini kullanan Psaradakis vd. (2005: 665)'e göre para ve çıktı (üretim) arasındaki nedensellik ilişkisinin istikrarsız olduğunu gösteren niceliksel kanıtlar mevcuttur. Bu noktada Psaradakis vd. (2005), Markov değişim VAR yöntemini, para-çıktı (üretim) sisteminde geçici Granger nedensellik olarak adlandırılan modeli analiz etmek için kullanmışlardır. Bu yöntemde nedensellik analizini Markov sürecinin gerçekleşmeleri üzerine temellendirmişlerdir. Ele alınan dönemde nedensellik ilişkisinin değiştiğine dair şüphelerin olduğu durumlar için nedensellik yapısını analiz eden bir yöntem geliştirilmiştir. Bu yöntemdeki temel güdü, klasik Granger nedensellik için

yapılan standart sınaıma uygulamalarında, nedensellik yapısındaki değışimlerin önemli ekonometrik problemler ortaya çıkarmasıdır. Eğer döneme göre nedensellik ilişkisinin yapısı değışiyorsa, araştırmacının değışkenler arasındaki bağlantının ne zaman ve neden değıştiğine dair güçlü ön bilgileri olmadıkça, bu değışimlerin hesap edilmesi oldukça zor olacaktır (Psaradakis vd., 2005: 666).

Bu yöntemde Psaradakis vd. (2005: 668), sürekli olan nedensellik ilişkisini, bazı dönemlerde ortaya çıkan, diğer dönemlerde ise olmayan geçici Granger nedensellik kavramıyla değıştirmiştir. Burada önemli olan bir değışkenin, diğerinin Granger nedeni olduğu dönemlerin belirlenmesidir. Bu yöntem zaman için değışen parametrelere sahip bir VAR modeline dayanmaktadır. Zamana göre değışen parametreler doğrudan nedensellikteki değışimleri yansıtmaktadır.

Psaradakis vd. (2005), zamana göre değışen parametreleri olan bir VAR modeli üzerine analizlerini temellendirmişlerdir. Bu modelde ekonominin dört durumu olabileceği varsayılmaktadır: iki değışken de birbirinin nedenidir, para çıktının nedeni değildir, çıktı paranın nedeni değildir, iki değışken de birbirinin nedeni değildir. Burada önemli nokta, katsayılarıdaki zamana göre değışimin, değışkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin değışimini doğrudan yansıtacak şekilde modellenmesidir. Analizlerinin başlangıç noktası, nedensellik ilişkisinin nerede ve kaç kere değıştiğinin önceden bilinmemesidir. Bu nedenle nedensellikteki değışimler rassal olaylar gibi ele alınmış ve veri setinde değışim noktalarının kendiliğinden belirlenmesine izin verilmiştir. Bir başka deyişle, nedensellikteki değışimler bilinmeyen geçiş olasılıkları ile gizli bir Markov zinciri gibi modellenmiştir. Bu yöntem, nedensellikte bir kez sürekli bir değışimden, kısa süreli sık değışimleri kapsayacak şekilde esnektir (Psaradakis vd., 2005: 666).

Psaradakis vd. (2005: 667), klasik Granger nedensellik sınamasından elde edilen sonuçların örneklem dönemine göre duyarlı olduğunu belirtmiştir. Bu tip istikrarsızlıklarla mücadele etmenin en bilindik yolu örnekleme alt örneklemelere böldükten sonra nedensellik sınamasının yapılmasıdır. Ancak bu yöntem araştırmacının nedensellik ilişkisinin değıştiği zamanları belirlemesini gerektirmektedir ki uygulamada bu yaklaşım çok basit olmayabilir. Bazı durumlarda araştırmacıların ekonominin maruz kaldığı yapısal değışimlerin zamanına ilişkin önsel güvenilir bilgileri olsa da, bu

değişimler doğrudan Granger nedensellik ile ilişkili olmayabilir. Dahası bu tip bilgiler genellikle tam olmaz ve kırılma tarihinin tam olarak belirlenmesine izin vermeyebilir. Bu nedenle kırılma noktaları genellikle önceden belirlenmek yerine uygulama sırasında belirlenir. Ancak birçok durumda, özellikle örneklem dönemi uzun bir zamanı kapsıyorsa, tek bir kırılmanın olduğunu varsaymak da pek mantıklı olmayacaktır. Kırılma noktaları hakkında ön bilgi olmadığı durumlarda örneklem dönemi uzadıkça kırılma noktası sıklığının olasılığı da giderek artacak ve bu durum işi daha da zorlaştıracaktır.

3.2.1. Markov Rejim Değişimi Granger Nedensellik Modeli

Markov Rejim Değişimi Granger Nedensellik (MRDGN) modeli, klasik Granger nedensellikte olduğu gibi dört değişik durum ile tanımlanmaktadır: iktisadi büyüme kredi büyümesinin Granger nedenidir, kredi büyümesi iktisadi büyümenin Granger nedenidir, her iki değişken de birbirinin Granger nedenidir ve her iki değişken de birbirinin Granger nedeni değildir.

Eğer kredi ve büyüme arasında nedensellik yoksa kredi dalgalanmalarının iktisadi büyümedeki değişim üzerindeki etkisinin sınırlı olduğundan bahsedilebilir. Tersine çift yönlü ilişki ya da tek yönlü ilişki varsa birindeki değişim diğerini gecikmeli olarak etkiliyor olabilir. Kredi çıktının nedeni oluyorsa, finansal piyasalardaki dalgalanmalar reel dalgalanmaları etkileyecektir. Eğer büyüme kredinin nedeniyse, iktisadi durgunlukların finansal piyasalarda dalgalanma ve krizlere yol açtığı söylenebilir (Serwa, 2008: 2).

Psaradakis vd. (2005), Markov değişim modelleri kullanarak para ve üretim ile kredi ve üretim değişkenleri arasında asimetric bağlantılar tespit etmiştir. Bu doğrultuda, bu alt bölümde iktisadi büyüme ve kredi büyümesi arasındaki nedensellik ilişkisinin doğrusal olmayabileceği varsayımı altında söz konusu ilişkinin hangi dönemde ne yönde değiştiğini tespit edebilmek amacıyla Psaradakis vd. (2005)'nin geliştirdiği MRDGN modeli kullanılacaktır. Bu modelde Granger nedensellik, zaman için değişen katsayıları olan bir VAR modeline dayanmaktadır. Parametrelerin zamana göre değişmesi değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisindeki değişimi ortaya koymaktadır. Böylece

nedensellik ilişkisindeki değişim sayısı ve değişimlerin zamanı ortaya koyulabilmektedir. Bu yöntemde değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin değişiminin bilinmeyen geçiş olasılıkları⁴⁷ ile bir Markov zincirini izlediği varsayılmaktadır (Kocaaslan, 2013: 70).

Bu noktada, özellikle son küresel kriz öncesinde ve sonrasında bir önceki alt bölümde yapılan analizde kullanılan iktisadi büyüme (kişi başı reel GSYH büyüme oranı) ve finansal derinleşme/finansallaşma (net ulusal kredi büyüme oranı) arasındaki MRD Granger Nedensellik ilişkisi irdelenecek ve önceki analizlerde de yer alan sekiz ülke için Minsky ve finansallaşma yazınının iddiaları da değerlendirilecektir. Burada 1961-2012 döneminde ABD, Birleşik Krallık, Güney Kore, İspanya, Japonya, Portekiz, Türkiye ve 1971-2012 döneminde Almanya için yıllık veriler kullanılarak analiz yapılmıştır⁴⁸. Bu analiz ile Türkiye'nin de içinde bulunduğu sekiz ülke için ilk defa finansallaşma ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi ve bu ilişkinin yönündeki değişimler tespit edilebilecektir. MRDGN modeli doğrusal olmayan bir zaman serisi analizi olduğundan önce serilerin durağan olup olmadıkları sınanmalıdır.

3.2.2. Birim Kök Sınaması

Bir önceki alt bölümde yapıldığı gibi doğrusal olmayan zaman serisi modellerinde de analize geçilmeden önce ele alınan zaman serilerinin durağan olup olmadıkları sınanmalıdır. Birim kök var ise eşbütünleşme analizi değerlendirilecek ve sonrasında ise MRDGN analizi gerçekleştirilecektir. Birim kök sınaması olarak başta bir önceki bölümde panel veri için geliştirilmiş sürümü kullanılan, yapısal kırılmaları dikkate almayan düzeltilmiş Dickey-Fuller (ADF) sınavasının zaman serileri için kullanılan versiyonu ve sonrasında yapısal kırılmayı dikkate alan Lee ve Strazicich sınaması uygulanacaktır.

Uygulamalı yazında serilerin durağanlık analizi, bir başka deyişle birim kök sınaması için genellikle kullanılan geleneksel sınamalardan biri ADF sınavasıdır. Tablo 4, yukarıda bahsedilen sekiz ülkenin belirtilen dönemleri için kişi başı reel GSYH büyüme oranı, net

⁴⁷ Unknown transition probabilities.

⁴⁸ Tüm ülkeler için aynı dönemdeki verilere ulaşılammış olup, Almanya için ele alınan dönem farklılaşmıştır. Söz konusu veriler genel olarak Dünya Bankası Dünya Kalkınma Göstergelerinden elde edilmiş olup sadece bazı ülkeler için ENF verisi çeşitli dönemlerde kesildiğinden OECD'nin veri tabanından elde edilmiştir. OECD'den alınan veriler yeri geldiğinde belirtilecektir.

ulusal kredi büyüme oranı ve fiyat etkisini kontrol edebilmek için modele alınan enflasyon oranı serileri için sabitli ve trendli ADF sınaması sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 4: Sabitli-Trendli ADF Sınaması Sonuçları

ÜLKE	ENF	BUY	NET KREDİ
ABD	-3.3585**	-5.6978*	-3.5296*
ALMANYA	-3.6944*	-5.9038*	-5.5584*
BİRLEŞİK KRALLIK	-2.4822	-4.9716*	-5.1985*
GÜNEY KORE	-5.6660*	-6.3118*	-5.2845*
İSPANYA	-2.6094	-3.8936*	-3.4130**
JAPONYA	-3.6071*	-5.7451*	-4.4816*
PORTEKİZ	-2.1762	-4.1958*	-4.2943*
TÜRKİYE	-1.8568	-7.2741*	-2.2079

Not: * ve ** katsayıların sırasıyla yüzde 5 ve yüzde 10 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını göstermektedir.

Tablo 4'e göre ENF değişkeni için Birleşik Krallık, İspanya, Portekiz ve Türkiye serilerinde; NET KREDİ değişkeni için ise sadece Türkiye serisinde birim kök tespit edilmiştir.

İktisat yazınında ADF gibi geleneksel birim kök sınamaları, serilerde yapısal kırılmaları dikkate almadığından serilerin durağanlığının yanlış değerlendirilmesine yol açabileceği nedeniyle eleştirilmekte ve özellikle yapısal kırılmalara açık serilerde yapısal kırılmaları da hesaba katan birim kök sınamalarının yapılması tavsiye edilmektedir (Ertuğrul ve Soytas, 2013: 68).

Bu doğrultuda ADF sınamasından sonra yapısal kırılmanın modelde içsel olarak belirlendiği iki kırılmayı içeren Lee ve Strazicich (2003) sınaması yapılmıştır.

Lee ve Strazicich (2003), içsel, iki kırılma dönemini içeren, boş ve alternatif hipotezde kırılmalara izin veren bir LM (Lagrange Multiplier) birim kök sınamasını önermektedirler. Bu sınama aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$Y_t = \delta'Z_t + e_t, \quad e_t = \beta e_{t-1} + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim iidN(0, \sigma^2) \quad (3.13)$$

Burada Z_t , dışsal değişkenleri göstermektedir. Lee ve Strazicich (2003) sınaması A ve C modelleri ile yapılmaktadır. Düzeyde iki kırılmaya izin veren A modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$Y_t = \delta'Z_t + e_t, \quad e_t = \beta e_{t-1} + \varepsilon_t, \quad Z_t = (1, t, D_{1t}, D_{2t}) \quad (3.14)$$

Burada T_{Bj} kırılma dönemini gösterirken $J=1, 2, \dots$ olmak üzere $t > T_{Bj}$ iken $D_{jt}=1$, diğer durumlarda ise 0 değerini almaktadır.

C modelinde ise düzeyde ve trendde iki kırılmaya izin verilmekte olup şu şekilde ifade edilebilmektedir.

$$Y_t = \delta'Z_t + e_t, \quad e_t = \beta e_{t-1} + \varepsilon_t, \quad Z_t = (1, t, D_{1t}, D_{2t}, DT_{1t}, DT_{2t}) \quad (3.15)$$

Bu modelde ise $J=1, 2, \dots$ iken $t > T_{Bj}+1$ olduğunda $DT_{jt}=t$, diğer durumlarda 0 değerini almaktadır (Ertuğrul ve Soytaş, 2013: 73).

Modelin sınanması sonucunda hesaplanan LM sınaama istatistiği, Lee ve Strazicich (2003) tarafından verilen kritik değerden büyükse boş hipotez, bir başka deyişle yapısal kırılmalı birim kök varlığı hipotezi reddedilmekte ve durağanlığı gösteren alternatif hipotez kabul edilmektedir.

Tablo 5, sekiz ülkenin belirtilen dönemleri için kişi başı reel GSYH büyüme oranı (BUY), net ulusal kredi büyüme oranı (NET KREDİ) ve enflasyon oranı (ENF) serileri için Lee ve Strazicich sınaması sonuçlarını göstermektedir. A ve C olmak üzere iki modelden oluşan sınamada, modellerden biri sınamayı geçerse ilgili serinin durağan olduğu kabul edilecektir.

Tablo 5: Lee ve Strazicich Sınama Sonuçları

Lee ve Strazicich	MODEL A	MODEL C
	Sınama İstatistiği	Sınama İstatistiği
ABD		
ENF	-3,664**	-7,8465*
BUY	-5,0335*	-6,047*
NET KREDİ	-4,5583*	-5,7181**
ALMANYA		
ENF	-4,1858*	-6,3149*
BUY	-7,4121*	-7,3814*
NET KREDİ	-3,8844*	-6,2848*
BİRLEŞİK KRALLIK		
ENF	-2,8857	-5,6404**
BUY	-5,5412*	-6,057
NET KREDİ	-6,1602*	-7,1289
GÜNEY KORE		
ENF	-6,1379*	-8,7064*
BUY	-6,9388*	-7,7317*
NET KREDİ	-4,2666*	-10,1622*
İSPANYA		
ENF	-2,3841	-7,1326*
BUY	-3,488	-6,1561*
NET KREDİ	-4,0678*	-5,1443
JAPONYA		
ENF	-3,873*	-7,0873*
BUY	-6,037*	-6,6041*
NET KREDİ	-2,8465	-8,8269*
PORTEKİZ		
ENF	-2,9515	-5,4942**
BUY	-5,5278*	-6,8868*
NET KREDİ	-4,6601*	-6,8582*
TÜRKİYE		
ENF	-3,0572	-7,0118*
BUY	-7,5756*	-7,7519*
NET KREDİ	-4,6013*	-6,3092*
Kritik Değer (%5)	-3,84	-5,74
Kritik Değer (%10)	3,5	5,32

Not: * ve ** katsayıların sırasıyla yüzde 5 ve yüzde 10 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını göstermektedir.

Tablo 5’te verilen Lee ve Strazicich sına sonuçlarına göre modellerden en az biri sınamayı geçtiğinden serilerde birim kök tespit edilmemiştir. Böylece bundan sonraki aşamada her bir ülke için ayrı ayrı MRD Granger nedensellik analizi yapılabilecektir.

3.2.3. MRDGN Modelinin Uygulaması

Bu çalışmada Psaradis vd. (2005)’in geliştirdikleri MRDGN modeli tahmin edilecektir. Psaradakis vd. (2005: 669), bir kontrol değişkeni (Z_t) ile birlikte iki zaman serisinin ($X_{1,t}$, $X_{2,t}$) bileşenleri arasındaki Granger nedensellik ilişkisini analiz edebilmek için bir Markov değişim VAR modelini önermişlerdir.

$$\begin{aligned} \begin{bmatrix} X_{1,t} \\ X_{2,t} \end{bmatrix} = & \begin{bmatrix} \mu_{10}(1 - S_{1,t}) + \mu_{11}S_{1,t} \\ \mu_{20}(1 - S_{2,t}) + \mu_{21}S_{2,t} \end{bmatrix} + \\ & \sum_{k=1}^{h_1} \begin{bmatrix} \phi_{10}^{(k)}(1 - S_{1,t}) + \phi_{11}^{(k)}S_{1,t} & \psi_1^{(k)}S_{1,t} \\ \psi_2^{(k)}S_{2,t} & \phi_{20}^{(k)}(1 - S_{2,t}) + \phi_{21}^{(k)}S_{2,t} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{1,t-k} \\ X_{2,t-k} \end{bmatrix} + \\ & \sum_{k=1}^{h_2} \begin{bmatrix} \varphi_{10}^{(k)}(1 - S_{1,t}) + \varphi_{11}^{(k)}S_{1,t} \\ \varphi_{20}^{(k)}(1 - S_{2,t}) + \varphi_{21}^{(k)}S_{2,t} \end{bmatrix} Z_{t-k} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \end{bmatrix} \quad t=1,2,\dots,T, \end{aligned} \quad (3.16)$$

Denklem (3.16)’da $X_{1,t}$ kişi başı reel GSYİH büyüme oranı (BUY), $X_{2,t}$ net ulusal kredi büyüme oranı (NET KREDİ), fiyat etkisini kontrol edebilmek için kontrol değişkeni Z_t enflasyon oranını (E_t), $S_{1,t}$ ve $S_{2,t}$, t zamanında sistemin rejimini (durumunu) yansıtan ve 0 ya da 1 değerini alan gizli durum değişkenlerini göstermekte ve $\varepsilon_{1,t}$ ve $\varepsilon_{2,t}$ ’nin sıfır ortalamalı, durum değişkenlerinden bağımsız beyaz gürültü sürecini gösterdiği varsayılmaktadır. Modelde hata teriminin kovaryans matrisi ise aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır.

$$\mathbb{E} = (\varepsilon_t \varepsilon_t' | S_t = l) = [\sigma_{ij,l}], i,j=1,2; l=1,\dots,4$$

Modelde h_1 ve h_2 ise gecikme sayısını göstermektedir. Çalışmada gecikme uzunluğu iki dönemdir.

Modelde S_t ile gösterilen dört farklı durum bulunmaktadır.

$$S_t = \begin{cases} 1 & \text{eğer } S_{1,t}=1 \text{ ve } S_{2,t}=1 \\ 2 & \text{eğer } S_{1,t}=0 \text{ ve } S_{2,t}=1 \\ 3 & \text{eğer } S_{1,t}=1 \text{ ve } S_{2,t}=0 \\ 4 & \text{eğer } S_{1,t}=0 \text{ ve } S_{2,t}=0 \end{cases} \quad (3.17)$$

Bu belirleme ile denklem (3.16) aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$\begin{bmatrix} X_{1,t} \\ X_{2,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_{11} \\ \mu_{21} \end{bmatrix} + \sum_{k=1}^{h_1} \begin{bmatrix} \phi_{11}^{(k)} & \psi_1^{(k)} \\ \psi_2^{(k)} & \phi_{21}^{(k)} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{1,t-k} \\ X_{2,t-k} \end{bmatrix} + \sum_{k=1}^{h_2} \begin{bmatrix} \phi_{11}^{(k)} \\ \phi_{21}^{(k)} \end{bmatrix} Z_{t-k} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \end{bmatrix} \quad (S_t=1) \quad (3.18)$$

$$\begin{bmatrix} X_{1,t} \\ X_{2,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_{10} \\ \mu_{21} \end{bmatrix} + \sum_{k=1}^{h_1} \begin{bmatrix} \phi_{10}^{(k)} & 0 \\ \psi_2^{(k)} & \phi_{21}^{(k)} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{1,t-k} \\ X_{2,t-k} \end{bmatrix} + \sum_{k=1}^{h_2} \begin{bmatrix} \phi_{10}^{(k)} \\ \phi_{21}^{(k)} \end{bmatrix} Z_{t-k} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \end{bmatrix} \quad (S_t=2) \quad (3.19)$$

$$\begin{bmatrix} X_{1,t} \\ X_{2,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_{11} \\ \mu_{20} \end{bmatrix} + \sum_{k=1}^{h_1} \begin{bmatrix} \phi_{11}^{(k)} & \psi_1^{(k)} \\ 0 & \phi_{20}^{(k)} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{1,t-k} \\ X_{2,t-k} \end{bmatrix} + \sum_{k=1}^{h_2} \begin{bmatrix} \phi_{11}^{(k)} \\ \phi_{20}^{(k)} \end{bmatrix} Z_{t-k} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \end{bmatrix} \quad (S_t=3) \quad (3.20)$$

$$\begin{bmatrix} X_{1,t} \\ X_{2,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_{10} \\ \mu_{20} \end{bmatrix} + \sum_{k=1}^{h_1} \begin{bmatrix} \phi_{10}^{(k)} & 0 \\ 0 & \phi_{20}^{(k)} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{1,t-k} \\ X_{2,t-k} \end{bmatrix} + \sum_{k=1}^{h_2} \begin{bmatrix} \phi_{10}^{(k)} \\ \phi_{20}^{(k)} \end{bmatrix} Z_{t-k} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \end{bmatrix} \quad (S_t=4) \quad (3.21)$$

Modeldeki nedensellik ilişkisini durum değişkenleri olan $S_{1,t}$ ve $S_{2,t}$ belirlemektedir. $S_{1,t}$, $X_{2,t}$ 'nin $X_{1,t}$ 'nin Granger nedeni olup olmadığı belirlerken, $S_{2,t}$, $X_{1,t}$ 'nin $X_{2,t}$ 'nin Granger nedeni olup olmadığını göstermektedir. $\psi_1^{(1)}, \dots, \psi_1^{(h_1)}$ katsayılarından en az biri sıfıra eşit olmadığı sürece ve $S_{1,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=3$) olduğunda $X_{2,t}$, $X_{1,t}$ 'nin Granger nedeni iken; $S_{1,t}=0$ ($S_t=2$ ya da $S_t=4$) olduğunda ise $X_{2,t}$, $X_{1,t}$ 'nin Granger nedeni değildir. Benzer şekilde $\psi_2^{(1)}, \dots, \psi_2^{(h_1)}$ katsayılarından en az biri sıfıra eşit olmadığı sürece ve $S_{2,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=2$) olduğunda $X_{1,t}$, $X_{2,t}$ 'nin Granger nedeni iken; $S_{2,t}=0$ ($S_t=3$ ya da $S_t=4$) olduğunda ise $X_{1,t}$, $X_{2,t}$ 'nin Granger nedeni değildir. $\psi_1^{(1)}, \dots, \psi_1^{(h_1)}$ ve $\psi_2^{(1)}, \dots, \psi_2^{(h_1)}$ katsayılarından en az biri sıfır olmadığı sürece ve $S_{1,t}=S_{2,t}=1$ ($S_t=1$) olduğunda her iki değişken de birbirinin Granger nedeni olacakken; $\psi_1^{(1)} = \dots = \psi_1^{(h_1)} = \psi_2^{(1)} = \dots = \psi_2^{(h_1)} = 0$ veya $S_{1,t}=S_{2,t}=0$ ($S_t=4$) olduğunda iki değişken arasında Granger nedensellik olmayacaktır.

Modelde, t döneminde hangi durumun (rejimin) geçerli olduğu sadece $t-1$ döneminde süren duruma bağlı olan bir olaslıkla içsel olarak belirlendiği varsayılmaktadır (Psaradakis vd., 2005: 670). Bir başka deyişle, rejim değişimi ve nihai değeri en yakın

bir önceki döneme göre belirlenen ve gözlemlenemeyen durum değişkenleri tarafından kontrol edilmektedir. Buna göre rejim değişiminin, aşağıda belirtilen geçiş olasılıkları ile birinci derece bir Markov zincirini izlediği varsayılmaktadır.

$$p_{ij}^l = \mathbb{P}(S_{l,t+1} = j | S_{l,t} = i), i,j=0,1; l=1,2$$

Burada $S_{1,t}$ ve $S_{2,t}$ 'nin bağımsız olduğu varsayılmıştır. Bu varsayım altında $\mathbf{P}$ matrisi, $i,j=1,\dots,4$ için (i,j) elemanları $\mathbb{P}(S_{l,t+1} = j | S_{l,t} = i)$ olasılıklarını gösteren stokastik bir matris ise rassal S_t dizisi zaman için homojen, geçiş olasılıkları gösteren aşağıdaki gibi bir matris olacaktır.

$\mathbf{P} =$

$$\begin{bmatrix} p_{11}^{(1)} p_{11}^{(2)} & p_{11}^{(2)} (1 - p_{00}^{(1)}) & p_{11}^{(1)} (1 - p_{00}^{(2)}) & (1 - p_{00}^{(1)}) (1 - p_{00}^{(2)}) \\ p_{11}^{(2)} (1 - p_{11}^{(1)}) & p_{00}^{(1)} p_{11}^{(2)} & (1 - p_{11}^{(1)}) (1 - p_{00}^{(2)}) & p_{00}^{(1)} (1 - p_{00}^{(2)}) \\ p_{11}^{(1)} (1 - p_{11}^{(2)}) & (1 - p_{00}^{(1)}) (1 - p_{11}^{(2)}) & p_{11}^{(1)} p_{00}^{(2)} & p_{00}^{(2)} (1 - p_{00}^{(1)}) \\ (1 - p_{11}^{(1)}) (1 - p_{11}^{(2)}) & p_{00}^{(1)} (1 - p_{11}^{(2)}) & p_{00}^{(2)} (1 - p_{11}^{(1)}) & p_{00}^{(1)} p_{00}^{(2)} \end{bmatrix}$$

(3.22)

Psaradakis vd. (2005: 671)'nin altını çizdiği ve yukarıda ana hatları belirtilen Markov değişim modeli üzerine kurulan bir nedensellik analizinin çeşitli avantajları bulunmaktadır. Öncelikle rejimler doğrudan iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisini yansıtmaktadır. İkinci olarak, modelde ele alınan dönemde nedensellik ilişkisindeki, bilinmeyen birçok değişim noktası belirlenebilmektedir. Ayrıca, bu yöntem örneklem dönemi süresince ortaya çıkan nedensellik değişimlerinin zamanları hakkında olasılıkları kullanarak nedensellik ilişkisinin hangi dönemde geçerli olduğu ve ne zaman döndüğü gibi çeşitli çıkarımlar yapılmasına da izin vermektedir. Şöyle ki, rejim değişimini gösteren durum değişkenleri gözlemlenemez olsalar da her bir rejimden birinin ortaya çıkma olasılığı koşullu olasılıklar ile ortaya koyulabilmektedir. Bir başka deyişle, bu yöntemde rejim ya da durum değişimi bir olasılık fonksiyonu olarak ifade edilmektedir. Böylelikle nedensellik ilişkisindeki değişimler ve bu değişimlerin ne zaman olduğu tespit edilebilmektedir.

Burada denklem (3.16)'da verilen model sekiz ülke için ayrı ayrı kredi ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi yıllık veriler kullanılarak Maksimum Olabilirlik Yöntemiyle tahmin edilecek ve elde edilen sonuçlara yer verilecektir⁴⁹.

3.2.3.1. ABD

ABD için kullanılan veri seti 1961-2012 döneminde BUY, NET KREDİ ve ENF değişkenlerinin yıllık verilerini içermektedir. Tahmin edilen MRDGN modelinin sonuçları iktisadi büyüme ve kredi büyümesi denklemleri için ayrı ayrı Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6: ABD İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları

İktisadi Büyüme Denklemi			Kredi Büyümesi Denklemi		
	Değer	Standart Hata		Değer	Standart Hata
μ_{10}^{***}	0,010	0,003	μ_{20}^{***}	0,078	0,013
μ_{11}^{***}	0,024	0,002	μ_{21}^{***}	0,028	0,007
$\phi_{10}^{(1)*}$	0,264	0,135	$\phi_{20}^{(1)***}$	0,624	0,094
$\phi_{10}^{(2)***}$	0,155	0,056	$\phi_{20}^{(2)***}$	-0,414	0,122
$\phi_{11}^{(1)}$	-0,252	0,156	$\phi_{21}^{(1)}$	0,273	0,236
$\phi_{11}^{(2)}$	-0,171	0,159	$\phi_{21}^{(2)}$	0,306	0,193
$\psi_1^{(1)***}$	0,308	0,099	$\psi_2^{(1)*}$	0,596	0,333
$\psi_1^{(2)}$	0,102	0,125	$\psi_2^{(2)}$	-0,312	0,217
$\varphi_{10}^{(1)***}$	-0,522	0,166	$\varphi_{20}^{(1)***}$	-0,361	0,137
$\varphi_{10}^{(2)}$	-0,015	0,111	$\varphi_{10}^{(2)***}$	0,513	0,121
$\varphi_{11}^{(1)***}$	-0,862	0,191	$\varphi_{21}^{(1)}$	0,473	0,359
$\varphi_{11}^{(2)**}$	0,491	0,210	$\varphi_{21}^{(2)**}$	-0,608	0,301
Markov Olasılıkları					
$p_{11}^{(1)***}$	0,908	0,055	$p_{11}^{(2)***}$	0,862	0,082
$p_{00}^{(1)***}$	0,803	0,119	$p_{00}^{(2)***}$	0,734	0,135
Kovaryans Matrisi					
$\sigma_{10}^{(1)***}$	0,010	0,002	$\sigma_{20}^{(1)***}$	0,014	0,003
$\sigma_{11}^{(1)***}$	0,004	0,001	$\sigma_{21}^{(1)**}$	0,032	0,015
$\sigma_{10}^{(2)***}$	0,026	0,006	$\sigma_{20}^{(2)***}$	0,007	0,002
$\sigma_{11}^{(2)***}$	0,010	0,004	$\sigma_{21}^{(2)**}$	0,064	0,030
Log likelihood=274,340					

⁴⁹ MRDGN analizi E-Views 8 ile yapılamadığından Gauss 9.0 programı kullanılmıştır.

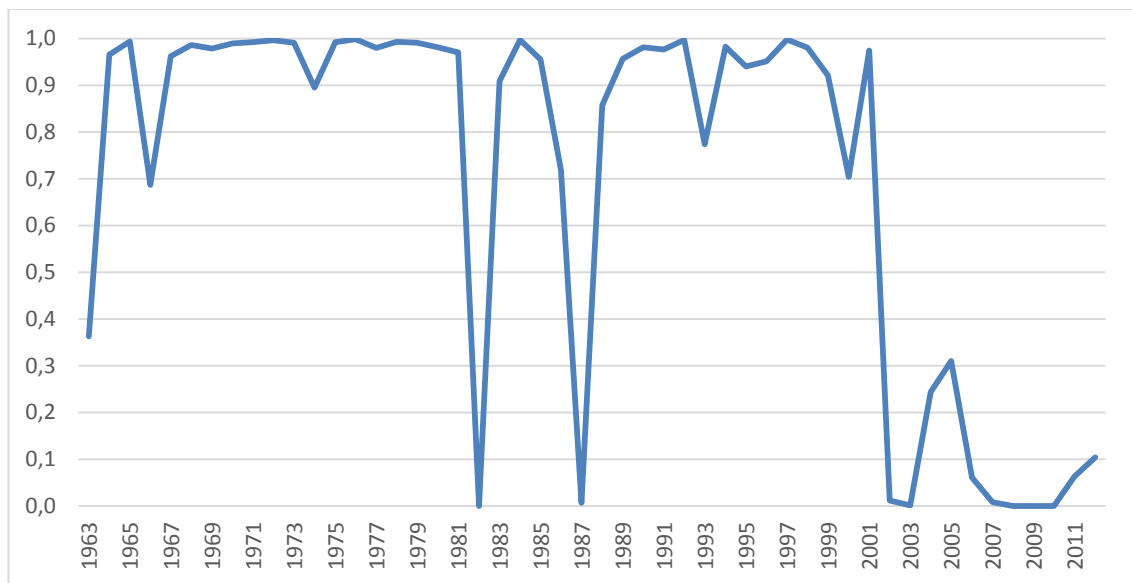
Not: *,** ve *** katsayıların sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını göstermektedir.

ABD için tahmin edilen modelde nedensellik değişimleri olup olmadığını belirleyen katsayılardan $\psi_1^{(1)}$ pozitif ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıyken, $\psi_1^{(2)}$ anlamsız bulunmuştur. İktisadi büyüme denklemindeki $\psi_1^{(1)}$ ve $\psi_1^{(2)}$ katsayılarından en az biri sıfıra eşit olmadığından ekonomi $S_{1,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=3$) durumunda iken kredi büyümesi, kişi başı gelir büyümesinin Granger nedeni olur.

Kredi büyümesi denkleminin tahmin sonuçlarına bakıldığında ise $\psi_2^{(1)}$ pozitif ve yüzde 10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken; $\psi_2^{(2)}$ 'nin anlamsız olduğu görülmektedir. Bu durumda ekonomi $S_{2,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=2$) durumunda iken kişi başı gelir büyümesi, kredi büyümesinin Granger nedeni olacaktır.

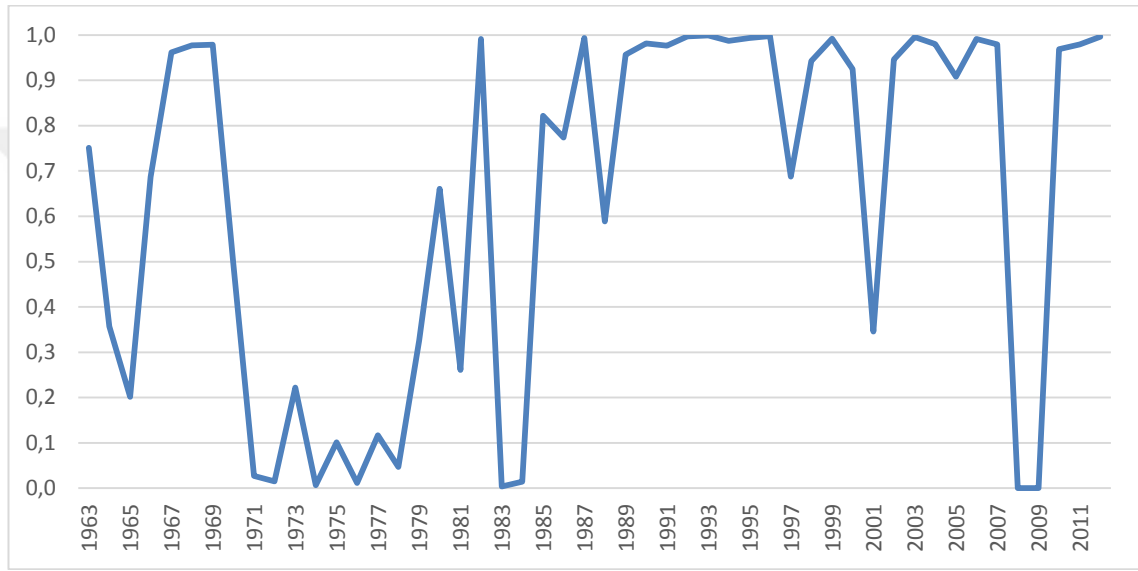
Bu durum değişkenler arasındaki nedensellik yapısında rejim değişiklikleri olduğunu göstermektedir. Bu noktada, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin hesaplanmış olasılıkları ele alınan dönemde nedensellik ilişkisindeki değişimlerin zamanının ve büyüklüğünün görülmesi için gereklidir.

Şekil 3: ABD İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$\mathbb{P}(St=1)+ \mathbb{P}(St=3)$]



Şekil 3, yıllar itibariyle kredi büyümesinin kişi başı gelir büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Grafik, çeşitli dönemlerde kredi büyümesinin, kişi başı gelir büyümesi üzerinde tahmin gücü olduğunu göstermektedir. Bu ilişki 1964-1981, 1983-1986 ve 1988-2001 dönemlerinde görülmektedir. Ele alınan dönemde toplam 31 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur.

Şekil 4: ABD İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+P(St=2)$]



Şekil 4, yıllar itibariyle kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Grafiğe göre 1963, 1966-1969, 1980, 1982, 1985-2000, 2002-2007 ve 2010-2012 dönemlerinde kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesi üzerinde tahmin gücü bulunmaktadır. Ele alınan dönemde toplam 36 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur. Özellikle 1980’den itibaren 2012’ye kadar bazı yıllarda gücünü kaybetse de genel olarak kişi başı gelir büyümesinin kredi büyümesinin Granger nedeni olduğu söylenabilir.

3.2.3.2. Almanya

Almanya için kullanılan veri seti 1971-2012 döneminde BUY, NET KREDİ ve ENF⁵⁰ değişkenlerinin yıllık verilerini içermektedir. Tahmin edilen MRDGN modelinin

⁵⁰ OECD’den elde edilmiştir.

sonuçları iktisadi büyüme ve kredi büyümesi denklemleri için ayrı ayrı Tablo 7’de verilmiştir.

Almanya için tahmin edilen modelde kişi başı gelir büyümesi denkleminde nedensellik değişimleri olup olmadığını belirleyen katsayılardan $\psi_1^{(1)}$ ve $\psi_1^{(2)}$ istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu durum ele alınan dönemde Almanya için kredi büyümesinden, kişi başı gelir büyümesine doğru Granger nedensellik olmadığını göstermektedir. Bu durumun nedenlerinde biri Demokratik ve Federal Almanya’nın birleşmesi ile veri serilerinin bozulması olabilir.

Tablo 7: Almanya İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları

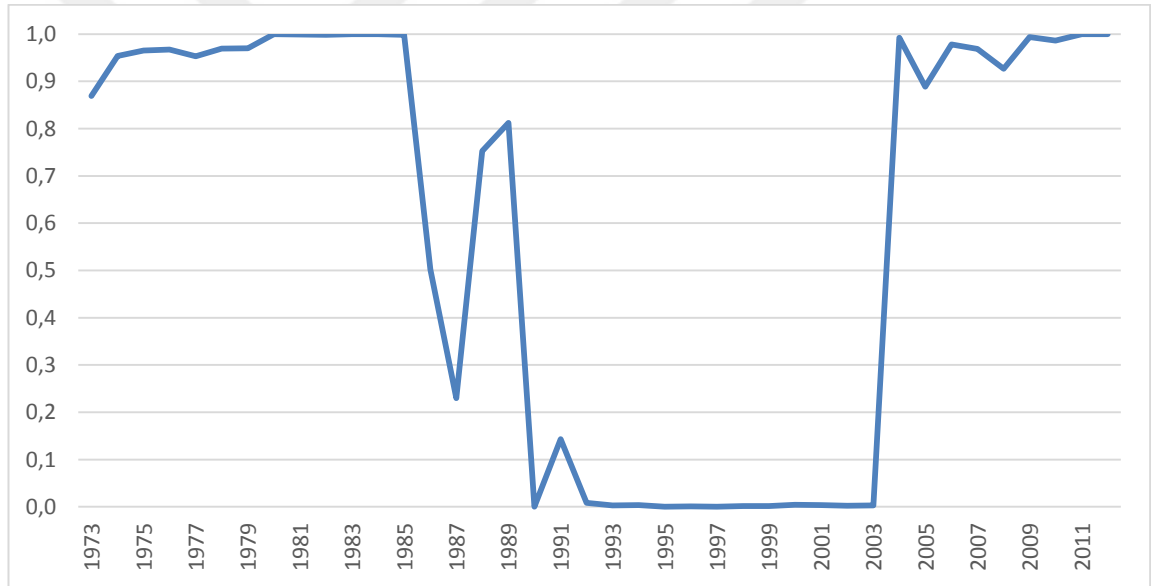
İktisadi Büyüme Denklemi			Kredi Büyümesi Denklemi		
	Değer	Standart Hata		Değer	Standart Hata
μ_{10}^{***}	0,010	0,003	μ_{20}^{***}	-0,017	0,005
μ_{11}^{***}	0,039	0,011	μ_{21}	0,001	0,001
$\phi_{10}^{(1)***}$	0,395	0,068	$\phi_{20}^{(1)***}$	0,543	0,075
$\phi_{10}^{(2)***}$	-0,160	0,043	$\phi_{20}^{(2)***}$	0,532	0,085
$\phi_{11}^{(1)}$	-0,115	0,399	$\phi_{21}^{(1)***}$	0,492	0,021
$\phi_{11}^{(2)*}$	-0,624	0,363	$\phi_{21}^{(2)***}$	0,366	0,033
$\psi_1^{(1)}$	0,031	0,560	$\psi_2^{(1)***}$	-0,154	0,016
$\psi_1^{(2)}$	0,410	0,503	$\psi_2^{(2)***}$	0,359	0,019
$\varphi_{10}^{(1)***}$	-0,702	0,111	$\varphi_{20}^{(1)}$	0,169	0,340
$\varphi_{10}^{(2)***}$	0,704	0,103	$\varphi_{10}^{(2)}$	-0,274	0,293
$\varphi_{11}^{(1)}$	-0,526	1,049	$\varphi_{21}^{(1)***}$	-0,767	0,029
$\varphi_{11}^{(2)}$	-0,261	0,896	$\varphi_{21}^{(2)***}$	0,589	0,018
Markov Olasılıkları					
$p_{11}^{(1)***}$	0,847	0,090	$p_{11}^{(2)***}$	0,965	0,037
$p_{00}^{(1)***}$	0,885	0,066	$p_{00}^{(2)***}$	0,922	0,063
Kovaryans Matrisi					
$\sigma_{10}^{(1)***}$	0,019	0,004	$\sigma_{20}^{(1)*}$	0,015	0,008
$\sigma_{11}^{(1)***}$	0,003	0,001	$\sigma_{21}^{(1)***}$	0,013	0,002
$\sigma_{10}^{(2)***}$	0,018	0,004	$\sigma_{20}^{(2)**}$	0,070	0,032
$\sigma_{11}^{(2)***}$	0,000	0,000	$\sigma_{21}^{(2)***}$	0,008	0,002
Log likelihood=247,410					

Not: *,** ve *** katsayıların sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını göstermektedir.

Kredi büyümesi denkleminin tahmin sonuçlarına bakıldığında $\psi_2^{(1)}$ 'in negatif, $\psi_2^{(2)}$ 'nin ise pozitif ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda ekonomi $S_{2,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=2$) durumunda iken kişi başı gelir büyümesi, kredi büyümesinin Granger nedeni olacaktır.

Almanya için yapılan tahminde ele alınan dönemde kişi başı gelir büyümesinin kredi büyümesi üzerinde olduğu tahmin gücü sonucuna ulaşılmıştır. Bu noktada, söz konusu nedensellik ilişkisinin hangi dönemlerde geçerli olduğu ve gücünün arttığı belirlenmesi için yıllara göre hesaplanmış olasılık değerlerine bakılmalıdır.

Şekil 5: Almanya İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$\mathbb{P}(St=1)+ \mathbb{P}(St=2)$]



Şekil 5, Almanya’da yıllar itibarıyla kişi başına gelir büyümesinin, kredi büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Grafiğe göre 1973-1986, 1988-1989 ve 2004, 2012 dönemlerinde kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesi üzerinde tahmin gücü bulunmaktadır. Ele alınan dönemde toplam 25 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur. Demokratik ve Federal Almanya’nın birleştiği 1990 yılında beklendiği üzere veri serilerinde ve olasılık değerlerinde bir kırılma yaşanmıştır. Bu nedenle Almanya için yapılan analizin yanlı sonuçlar vermesi olasıdır. Özellikle 1973-1989 ve 2003-2012 dönemlerinde bazı yıllarda gücünü kaybetse de genel olarak kişi başı gelir büyümesinin kredi büyümesinin Granger nedeni olduğu söylenebilir.

3.2.3.3. Birleşik Krallık

Birleşik Krallık için kullanılan veri seti 1961-2012 döneminde BUY, NET KREDİ ve ENF⁵¹ değişkenlerinin yıllık verilerini içermektedir. Tahmin edilen MRDGN modelinin sonuçları iktisadi büyüme ve kredi büyümesi denklemleri için ayrı ayrı Tablo 8’de verilmiştir.

Tablo 8: Birleşik Krallık İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları

İktisadi Büyüme Denklemi			Kredi Büyümesi Denklemi		
	Değer	Standart Hata		Değer	Standart Hata
μ_{10}	-0,003	0,013	μ_{20} ***	0,446	0,044
μ_{11} ***	0,028	0,005	μ_{21} **	0,031	0,012
$\phi_{10}^{(1)}$	0,130	0,248	$\phi_{20}^{(1)}$	-0,117	0,128
$\phi_{10}^{(2)}$	-0,054	0,241	$\phi_{20}^{(2)}$ ***	-0,449	0,145
$\phi_{11}^{(1)}$	0,214	0,153	$\phi_{21}^{(1)}$ ***	0,209	0,045
$\phi_{11}^{(2)}$	-0,169	0,123	$\phi_{21}^{(2)}$ ***	0,149	0,042
$\psi_1^{(1)}$ ***	0,037	0,010	$\psi_2^{(1)}$ **	0,557	0,267
$\psi_1^{(2)}$	-0,010	0,012	$\psi_2^{(2)}$ **	0,726	0,304
$\varphi_{10}^{(1)}$	-0,108	0,190	$\varphi_{20}^{(1)}$	-0,311	0,322
$\varphi_{10}^{(2)}$	0,265	0,188	$\varphi_{20}^{(2)}$ ***	-1,524	0,247
$\varphi_{11}^{(1)}$ ***	-0,380	0,140	$\varphi_{21}^{(1)}$ ***	-2,187	0,430
$\varphi_{11}^{(2)}$ *	0,188	0,099	$\varphi_{21}^{(2)}$ ***	1,783	0,339
Markov Olasılıkları					
$p_{11}^{(1)}$ ***	0,908	0,054	$p_{11}^{(2)}$ ***	0,950	0,035
$p_{00}^{(1)}$ ***	0,856	0,084	$p_{00}^{(2)}$ ***	0,824	0,107
Kovaryans Matrisi					
$\sigma_{10}^{(1)}$ ***	0,006	0,001	$\sigma_{20}^{(1)}$ **	0,012	0,005
$\sigma_{11}^{(1)}$ ***	-0,027	0,006	$\sigma_{21}^{(1)}$ ***	-0,027	0,007
$\sigma_{10}^{(2)}$ ***	0,032	0,005	$\sigma_{20}^{(2)}$ **	0,277	0,111
$\sigma_{11}^{(2)}$ ***	0,025	0,007	$\sigma_{21}^{(2)}$ ***	0,028	0,007
Log likelihood=224,310					

Not: *,** ve *** katsayıların sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını göstermektedir.

Birleşik Krallık için tahmin edilen modelde iktisadi büyüme denkleminde nedensellik değişimleri olup olmadığını belirleyen katsayılarından $\psi_1^{(1)}$ pozitif ve yüzde 1 düzeyinde

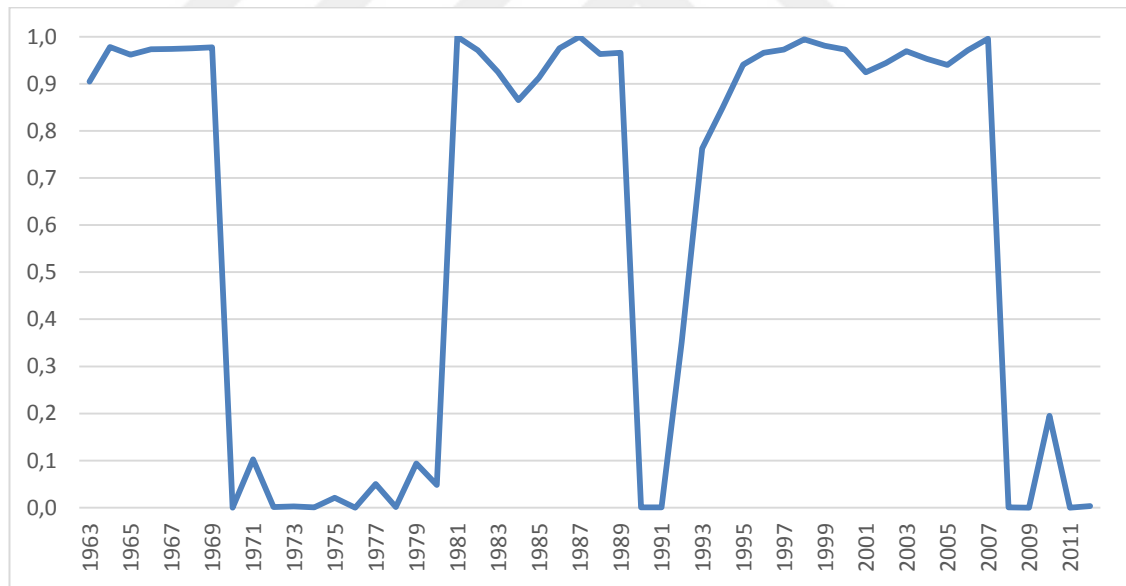
⁵¹ OECD’den elde edilmiştir.

istatistiksel olarak anlamlıyken, $\psi_1^{(2)}$ anlamsız bulunmuştur. Tahmin edilen modeldeki $\psi_1^{(1)}$ ve $\psi_1^{(2)}$ katsayılarından en az biri sıfıra eşit olmadığından ekonomi $S_{1,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=3$) durumunda iken kredi büyümesi, kişi başı gelir büyümesinin Granger nedeni olur.

Kredi büyümesi denkleminin tahmin sonuçlarına bakıldığında ise $\psi_2^{(1)}$ ve $\psi_2^{(2)}$ 'nin pozitif ve yüzde 5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda ekonomi $S_{2,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=2$) durumunda iken kişi başı gelir büyümesi, kredi büyümesinin Granger nedeni olacaktır.

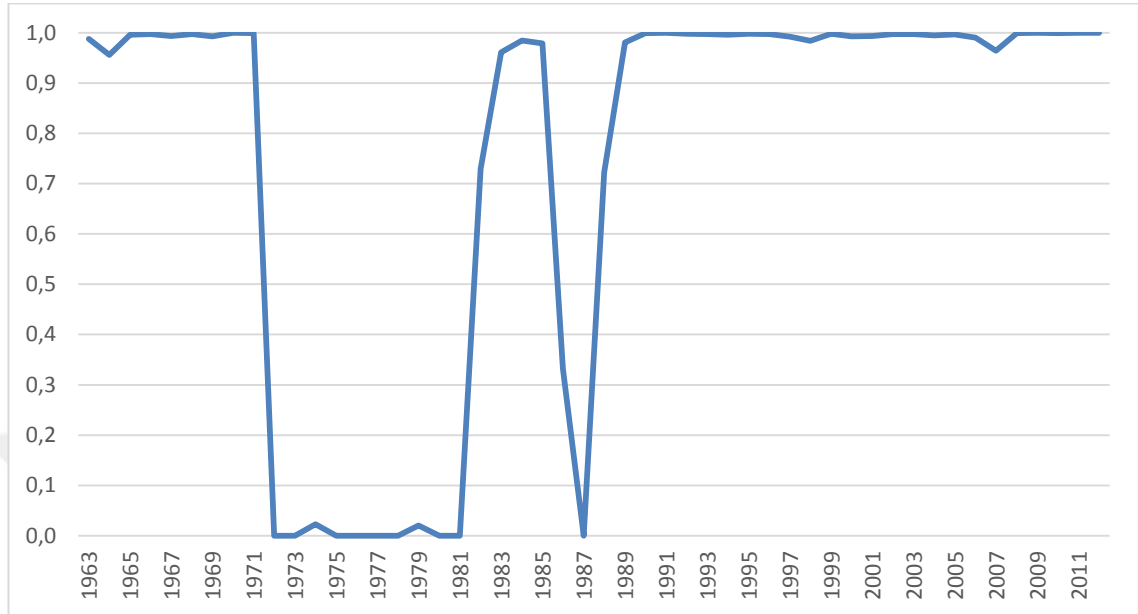
Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin hesaplanmış olasılıklarına aşağıda yer verilmiştir.

Şekil 6: Birleşik Krallık İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$\mathbb{P}(St=1)+ \mathbb{P}(St=3)$]



Şekil 6, yıllar itibariyle kredi büyümesinin kişi başı gelir büyümesinin granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Grafiğe göre çeşitli dönemlerde kredi büyümesinin, kişi başına gelir büyümesi üzerindeki tahmin gücü olduğunu göstermektedir. Bu ilişki 1963-1969, 1981-1989 ve 1993-2007 dönemlerinde görülmektedir. Ele alınan dönemde toplam 31 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur.

Şekil 7: Birleşik Krallık İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+P(St=2)$]



Şekil 7, yıllar itibariyle kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Grafiğe göre 1963-1971, 1982-1985 ve 1988-2012 dönemlerinde kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesi üzerinde tahmin gücü bulunmaktadır. Ele alınan dönemde toplam 38 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur. ABD’ye benzer şekilde Birleşik Krallık’ta da 1980’lerden itibaren bazı yıllarda gücünü kaybetse de genel olarak kişi başı gelir büyümesinin kredi büyümesinin Granger nedeni olduğu söylenabilir.

3.2.3.4. Güney Kore

Güney Kore için kullanılan veri seti 1961-2012 döneminde BUY, NET KREDİ ve ENF⁵² değişkenlerinin yıllık verilerini içermektedir. Tahmin edilen MRDGN modelinin sonuçları iktisadi büyüme ve kredi büyümesi denklemleri için ayrı ayrı Tablo 9’da verilmiştir.

Tablo 9: Güney Kore İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları

⁵² OECD’den elde edilmiştir.

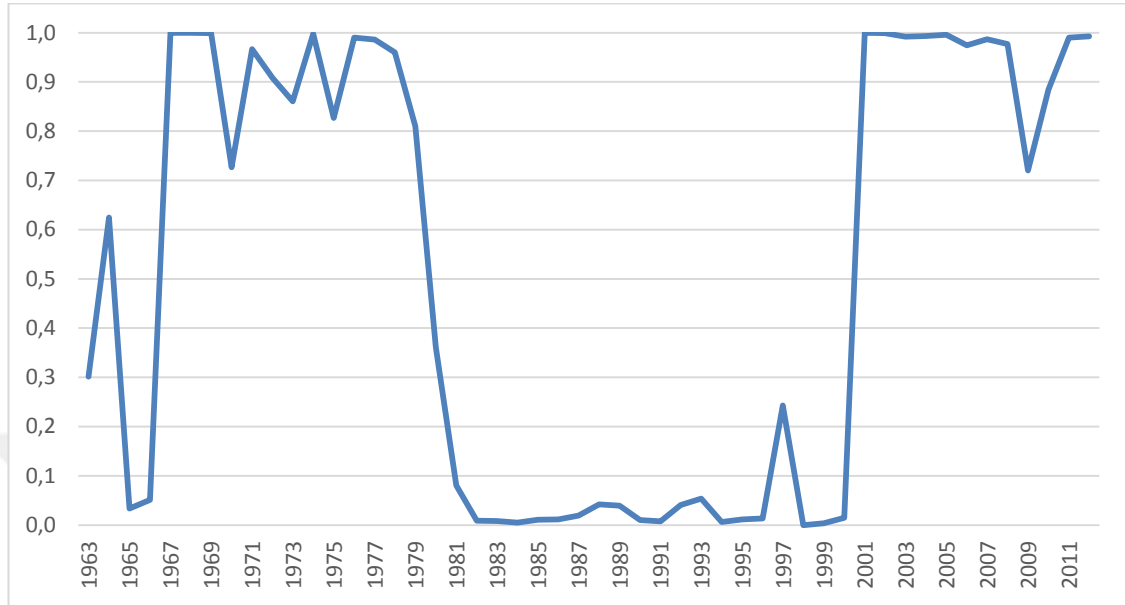
İktisadi Büyüme Denklemi			Kredi Büyümesi Denklemi		
	Değer	Standart Hata		Değer	Standart Hata
μ_{10}^{***}	0,033	0,012	μ_{20}^{***}	0,122	0,022
μ_{11}^{***}	0,085	0,012	μ_{21}	0,002	0,032
$\phi_{10}^{(1)}$	-0,123	0,198	$\phi_{20}^{(1)***}$	0,422	0,142
$\phi_{10}^{(2)}$	-0,161	0,232	$\phi_{20}^{(2)***}$	-0,236	0,072
$\phi_{11}^{(1)}$	-0,088	0,081	$\phi_{21}^{(1)***}$	0,540	0,150
$\phi_{11}^{(2)}$	-0,030	0,082	$\phi_{21}^{(2)***}$	-0,158	0,045
$\psi_1^{(1)}$	0,032	0,025	$\psi_2^{(1)*}$	1,066	0,561
$\psi_1^{(2)}$	-0,017	0,026	$\psi_2^{(2)}$	0,319	0,593
$\varphi_{10}^{(1)}$	0,060	0,088	$\varphi_{20}^{(1)**}$	0,325	0,146
$\varphi_{10}^{(2)***}$	0,229	0,078	$\varphi_{10}^{(2)}$	0,068	0,156
$\varphi_{11}^{(1)***}$	-0,209	0,055	$\varphi_{21}^{(1)}$	-0,153	0,327
$\varphi_{11}^{(2)}$	0,072	0,058	$\varphi_{21}^{(2)*}$	0,423	0,218
Markov Olasılıkları					
$p_{11}^{(1)***}$	0,883	0,064	$p_{11}^{(2)***}$	0,933	0,054
$p_{00}^{(1)***}$	0,787	0,113	$p_{00}^{(2)***}$	0,930	0,054
Kovaryans Matrisi					
$\sigma_{10}^{(1)***}$	-0,030	0,009	$\sigma_{20}^{(1)***}$	0,014	0,003
$\sigma_{11}^{(1)***}$	-0,014	0,003	$\sigma_{21}^{(1)**}$	0,077	0,034
$\sigma_{10}^{(2)***}$	0,357	0,078	$\sigma_{20}^{(2)***}$	-0,038	0,006
$\sigma_{11}^{(2)***}$	0,036	0,007	$\sigma_{21}^{(2)**}$	0,119	0,060
Log likelihood=165,05					

Not: *,** ve *** katsayıların sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını göstermektedir.

Güney Kore için tahmin edilen modelde iktisadi büyüme denkleminde nedensellik değişimleri olup olmadığını belirleyen katsayılar olan $\psi_1^{(1)}$ ve $\psi_1^{(2)}$ istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu durum ele alınan dönemde Güney Kore için kredi büyümesinden, kişi başı gelir büyümesine doğru Granger nedensellik olmadığını göstermektedir.

Kredi büyümesi denkleminin tahmin sonuçlarına bakıldığında ise $\psi_2^{(1)}$ pozitif ve yüzde 10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıyken, $\psi_2^{(2)}$ 'nin anlamsız olduğu görülmektedir. Bu durumda ekonomi $S_{2,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=2$) durumunda iken kişi başı gelir büyümesi, kredi büyümesinin Granger nedeni olacaktır. Kredi büyümesi denklemi için nedensellik ilişkisinin hesaplanmış olasılıklarına aşağıda yer verilmiştir.

Şekil 8: Güney Kore İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1)+ P(St=2)$]



Şekil 8, yıllar itibariyle kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Şekle göre 1964, 1967-1979 ve 2001-2012 dönemlerinde kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesi üzerinde tahmin gücü bulunmaktadır. Ele alınan dönemde toplam 26 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur.

3.2.3.5. İspanya

İspanya için kullanılan veri seti 1961-2012 döneminde BUY, NET KREDİ ve ENF değişkenlerinin yıllık verilerini içermektedir. Tahmin edilen MRDGN modelinin sonuçları iktisadi büyüme ve kredi büyümesi denklemleri için ayrı ayrı Tablo 10'da verilmiştir.

Tablo 10: İspanya İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları

İktisadi Büyüme Denklemi			Kredi Büyümesi Denklemi		
	Değer	Standart Hata		Değer	Standart Hata
μ_{10}	0,005	0,005	μ_{20}^{***}	0,257	0,065
μ_{11}^{***}	0,249	0,063	μ_{21}	0,006	0,017
$\phi_{10}^{(1)***}$	0,791	0,141	$\phi_{20}^{(1)}$	-0,202	0,291
$\phi_{10}^{(2)}$	-0,087	0,135	$\phi_{20}^{(2)*}$	-0,468	0,276
$\phi_{11}^{(1)}$	-0,075	0,142	$\phi_{21}^{(1)***}$	0,591	0,152
$\phi_{11}^{(2)**}$	-0,600	0,255	$\phi_{21}^{(2)}$	0,099	0,158
$\psi_1^{(1)}$	-0,096	0,181	$\psi_2^{(1)}$	0,104	0,468
$\psi_1^{(2)***}$	-0,758	0,144	$\psi_2^{(2)}$	0,471	0,450
$\varphi_{10}^{(1)***}$	-0,328	0,115	$\varphi_{20}^{(1)}$	0,279	0,271
$\varphi_{10}^{(2)***}$	0,312	0,118	$\varphi_{20}^{(2)*}$	0,570	0,295
$\varphi_{11}^{(1)}$	0,017	0,096	$\varphi_{21}^{(1)}$	-0,366	0,360
$\varphi_{11}^{(2)}$	0,052	0,107	$\varphi_{21}^{(2)}$	0,550	0,347
Markov Olasılıkları					
$p_{11}^{(1)***}$	0,963	0,053	$p_{11}^{(2)***}$	0,982	0,020
$p_{00}^{(1)***}$	0,983	0,019	$p_{00}^{(2)***}$	0,962	0,055
Kovaryans Matrisi					
$\sigma_{10}^{(1)}$	0,038	0,042	$\sigma_{20}^{(1)***}$	0,007	0,002
$\sigma_{11}^{(1)***}$	0,015	0,002	$\sigma_{21}^{(1)}$	-0,045	0,040
$\sigma_{10}^{(2)}$	0,208	0,208	$\sigma_{20}^{(2)***}$	0,021	0,005
$\sigma_{11}^{(2)***}$	0,043	0,005	$\sigma_{21}^{(2)}$	-0,141	0,123
Log likelihood=227,030					

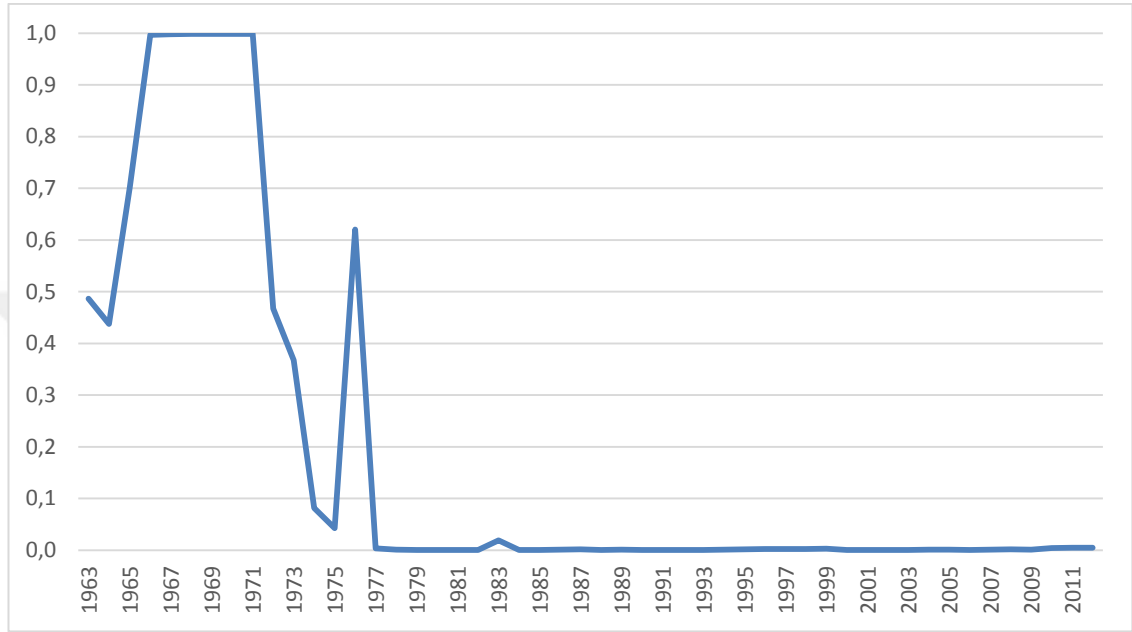
Not: *,** ve *** katsayıların sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını göstermektedir.

İspanya için tahmin edilen modelde iktisadi büyüme denkleminde nedensellik değişimleri olup olmadığını belirleyen katsayılar olan $\psi_1^{(1)}$ istatistiksel olarak anlamsızken, $\psi_1^{(2)}$ negatif ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Tahmin edilen modeldeki $\psi_1^{(1)}$ ve $\psi_1^{(2)}$ katsayılarından en az biri sıfıra eşit olmadığından ekonomi $S_{1,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=3$) durumunda iken kredi büyümesi, kişi başı gelir büyümesinin Granger nedeni olur.

Kredi büyümesi denkleminin tahmin sonuçlarına bakıldığında ise $\psi_2^{(1)}$ ve $\psi_2^{(2)}$ 'nin istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir. Bu durum ele alınan dönemde İspanya için kişi başı gelir büyümesinden kredi büyümesine doğru Granger nedensellik olmadığını göstermektedir.

İktisadi büyüme denklemi için nedensellik ilişkisinin hesaplanmış olasılıklarına aşağıda yer verilmiştir.

Şekil 9: İspanya İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1) + P(St=3)$]



Şekil 9, yıllar itibariyle kredi büyümesinin kişi başı gelir büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Grafiğe göre İspanya’da incelenen dönemin başlarında ve uzun olmayan bir dönem için kredi büyümesinin, kişi başı gelir büyümesi üzerindeki tahmin gücü olduğunu göstermektedir. Bu ilişki sadece 1965-1971 ve 1976 dönemlerinde görülmektedir. Ele alınan dönemde toplam 8 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur.

3.2.3.6. Japonya

Japonya için kullanılan veri seti 1961-2012 döneminde BUY, NET KREDİ ve ENF değişkenlerinin yıllık verilerini içermektedir. Tahmin edilen MRDGN modelinin sonuçları iktisadi büyüme ve kredi büyümesi denklemleri için ayrı ayrı Tablo 11’de verilmiştir.

Tablo 11: Japonya İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları

İktisadi Büyüme Denklemi			Kredi Büyümesi Denklemi		
	Değer	Standart Hata		Değer	Standart Hata
μ_{10}	0,008	0,009	μ_{20}	0,009	0,006
μ_{11}^{***}	0,011	0,003	μ_{21}^{***}	0,014	0,002
$\phi_{10}^{(1)}$	0,439	0,270	$\phi_{20}^{(1)***}$	0,673	0,090
$\phi_{10}^{(2)}$	0,059	0,323	$\phi_{20}^{(2)***}$	0,154	0,026
$\phi_{11}^{(1)}$	-0,023	0,108	$\phi_{21}^{(1)***}$	0,149	0,011
$\phi_{11}^{(2)***}$	0,240	0,083	$\phi_{21}^{(2)***}$	0,123	0,034
$\psi_1^{(1)}$	-0,019	0,018	$\psi_2^{(1)***}$	0,496	0,076
$\psi_1^{(2)***}$	0,126	0,039	$\psi_2^{(2)***}$	0,339	0,054
$\varphi_{10}^{(1)*}$	1,015	0,541	$\varphi_{20}^{(1)}$	-0,183	0,157
$\varphi_{10}^{(2)}$	-0,331	0,483	$\varphi_{10}^{(2)}$	0,008	0,184
$\varphi_{11}^{(1)***}$	-0,238	0,070	$\varphi_{21}^{(1)***}$	0,336	0,048
$\varphi_{11}^{(2)***}$	0,186	0,058	$\varphi_{21}^{(2)***}$	0,252	0,038
Markov Olasılıkları					
$p_{11}^{(1)***}$	0,901	0,062	$p_{11}^{(2)***}$	0,768	0,116
$p_{00}^{(1)***}$	0,824	0,117	$p_{00}^{(2)***}$	0,845	0,080
Kovaryans Matrisi					
$\sigma_{10}^{(1)***}$	-0,007	0,001	$\sigma_{20}^{(1)***}$	-0,031	0,006
$\sigma_{11}^{(1)**}$	0,070	0,029	$\sigma_{21}^{(1)***}$	0,017	0,004
$\sigma_{10}^{(2)***}$	0,005	0,001	$\sigma_{20}^{(2)***}$	0,011	0,003
$\sigma_{11}^{(2)**}$	0,310	0,124	$\sigma_{21}^{(2)***}$	0,035	0,008
Log likelihood=239,7					

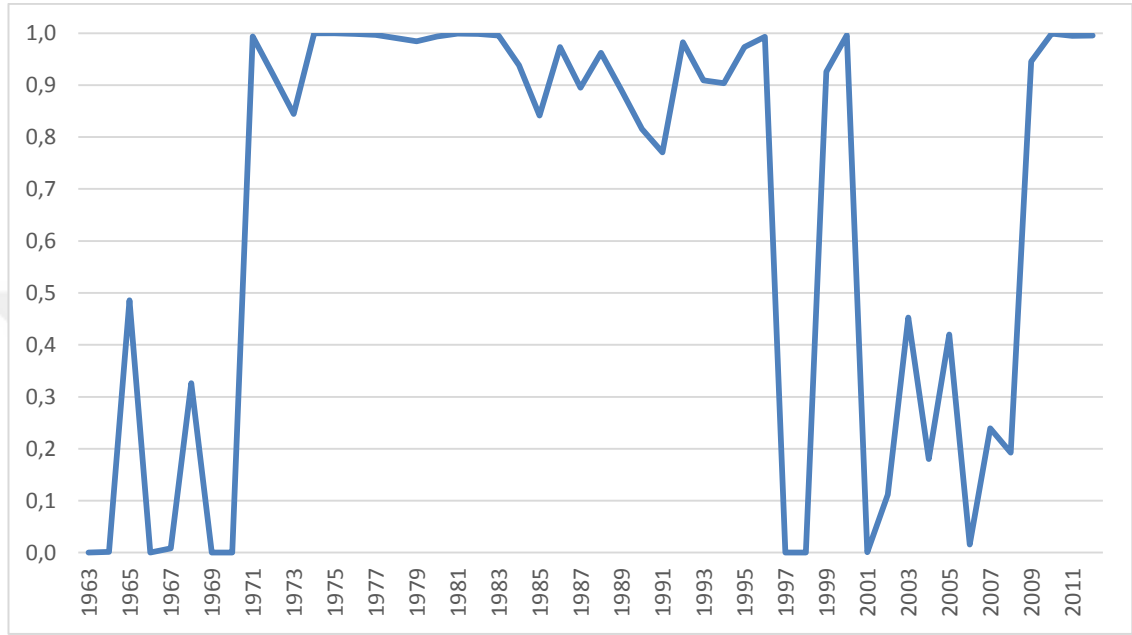
Not: *,** ve *** katsayıların sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını göstermektedir.

Japonya için tahmin edilen modelde iktisadi büyüme denkleminde nedensellik değişimleri olup olmadığını belirleyen katsayılardan $\psi_1^{(1)}$ istatistiksel olarak anlamsızken, $\psi_1^{(2)}$ pozitif ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Tahmin edilen modeldeki $\psi_1^{(1)}$ ve $\psi_1^{(2)}$ katsayılarından en az biri sıfıra eşit olmadığından ekonomi $S_{1,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=3$) durumunda iken kredi büyümesi, kişi başı gelir büyümesinin Granger nedeni olur.

Kredi büyümesi denkleminin tahmin sonuçlarına bakıldığında ise $\psi_2^{(1)}$ ve $\psi_2^{(2)}$ 'nin pozitif ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda ekonomi $S_{2,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=2$) durumunda iken kişi başı gelir büyümesi, kredi büyümesinin Granger nedeni olacaktır.

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin hesaplanmış olasılıklarına aşağıda yer verilmiştir.

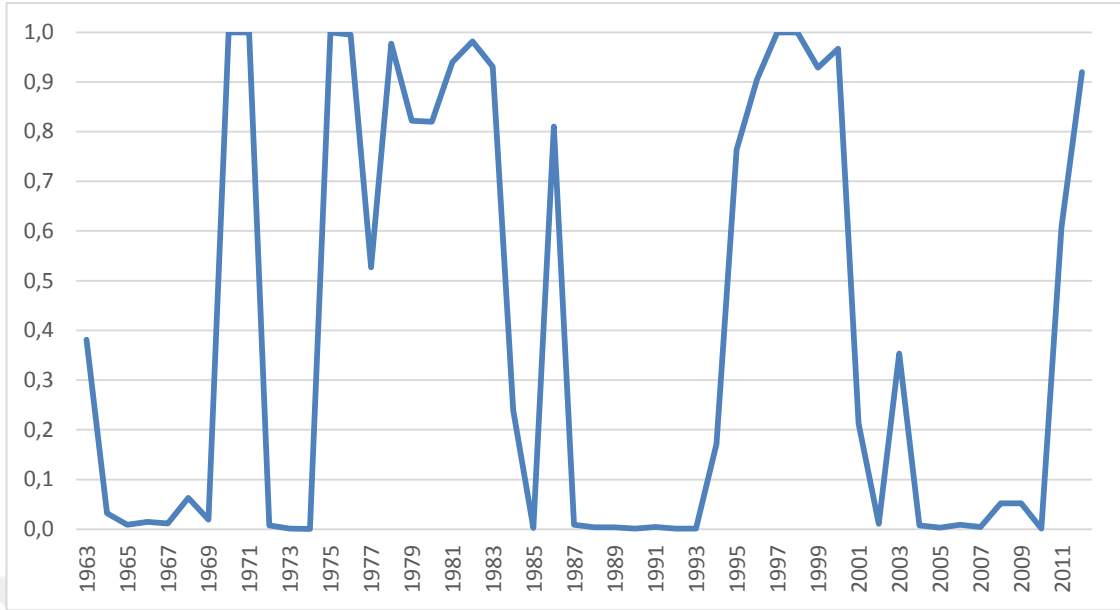
Şekil 10: Japonya İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$\mathbb{P}(St=1)+ \mathbb{P}(St=3)$]



Şekil 10, yıllar itibariyle kredi büyümesinin kişi başı gelir büyümesinin granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Şekle göre çeşitli dönemlerde kredi büyümesinin, kişi başı gelir büyümesi üzerindeki tahmin gücü olduğunu göstermektedir. Bu ilişki 1971-1996, 1999-2000 ve 2009-2012 dönemlerinde görülmektedir. Ele alınan dönemde toplam 32 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur.

Şekil 11, yıllar itibariyle kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Grafiğe göre 1970-1971, 1975-1983, 1986, 1995-2000 ve 2011-2012 dönemlerinde kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesi üzerinde tahmin gücü bulunmaktadır. Ele alınan dönemde toplam 21 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur. Japonya’da 1970’lerden itibaren bazı dönemlerde gücünü kaybetse de bahsedilen dönemlerde kişi başı gelir büyümesinin kredi büyümesinin Granger nedeni olduğu söylenebilir.

Şekil 11: Japonya İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$\mathbb{P}(St=1)+ \mathbb{P}(St=2)$]



3.2.3.7. Portekiz

Portekiz için kullanılan veri seti 1961-2012 döneminde BUY, NET KREDİ ve ENF değişkenlerinin yıllık verilerini içermektedir. Tahmin edilen MRDGN modelinin sonuçları iktisadi büyüme ve kredi büyümesi denklemleri için ayrı ayrı Tablo 12’de verilmiştir.

Portekiz için tahmin edilen modelde iktisadi büyüme denkleminde nedensellik değişimleri olup olmadığını belirleyen katsayılardan $\psi_1^{(1)}$ pozitif, $\psi_1^{(2)}$ negatif ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Tahmin edilen modeldeki $\psi_1^{(1)}$ ve $\psi_1^{(2)}$ katsayılarından en az biri sıfıra eşit olmadığından ekonomi $S_{1,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=3$) durumunda iken kredi büyümesi, kişi başı gelir büyümesinin Granger nedeni olur.

Kredi büyümesi denkleminin tahmin sonuçlarına bakıldığında ise $\psi_2^{(1)}$,nin istatistiksel olarak anlamsız, $\psi_2^{(2)}$,nin ise pozitif ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda ekonomi $S_{2,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=2$) durumunda iken kişi başı gelir büyümesi, kredi büyümesinin Granger nedeni olacaktır.

Tablo 12: Portekiz İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları

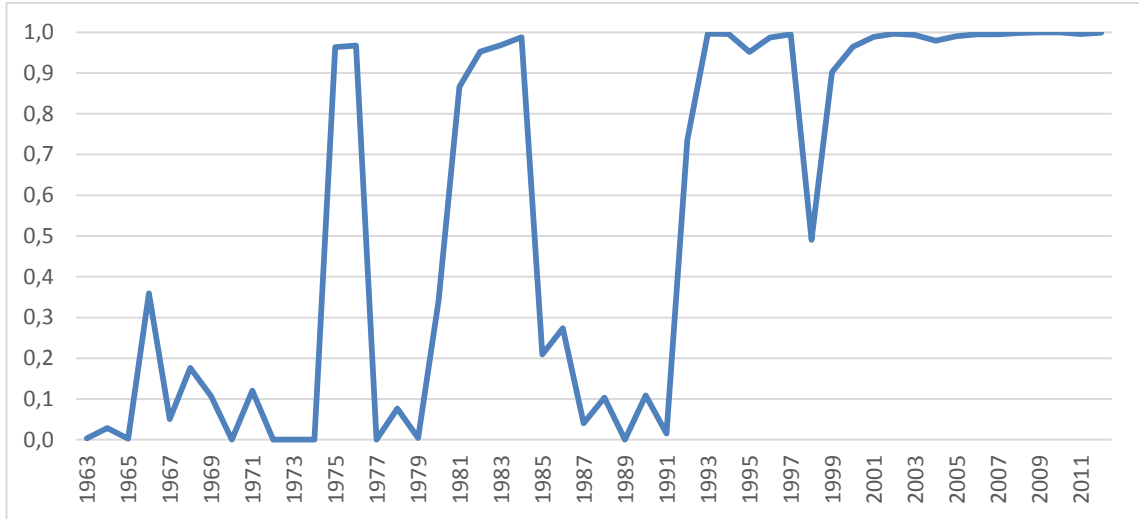
İktisadi Büyüme Denklemi	Kredi Büyümesi Denklemi
--------------------------	-------------------------

	Değer	Standart Hata		Değer	Standart Hata
μ_{10}^{***}	0,076	0,020	μ_{20}^{***}	0,115	0,014
μ_{11}	0,005	0,005	μ_{21}	-0,008	0,039
$\phi_{10}^{(1)}$	-0,131	0,217	$\phi_{20}^{(1)*}$	0,228	0,128
$\phi_{10}^{(2)}$	0,127	0,198	$\phi_{20}^{(2)***}$	-0,443	0,095
$\phi_{11}^{(1)***}$	0,300	0,103	$\phi_{21}^{(1)}$	0,000	0,207
$\phi_{11}^{(2)}$	0,195	0,120	$\phi_{21}^{(2)**}$	0,450	0,195
$\psi_1^{(1)***}$	0,137	0,027	$\psi_2^{(1)}$	0,600	0,420
$\psi_1^{(2)***}$	-0,131	0,039	$\psi_2^{(2)*}$	0,743	0,443
$\varphi_{10}^{(1)**}$	-0,295	0,120	$\varphi_{20}^{(1)}$	0,121	0,259
$\varphi_{10}^{(2)}$	0,118	0,119	$\varphi_{20}^{(2)}$	0,355	0,271
$\varphi_{11}^{(1)***}$	-0,509	0,058	$\varphi_{21}^{(1)}$	0,466	0,401
$\varphi_{11}^{(2)***}$	0,462	0,077	$\varphi_{21}^{(2)}$	0,132	0,448
Markov Olasılıkları					
$p_{11}^{(1)***}$	0,898	0,062	$p_{11}^{(2)***}$	0,890	0,067
$p_{00}^{(1)***}$	0,878	0,076	$p_{00}^{(2)***}$	0,860	0,085
Kovaryans Matrisi					
$\sigma_{10}^{(1)***}$	0,009	0,002	$\sigma_{20}^{(1)***}$	0,024	0,006
$\sigma_{11}^{(1)***}$	0,036	0,009	$\sigma_{21}^{(1)***}$	0,012	0,003
$\sigma_{10}^{(2)***}$	0,082	0,016	$\sigma_{20}^{(2)***}$	0,013	0,004
$\sigma_{11}^{(2)***}$	0,078	0,021	$\sigma_{21}^{(2)***}$	0,038	0,010
Log likelihood=191,07					

Not: *,** ve *** katsayıların sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını göstermektedir.

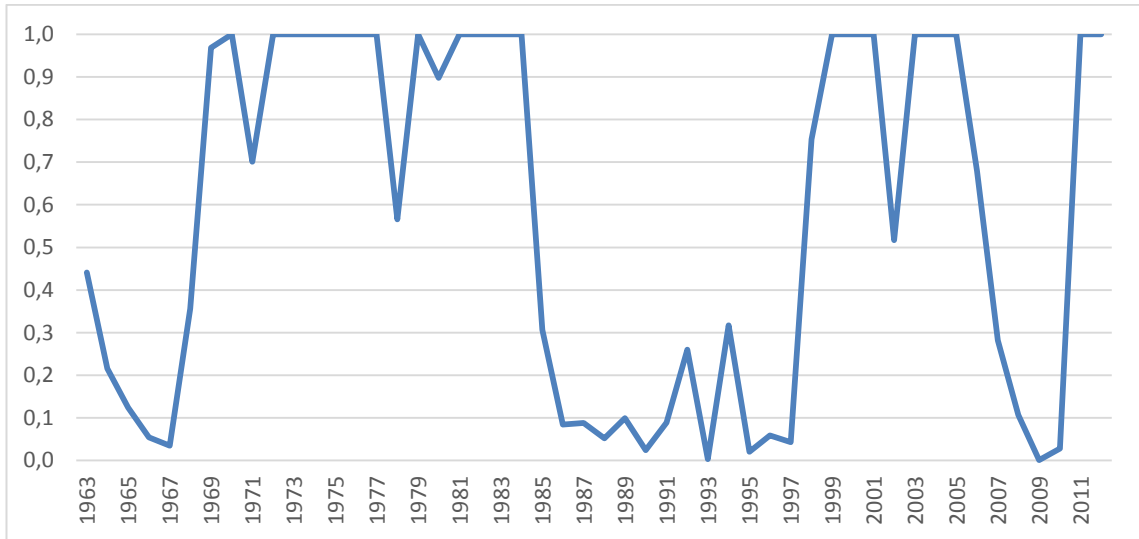
Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin hesaplanmış olasılıklarına aşağıda yer verilmiştir.

Şekil 12: Portekiz İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$\mathbb{P}(\text{St}=1)+ \mathbb{P}(\text{St}=3)$]



Şekil 12, yıllar itibarıyla kredi büyümesinin kişi başı gelir büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Grafığe göre çeşitli dönemlerde kredi büyümesinin, kişi başı gelir büyümesi üzerindeki tahmin gücü olduğunu göstermektedir. Bu ilişki 1975-1976, 1981-1984, 1992-1997 ve 1999-2012 dönemlerinde görülmektedir. Ele alınan dönemde toplam 27 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur.

Şekil 13: Portekiz İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1) + P(St=2)$]



Şekil 13, yıllar itibarıyla kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Şekle göre 1969-1984, 1998-2006 ve 2011-2012 dönemlerinde kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesi üzerinde tahmin gücü bulunmaktadır. Ele alınan dönemde toplam 27 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur.

Portekiz’de 1970’lerden itibaren 1980’lerin ikinci yarından 1990’ların sonuna kadar gücünü kaybetse de 2012’ye kadar kişi başı gelir büyümesinin kredi büyümesinin Granger nedeni olduğu söylenabilir.

3.2.3.8. Türkiye

Türkiye için kullanılan veri seti 1961-2012 döneminde BUY, NET KREDİ ve ENF değişkenlerinin yıllık verilerini içermektedir. Tahmin edilen MRDGN modelinin sonuçları iktisadi büyüme ve kredi büyümesi denklemleri için ayrı ayrı Tablo 13’te verilmiştir.

Türkiye için tahmin edilen modelde iktisadi büyüme denkleminde nedensellik değişimleri olup olmadığını belirleyen katsayılardan $\psi_1^{(1)}$ pozitif ve yüzde 5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıyken, $\psi_1^{(2)}$ negatif ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Tahmin edilen modeldeki $\psi_1^{(1)}$ ve $\psi_1^{(2)}$ katsayılarından en az biri sıfıra eşit olmadığından ekonomi $S_{1,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=3$) durumunda iken kredi büyümesi, kişi başı gelir büyümesinin Granger nedeni olur.

Kredi büyümesi denkleminin tahmin sonuçlarına bakıldığında ise $\psi_2^{(1)}$ ve $\psi_2^{(2)}$ ’nin her ikisinin de negatif ve yüzde 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda ekonomi $S_{2,t}=1$ ($S_t=1$ ya da $S_t=2$) durumunda iken kişi başı gelir büyümesi, kredi büyümesinin Granger nedeni olacaktır.

Tablo 13: Türkiye İçin MRDGN Modelinin Tahmin Edilen Katsayıları

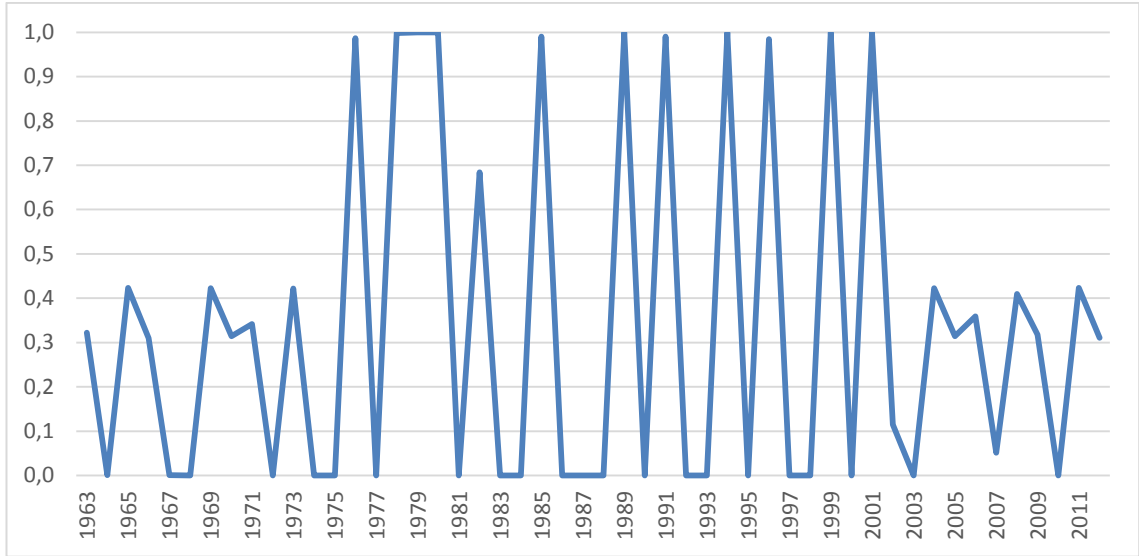
İktisadi Büyüme Denklemi		Kredi Büyümesi Denklemi	
Değer	Standart Hata	Değer	Standart Hata

μ_{10}^{***}	0,057	0,000	μ_{20}^{***}	0,159	0,013
μ_{11}^*	0,030	0,017	μ_{21}^{***}	0,267	0,003
$\phi_{10}^{(1)***}$	-0,373	0,005	$\phi_{20}^{(1)***}$	0,257	0,096
$\phi_{10}^{(2)***}$	-0,055	0,007	$\phi_{20}^{(2)}$	-0,091	0,090
$\phi_{11}^{(1)*}$	0,265	0,224	$\phi_{21}^{(1)***}$	0,129	0,004
$\phi_{11}^{(2)}$	0,025	0,181	$\phi_{21}^{(2)***}$	0,184	0,005
$\psi_1^{(1)**}$	0,115	0,048	$\psi_2^{(1)***}$	-0,677	0,021
$\psi_1^{(2)***}$	-0,197	0,060	$\psi_2^{(2)***}$	-2,332	0,017
$\varphi_{10}^{(1)***}$	0,039	0,006	$\varphi_{20}^{(1)**}$	-0,517	0,252
$\varphi_{10}^{(2)***}$	-0,042	0,005	$\varphi_{10}^{(2)***}$	0,410	0,105
$\varphi_{11}^{(1)*}$	-0,124	0,069	$\varphi_{21}^{(1)***}$	0,292	0,008
$\varphi_{11}^{(2)*}$	0,129	0,079	$\varphi_{21}^{(2)***}$	0,374	0,010
Markov Olasılıkları					
$p_{11}^{(1)}$	0,166	0,105	$p_{11}^{(2)***}$	0,947	0,043
$p_{00}^{(1)***}$	0,576	0,121	$p_{00}^{(2)***}$	0,965	0,040
Kovaryans Matrisi					
$\sigma_{10}^{(1)}$	0,032	0,007	$\sigma_{20}^{(1)}$	0,007	0,035
$\sigma_{11}^{(1)***}$	0,027	0,005	$\sigma_{21}^{(1)***}$	-0,001	0,000
$\sigma_{10}^{(2)***}$	0,002	0,000	$\sigma_{20}^{(2)***}$	0,028	0,005
$\sigma_{11}^{(2)***}$	0,303	0,053	$\sigma_{21}^{(2)***}$	0,073	0,021
Log likelihood=194,200					

Not: *,** ve *** katsayıların sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı olduklarını göstermektedir.

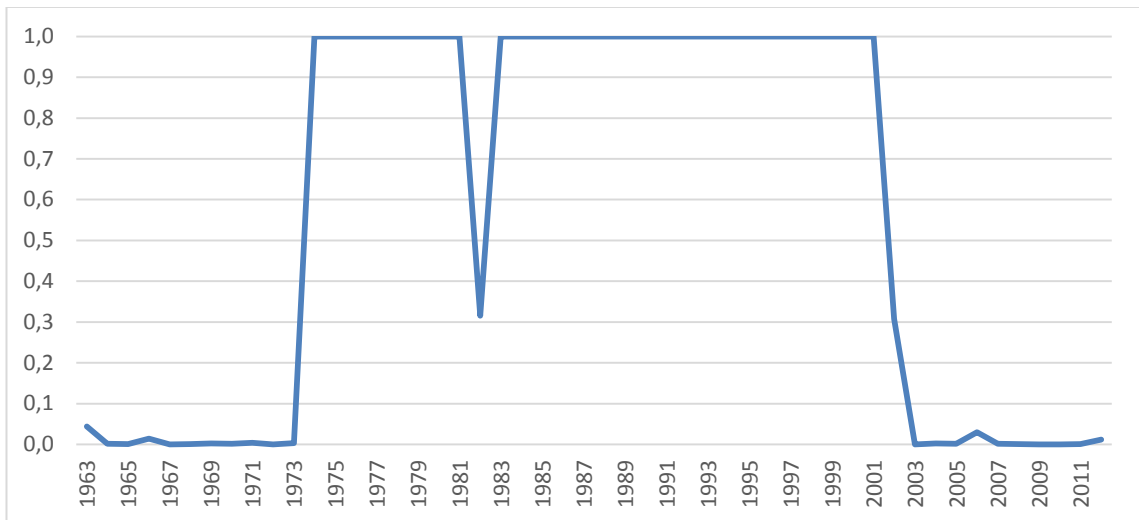
Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin hesaplanmış olasılıklarına aşağıda yer verilmiştir.

Şekil 14: Türkiye İçin “Kredi Büyümesi, Kişi Başı Gelir Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$\mathbb{P}(St=1)+ \mathbb{P}(St=3)$]



Şekil 14, yıllar itibariyle kredi büyümesinin kişi başı gelir büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Grafiğe göre çeşitli dönemlerde kredi büyümesinin, kişi başı gelir büyümesi üzerindeki tahmin gücü olduğunu göstermektedir. Bu ilişki 1976, 1978-1980, 1982, 1985, 1989, 1991, 1994, 1996, 1999 ve 2000 dönemlerinde dalgalı bir seyir izlemiştir. Ele alınan dönemde toplam 12 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur.

Şekil 15: Türkiye İçin “Kişi Başı Gelir Büyümesi, Kredi Büyümesinin Granger Nedenidir” Olasılık Değerleri [$P(St=1) + P(St=2)$]



Şekil 15, yıllar itibariyle kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesinin Granger nedeni olma olasılıklarını göstermektedir. Grafiğe göre 1974-1981 ve 1983-2001 dönemlerinde

kişi başı gelir büyümesinin, kredi büyümesi üzerinde tahmin gücü bulunmaktadır. Ele alınan dönemde toplam 27 yıl söz konusu ilişki geçerli olmuştur. Türkiye’de 1974’ten itibaren 2002 yılına kadar kısa bir süre gücünü kaybetse de kişi başı gelir büyümesinin kredi büyümesinin Granger nedeni olduğu söylenilebilir.

Türkiye için ele alınan dönemde kredi büyümesinden, kişi başı gelir büyümesine doğru olan Granger nedenselliğin, analiz edilen diğer ülkelere göre oldukça dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Bu durumun nedenleri olarak ise ele alınan dönem içinde özellikle 1980-2000 döneminde yaşanan finansal serbestleşme, dışa açılma ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gibi önemli politikalar ile 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler olabilir.

Diğer taraftan krizlerin yanı sıra ele alınan dönemde genel olarak yüksek faiz ve enflasyon nedeniyle risk ve belirsizliğin yüksek olması ve bunların uzun dönem sürmesi sonucunda söz konusu ilişki dalgalı seyretmiş olabilir. Risk ve belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde bankalar ticari kredi vermekten çok likit kalmayı ya da kamuyu fonlamayı tercih edebilir. Bu durum da krediden büyümeye doğru olan ilişkiyi kısıtlayarak dalgalanmasına neden olabilir.

Ancak tersi yöndeki Granger nedensellik ilişkisinin aynı dönemde dalgalı bir seyir izlememiş olması dikkat çekicidir. Bu durum kredi büyümesinden kişi başına gelir büyümesine doğru olan Granger nedenselliğin nispi olarak yukarıda sayılan faktörler karşısında daha hassas olduğu; tersi nedensellik ilişkisinin ise ele alınan dönemde Türkiye için daha güçlü olduğuna işaret ediyor olabilir.

3.2.3.9. Ülkeler İçin Model Sonuçlarının Genel Değerlendirmesi

Bu analizde Minsky’nin finansal istikrarsızlık hipotezi ve finansallaşma yazınında belirtilen bazı hipotezlerin sınanmaya çalışılmıştır. Burada yazında çokça araştırılan krizlerin belirleyenleri değil, iktisadi büyüme ve finansallaşma/finansal derinleşme arasındaki nedensellik ilişkisi değerlendirilmiştir.

Burada temel nokta, ortodoks iktisatçıların iddiaları doğrultusunda finansal derinleşmenin iktisadi büyümeye yol açtığı görüşü ile Minsky gibi Post Keynesyen

iktisatçıların iktisadi büyümenin finansallaşma/finansal derinleşmeye ve bunun da finansal istikrarsızlık ve sonrasında krizlere yol açtığı görüşünün değerlendirilmesidir.

Bu doğrultuda sekiz ülke için yapılan MRDGN analizinde kredi büyümesinden kişi başı gelir büyümesine doğru olan Granger nedensellik ilişkisinin 6 ülke için, kişi başı gelir büyümesinden kredi büyümesine doğru olan Granger nedensellik ilişkisinin ise 7 ülke için geçerli olduğu tespit edilmiştir. Bu tespit Psaradakis vd. (2005)'in Granger nedensellik sınamasından elde edilen sonuçların örneklem dönemine göre duyarlı olduğu, bir başka deyişle farklı alt dönemlerde farklı nedensellik ilişkilerinin görülebileceği iddiasıyla uyusmaktadır. Psaradakis vd. (2005), ABD'de para ve çıktı arasındaki nedenselliği MRDGN analiziyle inceledikleri çalışmalarında alt örneklem dönemlerinde rejim değişimlerinin olduğu, bir başka deyişle nedensellik ilişkisinin değiştiği sonucuna ulaşmışlardır.

Ayrıca, ülkeler arasında diğer nedensellik ilişkisine göre daha çok görülen iktisadi büyümenin kredi büyümesinin Granger nedeni olma durumunun, genel olarak daha uzun dönemler için geçerli olduğu görülmüştür. Bu bulguya ters düşen ülkeler İspanya ve Japonya'dır. İspanya analizinde ilgili katsayılar istatistiksel olarak anlamlı olmadığından iktisadi büyümeden kredi büyümesine doğru Granger nedensellik tespit edilememiş, ters yönlü Granger nedensellik ilişkisinin ise 8 yıl için geçerli olduğu saptanmıştır. Japonya'da iktisadi büyümenin kredi büyümesinin Granger nedeni olduğu süre 21 yıl iken ters yöndeki Granger nedensellik ilişkisi 32 yıl görülmüştür. Portekiz'de ise her iki yöndeki nedensellik ilişkisinin 27'şer yıl sürdüğü tespit edilmiştir. Geri kalan ülkelerde iktisadi büyümenin kredi büyümesinin Granger nedeni olma durumunun ters yöndeki Granger nedensellik ilişkisine göre daha uzun sürmüştür.

Bu bulgular, bir önceki analizde olduğu gibi ele alınan dönemde genel olarak ortodoks görüşler doğrultusunda kredi büyümesinin iktisadi büyümeyi etkilediği hipotezi yanında Minsky gibi Post Keynesyen iktisatçıların görüşleri doğrultusunda iktisadi büyümenin kredi büyümesini etkilediği hipotezinin de geçerli olduğunu ima etmektedir.

İktisadi büyümenin kredi büyümesinin Granger nedeni olması durumunun daha çok incelenen dönemde net kredi hacminin GSYH'ye oranının yüzde 80'i aştığında

görüldüğü söylenebilir⁵³. Ele alınan tüm dönemde genel olarak net kredi hacminin GSYH'ye oranının arttığı veri iken bu durumun kredi hacminin gelire olan oranının belirli bir eşiği aştıktan sonra nedensellik ilişkisinin gelirden krediye doğru döndüğüne işaret ettiği söylenebilir. Bu bulgunun Minsky'nin ve finansallaşma yazınının savunduğu görüşleri desteklediği söylenebilir. Bir anlamda, kredi hacmi arttıkça, kişi başı gelir büyümesinin kredi büyümesinin tahmin gücünü arttırdığı da ifade edilebilir.

Bu noktada bazı dönemlerde, özellikle kredi hacminin GSHY'ye oranının giderek önemli oranda arttığı dönemlerde Christopoulos ve Tsionas (2004: 56)'ın da belirttiği gibi aslında finansal gelişme iktisadi büyümeyi takip etmiş olabilir. Bir anlamda üretim arttıkça finansal sektöre olan talep artmış olabilir. Bir başka deyişle, ekonomik canlanma ve iktisadi büyüme dönemlerinde finansal gelişme yaşanmakta olabilir.

Ayrıca, kişi başı gelir büyümesinden kredi büyümesine doğru olan nedensellik ilişkisinin ABD'de 2008, Almanya'da 2005, Portekiz'de 2007 ve Türkiye'de 2002 yıllarında kesintiye uğradığı görülmektedir. Bu durum bir anlamda ABD, Almanya ve Portekiz için son küresel krizin yaşandığı dönem civarında, Türkiye'de ise 2001 yılında yaşanan kriz döneminde söz konusu ilişkinin son bulduğunu göstermektedir. Bu bulgu ise ekonomik canlanma döneminde finansal genişlemenin arttığı, finansal genişleme ile birlikte finansal kırılganlığın da yükseldiği ve sonunda kriz ile sonuçlandığı görüşünü bir anlamda desteklemektedir.

Bu durum finansallaşma yazınında sıkça belirtilen, son küresel krizin 1970-80'lerde ortaya çıkan ve günümüze kadar süren finansallaşma sürecinin sonucunda ortaya çıktığı iddiasıyla bir anlamda uyumaktadır.

Böyle bir bakış açısıyla özellikle Birleşik Krallık ve Güney Kore'de gelecek dönemlerde bir iktisadi kriz yaşanabileceği iddia edilebilir. Çünkü her iki ülkede de kişi başı gelir büyümesinden kredi büyümesine doğru olan Granger nedensellik ilişkisi son yaşanan küresel krizde bile kesintiye uğramadan Birleşik Krallık'ta 1988-2012, güney Kore'de ise 2001-2012 dönemi boyunca sürmüştür. Ancak bu yöndeki ilişkinin tek başına bir kriz göstergesi olmayacağı unutulmamalıdır. Örneğin daha önce de

⁵³ Analize dahil edilen ülkeler arasında bir tek Türkiye bu duruma uymamaktadır. Türkiye'de kredi hacmi/GSYH oranının yüzde 30'u aştığında söz konusu nedensellik ilişkisinin daha çok görüldüğü söylenebilir.

belirtildiği üzere Allen ve Gale (2000), kredi hacmi azalmadığı sürece eğer bir finansal kriz ortaya çıkmamışsa kredi düzeninin sağlam olduğunu değerlendirmektedir. Ayrıca, ekonomi genelindeki kredi hacmi ile firma ve bankaların finansal koşulları arasındaki ilişki ülkelere göre farklı olabilecektir.

Sonuç itibarıyla bu analizde ortodoks görüşün iddia ettiği gibi finansal derinleşmenin iktisadi büyümeye yol açtığı hipotezi kadar heterodoks görüşün iddia ettiği gibi iktisadi büyümenin finansallaşmaya ve bunun da finansal istikrarsızlığa yol açtığı hipotezinin de geçerli olduğu söylenebilir. Bir başka deyişle, farklı nedensellik ilişkisine dair bulgular finansal krizlerin ekonominin içsel işleyişinden kaynaklanabileceğini ifade etmektedir. Dolayısıyla kredi genişlemelerinin finansal istikrarsızlık riski yarattığı göz önünde bulundurulmalıdır.

Bu bulgu şu açıdan önemlidir. Serwa (2008)'nın belirttiği üzere kredi ve iktisadi büyüme arasında nedensellik yoksa kredi dalgalanmalarının iktisadi büyüme üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu söylenebilecektir. Ancak eğer iktisadi büyüme kredinin nedeniyse, iktisadi durgunlukların finansal piyasalarda dalgalanma ve krizlere yol açtığı söylenebilir.

Analiz sonuçlarına göre, ana akım iktisatta büyük ölçüde ihmal edilen kredi genişlemesi ve bunun üretim ile ilişkisinin günümüzde önemli unsurlar haline geldiği görülmektedir. Ancak, bunun yanında kredi kalitesi ve kredi türünün de iktisadi büyümeye katkısı araştırılması gereken bir diğer konu olarak gündeme gelmiştir.

3.3. FİNANSALLAŞMA/FİNANSAL DERİNLEŞMENİN İKTİSADİ BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Yazında genel olarak finansal sistemleri derinlik bakımından gelişmemiş olan ekonomilerin, düşük büyüme oranlarına sahip olduğu iddia edilmektedir⁵⁴. Ancak yaşanan son küresel krizin finansal piyasaları derin olan ekonomileri en fazla etkilemesi, bu konunun tekrar araştırılmasını gerektirmiştir. Bu noktada, geleneksel

⁵⁴ Bakınız Levine (2005).

yaklaşımında büyük ölçüde ihmal edilen kredi genişlemesi, kredi kalitesi ve kredi türü günümüz makroekonomik analizde önemli unsurlar haline gelmiştir.

Bu noktada finansallaşma yazınında finansallaşma sürecinde finansallaşmanın hem finansal krizler hem de daha yavaş sermaye birikimi kanallarıyla yatırımları, istihdamı ve iktisadi büyümeyi olumsuz etkileyebileceği ve finansal olmayan işletmelerin finansal yatırımlarının artışının sermaye birikimini ve dolayısıyla iktisadi büyümeyi olumsuz etkileyebileceği gibi konulardan bahsedilmiştir. Ayrıca, süreçte bankaların kredilerini şirketlerden çok bireylere yönlendirmeleri sonucunda üretken olmayan kredilerden olan hane halkı kredi hacminin büyüdükçe iktisadi büyüme hızını düşebileceği de ifade edilmiştir.

Bu doğrultuda, bu alt bölümde 1981-2011 dönemi için 16 ülkeye⁵⁵ ait veriler kullanılarak finansallaşma/finansal derinleşmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi panel veri yöntemiyle incelenecektir. Burada finansal derinleşme/finansallaşmayı temsilen özel sektöre verilen kredi değişkeni kullanılmıştır. Modelde kontrol değişkenleri olarak ise enflasyon oranı, yükseköğretimde okullaşmadaki değişim oranı ve sabit sermaye yatırımlarındaki değişim oranı kullanılmıştır. Daha sonra ise söz konusu finansallaşma/finansal derinleşme değişkeni hane halkı ve hane halkına hizmet eden kâr amacı gütmeyen kurumlara verilen krediler ile finansal olmayan kurumlara verilen krediler olarak ikiye ayrıştırılarak büyüme denkleminde dâhil edilerek panel veri modelleriyle bu değişkenlerdeki değişimlerin iktisadi büyümeyi nasıl etkilediği tespit edilecektir.

3.3.1. Panel Veri Analizi

Panel veri, yatay kesit verileriyle zaman serisi verilerinin birleştirilmesiyle elde edilen ve son dönemde sıklıkla kullanılan veri türlerinden biridir. Panel veri yönteminde gözlem sayısı artmakta ve buna bağlı olarak serbestlik derecesi yükselmektedir. Bu nedenle panel veri yönteminde daha bilgi verici bir veri setiyle çalışılmaktadır. Ayrıca panel veri analizi, yatay kesit ya da zaman serisi analizlerinin yanı sıra sonuç vermesine

⁵⁵ ABD, Almanya, Avustralya, Belçika, Birleşik Krallık, Finlandiya, Fransa, Güney Kore, İspanya, İsveç, İtalya, Japonya, Kanada, Norveç, Portekiz ve Türkiye.

neden olan nicel olarak ölçülemeyen ve her bir birimi farklı olarak etkileyen faktörlerin etkilerinin de belirlenip ölçülmesini sağlamaktadır (Erlat, 1997: 1).

N sayıda birim ve T dönemlik zaman serisinden ($N>1$, $T>1$) oluşan ve katsayıların hem zaman hem de yatay kesit birimleri için değiştiği standart doğrusal model, aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$Y_{it} = \beta_{it}^1 + \beta_{it}^2 X_{it}^2 + \dots + \beta_{it}^k X_{it}^k + u_{it} \quad (3.23)$$

Burada Y_{it} , i'inci yatay kesit biriminin t zamanında bağımlı değişken değerini; X_{it}^k i'inci yatay kesit biriminin t zamanında k'inci açıklayıcı değişken değeri ($k=1, \dots, K$); β_{it}^k i'inci birim ve t'inci zaman dönemi için k'inci açıklayıcı değişkenin tahmin edilen katsayısını, u_{it} ise sıfır ortalamalı ve sabit varyanslı hata terimini göstermektedir.

Ancak denklem (3.23)'deki katsayılar (β_{it}), serbestlik derecesi kısıtı nedeniyle tahmin edilemeyeceğinden, katsayılar üzerine çeşitli kısıtlar koyularak farklı panel veri modelleri oluşturulabilmektedir. β 'ların zaman ve yatay kesit birimleri için aynı olduğu kısıtı getirilirse aşağıda görülen en basit panel veri modeli elde edilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{it}^2 + \dots + \beta_k X_{it}^k + u_{it} \quad (3.24)$$

Denklem (3.24)'de verilen genel model, *kısıtlı (pooled) model* olarak adlandırılmıştır. Bu modele göre tüm bağımsız değişkenler, yatay kesit birimlerini aynı derecede etkilemektedir. Burada katsayıların yatay kesit birimlerine ve zamana göre değişmediği varsayılır.

Modeldeki hata terimleri varsayımlarının değiştirilmesiyle ve katsayıların değişkenliği ile ilgili varsayımların yapılmasıyla, katsayıların zamana ya da birimlere göre değiştiği *sabit* ve *rassal* etki modelleri oluşturulmaktadır (Johnston ve Dinardo, 1997: 389). Ayrıca modeller, sadece zaman ya da yatay kesit boyutu için sabit ya da rassal etki kullanılıyorsa *tek yönlü*, her iki boyut için sabit ya da rassal etki kullanılırsa *çift yönlü* modeller olarak adlandırılmaktadır. Bu bölüm içerisinde, önce kısıtlı model tahmin edilecek sonra gerekirse bu modelden türetilen diğer modellerle de tahmin yapılacaktır. Tahmin edilen modeller arasında en uygun olanı ilgili sınamalar yapıldıktan sonra çift yönlü sabit etkiler modeli olarak belirlenmiş olup, bu bölümde söz konusu model

tahmini yorumlanacaktır. Tahmin edilen diğer modellere ise ek 1’de yer verilecektir. Ancak tahminlere geçmeden önce analizde kullanılacak değişkenlere ve veri setine değinilecektir.

3.3.1.1. Veri Seti

Çalışmada biri bağımlı, beşi bağımsız değişken olmak üzere toplam altı değişken kullanılmaktadır. Bağımlı değişken (BUY), ülkeler itibariyle reel iktisadi büyümeyi temsil etmekte ve t döneminde i ülkesinin sabit fiyatlarla yerel para birimine göre kişi başı GSYH’indeki değişim oranı olarak hesaplanmıştır⁵⁶.

Bağımsız değişkenlerden ilki analizin temel odağı olan, finansal derinleşme/finansallaşmayı temsil eden KREDİ⁵⁷ değişkenidir. Değişken verileri bir önceki döneme göre t döneminde i ülkesinde, yerel para birimi cinsinden finans dışı özel sektöre verilen kredi hacmindeki değişim oranı olarak hesaplanmıştır. Veriler, finansal olmayan özel veya kamu kurumlarına, hane halkına ve hane halkına hizmet eden kâr amacı gütmeyen kuruluşlara verilen kredi ve borç senetlerini kapsamaktadır.

Analizin ilerleyen safhalarında kredi türünün iktisadi büyümeye etkisinin görülebilmesi amacıyla KREDİ değişkeni, hane halkı ve hane halkına hizmet eden kâr amacı gütmeyen kuruluşlara verilen krediler (HH) ile finansal olmayan kurumlara verilen krediler (FOK) olarak ikiye ayrıştırılmıştır.

İkinci değişken fiyat etkisini göstermekte ve t döneminde i ülkesinde tüketici fiyatları endeksiyle ölçülen enflasyon oranı olarak hesaplanmıştır (ENF)⁵⁸.

Üçüncü değişken yükseköğretimde okullaşmayı göstermekte ve beşeri sermaye düzeyini temsil etmektedir. Bir önceki döneme göre t döneminde i ülkesinde yükseköğretimde okullaşma oranının değişimi olarak hesaplanmıştır (BSER)⁵⁹.

⁵⁶ Bu değişkene ilişkin veriler Dünya Bankası’nın Dünya Kalkınma Göstergeleri veri tabanından temin edilmiştir.

⁵⁷ Bu değişkenin verileri Uluslararası Ödemeler Bankası’ndan (Bank for International Settlements-BIS) temin edilmiştir.

⁵⁸ Bu değişkene ilişkin veriler Dünya Bankası’nın Dünya Kalkınma Göstergeleri veri tabanından temin edilmiştir.

Dördüncü değişken t döneminde i ülkesinin sabit fiyatlarla yerel para birimine göre brüt sabit sermaye stokundaki değişimi göstermektedir (FSER)⁶⁰. Bu değişken fiziki sermaye düzeyini temsil etmektedir.

3.3.1.2. Panel Birim Kök Sınaması

Daha önce belirtildiği üzere, zaman serileri analizlerinde olduğu gibi zamana bağlı gözlemler yeterince uzun ise panel veri analizlerinde de değişkenler arasında sahte ilişkilerin ve serilerin durağan olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Bu nedenle panel veri modellerinin tahmininden önce değişkenlere ilişkin birim kök sınamalarının yapılması gerekmektedir.

Bu bölümde de yukarıda tanımlanan değişkenler için Levin vd. (2002), Im vd. (2003), ADF_Fisher ve PP_Fisher birim kök sınamaları yapılacaktır.

Tablo 14'te görüldüğü üzere, panel birim kök sınamalarına göre tüm değişken serilerinin istatistikleri genel olarak yüzde 1 düzeyinde anlamlıdır. Sadece HH değişkeni Levin vd. (2002) sınamasına göre yüzde 10, ADF Fisher sınamasına göre yüzde 5 ve BSER değişkeni Levin vd. (2002) sınamasına göre yüzde 5 düzeyinde anlamlıdır. Bu durum, değişkenlerin birim kök içermediğini, bir başka deyişle durağan olduğunu göstermektedir. Böylece değişkenler arasında sahte ilişkilerin ortaya çıkma ihtimali büyük ölçüde ortadan kaldırılmıştır.

⁵⁹ Bu değişkene ilişkin veriler Dünya Bankası'nın Eğitim İstatistikleri veri tabanından temin edilmiştir.

⁶⁰ Bu değişkene ilişkin veriler Dünya Bankası'nın Dünya Kalkınma Göstergeleri veri tabanından temin edilmiştir.

Tablo 14: 1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin Sabitli-Trendli Panel Birim Kök Sınaması

	LEVIN VD. (2002) (T*)		IM VD. (2003) (W)		ADF_FISHER (Kİ-KARE)		PP_FISHER (Kİ-KARE)	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
BUY	-9.00628	0.0000	-7.97610	0.0000	119.722	0.0000	159.773	0.0000
KREDİ	-2.91420	0.0018	-3.32897	0.0004	59.3697	0.0023	106.793	0.0000
HH	-1.32616	0.0924	-2.24644	0.0123	49.4826	0.0250	85.4606	0.0000
FOK	-3.41211	0.0003	-4.67872	0.0000	76.0451	0.0000	380.360	0.0000
ENF	-5.79635	0.0000	-4.60200	0.0000	77.8700	0.0000	108.252	0.0000
BSER	-2.26692	0.0117	-2.61120	0.0045	49.6848	0.0070	103.077	0.0000
FSER	-8.52368	0.0000	-6.90743	0.0000	104.480	0.0000	121.624	0.0000

Analize dâhil edilen birim kök sınamalarının sonuçlarına göre veri serilerinin hepsi I (0) düzeyinde durağan, bir başka deyişle istikrarlı olduğundan doğrudan panel veri modellerinin tahminine geçilebilir.

3.3.1.3. Çift Yönlü Sabit Etkiler Modeli

Ek 1’de verilen Hausman sınamasıyla tek yönlü SEM ve REM karşılaştırılmış ve elde edilen sonucuna göre tek yönlü SEM’in kullanılması uygun bulunmuştur. Bu nedenle tek yönlü SEM’i daha da geliştirmek amacıyla çift yönlü SEM’in tahmin ve test edilmesi uygun görülmüştür. Burada tek yönlü SEM’deki gibi birim etkilerinin yanında zaman etkileri de kukla değişkenler yardımıyla modele dâhil edilmektedir. Kısaca hem her bir zaman döneminin hem de yatay kesit biriminin sabit terim üzerinde farklılık yarattığı varsayılmaktadır. Bu analizde herhangi bir iktisadi büyüme modelinin sınaması ya da iktisadi büyümenin belirleyicilerinin tespit edilmesi amaçlanmamış

olup, kredi hacmi ve türünün iktisadi büyüme üzerindeki etkileri ortaya konulacaktır⁶¹. Bu varsayımlar altında model aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$BUY_{it} = \beta_{1i} + \alpha_t + \beta_2(KREDİ)_{it} + \beta_3(ENF)_{it} + \beta_4(BSER)_{it} + \beta_5(FSER)_{it} + u_{it} \quad (3.25)$$

Burada β_{1i} , i yatay kesit biriminin sabit etkisini gösterirken; α_t , t zaman döneminin sabit etkisini göstermektedir. Denklem (3.25)'de belirtilen modelin tahmin sonuçları aşağıda verilmiştir.

Tablo 15: 1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin Çift Yönlü SEM Tahmini

Değişken	Katsayı	t-İstatistiği	Olasılık
ENF	-0.0466	-4.3107	0.0000
BSER	0.0173	1.4598	0.1453
FSER	0.2316	21.445	0.0000
KREDİ	0.0194	2.4780	0.0137
C	0.0135	12.591	0.0000
R ² = 0.84	DW= 1.74	F: 36.72	SSR: 0.04

Çift yönlü SEM modelinde ENF değişkeni $\alpha=0.01$ düzeyinde anlamlı çıkmıştır. BSER değişkeni ancak $\alpha=0.15$ düzeyinde anlamlı iken (yüzde 10 düzeyinde anlamsız), FSER değişkeni $\alpha=0.01$ ve KREDİ değişkeni $\alpha=0.05$ düzeylerinde anlamlıdır. F istatistiğine göre model bütün olarak $\alpha=0.01$ düzeyinde yine anlamlı çıkmıştır. R² değeri ise 0.85'tir.⁶²

3.3.1.4. Ekonometrik Problemlerden Arındırılmış Çift Yönlü SEM

Tahmin edilen alternatif modeller arasında en başarılı model olarak görülen çift yönlü SEM'de, çoklu bağlantı ve içsel bağıntı sorunları incelenmiş ve bu sorunların olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

⁶¹ Niceliksel yazında iktisadi büyümenin belirleyicisi olarak çok sayıda gösterge ele alınmıştır. Ancak bu analizde incelenen ülke ve dönemlerde bu göstergelerin bir bölümü için sağlıklı ve sürekli veri elde edilememiştir. Diğer taraftan analizde panel veri modellerinin kullanılması ile modelde dikkate alınamayan değişkenlerden kaynaklanan problemler azaltılmıştır. Regresyon modeli oluşturulurken Levine ve Renelt (1992)'in çalışması temel alınmıştır.

⁶² Tahmin edilen model çoklu bağlantı, içsel bağıntı ve değişen varyans problemleri açısından incelenmiş ve sonuçlara ek 2'de yer verilmiştir.

Dolayısıyla en son model olarak, tahmin sırasında katsayı kovaryans yöntemi olarak White (Diagonal) kullanılarak değişen varyans probleminden arındırılmış çift yönlü SEM tahmin edilecektir. Buna göre tahmin edilen modele ilişkin sonuçlar aşağıda verilmiştir.

Tablo 16: 1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin Çoklu Bağlantı, Değişen Varyans ve İçsel Bağlantı Problemlerinden Arındırılmış Çift Yönlü SEM Tahmini

Değişken	Katsayı	t-İstatistiği	Olasılık
ENF	-0.0466	-3.5065	0.0005
BSER	0.0173	1.5671	0.1181
FSER	0.2316	15.567	0.0000
KREDİ	0.0194	2.9110	0.0038
C	0.0135	11.267	0.0000
$R^2 = 0.84$	DW= 1.74	F: 36.72	SSR: 0.04

Çoklu bağlantı, değişen varyans ve içsel bağlantı problemlerinden arındırılmış çift yönlü SEM tahminine göre ENF ve FSER değişkenlerinin katsayıları $\alpha=0.01$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlılıklarını korurken, KREDİ değişkeninin anlamlılık derecesi yükselerek $\alpha=0.01$ düzeyinde anlamlı çıkmıştır. BSER değişkeni, aynı düzeyde anlamlılığını korumuştur. F, R^2 ve DW değerlerinde ise bir değişiklik görülmemiştir.

Burada kontrol değişkeni olarak modele alınan ENF, BSER ve FSER değişkenleri üzerinde tartışma yapılmayacak, odak noktası olan KREDİ değişkeni değerlendirilecektir. Yine de modelin, F istatistiğine göre bir bütün olarak anlamlı olduğu, tüm değişkenlerin katsayılarının farklı düzeylerde olsa da istatistiksel olarak anlamlı ve işaretlerinin de beklenildiği gibi olduğu görülmektedir. Ayrıca, modele dâhil edilen bağımsız değişkenler, iktisadi büyümenin önemli bir kısmını açıklamaktadır ($R^2 = 0.84, \bar{R}^2 = 0.82$).

Finansal derinleşmenin/finansallaşmayı temsil eden KREDİ değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı, pozitif işaretli ve 0.0194 değerindedir. Bu durum finansal derinleşmenin iktisadi büyümeyi olumlu etkilediği doğrultusunda olan neo-klasik görüşü desteklemektedir. Buna göre özel sektöre verilen kredi hacmindeki değişimde bir birimlik artış kişi başı gelir büyümesini 0.0194 birim artırmaktadır.

3.3.1.5. Çift Yönlü Sabit Etkiler Modelinde KREDİ Değişkeninin Ayırıştırılması

Çift yönlü SEM'in tahmini ile kredi düzeyindeki değişimlerin iktisadi büyümeyi nasıl etkilediği belirlendikten sonra kredi türünün iktisadi büyümeye etkisinin görülebilmesi amacıyla bu alt bölümde KREDİ değişkeni, hane halkı ve hane halkına hizmet eden kâr amacı gütmeyen kuruluşlara verilen krediler (HH) ile finansal olmayan kurumlara verilen krediler olarak (FOK) ikiye ayırıştırılarak aynı model aynı dönem için tekrar tahmin edilmiştir.

Tablo 17: 1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin KREDİ Değişkeninin Ayırıştırıldığı Çift Yönlü SEM Tahmini

Değişken	Katsayı	t-İstatistiği	Olasılık
ENF	-0.0401	-2.8525	0.0046
BSER	0.0178	1.6203	0.1061
FSER	0.2355	14.824	0.0000
HH	0.0002	0.3784	0.7053
FOK	0.0097	1.6732	0.0952
C	0.0141	11.416	0.0000
$R^2 = 0.84$	DW= 1.75	F: 35.36	SSR: 0.04

Bir önceki modele göre KREDİ değişkeninin ikiye ayırıştırıldığı modelde ENF ve FSER değişkenlerinin katsayıları $\alpha=0.01$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlılıklarını korumuştur. BSER değişkeninin anlamlılık düzeyin yükselmiş ve $\alpha=0.11$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Bir önceki modelde $\alpha=0.01$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı çıkan KREDİ değişkeni bu modelde HH ve FOK değişkenleri olarak ikiye ayrılmıştır. HH değişkenin katsayısı istatistiksel olarak anlamsızken, FOK değişkeninin katsayısı $\alpha=0.10$ düzeyinde anlamlı çıkmıştır. R^2 değerinde önemli bir değişiklik yokken DW değeri az da olsa artarak 1.75 olmuştur.

Model tahminlerinin yorumlamasına geçmeden önce bir önceki modelde olduğu gibi nihai modelin de ekonometrik problemler açısından değerlendirilmesi gerekmektedir. Modelde çoklu bağlantı probleminin olup olmadığının belirleyebilmek için modeldeki bağımsız değişkenler arasındaki karşılıklı korelasyon katsayılarının incelenmesi gerekmektedir.

Tablo 18: KREDİ Değişkeninin İkiye Ayrıştırıldığı Modele İlişkin Korelasyon Matrisi

	ENF	BSER	FSER	HH	FOK
ENF	1.00	0.24	0.04	0.35	0.75
BSER	0.24	1.00	0.04	0.12	0.18
FSER	0.04	0.04	1.00	0.22	0.24
HH	0.35	0.12	0.22	1.00	0.33
FOK	0.75	0.18	0.24	0.33	1.00

Tablo 18'e göre nihai modeldeki bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları çoklu bağlantı probleminin olmadığına işaret etmektedir.

İçsel bağıntı problemi için nihai modelin DW değerine (1.75) bakılması gerekmektedir. Durbin-Watson çizelgesinden $\alpha=0.05$ düzeyinde 200 gözlem ile 5 bağımsız değişken için $d_L=1.718$, $d_U=1.820$ bulunmuştur. Buna göre modelin DW değeri, d_L ve d_U arasında bulunduğundan modelde içsel bağıntı probleminin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Son olarak olası değişen varyans problemin giderilmesi için, hata terimlerinde gözlenen değişen varyansa karşı güçlü olan “White (Diagonal)” yöntemi kullanılarak nihai model tahmin edilmiştir. Bu itibarla bir önceki modelde olduğu gibi nihai modelde de ekonometrik problemlerin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Bir önceki modelde olduğu gibi bu modelin de, F istatistiğine göre bir bütün olarak anlamlı olduğu, HH değişkeni hariç tüm değişkenlerin katsayılarının farklı düzeylerde olsa da istatistiksel olarak anlamlı ve işaretlerinin de beklenildiği gibi olduğu görülmektedir. Ayrıca, modele dâhil edilen bağımsız değişkenler, iktisadi büyümenin önemli bir kısmını açıklamaktadır ($R^2 = 0.84$, $\bar{R}^2 = 0.82$).

Bir önceki modelde kredi hacmi büyümesinin iktisadi büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğu ortaya koyulmuştu. Bu modelde ise amaç türlerine göre kredi düzeyindeki değişimin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini görebilmektedir. Bu nedenle KREDİ değişkeni, HH ile FOK olarak ikiye ayrıştırılmıştır.

Hane halkı ve hane halkına hizmet eden kâr amacı gütmeyen kuruluşlara verilen kredi hacmindeki değişimi gösteren HH değişkeni, istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Bu durum hane halkına verilen kredilerin iktisadi büyüme üzerinde etkisi olmadığına işaret etmektedir.

Finansal olmayan kurumlara verilen kredi hacmindeki değişimi gösteren FOK değişkeni ise $\alpha=0.05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif işaretlidir. Buna göre finansal olmayan kurumlara verilen kredi hacmindeki değişimde bir birimlik artış kişi başı gelir büyümesini 0.0097 birim artırmaktadır.

Bu sonuçlar farklı kredi tiplerinin farklı işlevleri gerçekleştirdiğini ve iktisadi büyüme üzerinde farklı etkileri olabileceğini ima eden finansallaşma yazını ve heteredoks görüşü destekler niteliktedir. Buna göre finansallaşma sürecinde, üretken olmayan kredilerden olan hane halkı kredi hacminin büyüyeceği ve bunun da iktisadi büyüme hızını düşürebileceği görüşü bir anlamda ortaya atılabilir. Bu doğrultuda üretken olmayan kredi ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen Basu (2011), üretken olmayan kredinin, sistemin büyüme hızı üzerinde negatif etkisi olduğunu göstermiştir.

Dolayısıyla, finansallaşma sürecinde hane halkının krediye daha kolay ulaşma şansını getirmiş olabilir. Sürecin bireyleri ve hane halkını finansal piyasalara yönelttiği ve sonuçta ekonomik aktörleri ve bunların amaçlarını ve kısıtlarını değiştirdiği ifade edilebilir.

Bu sonuçlar, Stockhammer (2010)'ın finansın baskın olduğu birikim rejiminin, hane halkının borç düzeyinin yükselmesinden kaynaklanan artan finansal kırılganlık ile birlikte düşük ekonomik performansa neden olduğu savını desteklemektedir.

Son olarak bu analizde KREDİ değişkeninin iktisadi büyümeyi pozitif etkilediği bulgusunun neo-klasik görüşü KREDİ değişkeni ayrıştırıldığında hane halkına verilen kredilerin, bir anlamda üretken olmayan kredilerin iktisadi büyüme üzerinde etkisi olmadığı bulgusunun ise finansallaşma yazını desteklediği söylenebilir.

SONUÇ

Finans konusunda iktisat yazını genel olarak ikiye bölünmüştür. Ortodoks iktisatçılar genel olarak finansal piyasaların ekonomideki ağırlığının artmasına gelişmişlik göstergesi olarak bakıp finansal derinleşmenin iktisadi büyüme üzerinde olumlu etkilerine dikkat çekerken; heterodoks iktisatçılar reel yatırım ve iktisadi büyüme üzerindeki olumsuz etkileri ile risk ve krizlerdeki artışa dikkat çekmişlerdir.

Genel olarak ortodoks iktisatçıların yazına kazandırdığı finansal derinleşme kavramı, daha geniş ve çeşitli finansal hizmet seçeneklerine erişim ve finansal hizmetlerin daha büyük hacimde kullanımı olarak tanımlanmaktayken, finansal sistemin mutlak büyüklüğü ve bunun milli gelire oranı, finansal gelişmişliğin ve dolayısıyla derinleşmenin en temel göstergesi olarak kullanılmaktadır.

Diğer taraftan, heterodoks iktisatçıların öne sürdüğü finansallaşma ise genel olarak bir taraftan finansal piyasaların genel ekonomi içindeki önemi ile finansal aktörlerin sayısının ve ağırlığının artması; diğer taraftan ise finansal olmayan işletme ve kurumların finansal güdülerle hareket etmesi olarak tanımlanmış ve finansal sektörün milli gelir içerisindeki payı, finans sektörünün katma değeri, finansal sektördeki istihdamın toplam istihdama oranı, finans piyasalarının işlem hacmi, finansal sektörün aktif büyüklüğü, finansal kurumların kârları ve finansal olmayan işletmelerin finansal kârları gibi çeşitli göstergeler finansallaşma sürecini anlatmak için kullanılmıştır.

Finansallaşma yazınında, daha çok finansallaşmanın yatırımlar üzerindeki olumsuz etkileri üzerine odaklanılmakta ve bazı niceliksel bulgular da bu görüşü desteklemektedir. Bu bulgulara göre, finansallaşma finansal krizler ve daha yavaş sermaye birikimi kanallarıyla yatırımları, istihdamı ve iktisadi büyümeyi olumsuz etkileyebilmektedir.

Son dönemlerde küresel ekonomide istikrarsızlığın giderek artması ile kriz konusu iktisatçıların dikkatini daha fazla çekmeye başlamış ve daha sık yaşanmaya başlanan kur/para, borç ve bankacılık krizlerini tahmin edebilmek amacıyla çok sayıda çalışma yapılmıştır. Ancak yazındaki değerlendirmelerin bir kısmında modellerin oldukça yetersiz olduğu sonucuna varılmıştır. Tymoigne (2010), bu sonucun en önemli

nedenlerinden biri olarak finansal istikrarsızlığın ekonomideki rassal şoklar, bireysel ve piyasa eksiklikleri ve uygun olmayan devlet politikalarından kaynaklanan dışsal bir olgu olarak kabul edilmesini göstermiştir. Gerçekten de ortodoks modellerde genel olarak krizler sistemlerin yapısal zayıflığından değil, dışsal olarak ele alınmıştır.

İktisat yazınında, iktisadi büyümeyle makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştıran çok sayıda araştırma yapılmıştır. Bu çerçevede, finansal derinleşme veya finansal piyasaların iktisadi büyüme üzerinde etkileri de sıklıkla incelenmiştir. Özellikle ortodoks iktisatçılar tarafından yapılan çalışmalarda finansal piyasaların iktisadi büyüme üzerinde olumlu ve önemli bir etkisi olduğu iddia edilmiştir. Ancak son küresel krizin (2008) finansal sistemleri gelişmiş olan ekonomileri daha derinden etkilemesi, bu konunun tekrar değerlendirilmesini gündeme getirmiştir. Bu noktada, geleneksel yaklaşımın dışında finansallaşma yazınında ortaya konan hipotezlerin sınanması önem kazanmıştır. Özellikle, geleneksel yaklaşımda büyük ölçüde ihmal edilen kredi genişlemesi, kredi kalitesi ve kredi türü günümüzde önemli unsurlar haline gelmiştir.

Çeşitli bulgular, finansallaşma/finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün farklılaşabileceğini ve finansallaşma/finansal derinleşmenin ve iktisadi büyüme üzerinde farklı etkileri olabileceğini göstermektedir. Buna göre öncelikle bu iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisinin irdelenmesi gerekmektedir.

Bu doğrultuda bu çalışmanın temel konusu, finansallaşma/finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin yönünün belirlenmesi, iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisinin alt dönemlere göre değişip değişmediğinin tespit edilmesi ve sonrasında finansallaşma/finansal derinleşmenin ve kredi türlerinin iktisadi büyüme üzerindeki etkilerinin ortaya konulmasıdır.

İki değişken arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün belirlenmesi makroekonomik politikalar açısından oldukça önemlidir. Örneğin, kredi ve büyüme arasında nedensellik ilişkisi yoksa kredi dalgalanmalarının iktisadi büyümedeki değişim üzerindeki etkisinin sınırlı olduğundan bahsedilebilir. Aksine çift yönlü ilişki ya da tek yönlü ilişki varsa birindeki değişim diğerini gecikmeli olarak etkiliyor olabilir. Eğer iktisadi büyüme

kredi büyümesinin nedeniyse, iktisadi durgunlukların finansal piyasalarda dalgalanma ve krizlere yol açtığı söylenebilir (Serwa, 2008: 2).

Bu çerçevede, çalışmanın ilk niceliksel analizinde 1961-2012 döneminde 76 ülke için iktisadi büyümeyi temsilen kişi başı gayrisafi yurtiçi hasılanın büyüme oranı ile finansallaşma/finansal derinleşmeyi temsilen net ulusal kredi büyüme oranı, net ulusal kredinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki değişim ve özel sektöre verilen ulusal kredinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranındaki değişim arasındaki ilişkinin yönü tespit edilmiştir.

Analiz sonucunda söz konusu değişkenler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bu bulgu, iktisadi büyüme yazınında ortodoks iktisatçılar tarafından büyük ölçüde kabul edilen finansal derinleşmeden iktisadi büyümeye doğru olan nedensellik olgusunun yanında, daha çok heterodoks iktisatçıların öne sürdüğü, nedensellik ilişkisinin iktisadi büyümeden finansallaşmaya doğru olabileceği görüşünü de desteklemektedir. Bu durum, iktisadi büyüme ve finansal derinleşme/finansallaşma arasındaki ilişkinin doğrusal olmayabileceğini ya da söz konusu ilişkinin zaman ve mekâna bağlı olarak değişebileceğine işaret etmektedir. Ayrıca bulgular Christopoulos ve Tsionas (2004)'ın finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedenselliğin kısa ve uzun dönemde değişebileceği iddiasıyla da örtüşmektedir.

Diğer taraftan bu bulgular Minsky'nin öne sürdüğü iktisadi büyümenin finansallaşmaya ve finansallaşmanın da finansal istikrarsızlığı artırarak krizlere yol açtığı görüşünün de doğru olabileceğine bir anlamda işaret etmektedir. Bu doğrultuda istikrar dönemlerinin ekonomide istikrarsızlığa yol açabileceği hipotezi de yeniden değerlendirilmelidir. Ayrıca, Minsky'nin istikrarsızlığın ekonomideki rassal şoklardan kaynaklanan dışsal bir olgu olarak kabul edilmesinin sorgulanması gerektiği görüşü tekrar değerlendirilmeli ve içsel istikrarsızlıklara verilebilecek politika tepkileri belirlenmelidir. Böylece finansal piyasalar ve reel ekonomi arasındaki olumsuz etkileşimler azaltılabilecektir.

Geleneksel Granger nedensellik analizinde, incelenen dönemde yapısal bir değişimin olmadığı, bir başka deyişle model katsayılarının sabit olduğu varsayılmaktadır. Bu durum ise ele alınan tüm dönem süresince ya tek yönlü ya çift yönlü nedenselliğin olduğu ya da nedenselliğin hiç olmadığı anlamına gelmektedir. Ancak, gerçekte süreç

içinde yapısal değişimlere (örneklem dönemlerine) göre iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü değişebilmekte ve farklı zaman dilimlerinde farklı nedensellik ilişkileri görülebilmektedir. Bir başka deyişle, model katsayıları sabit olmayabilir.

Gerçekte makroekonomik zaman serilerinin çoğunda bir ya da daha çok dönemde yapısal kırılmalar görülebilmektedir. Bu durumda iki değişken arasındaki ilişki sabit ya da doğrusal olmayabilecektir. Dolayısıyla, böyle değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini doğrusal veya sabit olarak analiz etmek sapmalı sonuçlar elde edilmesine neden olabilir. Yazında bu tip durumlar için daha esnek yöntemler önerilmiş ve doğrusal olmayan nedensellik sınamaları geliştirilmiştir (Ajmi vd., 2013: 3). Bu noktada, finansal değişkenlerin doğrusal olmayabileceği iddiası son dönemde iktisat yazınında sıkça belirtilmektedir (Kumar, 2006: 2). Bu durum ise Markov Rejim Değişimi modellerinin kullanımını gündeme getirmiştir. Hamilton (1989)'un geliştirdiği rejim değişimi modeli olarak da bilinen Markov değişim modeli, doğrusal olmayan zaman serisi modellerinden biridir.

Bu doğrultuda, çalışmanın ikinci niceliksel analizinde iktisadi büyüme ve kredi hacmindeki değişim arasındaki nedensellik ilişkisinin doğrusal olmayabileceği varsayımı altında söz konusu ilişkinin ülkelere göre hangi dönemde ne yönde değiştiğini tespit edebilmek amacıyla Psaradakis vd. (2005)'nin geliştirdiği Markov Rejim Değişimi Granger Nedensellik modeli kullanılmıştır. Ancak söz konusu analiz, zaman serisi verileriyle yapılabildiğinden Türkiye ile ilk analizde yer alan bazı ülkeler için uygulanmıştır. Bu analiz ile Türkiye'nin de içinde bulunduğu sekiz ülke için ilk defa finansallaşma ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi ve bu ilişkinin yönündeki değişimler tespit edilebilmiştir. Dolayısıyla çalışmanın bu yönüyle mevcut yazına önemli bir katkı sağladığı düşünülmektedir.

Bu analizde de bir önceki analizde kullanılan iktisadi büyüme (kişi başı reel GSYH büyüme oranı) ve finansal derinleşme/finansallaşma (net ulusal kredi büyüme oranı) arasındaki Granger nedensellik ilişkisi MRD yöntemiyle önceki analizde de yer alan sekiz ülke için incelenmiştir. Sekiz ülke için yapılan MRDGN analizinde tahmin edilen model katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadıklarına göre kredi büyümesinden kişi başı gelir büyümesine doğru olan Granger nedensellik ilişkisinin 6

ülke için, kişi başı gelir büyümesinden kredi büyümesine doğru olan Granger nedensellik ilişkisinin ise 7 ülke için geçerli olduğu tespit edilmiştir.

Psaradakis vd. (2005: 667), klasik Granger nedensellik sınavasından elde edilen sonuçların örneklem dönemine göre duyarlı olduğunun altını çizmişlerdir. Bu çalışmada elde edilen bulgular da Psaradakis vd. (2005)'in farklı alt dönemlerde farklı nedensellik ilişkilerinin görülebileceği tespitiyle paraleldir. Bir başka deyişle, MRDGN analizinde farklı dönemlerde farklı yönde nedensellik ilişkileri tespit edilmiştir.

Bu sonuçların yanında, ülkeler arasında iktisadi büyümenin kredi büyümesinin Granger nedeni olma durumu, tersi nedensellik ilişkisine göre genel olarak daha uzun dönemler için geçerli olmuştur.

Bu sonuçlar, bir önceki panel veri Granger nedensellik yönteminde olduğu gibi ele alınan dönemde genel olarak hem ortodoks görüşlerin doğrultusunda kredi büyümesinin iktisadi büyümeyi etkilediği hem de Minsky gibi Post Keynesyen iktisatçıların görüşleri doğrultusunda iktisadi büyümenin kredi büyümesini etkilediği hipotezlerinin geçerli olduğuna işaret etmektedir.

Ayrıca tahmin sonuçlarına göre, iktisadi büyümenin kredi büyümesinin Granger nedeni olması durumunun incelenen dönemde daha çok net kredi hacminin GSYH'ye oranının yüzde 80'i aştığı durumlarda görüldüğü söylenebilir. Ele alınan dönemin neredeyse tamamında söz konusu oranın artma eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu durumda kredi hacminin gelire olan oranının belirli bir eşiği aştıktan sonra nedensellik ilişkisinin gelirden krediye doğru döndüğüne işaret ettiği söylenebilir. Bu bulgunun, bir anlamda kredi hacmi arttıkça, kişi başı gelir büyümesinin kredi büyümesini tahmin gücünün arttığına işaret ederek, Minsky ve finansallaşma yazınının öne sürdüğü hipotezleri desteklediği ifade edilebilir.

Bunun yanı sıra, özellikle kredi hacminin GSYH'ye oranının giderek önemli oranda arttığı dönemlerde Christopoulos ve Tsionas (2004: 56)'ın da ifade ettiği üzere aslında finansal gelişme iktisadi büyümeyi takip etmiş olabilir. Bir başka deyişle, üretim arttıkça finansal sektöre olan talep artmış olabilir. Bu durumda ekonomik canlanma ve iktisadi büyüme dönemlerinde finansal gelişmenin yaşandığı söylenebilir.

Diğer taraftan, elde edilen bulgulara göre ekonomik canlanma döneminde finansal genişlemenin arttığı, finansal genişleme ile birlikte finansal kırılganlığın da yükseldiği ve sonunda kriz ile sonuçlandığı savı ile bir anlamda uyumludur. Ayrıca, finansallaşma yazınında sıkça belirtilen, son küresel krizin 1970-80'lerde ortaya çıkan ve günümüze kadar süren finansallaşma sürecinin sonucunda ortaya çıktığı iddiasıyla da bir anlamda örtüştüğü söylenebilir. Öte yandan, bulgular Goldfajn ve Valdes (1997)'in birçok bankacılık krizinden önce güçlü bir kredi büyümesi gözlemlendiği iddiasıyla da örtüşmektedir.

Bu iki analizden elde edilen sonuçlar, sadece ortodoks iktisatçıların finansal derinleşmenin iktisadi büyümeye yol açtığı iddiasının yanında Minsky gibi Post Keynesyen iktisatçıların iktisadi büyümenin finansallaşma/finansal derinleşmeye ve bunun da finansal istikrarsızlığı artırarak krizlere yol açtığı görüşünün de doğru olabileceğine işaret etmektedir. İktisadi büyümeden kredi hacmi büyümesine doğru olan nedensellik ile çift yönlü nedensellik bulguları finansal krizlerin ekonominin içsel işleyişinden kaynaklanabileceğini ima etmektedir. Bu noktada aşırı kredi genişlemelerinin dengesizlik ve finansal istikrarsızlık riski yaratabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Serwa (2008)'nin da altını çizdiği üzere iktisadi büyüme kredi büyümesinin nedeniyse, iktisadi durgunlukların finansal piyasalarda dalgalanma ve krizlere yol açtığı da ileri sürülebilir. Dolayısıyla istikrarsızlığın dışsal bir olgu olarak kabul edilmesi sorgulanmalıdır. Finansallaşma sürecinde banka kredilerinin firmalardan bireylere doğru kayması nedeniyle üretken olmayan kredilerden olan hane halkı kredi hacminin büyüdükçe iktisadi büyüme hızını düşebileceği de irdelenmiştir.

Bu doğrultuda çalışmanın üçüncü niceliksel analizinde ise 1981-2011 dönemi için 16 ülkeye ait veriler kullanılarak finansallaşma/finansal derinleşmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi panel veri yöntemiyle belirlenmiştir.

Tahmin sonuçlarına göre modelin odak noktası olan finansal derinleşmeyi/finansallaşmayı temsil eden KREDİ değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif işaretlidir. Bu durum finansal derinleşmenin iktisadi büyümeyi olumlu etkilediği doğrultusunda olan neo-klasik görüşü desteklemektedir.

Kredi düzeyindeki değişimlerin iktisadi büyümeyi nasıl etkilediği belirlendikten sonra kredi türünün iktisadi büyümeye etkisinin görülebilmesi için KREDİ değişkeni, hane halkı ve hane halkına hizmet eden kâr amacı gütmeyen kuruluşlara verilen krediler (HH) ile finansal olmayan kurumlara verilen krediler olarak (FOK) ikiye ayrıştırılarak, aynı model aynı dönem için tekrar tahmin edilmiştir.

Bir önceki modelde olduğu gibi bu modele de dâhil edilen bağımsız değişkenlerin iktisadi büyümenin önemli bir kısmını açıkladığı, modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu, HH değişkeni hariç tüm değişkenlerin katsayılarının farklı düzeylerde olsa da istatistiksel olarak anlamlı ve işaretlerinin de beklenildiği gibi olduğu görülmüştür. Hane halkı ve hane halkına hizmet eden kâr amacı gütmeyen kuruluşlara verilen kredi hacmindeki değişimi gösteren HH değişkeni, istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Dolayısıyla, hane halkına verilen kredilerin iktisadi büyüme üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı söylenebilir. Finansal olmayan kurumlara verilen kredi hacmindeki değişimi gösteren FOK değişkeni ise $\alpha=0.05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif işaretlidir. Dolayısıyla finansal olmayan kurumlara verilen kredi hacmindeki artış, kişi başı gelir büyümesini olumlu etkilemektedir.

Bu sonuçlar kredi türlerinin farklı işlevleri olduğu ve iktisadi büyüme üzerinde farklı etkileri olabileceğini ima eden finansallaşma yazını ve heteredoks görüş ile çelişmemektedir. Buna göre finansallaşma sürecinde, üretken olmayan kredilerden olan hane halkına verilen kredi hacminin büyüyeceği ve bunun da iktisadi büyüme hızını düşürebileceği görüşü bir anlamda ortaya atılabilir. Bu sonuçlar Basu (2011) ve Stockhammer (2010)'un bulgularıyla örtüşmektedir. Basu, üretken olmayan kredinin, sistemin büyüme hızı üzerinde olumsuz etkisi olduğu göstermiştir. Stockhammer ise finansın baskın olduğu birikim rejiminin, hane halkı borç düzeyinin yükselmesinden kaynaklanan artan finansal kırılganlık ile birlikte düşük ekonomik performansa neden olduğunu iddia etmiştir.

Bu noktada finansallaşma süreci ile birlikte hane halkının krediye daha kolay ve hızlı bir şekilde ulaşabildiği, bireylerin ve hane halkının finansal piyasalara yöneldiği ve sonuçta ekonomik aktörler ve bunların amaçları ve kısıtlarının değiştiği söylenebilir.

Sonuç olarak KREDİ değişkeninin iktisadi büyümeyi pozitif etkilediği bulgusunun neo-klasik görüşü, KREDİ değişkeni ayrıştırıldığında hane halkına verilen kredilerin, bir anlamda üretken olmayan kredilerin iktisadi büyüme üzerinde etkisi olmadığı bulgusunun ise finansallaşma yazınına desteklediği ifade edilebilir.

Diğer taraftan bu bulgular, Foster (2007: 5)'in da belirttiği gibi genel olarak ana akım iktisatta üretken ve finansal yatırım için alınan borçların, üretim artışında kullanıldığı ve bunların birbirleriyle bağlı olduğunu varsayımının tersine neoliberal dönemle birlikte bu varsayımın işlemediği yönündeki şüpheleri de bir anlamda desteklemektedir. Bir başka deyişle günümüzde üretken yatırımlarla finansal varlıklar arasında doğrudan ve güçlü bir ilişki olmayabilir.

Bu bulgular Stockhammer (2004) ve Van Treeck (2008)'in finansallaşmanın birikim oranı ve yatırımları olumsuz etkilediği yönünde ulaştıkları sonuçlarla bir anlamda paralel görülebilir.

Özet olarak, elde edilen bulgulara göre kredinin reel makroekonomik değişkenler ile arasındaki ilişki üzerine yeniden odaklanılmalıdır. Böylece kredi genişlemesinin yaratacağı etkiler ile diğer makroekonomik değişkenlerin kredi genişlemesi üzerindeki etkileri daha net bir şekilde açıklığa kavuşturulabilir.

Ayrıca ortodoks bakış açısının, finansal derinleşme ve iktisadi büyüme arasındaki çift yönlü nedenselliği ve krizlerin oluşmasında para ve finansal sistemin rolünü ihmal ettiğinden yetersiz olduğu söylenebilir. Ortodoks görüşe göre, 1980'lerden itibaren özellikle finansal sistemlerde bir serbestleşme süreci başlamış ve giderek hızlanmıştır. Bu durum büyümeyi artıran ve ekonomileri daha güçlü hale getiren uzun dönemli bir süreçtir. Neo-klasik modeller, heterodoks modellerden farklı olarak ne olduğundan çok ne olması gerektiğiyle ilgilenmektedir. Finansal krizlerin heterodoks bakış açısında, finansal kurumların sistemin önemli bir parçası olduğu savunulmaktadır. Finansal istikrarsızlık hipotezinde yatırım ve borç düzeylerinin etkileşimi krizin tetikleyicisi olarak ele alınmıştır. İçsellik ve istikrarsızlık Minsky'nin bahsettiği gibi karmaşık bir sistemin iki özelliğidir.

Furceri ve Mourougane (2009: 41)'nin belirttiği üzere, orta ve uzun dönemde finansal sistemin etkin işlemesi ve reel ekonominin istikrarını sürdürmesi için yapısal politikalar uygulanması gerekli görülmektedir. Buna göre, finansal krizlerin sınırlanmasında ve reel iktisadi faaliyetlerde üzerindeki etkisinin azaltılmasında finansal sistemdeki dalgalanmaların azaltılması anahtar unsurlardan biridir. Bu noktada finansal sistemdeki dalgalanmaların azaltılmasında Tobin Vergisi uygulaması yeniden gündeme getirilebilir.

Finansal serbestleşme, finansal derinleşmeye ve küresel olarak bütünleşmiş finansal sistemlere yol açmaktadır. Her ne kadar böyle bir serbestleşmenin uzun dönem büyüme için yararları belirgin olsa da çalışma sonuçları Claessens vd. (2010)'nin de belirttiği üzere finansal istikrar ve kısa dönemde finansal sistemin negatif şokları emebilmesi için hızlı serbestleşmenin tehlikeleri hakkında soru işaretleri yaratmaktadır. Bu durumun olumsuz etkilerinden kurtulmak için de mevduat sigortaları, örtük devlet garantileri ile menkul kıymetleştirme gibi finansal yenilikler nedeniyle finansal aktörlerin aşırı risk alma davranışını kısıtlamak üzere kamu düzenlemelerinin yapılması önemli görülmektedir.

Dolayısıyla uzun dönemde istikrarlı iktisadi büyüme için kredi hacmindeki büyüme ve finansal serbestleşme kontrol altına alınarak, finansal sistemin iktisadi büyümeye olumlu etkisi olan kredi türlerini teşvik edecek şekilde düzenlenmesinin önemli olduğu ifade edilebilir. Ayrıca finansal sistemi daha istikrarlı ve sağlam bir yapıya dönüştürecek kurumsal reformlar da iktisadi dalgalanmalar karşısında kredi dalgalanmalarını azaltabilecek ve finansal istikrarsızlığı düşürebilecektir. Nihai olarak elde edilen bulgular istikrar için kredi piyasalarının daha iyi takip edilmesinin önemli olduğuna işaret etmektedir.

KAYNAKLAR

- Acharya, V. V., & Richardson, M. (2009). Causes of the Financial Crisis. *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, 21 (2-3), 195-210.
- Ajmi, A. H., Aye, G. C., Balcilar, M., & Gupta, R. (2013). Causality between Exports and Economic Growth in South Africa: Evidence From Linear and Nonlinear Tests. *Working Paper Series*, No: 2013-39, Department of Economics, University of Pretoria, South Africa.
- Aka, B. F. (2007). The Saving-Investment Relationships: A Markov Switching Causality Analysis of Cote D'Ivoire and Ghana. *Applied Econometrics and International Development*, Vol. 7, No: 2, 155-162.
- Allen, F. (2000). Financial Structure and Financial Crisis, *Working Paper*, No: 10, ADB Institute.
- Allen, F., Babus, A., & Carletti, E. (2009). Financial Crises: Theory and Evidence. *Annual Review of Financial Economics*, 1, 97-116.
- Allen, F., & Gale, D. (1999). Bubbles, Crises, and Policy. *Oxford Review of Economic Policy*, 15 (3), 9-18.
- Allen, F., & Gale, D. (2000). Bubbles and Crises. *Economic Journal*, 110, 236-255.
- Allen, L. (2011). *Keseden Bankaya Tezgahtan Borsaya Küresel Finans Sisteminin Öyküsü*. Çev. Mahmut Tekçe, 5. Baskı, İstanbul: Kitap Yayınevi.
- Andersson, B. (1999). On the Causality Between Saving and Growth: Long and Short-Run Dynamics and Country Heterogeneity. *Working Paper*, Department of Economics, Uppsala University, No. 1999: 18.
- Argitis, G. (2008). Finance, Investment and Macroeconomic Performance. *European Research Studies*, 11 (1-2), 71-87.

- Arrighi, G. (2000). *Uzun Yirminci Yüzyıl Para, Güç ve Çağımızın Kökenleri*. Çev. Recep Boztemur, Ankara: İmge Kitabevi.
- Arrow, K. J. (2012). Economic Theory and the Financial Crisis. *Information Systems Frontiers*, 14 (5), 967-970.
- Assa, J. (2012). Financialization and Its Consequences: the OECD Experience. *Finance Research*, 1 (1), 35-39.
- Aytürk, Y. (2011). Finansallaşma ve Reel Ekonomi. *Uç(ur)amayan Balon: Finans*, Ed. Hayri Kozanoğlu, İstanbul: Ayrıntı Yayınları, 60-91.
- Bağımsız Sosyal Bilimciler (2008). *2008 Kavşağında Türkiye, Siyaset, İktisat ve Toplum*. İstanbul: Yordam Kitap.
- Bali, S., & Büyükkşalvarcı, (2011). *1630'dan 2010'a Finansal Krizler Tarihi*. İstanbul: Çatı Kitapları.
- Bangake, C., & Eggoh, J. C. (2011). Further Evidence on Finance-Growth Causality: A Panel Data Analysis. *Economic Systems*, Vol. 35, No: 2, 176-188.
- Barajas, A., Dell'Ariccia, G., & Levchenko, A. (2007). *Credit Booms-The Good, The Bad, and The Ugly*. Unpublished manuscript, Washington: International Monetary Fund.
- Basu, D. (2011). Financialization, Household Credit and Economic Slow down in the U.S. *Discussion Paper no. 30*, Research on Money and Finance.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2005). Does Financial Liberalization Spur Growth?. *Journal of Financial Economics*, 77, 3-56.
- Bernanke, B. S. (1983). Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, 73, 257-276.
- Bernanke, B. S. (1993). Credit in the Macroeconomy. *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Spring, 50-70.

- Bhaduri, A. (1998). Implications of Globalization for Macroeconomic Theory and Policy in Developing Countries., *Globalization and Progressive Economic Policy*, Ed. Baker, Dean, Gerald Epstein, & Robert Pollin, Cambridge: Cambridge University Press, 149-159.
- Bibow, J. (2009). *Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty*. London and New York: Routledge.
- Bibow, J. (2011). Financial Markets. *Working Paper*, No. 660, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Black, S. E., & Strahan, P. E. (2001). The Division of Spoils: Rent-Sharing and Discrimination in a Regulated Industry. *American Economic Review*, 91 (4), 814-831.
- Bond, P., Edmans, A., & Goldstein, I. (2011). The Real Effects of Financial Markets. *Working Paper 17719*, NBER.
- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D., & Martinez-Peria, M. (2001). Is the Crisis Problem Growing More Severe?. *Economic Policy*, April, 53-82.
- Borio, C., Furfine, C., & Lowe, P. (2001). Procyclicality of Financial Systems and Financial Stability. *BIS Papers*, No.1, Bank for International Settlements.
- Boyer, R. (2000). Is a Finance Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. *Economy and Society*, 29 (1), 111-145.
- Bresser-Pereira, L. C. (2010). The 2008 Financial Crises and Neoclassical Economics. *Brazilian Journal of Political Economy*, Vol. 30, n. 1 (117), 3-26.
- Chari, V., & Jagannathan, R. (1988). Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium. *Journal of Finance*, 43, 749-760.
- Chick, V. (1986). The Evolution of the Banking System and the theory of Saving, Investment and Interest. *Economies et Societes, Monnaie et Production*, 3, 95–110.

- Christopoulos, D. K., & Tsionas, E. G. (2004). Financial Development and Economic Growth: Evidence From Panel Unit Root and Cointegration Tests. *Journal of Development Economics*, Vol. 73, 55-74.
- Claessens, S., Dell'Ariccia, G., Igan, D., & Leaven, L. (2010). Cross-Country Experiences and Policy Implications from the Global Financial Crisis. *Economic Policy*, Global Linkages and Global Policies, April, 267-293.
- Clevenot, M., Guy, Y., & Mazier, J. (2010). Investment and the Rate of Profit in a Financial Context: the French Case. *International Review of Applied Economics*, 24 (6), 693–714.
- Colander, D., Goldberg, M., Haas, A., Juseius, K., Kirman, A., Lux, T., & Sloth, B. (2009). The Financial Crisis and the Systemic Failure of the Economics Profession. *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, 21 (2-3), 249-267.
- Corpataux, J., Crevoisier, O., & Theurillat, T. (2009). The Expansion of the Finance Industry and Its Impact on the Economy: A Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds. *Economic Geography*, 85 (3), 313-334.
- Coşkun, M. N., Ardor, H. N., Çermikli, A. H., Eruygur, H. O., Öztürk, F., Tokatlıoğlu, İ., Aykaç, G., & Dağlaroğlu, T. (2012). *Türkiye’de Bankacılık Sektörü Piyasa Yapısı, Firma Davranışları ve Rekabet Analizi*. Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 280, İstanbul.
- Cottarelli, C., Dell'Ariccia, G., & Vladkova-Hollar, I. (2003). Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and the Balkans. *IMF Working Paper*, WP/03/213, Washington: International Monetary Fund.
- Crotty, J. (2005). The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Modern Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era. *Financialisation and World Economy*, Ed. Gerald A. Epstein, Northampton, US: Edward Elgar Publishing, 77-110.

- Dell’Ariccia, G., & Marquez R. (2006). Lending Booms and Lending Standards. *The Journal of Finance*, 51 (5), 2511-2546.
- Demir, F. (2009a). Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors In Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited. *World Development*, 37(5), 953-964.
- Demir, F. (2009b). Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics*, 88, 314–324.
- Demirgüç-Kunt, A., & Detragiache E. (1997). The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries. *Working Paper*, No. 1828, World Bank.
- Demirgüç-Kunt, A., & Detragiache, E. (1998a). Financial Liberalization and Financial Fragility. *Working Paper*, No. 98/83, Washington: International Monetary Fund.
- Demirgüç-Kunt, A., & Detragiache, E. (1998b). The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries. *IMF Staff Papers*, 45 (1), 81-109.
- Diamond, D. W., & Rajan R. G. (2001). Banks, Short-Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 54, 37-71.
- Dos Santos, P. L. (2009). On the Content of Banking in Contemporary Capitalism. *Discussion Paper*, No. 3, Research on Money and Finance.
- Droumaguet, M. (2012). *Markov-Switching Vector Autoregressive Models: Monte Carlo Experiment, Impulse Response Analysis, and Granger Causal Analysis*. Phd. Thesis, European University Institute.
- Dumenil, G., & Levy, D. (2005). Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis. *Financialization and the World Economy*, Ed. Gerald Epstein, Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 17-45.

- Dumitrescu, E. I., & Hurlin, C. (2012). Testing for Granger Non-Causality in Heterogeneous Panels. *Economic Modelling*, Vol. 29-4, 1450-1460.
- Durmuş, M. (2010). Aşırı Birikim - Finansallaşma İlişkisinin 2008 Krizi Bağlamında Analizi. *Ekonomik Yaklaşım*, 21 (77), 1-48.
- Eğilmez, M. (2011). *Küresel Finans Krizi*. Sekizinci Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Epstein, G. A. (2005). *Financialization and the World Economy*. Northampton, US: Edward Elgar.
- Epstein, G. A. (2007). Central Banks, Inflation Targeting and Employment Creation. *Economic and Labour Market Papers*, 2007/2, International Labour Organization, ISBN 978-92-2-120073-4 (web pdf), Geneva, Switzerland.
- Epstein, G. A., & Jayadev, A. (2005). The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity. *Financialization and The World Economy*, Ed. Gerald A. Epstein, Northampton, US: Edward Elgar, 46-74.
- Ergüneş, N. (2009). Global Integration of the Turkish Economy in the Era of Financialisation. *Discussion Paper*, No. 8, Research on Money and Finance.
- Erlat, H. (1997). Panel Data: A Selective Survey. *Discussion Paper Series*, No. 97-04, METU.
- Ertuğrul, H. M., & Soytaş, U. (2013). Sanayi Üretim Endeksinin Durağanlık Özellikleri. *İktisat İşletme ve Finans*, 28 (328), 67-104.
- Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of the Great Depression. *Econometrica*, 1, 337-357.
- Foster, J. B. (2007). The Financialization of Capitalism. *Monthly Review*, April; 58 (11), 1-12.
- Foster, J. B. (2010). The Financialization of Accumulation. *Monthly Review*, October, 62 (5), 1-17.

- Foster, J. B., & Magdoff, F. (2010), The Great Financial Crises-Three Years On. *Monthly Review*, October, 62 (5), 52-55.
- Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Fumagalli, A., & Lucarelli, S. (2011). A Financialized Monetary Economy of Production. *International Journal of Political Economy*, 40 (1), 48–68.
- Furceri, D., & Mourougane, A. (2009). Financial Crises: Past Lessons and Policy Implications. *Working Paper*, No. 668, OECD, Economics Department.
- Ganioğlu, A. (2012). Finansal Krizlerin Belirleyicileri: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Karşılaştırmalı Analizi. *Tartışma Metni*, 2012/66, Türkiye Ekonomi Kurumu.
- Gertler, M. (1988). Financial Structure and Aggregate Economic Activity-An Overview. *Journal of Money, Credit and Banking*, 20 (3): 2, 559-588.
- Goldfajn, I. & Valdes, R. O. (1997). Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity. *IMF Working Paper /97/87*, Washington: International Monetary Fund.
- Grabel, I. (2003). Predicting Financial Crisis in Developing Economy: Astronomy or Astrology. *Eastern Economic Journal*, 29 (2), 243–258.
- Granger, C. W. J. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods. *Econometrica*, 37 (3), 424-438.
- Greene, W. H. (2003). *Econometric Analysis*. Fifth Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, 70, 393–408.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*. Fourth Edition, McGraw-Hill.
- Guttman, R. (2008). A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis. *Revue de la régulation*, no: 3/4.

- Haldane, A., Brennan, S., & Madouros, V. (2010). What is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage?. *The Future of Finance: The LSE Report*, London School of Economics and Political Science, 87-121.
- Hamilton, J. D. (1989). A new approach to the economic analysis of nonstationary time series and the business cycle. *Econometrica*, 57, 357-384.
- Hardy, D. C., & Pazarbaşıoğlu, C. (1998). Leading Indicators of Banking Crises: Was Asia Different?. *IMF Working Paper 98/91*, Washington: International Monetary Fund.
- Harvey, D. (2005). *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford: Oxford University Press.
- Hayes, M. G. (2003). *Investment and Finance Under Fundamental Uncertainty*. PhD Thesis, University of Sunderland.
- Heilbroner, R. L. (2008). *İktisat Düşünürleri: Büyük İktisat Düşünürlerinin Yaşamları ve Fikirleri*. Çev. Ali Tartanoğlu, Ankara: Dost Kitabevi Yayınları.
- Hein, E. (2009). *A (Post) Keynesian perspective on 'Financialisation'*. Macroeconomic Policy Institute (IMK), Hans Boeckler Foundation, 2009: 1.
- Henry, P. B. (2002). Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms. *Journal of Financial Economics*, 58, 301–334.
- Hudson, M. (2010). The Transition from Industrial Capitalism to a Financialized Bubble Economy. *Working Paper*, No: 627, Levy Economics Institute.
- Hume, M., & Sentance, A. (2009). The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy. *Journal of International Money and Finance*, 28, 1426–1461.
- Hurlin, C., & Venet, B. (2008). Financial Development and Growth: A Re-Examination using a Panel Granger Causality Test. *Working Papers halshs-00319995*, HAL.
- Im, K., Pesaran, M., & Shin, Y. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 115, 53-74.

- Işık, S., Duman, K., & Korkmaz, A. (2004). Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması. *D.E.Ü. İ.İ.B.F.Dergisi*, 19 (1), 45-69.
- Johnston, J., & Dinardo, J. (1997). *Econometric Methods*. McGraw-Hill, New York.
- Kahyaoğlu, M. B., Ülkü, S., & Gelmedi, O. (2011). Türkiye’de 2002-2010 Döneminde Gerçekleşen Finansallaşmanın Bir Boyutu Olarak Kredi Kartı Kullanımındaki Artışın Kayıptan Kaçınma Etkisi Bağlamında İncelenmesi. *İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt 12, Sayı 1, 29-41.
- Kalecki, M. (1954). *Theory of Economic Dynamics: An essay on cyclical and longrun changes in the capitalist economy*. Allen and Unwin, London.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *The American Economic Review*, 89, 473–500.
- Keynes, J. (1961 [1936]). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: MacMillan.
- Kindleberger, C. P. (1989). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. London: Macmillan.
- Kirman, A. (2010). The Economic Crisis is a Crisis for Economic Theory. *CESifo Economic Studies*, 56 (4), 498–535.
- Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, 105 (2), 211-248.
- Kocaaslan, Ö. K. (2013). *An Empirical Investigation of the U.S. GDP Growth: A Markov Switching Approach*. Phd. Thesis, University of Sheffield, England.
- Kotz, D. M. (2008). Financialization and Neoliberalizm. *Conference in honor of Jane D'Arista*, Political Economy Research Institute, May 2, http://people.umass.edu/dmkotz/Fin_and_NL_08_09.pdf.
- Kozanoğlu, H. (2011). Finansallaşma ve Türkiye. *Uç(ur)amayan Balon: Finans*, Ed. Hayri Kozanoğlu, İstanbul: Ayrıntı Yayınları, 11-60.

- Kregel, J. A. (1998). Yes, “It” Did Happen Again-A Minsky Crisis Happened in Asia. *Working Papers 234*, Levy Institute: Conference Proceedings: 8th Annual Hyman P. Minsky Conference of Financial Structure (The Fragility of The International Financial System: Options for Policy).
- Krippner, G. R. (2004). What is Financialization?. *Mimeo*, Department of Sociology, UCLA.
- Krippner, G. R. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 3, 173-208.
- Krolzig, H. M. (2000). Predicting Markov-switching vector autoregressive processes. *Nuffield College Economics Series Working Papers*, No: 2000-W31, University of Oxford.
- Krugman, P. (2010). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*. 6. Basım, Çev. Neşenur Domaniç, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Kuan, C. M. (2002). Lecture on the Markov Switching Model. *Mimeo*, Institute of Economics, Academia Sinica, Taiwan.
- Kumar, A. (2006). A markov switching vector error correction model of the Indian stock price and trading volume. *IGIDR Working paper*, Indira Gandhi Institute of Development Research, India.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2008). Systemic Banking Crises: A New Database. *IMF Working Paper*, 08/224, International Monetary Fund.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2012). Systemic Banking Crises Database: An Update. *IMF Working Paper*, 12/163, International Monetary Fund.
- Lapavitzas, C. (2008). Financialised Capitalism Direct Exploitation and Periodic Bubbles. *Paper presented at a conference “A Crisis of Financialisation?”*, SOAS.

- Lapavitzas, C. (2009). Finansallaşmış Kapitalizm, Kriz ve Finansal Müsadere. *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*, Yordam Kitap, İstanbul, 25-75.
- Lavoie, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Aldershot: Edward Elgar.
- Layard, R. (2010). Preface. *The Future of Finance: The LSE Report*, London School of Economics and Political Science, 1-5.
- Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). Maximising shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29 (1), 13–35.
- Lee, J., & Strazicich, M. C. (2003). Minimum Lagrange Multiplier Unit Root Test with Two Structural Breaks. *The Review of Economics and Statistics*, 85 (4), 1082-1089.
- Levin, A., Lin, C., & Chu, C. (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymtotic and Finite-Sample Properties. *Journal of Econometrics*, 108, 1-24.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. *Handbook of Economic Growth*, ed. Philippe Aghion & Steven Durlauf, Elsevier Science, The Netherlands, 865-934.
- Levine, R., & Renelt, D. (1992). A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions. *The American Economic Review*, 82 (4), 942-963.
- Maddala, G., & Wu, S. (1999). A Comparative Study Of Unit Root Tests With Panel Data and a New Simple Test. *Oxford Bulletin Of Economics and Statistics*, 631-652.
- Mendoza, E. G., & Terrones, M. E. (2008). An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data. *NBER Working Papers*, No. 14049.
- Mikhed, V., & Zemcik, P. (2007). Testing For Bubbles in Housing Markets: A Panel Data Approach. *Working Paper Series (ISSN 1211-3298) 338*, Charles University,

Center for Economic Research and Graduate Education, Academy of Sciences of the Czech Republic, Economics Institute.

Minsky, H. P. (1977). A Theory of Systemic Fragility. *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, ed. Altman, E.I & A.W. Sametz, New York: Wiley-Interscience Publication, 138-152.

Minsky, H. P. (1982). The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of The Economy. *Hyman P. Minsky Archive*, Paper 282, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/282.

Minsky, H. P. (1984). Banking and Industry Between the Two Wars: The United States. *Journal of European Economic History*, 13 (Special Issue), 235–272.

Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.

Minsky, H.P. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *Working Paper*, #74, May, <http://www.levy.org>.

Minsky, H. P. (1993). Finance and Stability: The Limits of Capitalism. *Working Paper*, No: 93, May, <http://www.levy.org>.

Minsky, H. P. (1995). Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism. *Hyman P. Minsky Archive*, Paper 69, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/69.

Minsky, H. P., & Whalen, C. (1996). Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites for Successful Capitalism. *Working Paper*, No: 165. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute, May.

Mishkin, F. S. (1978). The Household Balance Sheet and the Great Depression. *Journal of Economic History*, 38, 918–937.

Mishkin, F. S. (1991). Anatomy of a Financial Crisis. *NBER Working Papers*, No: 3934.

- Mishkin, F. S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *NBER Working Papers*, No: 5600.
- Mishkin, F. S. (2000). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*. Çeviren: Prof. Dr. İlyas Şıklar, Prof. Dr. Ahmet Çakmak & Yrd. Doç. Dr. Suat Yavuz, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, F. S. (2006). “Monetary Policy Strategy: How did We Get Here?”. *NBER Working Papers*, No: 12515.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (3), 261–297.
- Munoz, J. (2011). Orthodox versus Heterodox (Minskyan) Perspectives of Financial Crises-Explosion in the 1990s versus Implosion in the 2000s. *Working Paper*, No: 695, Levy Economics Institute.
- Nasr, A. B., Balcılar, M., Ajmi, A. N., Aye, G. C., Gupta, R., & Eyden, R. (2014). Causality between Inflation and Inflation Uncertainty in South Africa: Evidence from a Markov-Switching Vector Autoregressive Model. *Working Paper*, No. 2014-53, Department of Economics, University of Pretoria.
- Oktar, S., & Dalyancı, L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 29 (2), 1-22.
- Orhangazi, Ö. (2008a). *Financialization and The US Economy*. Cheltenham, UK-Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- Orhangazi, Ö. (2008b). Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallaşmaya: İktisat Literatürü ve ABD Ekonomisinin Finansallaşmasına Tarihsel bir Bakış. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 35, 133-159.
- Palley, T. I. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters. *Working Paper*, No. 525, The Levy Economics Institute of Bard College.

- Palley, T. I. (2009). The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach. *Ekonomiaz*, 72 (3), 34-51.
- Palley, T. I. (2012). From Financial Crisis to Stagnation: The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics, Radical Economic Theories or the Current Economic Crisis. *URPE*, Occupy Summer Conference, August.
- Patomaki, H. (2010). What Next? An Explanation of the 2008-2009 Slump and Two Scenarios of the Shape of Things to Come. *Globalizations*, 7 (1-2), 67-85.
- Peetz, D., & Genreith, H. (2011). The Financial Sector and the Real Economy. *Real-World Economics Review*, 57, 41-47.
- Psaradakis, Z., Ravn, M. O., & Sola, M. (2005). Markov Switching Causality and The Money-Output Relationship. *Journal of Applied Econometrics*, 20-5, 665-683.
- Rajan, R. G. (2005). Has Financial Development Make The World Riskier. *NBER Working Papers*, No: 11728.
- Ranciere, R., Tornell, A., & Westermann, F. (2006). Systemic Crises and Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, February 2008, 359-406.
- Rasmus, J. (2008). The Deepening Global Financial Crisis: From Minsky to Marx and Beyond. *Critique*, 36 (1), 5-29.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). *Bu Defa Farklı: Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi*. Princeton University Press, Çev: Levent Konyar, İstanbul, NTV Yayınları.
- Rohde, L. (2011). Lessons from the Last Financial Crisis and the Future Role of Institutional Investors. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011 (1), 1-6.
- Rose, A. K., & Spiegel, M. M. (2009). Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning. *NBER Working Papers*, No: 15357.
- Schneider, F., & Kirchgassner, G. (2009). Financial and World Economic Crisis: What did Economists Contribute. *Public Choice*, 140 (3), 319-327.

- Schroeder, S. K. (2009). Defining and Detecting Financial Fragility: New Zealand's Experience. *International Journal of Social Economics*, 36 (3), 287–307.
- Schularick, M., & Taylor, A. (2009). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles ve Financial Crises, 1870-2008. *NBER Working Papers*, No: 15512.
- Serwa, D. (2008). Banking Crises and Nonlinear Linkages Between Credit and Output. *Department of Applied Econometrics Working Paper*, No: 5-08, Warsaw School of Economics, Warszawa, Poland.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York, Oxford University Press.
- Shiller, R. J. (2003). *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Skott, P., & Ryoo, S. (2008). Macroeconomic Implications of Financialisation. *Cambridge Journal of Economics*, 32, 827–862.
- Spotton, B., & Rowley, R. (1998). Efficient Markets, Fundamentals, and Crashes-American Theories of Financial Crises and Market Volatility. *American Journal of Economics and Sociology*, 57 (4), 663-690.
- Stockhammer, E. (2004). Financialization and the Slowdown of Accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), 719–741.
- Stockhammer, E. (2008). Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime. *Competition & Change*, 12 (2), 184–202.
- Stockhammer, E. (2010). Financialization and The Global Economy. *Working Paper*, No: 240, University of Massachusetts Amherst, Political Economy Research Institute.
- Sweezy, P. M. (1997). More (or Less) on Globalization. *Monthly Review*, 49 (4), 3-4.

- Szyszkka, A. (2011). The Genesis of the 2008 Global Financial Crisis and Challenges to the Neoclassical Paradigm of Finance. *Global Finance Journal*, 22, 211–216.
- Şakar, B. (2010). International Financial Crises and the Political Economy of Financial Reforms in Turkey: 1994-2009. *International Journal of Business, Economics, Finance and Management Sciences*, 2 (3), 168-174.
- TDK (2011). *İktisat Terimleri Sözlüğü*. İktisat Terimleri Çalışma Grubu, Türk Dil Kurumu Yayınları: 1037/I, Ankara, <http://www.tdkterim.gov.tr>.
- Tiryaki, G. (2012). *Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında)*. Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 289, İstanbul: G.M. Matbaacılık ve Ticaret.
- Tobin, J. (1965). Money and Economic Growth. *Econometrica*, 33 (4), 671–684.
- Turner, A. (2010). What do Banks do? Why do Credit Booms and Busts Occur and What Can Public Policy do About it?. *The Future of Finance: The LSE Report*, London School of Economics and Political Science, 5-87.
- Tymoigne, E. (2010). Detecting Ponzi Finance: An Evolutionary Approach to the Measure of Financial Fragility. *Working Paper*, No: 605, Levy Economics Institute.
- Uslu, K., & Gündoğdu, A. (2011). Küresel Finansallaşmanın Türkiye'deki Bankaların Finansal Faaliyetlerine ve Bireyler Üzerine Etkileri. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 31, Sayı 2, 145-164.
- Van Treeck, T. (2008). Reconsidering the Investment-Profit Nexus in Finance-led Economies: An ARDL Approach. *Metroeconomica*, 59 (3), 371–404.
- Varian, H. (1992). *Microeconomic Analysis*. 3rd ed., New York: W.W. Norton & Co.
- Wadhvani, S. (2010). What Mix of Monetary Policy and Regulation is Best for Stabilising the Economy?. *The Future of Finance: The LSE Report*, London School of Economics and Political Science, 145-165.

- Warne, A. (2000). Causality and Regime Inference in a Markov Switching VAR. *Working Paper Series 118*, Sveriges Riksbank (Central Bank of Sweden).
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Woolley, P. (2010). Why are Financial Markets so Inefficient and Exploitative-and a Suggested Remedy. *The Future of Finance: The LSE Report*, London School of Economics and Political Science, 121-144.
- Wray, L. R. (2009). The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: a Minskyan Approach. *Cambridge Journal of Economics*, 33, 807–828.
- Wray, L. R., & Tymoigne, E. (2008). Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment. *Working Paper*, No: 543, Levy Economics Institute.
- Yılmaz, Ö. G. (2005). Türkiye Ekonomisinde Büyüme ile İşsizlik Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *Ekonometri ve İstatistik*, 2, 63-76.
- Zeren, F., & Arı, A. (2013). Trade Openness and Economic Growth: A Panel Causality Test. *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 4, No. 9, 317-324.

Ek 1. Model Tahminleri

Değişkenler tanımlandıktan sonra ilk aşamada denklem (3.24)'e göre kısıtlı model aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$BUY_{it} = \beta_1 + \beta_2(KREDİ)_{it} + \beta_3(ENF)_{it} + \beta_4(BSER)_{it} + \beta_5(FSER)_{it} + u_{it}$$

Bu alt bölümde ülkelere özgü etkilerin (ülke sabit etkilerinin) ve zaman etkilerinin olmadığını varsayan kısıtlı model, sadece ülkelere özgü etkileri kukla değişkenleri yardımıyla göz önüne alan tek yönlü sabit etkiler modeli (SEM), tek yönlü rassal etkiler modeli (REM) ve ülkeler arasındaki farklılıkların yanı sıra zamana göre farklılıkları da yine kukla değişkenleri yardımıyla göz önüne alan çift yönlü etki modelleri, En Küçük Kareler (EKK) yöntemi kullanılarak tahmin edilecektir. Model tahmini ve sınamaları için E-Views 8 ekonometri paket programı kullanılmıştır.

Kısıtlı Model

Panel veri analizinde veri setinin panel yapısını ihmal eden kısıtlı modelde, katsayıların yatay kesit birimlerine ve zamana göre değişmediği varsayılmaktadır. Bu varsayımlar altında, kısıtlı model 1981-2011 dönemi ve 16 ülke için EKK ile tahmin edilmiştir.

1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin Kısıtlı Model Tahmini

Değişken	Katsayı	t-İstatistiği	Olasılık
ENF	-0.0358	-3.1096	0.0020
BSER	0.0332	2.4496	0.0148
FSER	0.2915	24.8278	0.0000
KREDİ	0.0218	2.2833	0.0230
C	0.0143	9.5852	0.0000
$R^2 = 0.69$	DW= 1.26	F: 205.81	SSR: 0.08

Tahmin edilen modelde bağımsız değişkenlerin iktisadi büyüme üzerindeki etkileri, işaret anlamında beklentilere uygun çıkmıştır. BSER değişkeninin katsayısı $\alpha=0.02$ düzeyinde, KREDİ değişkeninin katsayısı $\alpha=0.03$, diğer değişkenlerin katsayıları ise $\alpha=0.01$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. F istatistiğine göre model bir bütün olarak $\alpha=0.01$ düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Açıklama katsayısı R^2 'nin 0.69, düzeltilmiş

R^2 'nin 0.68 değerini alması, modele alınan bağımsız değişkenlerin iktisadi büyümenin önemli bir kısmını açıkladığı sonucunu vermektedir. Ancak tahmin edilen modelde DW istatistiğine bakıldığında içsel bağıntı problemi olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu durumda t ve F sınamaları geçerli olmayacak ve buna bağlı olarak da tahmin edilen katsayıların istatistik bakımından anlamlılıkları güvenilir olmayacaktır.

Bu sonuçlar ülkeler arasında homojen bir yapının olduğu, bir başka deyişle ülkelere özgü etkilerin ve zaman etkilerinin ihmal edildiği kısıtlı modelin tahminiyle elde edilmiştir. Bu bağlamda yatay kesit (ülke) etkilerinin dikkate alındığı modelin tahmin edilip kısıtlı model karşısında sınanması gerekmektedir.

Tek Yönlü Sabit Etkiler Modeli

Kısıtlı modeldeki gibi eğim katsayılarının zamana ya da yatay kesit birimlerine göre değişmediği, ancak kısıtlı modelin tersine sabit katsayının sadece yatay kesit birimlerine göre değişmesi durumunda, kukla değişken modeli olarak da adlandırılan sabit etki modelleri (SEM) gündeme gelmektedir. Bu modeller de sabit terimin sadece birimlere ya da zamana göre değiştiği *tek yönlü* ve hem birimlere hem de zamana göre değiştiği *çift yönlü* modeller olarak ikiye ayrılmaktadır. Burada sabit katsayının sadece yatay kesit birimlerine göre değiştiği tek yönlü sabit etki modeli tahmin edilecektir. Bu modellerde yatay kesit birimlerinin homojen değil, heterojen bir yapıda oldukları varsayılmaktadır. Dolayısıyla kısıtlı modeldeki sabit katsayının (başlangıç noktasının) tüm birimler için sabit olduğu kısıtı kaldırılıp, sabit terimin tüm yatay kesit birimleri için farklı değerler alacağı varsayılmaktadır.

Bu varsayımlar altında birimler arasındaki farklılıkları dikkate alan tek yönlü SEM aşağıdaki şekilde yazılabilir:

$$BUY_{it} = \beta_{1i} + \beta_2(KREDİ)_{it} + \beta_3(ENF)_{it} + \beta_4(BSER)_{it} + \beta_5(FSER)_{it} + u_{it}$$

Bu modellerde birimler arasındaki farklılıkların, sabit terimdeki farklılıklarla yakalanacağı varsayımıyla formüle edilir. Dolayısıyla her sabit terim, değeri bilinmeyen ve hesaplanması gereken katsayılar haline dönüşmektedir (Greene, 2003). Yukarıdaki varsayımlar altında model Kukla Değişkenli EKK yöntemi ile tahmin edilmiştir

1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin Tek Yönlü SEM Tahmini

Değişken	Katsayı	t-İstatistiği	Olasılık
ENF	-0.0173	-1.4611	0.1449
BSER	0.0261	2.0626	0.0399
FSER	0.2862	26.4378	0.0000
KREDİ	0.0191	2.1616	0.0313
C	0.0100	8.7522	0.0000
$R^2 = 0.76$	DW= 1.63	F: 59.13	SSR: 0.06

Birimler arasındaki farklılıkların dikkate alındığı tek yönlü SEM, kukla değişkenli EKK ile tahmin edildiğinde ENF değişkeni, bir önceki modele göre $\alpha=0.01$ düzeyinde anlamlılığını kaybetmiş ve ancak $\alpha=0.15$ düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Beşeri sermayeyi gösteren BSER değişkeni ve KREDİ değişkeni $\alpha=0.03$, fiziki sermayeyi temsil eden FSER değişkeni ise $\alpha=0.01$ düzeyinde anlamlılıklarını korumuşlardır. F istatistiğine göre model bütün olarak $\alpha=0.01$ düzeyinde yine anlamlı çıkmıştır. Açıklama katsayısına bakıldığında ($R^2=0.76$), önceki modele göre bu modelin açıklama gücünün arttığı görülmektedir. Ayrıca önceki modele göre DW istatistiği daha iyileşse de halen içsel bağıntı probleminin olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu model önceki modele göre daha güvenilir, daha güçlü ve daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Ancak hangi modelin tercih edileceğinin belirlenmesi için F sınaması yapılması uygun görülmektedir.

Birimler arasındaki farklılıkları gözeten tek yönlü SEM’de, birimler arasında farklılıklar olduğunun kanıtlanması için, birimlerin sabit terimlerinin eşit olup olmadığı hipotezinin sınanması gerekmektedir. Böylece birimler arasındaki farklılıkları dikkate almayan kısıtlı modelin mi, yoksa birimler arasındaki farklılığı dikkate alan SEM modelinin mi tercih edileceği sınanacaktır. Buna göre:

$H_0: \beta_{11} = \beta_{12} = \dots = \beta_{1N}$ boş hipotezi,

$H_1: \beta_{11} \neq \beta_{12} \neq \dots \neq \beta_{1N}$ alternatif hipotezine göre sınanmalıdır.

Boş hipotezin kabul edilmesi durumunda kısıtlı model, reddedilmesi durumunda SEM tercih edilecektir. Hipotezin sınanması için kısıtlı modelin açıklama katsayısı (R^2_{KISITLI}) ile SEM’in açıklama katsayısı (R^2_{SEM}) arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı,

$$F(N-1, NT-N-K) = \frac{(R_{SEM}^2 - R_{KISITLI}^2)/(N-1)}{(1-R_{SEM}^2)/(NT-N-K)}$$

formülü ile hesaplanır (Greene, 2003: 289).

15 ve 476 serbestlik derecesine sahip F değeri (9.2), $\alpha=0.01$ anlamlılık düzeyinde, F tablo değerinden (2.04) büyük olduğundan H_0 hipotezi reddedilmekte ve ülkeler arasında farklılık olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Dolayısıyla tek yönlü SEM'in kullanılması uygun olacaktır.

Tek Yönlü Rassal Etkiler Modeli

Tek yönlü rassal etkiler modelinde (REM), SEM'den farklı olarak β_{1i} 'lerin sabit katsayılar olmadığı, tersine bağımsız rassal katsayılar oldukları varsayılır. Bir başka deyişle yatay kesit birimleri üzerinde, birimlere özgü sabit terimlerin rassal dağıldığı varsayılır (Greene, 2003). Bu durumda model aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$BUY_{it} = \beta_{1i} + \beta_2(KREDİ)_{it} + \beta_3(ENF)_{it} + \beta_4(BSER)_{it} + \beta_5(FSER)_{it} + u_{it}$$

Çalışmaya konu olan yatay kesit birimlerindeki farklılıkların rassal olduğunu varsayan model tahmin edildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

1981-2011 Döneminde 16 Ülke İçin Tek Yönlü REM Tahmini

Değişken	Katsayı	t-İstatistiği	Olasılık
ENF	-0.022157	-1.949684	0.0520
BSER	0.026354	2.104811	0.0360
FSER	0.286273	26.60301	0.0000
KREDİ	0.019016	2.161968	0.0313
C	0.009946	4.977741	0.0000
$R^2 = 0.71$	DW= 1.57	F: 224.54	SSR: 0.07

Tahmin edilen tek yönlü REM'in R^2 değerine (0.71) bakıldığında önceki modele göre düştüğü görülmektedir. Dolayısıyla bu modelin açıklama gücü, öncekine göre daha düşüktür. Tek Yönlü REM tahminine göre FSER değişkeni $\alpha=0.01$ düzeyinde anlamlılığını korumaktayken ENF değişkeninin anlamlılığı $\alpha=0.06$ düzeyine gelmiştir. BSER ve KREDİ değişkenlerinin anlamlılıkları ise $\alpha=0.04$ düzeyine yükselmiştir. F

istatistiğine göre model bütün olarak $\alpha=0.01$ düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Ancak DW istatistiği önceki modele göre daha da kötüleşmiştir. Bu durum modelde içsel bağıntı sorununun olduğunu göstermektedir.

Bu noktada, hangi modelin istatistiksel olarak daha güçlü ve güvenilir olduğuna karar verebilmek için Hausman sınaması yapılmalıdır.

Birimler arasındaki farklılığın sabit etkiden mi (β_{1i} 'lerin sabit değişken mi) yoksa rassal etkiden mi (β_{1i} 'lerin rassal değişken mi) kaynaklandığını belirlemek için Hausman sınaması kullanılmaktadır. Bir başka deyişle SEM'in mi yoksa REM'in mi tercih edilmesi gerektiği Hausman sınaması yardımıyla belirlenmektedir. SEM'de, birim etkilerini sabit varsayıldığından, bu etkilerle (β_{1i}) sabit bağımsız değişkenler arasında korelasyon beklenmektedir ($COV(\beta_{1i}, X_i) \neq 0$). REM'de ise birim etkileri rassal varsayıldığından, bu etkilerle bağımsız değişkenler arasında korelasyon beklenmemektedir ($COV(\beta_{1i}, X_i) = 0$). Buna göre

$H_0: COV(\beta_{1i}, X_i) = 0$ boş hipotezi,

$H_1: COV(\beta_{1i}, X_i) \neq 0$ alternatif hipotezine göre sınanmalıdır.

Boş hipoteze göre birim etkilerinin, bağımsız değişkenlerle arasında korelasyon yoktur. Dolayısıyla H_0 hipotezi kabul edilirse REM, reddedilirse SEM modeli tercih edilmelidir. Hipotezin sınanması için SEM'in ve REM'in tahmin edicileri arasındaki fark ($\hat{\beta}_{SEM} - \hat{\beta}_{REM}$) ve kovaryansları arasındaki farkın ($\Sigma_{SEM} - \Sigma_{REM}$) kullanıldığı Hausman sınama istatistiği şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$H = (\hat{\beta}_{SEM} - \hat{\beta}_{REM})'(\Sigma_{SEM} - \Sigma_{REM})^{-1}(\hat{\beta}_{SEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

Hesaplanan H istatistiği, K (parametre sayısı) serbestlik derecesine sahip X^2 tablo değeriyle karşılaştırılır. Eğer hesaplanan H istatistiği, X^2 tablo değerinden büyükse H_0 hipotezi reddedilir ve SEM tercih edilir. Çalışmada hesaplanan H istatistiği (19.86), 5 serbestlik derecesine sahip ve $\alpha=0.01$ düzeyinde X^2 tablo değerinden (15.09) büyük olduğundan H_0 hipotezi reddedilmiştir. Dolayısıyla SEM modeli tercih edilmiştir.

Ek 2. Modelin Ekonometrik Problemler Açısından İncelenmesi

Bu bölümde tahmin edilen model için çoklu bağlantı, içsel bağlantı ve değişen varyans problemleri incelenecek, varsa problemler giderilmeye çalışılacak ve problemlerden arındırılmış nihai model tahmin edilecektir.

Çoklu Bağlantı

Çoklu bağlantı problemi, bağımsız değişkenler arasında yüksek derecede doğrusal ilişki olması durumunda görülmektedir. Bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon olması, çoklu bağlantı problemini ortaya çıkarmaktadır. Bu problemin olduğu modellerde açıklayıcı değişkenlerin katsayılarının standart hataları büyük değerler almakta, güven aralıkları çok geniş olma eğiliminde olmakta, t oranları istatistiksel açıdan anlamsız olmakta ve açıklayıcı değişkenlerin açıklanan değişken üzerindeki kısmi etkilerinin belirlenmesi zorlaşmaktadır (Gujarati, 2004).

Çalışmada tahmin edilen son model olan çift yönlü SEM’de çoklu bağlantı probleminin olup olmadığının belirleyebilmek için modeldeki bağımsız değişkenler arasındaki karşılıklı korelasyon katsayılarının incelenmesi gerekmektedir. Tablo, bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarını göstermektedir.

Korelasyon Matrisi

	ENF	BSER	FSER	KREDİ
ENF	1.00	0.24	0.04	0.77
BSER	0.24	1.00	0.04	0.22
FSER	0.04	0.04	1.00	0.30
KREDİ	0.77	0.22	0.30	1.00

Tabloya göre modeldeki bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları çok büyük değildir. Bu durum modelde çoklu bağlantı probleminin var olmadığına işaret etmektedir.

İçsel Bağıntı

İçsel bağıntı problemi, hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olması sonucunda ortaya çıkmaktadır. İçsel bağıntı probleminin olduğu modellerde standart hatalar sapmalı ve olması gerekenden küçük olabilmektedir. Bu durumda t ve F sınamaları geçerli olmayacak ve buna bağlı olarak da tahmin edilen katsayıların istatistiksel açıdan anlamlılıkları güvenilir olmayacaktır (Gujarati, 2004).

Tahmin edilen modeller arasında en başarılı model seçilen çift yönlü SEM modelinde içsel bağıntının olup olmadığı Durbin-Watson (DW) sınamasıyla incelenecektir. Modelin DW değeri 1.74'tür. Durbin-Watson çizelgesinden $\alpha=0.05$ düzeyinde 200 gözlem ile 4 bağımsız değişken için $d_L=1.728$, $d_U=1.810$ bulunmuştur. Buna göre modelin DW değeri (1.74), d_L (1.728) ve d_U (1.810) arasında bulunduğundan modelde içsel bağıntı probleminin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Değişen Varyans

Değişen varyans problemi, hata terimlerinin varyanslarının sabit olmadığı durumlarda ortaya çıkmaktadır. Değişen varyans probleminin olduğu modellerde, standart hatalar sapmalı ve olması gerekenden büyük ya da küçük olabilir. Bu durumda t ve F sınamaları yanıltıcı olacak ve tahmin edilen katsayıların istatistik bakımından anlamlılıkları güvenilir olmayacaktır (Gujarati, 2004).

Bu bölümde tahmin edilen alternatif modellerden birimlerin sabit etkilerini dikkate alan tek yönlü SEM, Kısıtlı Model ile F sınaması yapılarak karşılaştırılmış ve sınama sonucuna göre tek yönlü SEM tercih edilmiştir. Bu durum aslında yatay kesit birimleri olan ülkelerin homojen olup olmadığının sınanması anlamına gelmektedir. Ülke sabit etkilerini dikkate alan tek yönlü SEM'in tercih edilmesi de ülkelerin heterojen bir yapıda olduğunu göstermektedir. Bu durum ise modelde değişen varyansın olabileceğine işaret etmektedir.

Olası değişen varyans probleminin giderilmesi için tahminler sonucunda nihai model olarak seçilen çift yönlü SEM'in, hata terimlerinde gözlenen değişen varyansa karşı güçlü olan "White (Diagonal)" yönteminin kullanılarak model tahminin yapılması

uygun görülmüştür⁶³. Bu yöntemle hata terimlerindeki olası değişen varyans sorunu giderilmiş olacaktır.



⁶³ Bu yöntemin açıklaması için bkz. Greene (2003: 314-316).

Ek 3. Orijinallik Raporu

 HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU															
HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA															
Tarih: 25/03/2016															
Tez Başlığı: Finansallaşma-İktisadi Büyüme İlişkisi ve Kriz Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 192 sayfalık kısmına ilişkin, 07/03/2016 tarihinde tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı %6'dır. Uygulanan filtrelemeler: 1- Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç, 2- Kaynakça dâhil 3- Alıntılar dâhil 4- 5 kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orjinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim. Gereğini saygılarımla arz ederim.															
<table style="width: 100%;"> <tr> <td style="width: 30%;">Adı Soyadı:</td> <td style="width: 40%;">Mehmet Zafer KÖKSAL</td> <td style="width: 30%; text-align: right;">Tarih ve İmza</td> </tr> <tr> <td>Öğrenci No:</td> <td>52666715514</td> <td style="text-align: right;">25/03/2016</td> </tr> <tr> <td>Anabilim Dalı:</td> <td>İktisat</td> <td style="text-align: right;"></td> </tr> <tr> <td>Programı:</td> <td>İktisat Doktora</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Statüsü:</td> <td colspan="2"> ☐ Y.Lisans ☒ Doktora ☐ Bütünleşik Dr. </td> </tr> </table>	Adı Soyadı:	Mehmet Zafer KÖKSAL	Tarih ve İmza	Öğrenci No:	52666715514	25/03/2016	Anabilim Dalı:	İktisat		Programı:	İktisat Doktora		Statüsü:	☐ Y.Lisans ☒ Doktora ☐ Bütünleşik Dr.	
Adı Soyadı:	Mehmet Zafer KÖKSAL	Tarih ve İmza													
Öğrenci No:	52666715514	25/03/2016													
Anabilim Dalı:	İktisat														
Programı:	İktisat Doktora														
Statüsü:	☐ Y.Lisans ☒ Doktora ☐ Bütünleşik Dr.														
<u>DANIŞMAN ONAYI</u> UYGUNDUR.  Prof. Dr. Hakan MIHÇI															



**HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
THESIS/DISSERTATION ORIGINALITY REPORT**

**HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
TO THE DEPARTMENT OF ECONOMICS**

Date: 25/03/2016

Thesis Title: Financialization-Economic Growth Relationship and Crisis

According to the originality report obtained by my thesis advisor by using the Turnitin plagiarism detection software and by applying the filtering options stated below on 07/03/2016 for the total of 192 pages including the a) Title Page, b) Introduction, c) Main Chapters, and d) Conclusion sections of my thesis entitled as above, the similarity index of my thesis is 6 %.

Filtering options applied:

1. Approval and Declaration sections excluded
2. Bibliography/Works Cited included
3. Quotes included
4. Match size up to 5 words excluded

I declare that I have carefully read Hacettepe University Graduate School of Social Sciences Guidelines for Obtaining and Using Thesis Originality Reports; that according to the maximum similarity index values specified in the Guidelines, my thesis does not include any form of plagiarism; that in any future detection of possible infringement of the regulations I accept all legal responsibility; and that all the information I have provided is correct to the best of my knowledge.

I respectfully submit this for approval.

Name Surname: Mehmet Zafer KÖKSAL
Student No: 52666715514
Department: Economics
Program: Economics Ph.D.
Status: ☐ Masters ☒ Ph.D. ☐ Integrated Ph.D.

Date and Signature

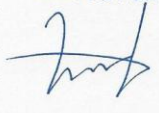
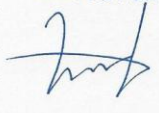
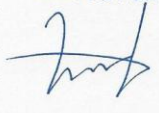
25/03/2016

ADVISOR APPROVAL

APPROVED.

Prof. Dr. Hakan MİHÇİ

Ek 4. Etik Kurul İzni Muafiyet Formu

 HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ TEZ ÇALIŞMASI ETİK KURUL İZİN MUAFİYETİ FORMU																				
HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA																				
Tarih: 25/03/2016																				
Tez Başlığı: Finansallaşma-İktisadi Büyüme İlişkisi ve Kriz Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmam: 1. İnsan ve hayvan üzerinde deney niteliği taşımamaktadır, 2. Biyolojik materyal (kan, idrar vb. biyolojik sıvılar ve numuneler) kullanılmasını gerektirmemektedir. 3. Beden bütünlüğüne müdahale içermemektedir. 4. Gözlemsel ve betimsel araştırma (anket, ölçek/skala çalışmaları, dosya taramaları, veri kaynakları taraması, sistem-model geliştirme çalışmaları) niteliğinde değildir. Hacettepe Üniversitesi Etik Kurullar ve Komisyonlarının Yönergelerini inceledim ve bunlara göre tez çalışmamın yürütülebilmesi için herhangi bir Etik Kuruldan izin alınmasına gerek olmadığını; aksi durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim. Gereğini saygılarımla arz ederim.																				
<table style="width: 100%;"> <tr> <td style="width: 30%;">Adı Soyadı:</td> <td>Mehmet Zafer KÖKSAL</td> <td style="width: 30%; text-align: right;">Tarih ve İmza</td> <td style="width: 40%; text-align: right;">25/03/2016</td> </tr> <tr> <td>Öğrenci No:</td> <td>52666715514</td> <td style="text-align: right;">İmza</td> <td style="text-align: right;"></td> </tr> <tr> <td>Anabilim Dalı:</td> <td>İktisat</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Programı:</td> <td>Doktora</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Statüsü:</td> <td colspan="3"> ☐ Y.Lisans ☒ Doktora ☐ Bütünleşik Dr. </td> </tr> </table>	Adı Soyadı:	Mehmet Zafer KÖKSAL	Tarih ve İmza	25/03/2016	Öğrenci No:	52666715514	İmza		Anabilim Dalı:	İktisat			Programı:	Doktora			Statüsü:	☐ Y.Lisans ☒ Doktora ☐ Bütünleşik Dr.		
Adı Soyadı:	Mehmet Zafer KÖKSAL	Tarih ve İmza	25/03/2016																	
Öğrenci No:	52666715514	İmza																		
Anabilim Dalı:	İktisat																			
Programı:	Doktora																			
Statüsü:	☐ Y.Lisans ☒ Doktora ☐ Bütünleşik Dr.																			
<u>DANIŞMAN GÖRÜŞÜ VE ONAYI</u> UYGUNDUR.  Prof. Dr. Hakan MİHÇİ																				
Detaylı Bilgi: http://www.sosyalbilimler.hacettepe.edu.tr Telefon: 0-312-2976860 Faks: 0-3122992147 E-posta: sosyalbilimler@hacettepe.edu.tr																				



**HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
ETHICS BOARD WAIVER FORM FOR THESIS WORK**

**HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
ECONOMICS TO THE DEPARTMENT PRESIDENCY**

Date: 25/03/2016

Thesis Title: Financialization-Economic Growth Relationship and Crisis

My thesis work related to the title above:

1. Does not perform experimentation on animals or people.
2. Does not necessitate the use of biological material (blood, urine, biological fluids and samples, etc.).
3. Does not involve any interference of the body's integrity.
4. Is not based on observational and descriptive research (survey, measures/scales, data scanning, system-model development).

I declare, I have carefully read Hacettepe University's Ethics Regulations and the Commission's Guidelines, and in order to proceed with my thesis according to these regulations I do not have to get permission from the Ethics Board for anything; in any infringement of the regulations I accept all legal responsibility and I declare that all the information I have provided is true.

I respectfully submit this for approval.

Name Surname: Mehmet Zafer KÖKSAL
Student No: 52666715514
Department: Economics
Program: Ph.D.
Status: ☐ Masters ☒ Ph.D. ☐ Integrated Ph.D.

Date and Signature

25/03/2016

ADVISER COMMENTS AND APPROVAL

APPROVED.

Prof. Dr. Hakan MIHÇI

