

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI**

**GSYİH’NIN KÜÇÜLDÜĞÜ DÖNEMLERDE GENİŞLEMECİ PARA VE
MALİYE POLİTİKALARI KOORDİNASYONUNUN BÜYÜME
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: SEÇİLMİŞ ÜLKE ÖRNEKLERİYLE**

DOKTORA TEZİ

Tuğba DEMİRTAŞ

Ankara, 2023

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI**

**GSYİH’NIN KÜÇÜLDÜĞÜ DÖNEMLERDE GENİŞLEMECİ PARA VE
MALİYE POLİTİKALARI KOORDİNASYONUNUN BÜYÜME
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: SEÇİLMİŞ ÜLKE ÖRNEKLERİYLE**

DOKTORA TEZİ

Tuğba DEMİRTAŞ

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Çiğdem Berna KOCAMAN

Ankara, 2023

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI**

**GSYİH’NIN KÜÇÜLDÜĞÜ DÖNEMLERDE GENİŞLEMECİ PARA VE
MALİYE POLİTİKALARI KOORDİNASYONUNUN BÜYÜME
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: SEÇİLMİŞ ÜLKE ÖRNEKLERİYLE**

DOKTORA TEZİ

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Çiğdem Berna KOCAMAN

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ

Adı ve Soyadı

- 1- Prof. Dr. Çiğdem Berna KOCAMAN
- 2- Prof. Dr. Serdal BAHÇE
- 3- Prof. Dr. Hasan ŞAHİN
- 4- Prof. Dr. Pelin Varol İYİDOĞAN
- 5- Doç. Dr. Eda Yeşil Balıkcıoğlu

Tez Savunması Tarihi: 11.05.2023

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Prof. Dr. Çiğdem Berna KOCAMAN'ın danışmanlığında hazırladığım “GSYİH'nın Küçüldüğü Dönemlerde Genişlemeci Para ve Maliye Politikaları Koordinasyonunun Büyüme Üzerindeki Etkisi: Seçilmiş Ülke Örnekleriyle (Ankara.2023)” adlı doktora tezindeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu, başka kaynaklardan aldığım bilgileri metinde ve kaynakçada eksiksiz olarak gösterdiğimi, çalışma sürecinde bilimsel araştırma ve etik kurallarına uygun olarak davrandığımı ve aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

Tarih: 11.05.2023

Adı-Soyadı

Tuğba DEMİRTAŞ

ÖZET

TEZİN BAŞLIĞI

GSYİH'NİN KÜÇÜLDÜĞÜ DÖNEMLERDE GENİŞLEMECİ PARA VE MALİYE POLİTİKALARI KOORDİNASYONUNUN BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: SEÇİLMİŞ ÜLKE ÖRNEKLERİYLE

DEMİRTAŞ, Tuğba

Doktora Tezi Maliye Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Çiğdem Berna KOCAMAN

Mayıs 2023, 215

Ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde genişlemeci para ve maliye politikalarının uygulandığı bilinmektedir. Tez kapsamında bu dönemde uygulanan politika bileşimlerinin büyümeyi destekleyip desteklemediği gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri de içeren veri seti ile büyüme dinamikleri de dikkate alınarak analiz edilmiştir. Ülkelerin uyguladığı para ve maliye politikalarının etkinliği üzerinde literatürde geniş bir tartışma alanı bulunmaktadır. Bu sebeple politikaların büyüme yanlısı olup olmadığı, hangi durumlarda büyüme yanlısı olabileceği, öneri ve eleştirilerle literatür kapsamında incelenmiştir. Politikaların çok boyutlu oluşu, geleneksel politikalar kadar geleneksel olmayan politikaların gündeme gelmesi sebebiyle pratikte ülkelerin uygulama alanlarına da yer verilmiştir. Genişlemeci politikaların büyüme üzerindeki etkisine kısa ve uzun vadeli perspektifte bakılarak analiz genişletilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Genişlemeci para ve maliye politikaları, büyüme, ekonomik küçülme, geleneksel ve geleneksel olmayan politikalar

ABSTRACT

TITLE OF THE THESIS

THE EFFECT OF EXPANSIONARY MONETARY AND FISCAL POLICIES COORDINATION ON GROWTH IN PERIODS OF SHRINKING GDP: EXAMPLES OF SELECTED COUNTRIES

DEMİRTAŞ, Tuğba

Department of Public Finance

Supervisor: Prof. Dr. Çiğdem Berna KOCAMAN

May 2023, 213

It is known that expansionary monetary and fiscal policies are applied in periods when economies shrink. Within the scope of the thesis, whether the policy combinations implemented in this period supported growth or not was analyzed by taking into account the growth dynamics with the data set including developed and developing countries. There is a wide area of discussion in the literature on the effectiveness of monetary and fiscal policies implemented by countries. For this reason, whether the policies are pro-growth and in which cases they can be pro-growth have been examined within the scope of the literature with suggestions and criticisms. Since the policies are multi-dimensional and non-traditional policies as well as traditional policies are on the agenda, the application areas of the countries are also included in practice. The analysis has been expanded by looking at the impact of expansionary policies on growth from a short and long-term perspective.

Key Words: Expansionary fiscal and monetary policies, growth, economic shrink, traditional policies, non-traditional policies

ÖNSÖZ

Bildiklerimiz nokta kadar olunca bilmediklerimizi de nokta kadar sanırız. Bilgi dairesi genişledikçe bilmediklerimiz dairesinin de bir o kadar olduğunu anlarız ve aslında o bilgi dairesi sonsuzluğa uzanır diyerek çıktığım bu yolda bilgi, birikim ve tecrübelerini paylaşarak çok boyutlu düşünebilme, araştırma ve geliştirme birikimimi arttıran, nezaketiyle, sonsuz özveriyle paylaşmayı, bilim yolunu aydınlatmayı görev bilen başta Danışmanım Prof.Dr.Çiğdem Berna KOCAMAN olmak üzere, Prof.Dr.Serdal BAHÇE, Prof.Dr.Pelin Varol İYİDOĞAN, Prof.Dr.Hasan ŞAHİN ve Doç. Dr. Eda Yeşil BALIKÇIOĞLU’na, analiz tekniklerini geliştirmeme katkısı olan Prof.Dr.Ozan ERUYGUR, Prof.Dr.Yılmaz KILIÇASLAN’a ve bu yolculukta burada ismini sayamadığım yıllar boyunca üzerimde emeği olan tüm değerli hocalarıma sonsuz teşekkür ederim.

Ankara, 2023

Tuğba DEMİRTAŞ

Üzerimde Emeği Olan Tüm Kıymetli Hocalarıma, Aileme...

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET.....	
ABSTRACT.....	
ÖNSÖZ.....	
İÇİNDEKİLER	I
TABLolar DİZİNİ	IV
GRAFİKLER DİZİNİ	VI
ŞEKİLLER DİZİNİ	VIII
KISALTMALAR/SİMGELER	IX
GİRİŞ.....	

BÖLÜM 1

1. PARA POLİTİKASI, GELİŞİMİ VE GENİŞLEMECİ POLİTİKALARIN LİTERATÜRDEKİ YERİ.....	1
1.1 PARA KAVRAMI VE MERKEZ BANKACILIĞI’NIN GELİŞİMİ	1
1.2 PARA POLİTİKASI VE PARANIN İÇSELLİĞİ TARTIŞMALARI.....	7
1.3 GENİŞLEMECİ PARA POLİTİKALARININ BÜYÜME ETKİNLİĞİNE DAİR TARTIŞMALAR	15
1.3.1 Para Politikasının Etkinliğini Savunan Görüşler	15
1.3.1.1 Faiz ve Büyüme İlişkisine Dair Görüşler.....	18
1.3.1.2 Parasal Genişleme ve Büyüme İlişkisine Dair Görüşler.....	22
1.3.1.3 Enflasyon Büyüme Ödünleşmesine İlişkin Görüşler	24
1.3.2 Para Politikasının Sınırlı Etkisinin Olduğunu Savunan Görüşler	29
1.3.2.1 Faiz ve Büyüme İlişkisine Dair Görüşler.....	30
1.3.2.2 Parasal Genişleme ve Büyüme İlişkisine Dair Görüşler.....	31
1.3.2.3 Enflasyon Büyüme Ödünleşmesine İlişkin Görüşler	34
1.4 GENİŞLEMECİ MALİYE POLİTİKALARININ BÜYÜME ETKİNLİĞİNE DAİR TARTIŞMALAR	36
1.4.1 Maliye Politikasının Etkinliğini Savunan Görüşler.....	36
1.4.1.1 Kaynakların Etkin Dağılımı	38
1.4.1.2 Vergi Politikaları ve Büyüme Etkisi	38
1.4.1.3 Harcamalar ve Büyüme Etkisi	39
1.4.1.4 Enflasyon ve Büyüme Etkisi.....	43
1.4.2 Maliye Politikasının Sınırlı Etkisi Olduğunu Savunan Görüşler.....	44
1.4.2.1 Vergi Politikaları ve Büyüme Etkisi	46
1.4.2.2 Harcamalar ve Büyüme Etkisi	47
1.4.2.3 Enflasyon ve Büyüme Etkisi	51
1.5 BÖLÜM DEĞERLENDİRMESİ.....	54

BÖLÜM 2

2. GENİŞLEMECİ PARA VE MALİYE POLİTİKALARIYLA ÜLKE UYGULAMALARI	67
2.1 GENİŞLEMECİ PARA POLİTİKALARI VE ÖRNEKLERİ.....	67
2.1.1 Zorunlu Karşılık Politikası	68
2.1.2 Açık Piyasa İşlemleri.....	71
2.1.3 Faiz Politikaları.....	74
2.1.4 Reeskont Kredileri.....	77
2.1.5 Varlık Alımları	78
2.1.6 Diğer Politikalar.....	93
2.1.6.1 Para Piyasası Yatırımcılarından Özel Amaçlı Kurumlarca Varlık Alımı	93
2.1.6.2 Varlığa Dayalı Ticari Kağıtların Alımı için Kredi Tesisi	93
2.1.6.3 Vadeli Menkul Kıymet Kredisi	93
2.1.6.4 Piyasa Yapıcılara Sağlanan Krediler	94
2.1.6.5 Ticari Kağıtların ve Belediyelerin Finansmanı	94
2.1.6.6 Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite İmkânı	95
2.1.6.7 Birincil ve İkincil Piyasada Kurumsal Kredi İmkânı.....	95
2.1.6.8 Belediyelere Sağlanan Kredi İmkânı	95
2.1.6.9 Maaş Koruma Programı Likidite Tesisi.....	96
2.1.6.10 Küçük ve Orta-Boy İşletmelere Sağlanan Kredi Tesisi.....	96
2.1.6.11 Kar Amacı Gütmeyen Kuruluşlara Sağlanan Kredi Tesisi	96
2.1.6.12 Bankaların Kredi Kapasitelerinin Artırılması.....	96
2.1.6.13 Kredi Veren Bankalara Fon Desteği Sağlanması.....	97
2.1.6.14 Devlet Garantili Kredi Desteği	97
2.1.6.15 Helikopter Para	98
2.2 GENİŞLEMECİ MALİYE POLİTİKALARI VE ÖRNEKLERİ	102
2.3 BÖLÜM DEĞERLENDİRMESİ	114

BÖLÜM 3

3. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN PARA VE MALİYE POLİTİKALARININ BÜYÜMEYE ETKİSİNİN TOPLU ANALİZİ	118
3.1 ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	118
3.2 LİTERATÜR TARAMASI.....	119
3.3 ARAŞTIRMA YÖNTEMİ	128
3.4 MODEL.....	130
3.5 ARAŞTIRMADA KULLANILAN VERİ SETİ	132
3.6 MODEL SONUÇLARI VE ANALİZİ	133
3.6.1 Ülkelerde Para ve Maliye Politikalarının Büyümeye Etkisinin Toplu Analizi	133
3.6.2 Gelişmiş Ülkelerde Para ve Maliye Politikalarının Büyümeye Etkisinin Analizi	142
3.6.3 Gelişmekte Olan Ülkelerde Para ve Maliye Politikalarının Büyümeye Etkisinin Analizi ...	148
3.7 BÖLÜM DEĞERLENDİRMESİ.....	156
SONUÇ.....	
KAYNAKÇA.....	I
EKLER.....	X

EK 1. TÜM ÜLKELERDE POLİTİKA ETKİLERİNİN MODEL DETAY TABLOLARI.....	XI
EK 2. TÜM ÜLKELERDE DEĞİŞKENLERİN UZUN DÖNEM ETKİ TABLOLARI.....	XIV
EK 3. GELİŞMİŞ ÜLKELERDE MODEL DETAY TABLOLARI	XVI
EK 4. GELİŞMİŞ ÜLKELERDE DEĞİŞKENLERİN UZUN DÖNEM ETKİ TABLOLARI.....	XX
EK 5. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE MODEL DETAY TABLOLARI.....	XXI
EK 6. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE DEĞİŞKENLERİN UZUN DÖNEM ETKİ TABLOLARI	XXIV
ÖZGEÇMİŞ.....	XXVI



TABLÖLAR DİZİNİ

Tablo	Sayfa
Tablo 1. Farklı yaklaşımlara göre genişlemeci para ve maliye politikalarının büyüme üzerindeki etkinliği	7
Tablo 2. Nicel Genişleme Uygulamaları ve Ülke Örnekleri	88
Tablo 3. Diğer Genişlemeci Para Politikası Uygulamaları ve Ülke Örnekleri.....	99
Tablo 4. Gelişmiş/Gelişmekte Olan Ülkelerde Genişlemeci Maliye Politikaları Örnekleri	108
Tablo 5. Değişkenlerin Tanımları ve Gösterimleri.....	132
Tablo 6. Tüm Ülkelerde Büyüme Kısa ve Uzun Dönem Etkinin Model Sonuçları .	136
Tablo 7. Tüm Ülkelerde Değişkenlerin Kısa ve Uzun Vadeli Etkileri Özet Tablosu ..	138
Tablo 8. Tüm Ülkelerde Politika Etkisi Toplu Model Sonuçları	140
Tablo 9. Gelişmiş Ülkelerde Büyüme Kısa/Uzun Dönem Etkinin Model Sonuçları	143
Tablo 10. Gelişmekte Olan Ülkelerde Değişkenlerin Kısa ve Uzun Vadeli Etkileri Özet Tablosu.....	145
Tablo 11. Gelişmiş Ülkelerde Politika Etkisi Toplu Model Sonuçları.....	146
Tablo 12. Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Kısa ve Uzun Dönem Etkinin Model Sonuçları	150
Tablo 13. Gelişmekte Olan Ülkelerde Değişkenlerin Kısa ve Uzun Vadeli Etkileri Özet Tablosu.....	152
Tablo 14. Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Etkisi Toplu Model Sonuçları	154
Tablo 15. Tüm Modellerde Değişkenlerin Kısa/Uzun Vadeli Etkileri Özet Tablosu ..	156
Tablo 16. Model TMB1.....	xi
Tablo 17. Model TMB2.....	xii
Tablo 18. Model TMB3.....	xiii
Tablo 19. Tüm Ülkelerde Değişkenlerin Uzun Dönem Etkisi	xiv
Tablo 20. Model 1 (GMB1).....	xvi
Tablo 21. Model 2 (GP1).....	xvii
Tablo 22. Model 3 (GP2).....	xviii
Tablo 23. Model 4 (GM1)	xix
Tablo 24. Gelişmiş Ülkelerde Maliye Politikası Modellerinde Değişkenlerin Uzun Dönem Etkisi	xx

Tablo 25. Model 1 (GOB1)	xxi
Tablo 26. Model 2 (GOP2).....	xxii
Tablo 27. Model 3 (GOM3)	xxiii
Tablo 28. Gelişmekte Olan Ülkelerde Değişkenlerin Uzun Dönem Etkisi	xxiv



GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik	Sayfa
Grafik 1. Seçilmiş Ülkelerin Ortalama Zorunlu Karşılık Oranları.....	70
Grafik 2. FED Toplam Bilanço Varlıklarının Miktarı.....	82
Grafik 3. ECB Toplam Bilanço Varlık Alımları Miktarı (Milyar, Euro).....	83
Grafik 4. Eurosystemdeki Toplam Net Varlık Alımlarının Dağılımı (Milyar Euro)	84
Grafik 5. Teminata Kullanılan Varlıkların ve Kredi Talebinin Dağılımı (Milyar Euro, 2004-2021Q2).....	85
Grafik 6. İngiltere Merkez Bankası Varlık Alım Miktarları	85
Grafik 7. İngiltere Merkez Bankası Stok Varlık Alımları Dağılımı (Milyar Pound).....	86
Grafik 8. İngiltere Merkez Bankası Stok Varlık Alımları Dağılımı (Milyar Pound).....	86
Grafik 9. Japonya Merkez Bankası Varlık Alım Miktarları (100 Milyar Yen).....	87
Grafik 10. Gelişmekte Olan Ülkelerde Genel Harcamaların GSYİH payı ve Büyüme (%).....	104
Grafik 11. Gelişmiş Ülkelerde Genel Harcamaların GSYİH payı ve Büyüme (%).....	104
Grafik 12. Gelişmiş Ülkelerde Genel Harcama Artışının Ükelere Göre Dağılımı (2007-2009).....	105
Grafik 13. Gelişmekte Olan Ülkelerde Genel Harcama Artışının Ükelere Göre Dağılımı (2007-2009).....	105
Grafik 14. Gelişmekte Olan Ülkelerde Genel Harcamaların Dağılımı (%GSYİH)	106
Grafik 15. Gelişmiş Ülkelerde Genel Harcamaların Dağılımı (%GSYİH).....	106
Grafik 16. Gelişmekte Olan Ülkelerde Vergi Oranları (%).....	106

Grafik 17. Gelişmiş Ülkelerde Vergi Oranları (%)	106
Grafik 18-31. Tüm Ülkelerde Büyüme Kalemleri ve Politika Değişkenlerinin Görünümü (2007-2016)	104
Grafik 32-45. Gelişmiş Ülkelerde Büyüme Kalemleri ve Politika Değişkenlerinin Görünümü (2007-2016)	144
Grafik 46-59. Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Değişkenleri, Politikaların Görünümü (2007-2016)	151



ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil

Sayfa

Şekil 1. Varlık Alımlarının Aktarım Kanalı 81



KISALTMALAR/SİMGELELER

ABCP	The Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility
LRTO	Longer Term Refinancing Operations
SLRTO	Supplementary Longer Term Refinancing Operations
SPV	Special Purpose Vehicle
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
PPPLF	Paycheck Protection Program Liquidity Facility
CPFF	Commercial Paper Funding Facility
MMFF	Money Market Mutual Fund
MLF	Municipal Liquidity Facility
MSELF	Main Street Expanded Loan Facility
MSLP	Main Street Lending Program
NOELF	Nonprofit Organization Expanded Loan Facility
OMT	Outright Monetary Transactions
PELTRO	Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations
SMCC	Secondary Market Corporate Credit Facility
SFSO	Special Funds Supplying Operations
TALF	Term Asset-Backed Securities Loan Facility
TFSME	Term Funding Scheme
TSLF	Term Securities Lending Facility

GİRİŞ

Ekonomilerin küçüldüğü dönemlerden çıkış stratejisi olarak farklı politika setlerinin uygulandığı bilinmektedir. Bazı ülkelerde sadece genişletici para politikalarına, bazılarında maliye politikalarına, bazılarında ise ikisine birlikte başvurulmaktadır. Ülkeler bu politikaları uygularken farklı kompozisyonları ülke dinamiklerine göre tercih etmekle beraber bu politikaların büyümeyi de desteklediği düşünülmektedir. Fakat kendi içerisinde farklılıklar gösteren politika setlerinin sonuçları hakkında genel geçer bir doğru da bulunmamaktadır. Bu sebeple tez kapsamında GSYİH'nin küçüldüğü dönemlerde uygulanan genişlemeci para ve maliye politikalarının seçilmiş ülkelerdeki büyüme üzerindeki etkinliği araştırılmaya çalışılacaktır. Tezde öncelikle literatür çalışması yapılmış olup, farklı bakış açıları üzerinden değerlendirmelere yer verilmiştir. Daha sonra ülkelerin uyguladıkları para ve maliye politikaları incelenerek genel durum değerlendirmesi yapılmıştır. Nihai olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ilişkin veri seti ile analiz yapılarak politikaların büyüme üzerindeki kısa ve uzun dönemli etkinliği araştırılmıştır.

Tezin birinci bölümünde politikaların şekillenmesine sebep olan süreçleri görebilmek için öncelikle para kavramının değişimi, para politikası ve merkez bankacılığının oluşumuna yer verilmiştir. Bu süreç aynı zamanda para politikasının geldiği noktayı da göstermesi açısından öncelikli araçları ve beklentileri de daha iyi anlamayı sağlamaktadır. Bu bölümün devamında paranın içselliği ve dışsallığı kavramlarına yer verilerek para politikasının etkinliğine dair tartışmalar incelenmiştir. İçsellik ve dışsallık kavramlarının para politikası ile bir arada yer bulduğu literatür aynı zamanda parasal genişleme ve faiz politikalarının ne derece etkin olabileceğinin de anlaşılabilmesi açısından farklı bir bakış açısı sunmaktadır. Birinci bölümün devamında

genişlemeci para ve maliye politikaları ile büyümenin arttırılabileceğini savunan literatür ile sınırlı etkisinin olacağını savunan literatür ayrıca incelenmiştir. Bu kapsamda para politikası kendi içerisinde; para arzı artışlarının büyümeye etkisi, faiz indirimlerinin büyümeye etkisi ve para politikası sonucu oluşması ihtimal enflasyon büyüme ödünleşmesinin literatürdeki yeri ayrı ayrı incelenmiştir. Maliye politikası ise genişlemeci vergi politikası büyüme etkisi, kamu harcamaları büyüme etkisi ve genişlemeci maliye politikaları sonrası görülmesi muhtemel enflasyon ve büyüme ödünleşmesi kapsamında incelenmiştir.

İkinci bölümde ise genişlemeci para ve maliye politikalarının ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde nasıl uygulandığı ve farklı politika setleri üzerinde durulmuştur. Ekonomilerin küçüldüğü dönemler için ortak ve belirli bir periyodu alabilmek için 2008 krizi ve sonrasındaki uygulamalar öncelikle dikkate alınmıştır. İkinci bölümde aynı zamanda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin politikalarına da yer verilerek benzerlik ve farklılıklar görülmek istenmiştir. Bu kapsamda para politikalarına sadece geleneksel politikalardan değil, geleneksel olamayan para politikalarından da bahsedilerek değinilmiş ve ülke örneklerine bakılmıştır. Maliye politikaları ise iki ülke örneklemindeki uygulamalara da yer verilerek; harcamalar, vergiler, teşvik ve destekler özelinde incelenmeye çalışılmıştır. İkinci bölüm analize konu olacak ülkelerin uygulama alanlarını da göstermesi açısından yol gösterici olmaktadır.

Üçüncü bölümde ise 55 gelişmiş ve 55 gelişmekte olan ülkenin bulunduğu 110 ülkeden oluşan veri seti toplulaştırılmış ve ayrı ayrı analize konu edilmiştir. Analizde Arrellano Bond GMM tahmincileri panel yöntemi ile kullanılmıştır. Ülkelerin temel büyüme dinamiklerindeki farklılıkları gözlemleyebilmek için modelde büyüme değişkenlerinin yanında ekonomilerin küçüldüğü dönemlerdeki politikaların etkilerini gösteren 2007-2009 dönemlerini içerir kukla değişkenleri ile analizler yapılmıştır.

Genişlemeci para politikalarının etkilerini gözlemleyebilmek için politika faizleri, M1 ve M3 para arzı değişimleri kullanılırken; maliye politikalarının etkilerini görebilmek için sübvansiyon, sosyal harcamalar ve çalışan harcamalarından oluşan kamu harcamaları veri seti, vergi politikaları içinse gelir ve kurumlar vergisi oranları kullanılmıştır.

Özetle; bu tez kapsamında ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde uygulanan genişlemeci para ve maliye politikalarının etkilerini farklı ülke örneklemeleri ile görmeye çalışırken; literatürdeki çok yönlü tartışmalar da incelenerek farklı bakış açıları kazanılmaya çalışılmış ve ülke uygulamaları da ele alınarak teori ve pratikteki yansımaları analiz edilmek istenmiştir.

BÖLÜM 1

1. PARA POLİTİKASI, GELİŞİMİ VE GENİŞLEMECİ POLİTİKALARIN LİTERATÜRDEKİ YERİ

1.1 Para Kavramı ve Merkez Bankacılığı'nın Gelişimi

Para politikasına ve farklı bakış açılarının değerlendirilmesine yer verilmeden önce para kavramının tanımlanması faydalı bulunmaktadır. Paranın tanımı büyük ölçüde işlevleri üzerinden yapılmakla birlikte güncel gelişmelerle de beraber neyin para olarak kabul edilip neyin edilmeyeceği de ayrı bir tartışma konusudur. En genel tanımıyla mal ve hizmetlerin alım satımında kullanılan genel kabul görmüş herşey para olarak tanımlanmaktadır¹. Bununla beraber para denildiğinde ödeme aracı olma, değer biriktirme ve hesap birimi olma işlevleri öne çıkmaktadır. Paranın ödeme aracı işlevi alım ve satımda kullanımını sağlarken; paranın kullanıma girmesi ile malların mallarla değişiminin de yerini almıştır. Diğer taraftan paranın ödeme aracı olduğu kadar tasarruf amaçlı değer biriktirme aracı olarak da kullanılması söz konusudur. Paranın aynı zamanda hesap birimi olması ise her bir malın başka bir mala göre fiyatlanmasının yanında, çoklu fiyatlama ile oluşabilecek işlem maliyetlerinin ve karışıklığın da önüne geçmektedir. (Graham: 1940; Asmundson ve Öner, 2012)

Para olarak kullanılan ya da kullanılabilen varlıkların ortaçağdan günümüze şekil ve form değiştirdiği fakat işlevlerinin hemen hemen aynı kaldığı söylenebilir. Kağıt para uygulamasına geçilene kadar he ne kadar en yaygın bilinen para uygulaması altın ve gümüş olsa da; tarih boyunca çok daha farklı mal paraların kullanıldığı da bilinmektedir. Örneğin; 1800'lerin Kanada'sında kürk, 20. yy başları Uganda'da keçi standartı, sömürge

¹ https://acikders.tuba.gov.tr/pluginfile.php/4392/mod_resource/content/2/hafta01-para-%28s1%2C1%29.pdf

Virginia'sında tütün, bir dönemde tuz vb.nin para olarak kullanıldığı görülmektedir. 13. yy da Florensa ve Cenova, 14. yy.da Venedik altın para basmaya başlarken, çoğu Avrupa ülkesi de hem altın hem de gümüş para basmıştır. 1645 yılında İsveç örneğinde ise bakır ve gümüşten oluşan paralar basılmış, bir süre sonra bakırın sanayide de kullanılması sebebiyle aşırı değerlenmesi ile bakıra dayalı bir standart geliştirilmiştir². Madenlerin ağırlığı ve taşıma sorunu bu dönem İsveç'in de bakır karşılığının kağıt paraya dönüştürülmesi ile kağıt paranın gündeme gelmesini sağlamıştır. Bu süreç aynı zamanda İsveç'te bilinen ilk merkez bankasının da kurulduğu döneme denk gelmektedir. 1745 yılında ise bakır standartı yüksek para basımı sonucu sürdürülemez hale geldiğinde dönüştürülemeyen para basımı uygulamasına geçilmiştir. Bu dönemler aynı zamanda yüksek miktarda para basımının enflasyona sebep olduğu ve kontrol edilmesi gerektiğine dair tartışmaları da gündeme getirmiştir. Günümüzde küresel düzeyde kabul gören dönüştürülemeyen para standartı tarihte özellikle savaş dönemlerinde başvuru bir araç olarak kullanılmıştır. Örneğin; İngiltere Napolyon savaşları döneminde, Fransa Fransız İhtilali döneminde, birçok ülke ise Birinci Dünya Savaşı döneminde bir madene dayalı olmayan dönüştürülemeyen paralar basmıştır. 1929 buhranı ve sonrasında ise madeni para standartı uygulamada sorunlara sebep olması sebebiyle tamamen devre dışı bırakılarak dönüştürülemeyen para standartına geçilmiştir. Her ne kadar 1946'da Bretton Woods sistemine geçilmesi ile Amerika'nın dolar karşılığında ülkelere altın satması ile altın standartı yeniden gündeme gelse de 1971 yılında bu sisteme de son verilmesi ile dönüştürülemeyen kağıt para standartı tüm dünyada kabul edilen uygulama haline gelmiştir. (Brinton: 1934; Allen, 2003: 74-100)

² <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/historical-timeline/1600-1699/copper-standard-is-introduced/>

Para politikasının gelişiminin merkez bankacılığının gelişimi ile eş zamanlı olduğu söylenebilir. Merkez bankacılığına geçilmeden önceki süreçte serbest bankacılığın yaygın olmasının ekonomilerde sebep olduğu sorunlar, savaş vb dönemlerde ihtiyaç duyulan kaynağın tek elde toplanması ihtiyacı, fazla para basımı sonucu oluşan enflasyonist etkinin dizginlenmek istenmesi daha kontrollü para politikasına geçilmesini de zorunlu kılmıştır. 18.yyda yaygın olan serbest bankacılık sisteminde her bankanın karşılığında altın ya da gümüş bulunduğu sürece para basma yetkisinin olması yaşanan sorunlarla yeni bir çıkış yolu arayışına da sebep olmuştur. Bu bankaların çok sayıda ve farklı banknotlar çıkarması, bazı banknotların farklı iskonto oranları ile değiştirilmesi, banka kurulumunda belirgin bir sınırın olmaması sebebiyle kontrolsüz bir şekilde yayılması ve aşırı para arzı artışıyla enflasyonist etkinin açığa çıkacağına dair korku bu sistemde yaşanan bazı sorunlar olarak özetlenebilir. Örneğin; bankaların batma riskine karşı banknotların tamamının ipotek ve devlet tahvili karşılığı olmasının gerekliliği 1838’de Amerika’da çıkan Serbest Bankacılık Kanunu ile kontrol altına alınmak istenmiştir. (Kenneth, 1988) Bu dönemlerde yine kontrolsüz para arzı artışlarının enflasyona sebep olup olmadığına dair tartışmalar da gün yüzüne çıkmaya başlamıştır. Her ne kadar merkez bankalarının kurulması 19. yy sonu 20. yy başına kadar gelse de merkez bankacılığı özelliği taşıyan bankaların Ortaçağ’a kadar gittiğini söylemek de mümkündür. Örneğin; 1587’de Venedik’te kurulan bir kamu bankası³ piyasada para gibi dolaşan kamu borcu kağıtlarının kontrolünü sağlamıştır. Dönemin hükümet borçları vatandaş tarafından yatırılan paralarla desteklenirken, ana para yerine sadece faiz ödemesi yapılıyor olması kayıtların ve dolaşımın sadece kaydi defter üzerinde tutulmasını sağlamıştır. Böylece sistemde tek bir banka tarafından ve kaydi defterler üzerinden kontrol edilerek elden ele devredilen kayıtlar dolaşımı sağlamış, sistemdeki para arzını

³ Il Banco dell’ Piazza del Rialto

bu şekilde sağlamıştır. (Dunbar, 1892) Buna benzer bir yapı 1407 yılında Cenova’da kurulmuştur⁴. Bu banka da hem hükümetin borçluluğunu desteklerken hem de gümrük vergilerini toplama işlevi de görmüştür. Yine kaydi defterler üzerinden para dolaşımını sağlarken, sınırlı da olsa ilk banknot basımını yapan banka olarak da bilinmektedir. Banknotlar çağdaş banknotlardan farklı olarak belirli bir hisseyi, altını ya da gümüşü temsil edebilmekteydi. İsveç’te 1656 yılında kurulan Riksbank ilk para basımını sağlarken, 1879 yılında bu bankaya para basabilen tek kurum olma yetkisi verilmiştir. İngiltere’de de 1694 yılında merkez bankacılığının gelişimine yönelik adımlar atılmaya başlanmış; ilk dönemler yine hükümet borçlarının desteklenmesi için kurulmuşken, hem anonim şirket statüsünde kurulması hem de banknot basma tekelinin daha sonraki dönemlerde bankaya verilmesi⁵ merkez bankacılığının gelişimini desteklemiştir. Fransa’da ise 1800 yılında kurulan merkez bankası yine hükümet borçlarının kapatılması görevini öncelikli üstlenmiştir. İlk dönem kurulan merkez bankalarının genellikle savaş ve sonrası oluşan borçluluğun kapatılmak istenmesi, enflasyonist etkinin belirginleşmesi gibi gerekçelerle kurulduğu söylenebilir. Bu dönem merkez bankalarının günümüzden farklı olarak ayrıca normal bankacılık işlevlerini de sürdürdüğü görülmektedir. Amerika’da ise ilk merkez bankacılığı fikri 1791 yılına denk gelmektedir. Dolaşımdaki para miktarının arttırılmak istenmesi, ülkenin belirli bölgelerindeki para kıtlığına çözüm arayışı, farklılaşan banknotların yeniden dönüştürülmesi gibi gerekçelerle ilk merkez bankası kuruluşu sağlanmıştır. İlk merkez bankası çevre bankaların rezervlerini, kredi koşullarını düzenlerken, küçük şehir bankalarının ve geniş bir halk kesiminin desteğini alamamış kapatılmak zorunda kalmıştır. Bu süreçten sonra ikinci merkez bankası deneyimi de kötü yönetim ve spekülasyonlar sebebiyle bitmiştir. Yaşanan sorunlar 1864

⁴ Casa di San Giorgio

⁵ 1833 yılında Banka Tüzük Kanunu’nun değişmesi ile İngiltere’de serbest bankacılık devri bitmiş ve banknot basma yetkisi tek bankaya verilmiştir.

yılına gelindiğinde tekrar serbest bankacılık sistemine geçilmesine sebep olmuştur. Bu süreçte çıkan iç savaş, ödemeler dengesi sorunları, serbest bankacılık sisteminin kontrolsüz bir şekilde çoğalması, sahte banknotların artması yeniden kontrol ihtiyacına sebep olmuştur. Serbest bankacılık sisteminde her bankanın kendi banknotunu basması ve karşılığının sadece banknot basan bankada olması sistemde sorunlara sebep olmuştur. Bu sebeple Amerika’da bilinen merkez bankacılığına geçiş 1913 yılına denk gelmektedir. Benzer şekilde Japonya’da 1882’de, Avrupa’da 1998’de merkez bankaları kurulmuştur. (Allen, 2003: 101-126) Uygulamada 1914 yılına kadar altın standartının olması merkez bankalarını kendi paralarını altına sabitlemek zorunda bırakmış, bu da yüksek altın rezervleri tutmalarına sebep olmuştur. Altın rezervlerinin ödemeler dengesi ya da yurtiçi bazı sorunlar sebebiyle azalması durumunda ise faiz artışları ile yurtiçine daha fazla altın çekme adımları ile sonuçlanmıştır. Sistemdeki para arzının rezervlerdeki altın miktarı ile sınırlandırılması ise fiyatlar genel düzeyinin kontrol altına alınmasını sağlamıştır. 1920 ve 1930’larda Fed gerçek senetler doktrinini (real bill doctrine) uygulamaya koyarak bankaların spekülasyona gidecek şekilde kredi vermemesini, kredilerin ancak mal ve hizmet üretiminden alacağı içeren 30-60-90 günlük teminat senetleri karşılığı verilmesini düzenlemiştir. Merkez bankasının ise bankaların bu kağıtları teminat göstermeleri karşılığında bankalara likidite sağlaması hedeflenmiştir. Fakat bu durum bankaların likidite penceresinden de acil durumlar için borçlanmaması ile sonuçlanmış ve durgunluğa sebep olmuştur. (Mints,1923 ve 1945) 1946 yılında Bretton Woods Sistemi ile 1 ons altın 35 dolara eşitlenmiş ve altın külçe standardı getirilmiştir. Diğer ülkelerin de kendi para birimlerini sabit altın ya da dolar cinsinden belirlemesi ile yeni sisteme geçiş de sağlanmıştır. Fakat Amerika’nın ödemeler dengesi açığı yaşamaya başlaması, altın karşılığı ülkelere dolar satması, bir süre sonra ise altın rezervlerinin de erimeye başlaması Amerika’nın bu sistemi de sonlandırması ile sonuçlanmıştır. Küreselleşme ile altın

standartının küresel likiditeyi sınırlandırdığı düşüncesi ile günümüz merkez bankacılığı sistemine geçişin hızlandığı görülmektedir⁶.

Merkez bankacılığı ve para politikası gelişiminin ortaçağdan itibaren para arzının kontrolü, savaş vb. nedenlerle oluşan devlet borçluluğunun kapatılması ihtiyacı, enflasyonist etkiler ve sağlam bir sistem ihtiyacının sonucu olarak gerçekleştiği görülmektedir. Temel çıkış noktasının ilk zamanlar her ne kadar devlet borçlarının kapatılması ile başladığı görülse de, sonraki tüm tartışmaların sistemdeki para arzının kontrolünün sağlanması olduğu, yetkinin sınırlandırılması ihtiyacı ile geliştiği ve enflasyonun da temel tartışma noktası olarak yerini koruduğu söylenebilir. Para arzının ve enflasyonun kontrolü tartışmalarına ise 18. yy ve devamında daha fazla ağırlık verildiği, 19. yydan itibaren de faiz politikaları ve faizin kontrolü üzerinde politika geliştirilmesine dair politika eleştirilerinin gündeme geldiği söylenebilir. Merkez bankacılığının temellerinin atıldığı dönemden günümüze yaşanan ekonomik sorunlar ve krizlerin etkisiyle politika setleri de değiştirilmiş; daha geleneksel olarak bilinen faiz ve para arzı kontrolü politikaları yerini çok daha geniş bir politikalar setine bırakmıştır. Üçüncü bölümde bu değişimler ve güncel politika uygulamalarına ayrıca yer verilecektir.

⁶ <https://www.clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2007/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks>

1.2 Para Politikası ve Paranın İçselliği Tartışmaları

Para politikasının etkinliğinin ve aktarım mekanizmasının tartışılmaya başladığı 19. yy'da para arzı veya faiz politikasıyla beraber her ikisinin dışsal değil içsel olduğuna dair farklı görüşler ortaya çıkmaya başlamıştır. Paranın dışsallığı en genel tanımıyla ekonomideki para miktarının ekonominin dışında belirlendiğini kabul eden yaklaşımdır. Merkez bankalarının sistemdeki para miktarına müdahalesi ile parasal miktarın kontrol edilebileceğini savunmaktadır. Bununla beraber paranın içselliği tartışmaları para arzının para talebinden bağımsız olamayacağı ve Merkez bankalarının doğrudan müdahalesinin dışında içsel değişkenlerle belirleneceğini kabul eder. Bu görüşler klasik iktisadın ve monetarist bakış açısının öne sürdüğü paranın dışsallığını kabul eden politikalara eleştiri mahiyetinde olurken; para politikası kanalıyla piyasadaki para arzının aynı oranda arttırılıp azaltılamayacağı, bazı görüşler de ise faiz oranlarının da aslında para politikası kanalıyla aynı oranda değil piyasa içerisinde içsel belirlendiği üzerinde yoğunlaşmıştır. Bir diğer ifade ile parasal değişkenleri ve faiz oranlarını içselleştiren bu bakış açıları, para politikasının uygulanma biçimine de yeni önerilerle gelmiştir.

Literatürde bu tartışmaların temelini 18.yy.'da İngiltere ve Fransa savaşından sonra yeterli altın olmaması sebebiyle, 1797'de İngiltere'de altının kağıt paraya dönüşümünün yasaklanması sonrası Külçeciler (John Wheatley, David Ricardo, Henry Parnell, Francis Horner, Thomas Robert Malthus vd.) ve Anti-Külçeciler (Henry Boase, Nicholas Vanisttart, Charles Bosanquet, Robert Torrens, James Mill vd.)⁷ arasındaki görüş ayrımı ile başladığı söylenebilir. Dönemin yüksek enflasyon düzeyi ve paradaki değer kaybı tartışmaları arttırmıştır. Külçecilerin temel bakış açısı para arzındaki artışın kontrollü olması için paranın altına çevrilebilmesinin sınırlandırılmaması gerektiği

⁷ <https://www.hetwebsite.net/het/schools/bullion.htm>

olmuştur. Bu şekilde sistemdeki para arzının kontrol edilmesi sağlanarak paranın değer kaybının önüne geçilebilecek ve aşırı artan enflasyon da önlenebilecektir. (Wheatley, 1807; Ricardo, 1810) Anti-Külçeciler ise geri dönüş prensibini benimseyerek (reflux principle) bankaların ancak ticarete talep edildiği ölçüde para basacağı, yani paranın aslında içsel olduğu ve bankalara göre değil talebe göre artacağını savunmuştur. Bu sebeple sistemde ihtiyaçtan fazla para olması halinde tekrar bankalara geri döneceğinden bu durum enflasyona sebep olmayacaktır. Adam Smith'in "Ulusların Zenginliği" kitabında da yer alan gerçek senetler doktrini (real bill doctrine) sistemdeki para arzının o dönemde para basmakla sorumlu olan bankalar tarafından dışsal olarak değil, ekonomideki talebe göre belirleneceği yani içsel olacağı görüşünü savunurken; paranın içselliği tartışmalarını da başlatmıştır. (Smith, 1976: 323-324; Law, 1760) Bu bakış açısına göre para arzındaki artış enflasyonist etkiye sebep olmamakta; dönemin enflasyonunu savaş etkisine ve kıtlıklara bağlamaktadır.

İngiltere'nin altının kağıt paraya dönüşümüne 1821'de yeniden izin vermesi ile tartışmalar bu sefer aynı düzlemde bankacılık okulu ve nakit okulu arasında devam etmiştir. Nakit okulunu (Samuel Jones Loyd, James R. McCulloch, Samuel Montiford Longfield, George Warde Norman, William Ward, George Arbuthnot vd.) külçecilerin; bankacılık okulunu ise (Thomas Tooke, John Fullarton, John Stuart Mill, James Wilson vd.) anti-külçecilerin devamı olarak görmek mümkündür. Çünkü nakit okulu savunucularının tıpkı külçeciler gibi para arzı artışının enflasyonist etkisi üzerinde yoğunlaştığı ve dışsal kabul ettiği görülürken; bankacılık okulunun anti-külçeciler gibi parayı içsel olarak aldığı ve geri dönüş yasasını benimsediği görülmektedir. Nakit okulu savunucuları nakit kuralının getirilmesini ve bankalar tarafından basılan paranın yüzde 100 altın rezervlerinde karşılığı olmasının gerekli olduğunu savunmuştur. Aynı dönem para arzının kontrolsüzce artmasının önlenmesi için yine Loyd tarafından para basımını

tek bir banka tarafından yapılması da önerilmiştir⁸. (Loyd, McCulloch vd, 1857:10, 148) 1844 yılında Bankacılık Yasası ile bu görüş benimsenerek İngiltere bankalarının para basma yetkisi sınırlandırılırken temel yetki İngiltere Merkez Bankası'na verilmiş; basılan para miktarı ise altın rezervlerinin belirli bir oranı ile sınırlandırılmıştır⁹. Bankacılık okulu temsilcileri ise para miktarının bu şekilde sınırlandırılmasına karşı çıkmış ve para arzının aslında talep tarafından belirlendiğini ve içsel olduğunu vurgulamıştır. Talebe göre belirlenen para arzının enflasyonist etkisinin olmayacağı ve tıpkı anti-külçeciler gibi sistemdeki fazla paranın geri döneceğini söylemiştir. Tooke, Fullarton ve diğerleri reel fatura doktrinini geliştirerek kısa vadeli kredilerin ticarete ve diğer karlı projelere verilmesi halinde enflasyonist etkinin de olmayacağını savunmuştur. (Tooke, 1838: 147-158; Fullarton, 1844: 30-38, 56-68)

Bu tartışmaların olduğu dönemde monetarizmin öncülerinden Friedman da dolanımdaki para miktarının kontrol edilmesi gerektiğini savunan görüşleri ile öne çıkmış ve parayı dışsal kabul etmiştir. Friedman'a göre para politikası ancak dolanımdaki para miktarını kontrol etmesi ile sağlıklı olabilecektir. Bu sebeple piyasada bankacılık kanalı ile de paranın dolanımının kontrol edilmesi ve zorunlu karşılık yoluyla bu paranın - özellikle devlet bütçesi fazla verdiği durumlarda- piyasadan çekilmesi gerektiğini savunmuştur. Çekilen bu para devlet bütçesi açık verdiği zamanlarda piyasaya bırakılmalıdır. (Friedman,1948:2) Friedman 1956 yılında yayınladığı miktar teorisinde ise para arzını tamamen dışsal bir değişken olarak kabul ederken, Merkez bankaları tarafından belirlendiği üzerinde durmuştur. Para arzı artışı ile fiyatlar genel düzeyi ve büyüme arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklarken; para arzının belirli bir seviyede kontrol edilmesi gerektiğini savunmuştur. (Friedman, 1956a) Bu bakış açısı daha sonraki

⁸ <https://www.hetwebsite.net/het/profiles/overstone.htm>

⁹ <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/Vict/7-8/32/section/10>

dönemlerde klasiklerin de savunduğu bir görüş olarak devam etmiştir. Örneğin Smith'e göre bir ülkede toplam alım-satım ve diğer işlerin yapılması için tedavülde olması gereken para tutarı bellidir. Bu tutarın üzerinde tedavülü artan paranın yurtiçinde kalması durumunda değeri düşmekte ve fiyatlar genel düzeyi artmaktadır. Fakat Smith burada paranın tedavülünün artışı kadar altın ve gümüş gibi madenlerle ikame etmesi durumunda tedavülü azalacağından aynı etkiyi yapmayacağı üzerinde de durmaktadır. (Smith, 2015a; 314-351) Ricardo'da benzer bir şekilde tedavüldeki para bolluğunun paranın değerini düşüreceği üzerinde durmuş ve tedavülün sınırlı olması gerektiğini vurgulamıştır. (Ricardo, 2008a: 19) Genel olarak bakıldığında monetarist ve klasik bakış açısı öncülerinin parayı dışsal olarak kabul ettiği ve merkez bankalarının sistemdeki paranın miktarında temel belirleyici olduğu üzerinde durduğu görülmektedir. Külçeçiler ve nakit okulu savunucuları ile benzer çıkış noktasından bakarak para arzının kontrollü olması gerektiği ve sistemdeki para arzı artışlarının parayı basan kurumların kontrolünde olduğu üzerinde durmuşlardır.

İngiltere'de uygulanan para politikasına yönelik eleştirileri de içeren Radcliffe raporu ise 1959 yılında yayınlanırken paranın dışsallığı konusuna da likidite kanalı vurgusu ile yeni bir bakış açısı getiren; savaş ve sonrası dönemin yüksek enflasyonunu da dikkate alan bir rapor olmuştur. Bu raporda faiz oranlarına müdahale edilmesi ve bankalar tarafından verilen kredilerin sınırlandırılması ile enflasyon kontrolünün yeterli olmadığı üzerinde durulmuştur. Raporun temel vurgularından biri para arzı kontrolünün önemsizleşmesi ve aslında asıl belirleyici olanın sistemdeki likidite olduğudur. Burada harcamaların sadece varolan para ile değil; elde edilebilir para miktarı, satışlar vb gibi beklenen gelir, eldeki varlıkların satılması ya da borçlanması ile ulaşılabilir para ile belirlendiği üzerinde durulmuştur. Faiz oranlarının ise alternatif likidite alanlarını da dengede tutacak ve kontrol edecek şekilde ayarlanmasının para arzını sınırlamaktan daha

önemli olduğu belirtilmiştir. Raporda ayrıca reel sektörün para politikası ile sınırlandığı durumda alternatif kanallara yönelebilmesinin de enflasyonist etkiyi sürdürebileceği belirtilmiştir. (Katz, 1959) Bu sebeple Radcliffe raporu para arzı miktarını ikinci plana atarken; faiz politikası ve talep edilen kredi miktarını sınırlamanın da ötesinde temel belirleyicinin sistemdeki likidite olduğuna dikkat çekmiştir.

Post-Keynesyen yaklaşımın öncüleri de parayı içsel olarak kabul eden görüşü benimsemiştir. Minsky 1957 yılındaki çalışmasında para politikasının etkinliğinin sistemdeki talebe göre şekilleneceğini vurgulamıştır. Özellikle enflasyon kontrolü için yapılan daraltıcı para arzının ve faiz artışlarının ekonomideki para talebinin yüksek olması halinde yetersiz kalacağını göstermiştir. Çünkü bu durumda eğer herhangi bir sınırlama da yoksa finansal şirketler ve bankalar yeni ürünler geliştirerek; nakit yerine daha az likit olan ürünleri sisteme sürecek dolayısıyla da para talebini bir şekilde karşılayacaktır. Paranın dolanım hızını da arttıran bu süreçler aslında enflasyonist etkiyi dizginlemek yerine riskli de olması ihtimal yeni finansal ürünleri sisteme sürerken; daha az likit olan bu ürünlerin de olası krizlere karşı kontrol edilmesini de gerektirecektir. Bu sebeple Minsky para arzının çok güçlü bir şekilde sınırlandırılmasını desteklerken, faiz artışlarını da önermiş; fakat temel belirleyicinin para talebi olduğunu ve finansal yeniliklerle de bu talebin karşılanmaya devam edeceğini vurgulamıştır. Minsky paranın içselliğini kabul ederken, finansal yeniliklerin etkisini de tartışmaya açarak yapısal içsellik kavramını da gündeme getirmiştir. (Minsky, 1957)

Kaldor da parayı dışsal kabul eden yaklaşımı para talebini sabit alması sebebiyle eleştirmiştir. Kaldor'a göre para talebi daha dinamiktir. Friedman'ın kişilerin reel gelirinin belirli bir oranını para olarak tuttuğunu kabul etmesi; bu kişilerin kim olduğuna, kısa vadeli beklentilere, alternatif finansal varlıkların getirilerine göre değişeceğinden para talebi sabit değildir. Kaldor'da Radcliffe raporu üzerinde dururken para politikasının

faiz kanalı ile kredileri sınırlandırmasının, firmaları alternatif kanallara yönlendirmesi sebebiyle paranın dolanım hızını arttırdığını desteklemiştir. Bir diğer ifade ile monetarist yaklaşımın paranın dolanım hızını da sabit almasını eleştirmiştir. Bu sebeple Kaldor hem para talebini hem de paranın dolanım hızını sabit kabul eden yaklaşımları reddetmiştir. Kaldor da tıpkı Minsky gibi para arzının sınırlandırıldığı ve hatta faizin arttırıldığı dönemler de bile eğer sistemde alternatif kanallarla bankalar ve firmalar borç bulabiliyorsa para arzının artmaya ve kredi talebinin karşılanmaya devam edeceğini vurgulamıştır. Para talebi artışı para arzı artışına göre değil; para arzı artışı para talebi artışına göre belirlenmektedir; bir diğer ifade ile dışsal değil içseldir. (Kaldor, 1970)

Moore ise merkez bankalarının, kredi talebini karşılayabilmesi için (hedef faiz oranlarında) her zaman yeterli bir para arzı olmasını sağlamak zorunda kaldıklarını, ticari bankaların kredi verme kabiliyetinin yalnızca kredibilitesi olan borçluların para talebiyle sınırlı olduğunu savunur. Bu bakış açısı aynı zamanda Moore'un ana akımın tersine kredilerin mevduata ve rezerv artışına neden olduğunu açıklayan yataycılık (horizantalizm) görüşünün de temelidir. Yataycılık görüşüne göre özel banka rezervleri merkez bankaları tarafından yönetilmemektedir. Tam tersine merkez bankası tarafından belirlenen faiz oranı özelinde talep tarafından belirlenmektedir. Karşılanan kredi talebi mevduatı desteklerken, yeni durumda rezervleri arttırmakta ve yeni kredi talebini karşılamaktadır. Moore'un yataycılık görüşü de post-keynesyenlerin parayı içsel kabul eden yaklaşımını farklı bir şekilde desteklemektedir. (Moore, 1988; Moore, 1988a)

Post keynesyenlerin paranın içsellliği üzerindeki tartışmaları uyumsalcı ve yapısal içsellik olarak iki farklı görüş üzerinde ayrılmıştır. Uyumsalcılar faiz oranlarının Merkez bankaları tarafından belirlendiği durumda, para arzının kredi talebine göre şekillendiği ve içsel olduğu görüşünü savunmaktadır. Bununla beraber yapıalcılar belirlenen faiz oranı altından para arzının yine kredi talebine göre belirlendiğini belirtmekle beraber; merkez

bankalarının para arzını sınırlandırması halinde bile bankalar tarafından para arzının yeni ürünlerle ve farklı kaynaklarla arttırılabileceğini destekler. (Pollin, 1991) Para arzının içselliği tartışmaları uygulanan politikaların makro düzeyde değil, banka davranışlarını ve kredi talebini de içine alan daha mikro ve geniş düzeyde gözlemini önemsemektedir. Bununla beraber yukarıda da bahsi geçen bazı post-keynesyenler faiz politikalarını da içselleştirerek, faiz oranlarının da iç piyasada şekillendiği üzerinde durmaktadır. Tüm bu tartışmalar aynı zamanda uygulanan makro politikaların ülkelere özgü dinamiklere göre etkisinin de farklılaşacağını göstermektedir.

Yeni Konsensus yaklaşımı (yeni neo-klasik sentez) klasik ve keynesyen akımların sentezini içermekle beraber; para arzını kontrol ederek işsizlik, enflasyon ve büyüme gibi değişkenlerin de kontrol edilebileceğine dair görüşlere karşı bir akım olarak çıkmıştır. 1980 ve öncesi uygulanan politikalardan parasal büyüklüklerin kontrol edilerek işsizliğin ve enflasyonun kontrol altına alınamadığı görülmeye başlanmıştır. Bu sebeple yeni konsensus yaklaşımı parayı içsel olarak değerlendirir. Buna göre parasal genişleme durumunda artırılan para arzı değil içsel dinamikler para miktarını ve dolayısıyla da büyüme değişkenlerini belirlemektedir. Ülkelerin içerisindeki kredi mekanizması, kredi dinamikleri, bankacılık yapısı, finansal piyasalar para miktarının belirleyicisi olduğundan, ekonomilerdeki para talebinin yönü fiyatları ve büyüme dinamiklerini belirlemektedir. Para politikasının ise faiz kanalı ile doğrudan kredi mekanizmasını etkilemesi sebebiyle etkin olduğu görüşü hakimdir. (Goodfriend ve King, 1994: 237) Bu bakış açısı kredi artışındaki değişimin mevduatı artırdığını kabul etmektedir, yani mevduat arttığı için kredi artmamaktadır. Bu sebeple para politikasının para arzını arttırmak kanalıyla genişlemeci bir politikaya gitmesinin etkisini para arzı değil içsel dinamikler belirlemektedir. Para arzının içsel olduğu durumda ise politika aracı olarak faizlerin kullanılması ve talebin harcamalar kanalıyla yönlendirilerek enflasyonun

kontrol edilmesi savunulmuştur. Para politikasının talepteki savrulmaların deflasyonist veya enflasyonist etkilerini faiz kanalıyla kontrol altına alabileceği düşünülse de uzun vadede fiyat ve ücretlerin esnek olması sebebiyle büyüme etkisinin olmayacağı görüşü hakimdir.

Para arzının ve hatta faiz politikasının içsel ya da dışsal olması üzerindeki tartışmaların çıkış noktası Merkez bankalarının sistemdeki etkinliğini de ayrıca öne çıkarmaktadır. Para arzı artışlarının ya da azalışlarının arz eden tarafından belirlendiği bir sistemde net etkinin de aynı yönlü olması beklenebilir. Benzer bir şekilde faiz kanalının da aynı oranda kredi mekanizmasını ve süreçleri etkilemesi beklenir. Fakat politikaların dışsal değil de içsel olduğu üzerindeki tartışmalar hem talep kanalının hem de sistemdeki kredi sağlayıcıların ve yeniliklerin de etkili olduğu üzerinde durmakta, bu da politika etkilerinin farklılaşmasına sebep olmaktadır. Burada piyasa mekanizması, kredi talebi ve finansal yeniliklerin düzeyi para arzı artışları ve faiz politikalarının yönünü belirlediğinden daha önemli hale gelmektedir. Bu sebeple eğer para arzı ülkelerin sistemlerinde içsel olarak yani sistem içerisindeki talebe göre belirleniyorsa o zaman küçülen ekonomilerde para arzının arttırılmasının doğrudan üretim ve yatırıma gitmesini, kredi kanalına yansımaları da bekleyemeyiz çıkarımı da yapılabilir. Bu sebeple bu durum politikaların etkinliğini sadece kısa dönemde değil, uzun dönemde de değiştirebilmekle beraber, ülkelere göre de farklılıklar gösterebilir.

1.3 Genişlemeci Para Politikalarının Büyüme Etkinliğine Dair Tartışmalar

Para politikasının büyüme üzerindeki etkinliği tartışmalarının uzun vadedeki enflasyonist etki sebebiyle olumsuz; belirli koşulların sağlanması halinde ise olumlu olacağı üzerinde literatürde yer aldığı görülmektedir. Bu bölümde farklı bakış açılarına ve politikaların etkinliği üzerindeki tartışmalara yer verilecektir.

1.3.1 Para Politikasının Etkinliğini Savunan Görüşler

Para politikasının büyüme üzerindeki etkinliğinin uzun vadede ya da belirli koşullar altında olacağını savunan görüşleri keynesyen, post-keynesyen, yeni-keynesyen ve yeni-konsensus bakış açıları altında değerlendirmek mümkündür. Literatürde bu grubu genişletici para politikasını doğrudan enflasyonist etkisi sebebiyle eleştiren temel yaklaşımların dışında, büyüme üzerinde daha etkin olduğunu veya olabileceğini aktaran görüşleri sebebiyle ayırmak mümkündür. Bu grubun temel varsayımları aşağıda özetlenmiştir.

- Keynesyen bakış açısı her ne kadar maliye politikasına daha yüksek önem atfetse de belirli koşullarda para politikasının efektif talebi ve yatırım artışını destekleyeceğini savunmaktadır. Keynesyen bakış açısında genişlemeci para ve maliye politikalarının etki yönü efektif talep artışından üretime ve büyümeye doğrudur. Bu sebeple daralan ekonomilerden çıkış stratejisinin parasal veya mali genişleme ile olacağı savunulur. Fakat özellikle de kriz ve daralma dönemlerinde para politikasının düşük faizlerle ve parasal genişleme ile yatırımları teşvik gücü beklentiler kanalıyla zayıf kalacağından maliye politikasına daha büyük rol atfedilir. Parasal genişlemenin faizleri düşürmesi ile tüketim kanalıyla, yatırımları, istihdamı ve büyümeyi artırması ise bir takım koşulların gerçekleşmesine bağlanmıştır. Bunlar tam istihdam koşulunun altında olunması,

beklentilerin olumlu olması, yatırımların getirilerinin yüksek olması, ücret artışlarına rağmen firma maliyetlerinin üzerinde kar elde edilebilmesi, likidite tercihinin yüksek olmayacağı ama yatırımların da destekleneceği bir faiz oranının olması gibi faktörlerdir.

- Post Keynesyenler maliye politikasının para politikası ile desteklenmesi gerektiğini savunmakla beraber, belirli koşulların sağlanması halinde büyümenin para politikası ile arttırılabileceğini düşünmektedir. Post Keynesyen bakış açısı genişletici para ve maliye politikalarının büyümeyi destekleyebileceğini kabul etmektedir. Bununla beraber genişlemenin büyümenin ve harcamalar sonrası toparlanma gereksiniminin döngüselliğini de göz önünde bulundurur. Politika bileşenlerinin etkinliği ekonominin kaynakları ne derece etkin dağıttığı ile ilişkilendirilirken, fiyatlar genel düzeyindeki artışın seviyesi de bu etkinliğe bağlı görülmektedir. Bu sebeple enflasyonist etkinin hangi durumlarda sınırlandırılabilceğine dair de önerileri bulunmaktadır. Para politikasının belirli şartların sağlanması halinde büyümeyi destekleyeceği öngörülürken, maliye politikasına ise daralan dönemlerde büyük önem arz edilmiştir. Diğer taraftan ülkelerin yapısal sorunları da parasal genişleme ve düşük faiz sonrası yatırımların arttırılabilmesinde temel etken olarak belirtilmiştir. Kredi politikasının ise genele yaygın olması, yatırımları destekleyici yönde dağıtılması, para bolluğunun spekülatif amaçla kullanımının önlenbilmesi ise büyüme için gerekli bulunmaktadır. Diğer koşullar altında ise atıl kullanılan para üretici ve tüketici enflasyonunu artırarak büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Parasal genişlemenin çok düşük bir faiz oranı ile tüketim artışında etkili olabileceği görülse de asıl etkinin yatırım kanalıyla gelebileceği savunulmaktadır. (Figura, 2005: 23)

- Yeni Keynesyenler ülke dinamikleri, ortalama fiyat düzeyi, yapısal çerçeveyi de içeren çok yönlü bakış açısı ile para politikasının etkinliğini savunmaktadır. Yeni Keynesyen bakış açısı genişletici politikaların büyüme üzerindeki etkilerini daha çok enflasyonist etkisi çerçevesinde incelemiş ve büyümenin uzun vadede sağlanabilmesine öncelik vermiştir. Genel kanı parasal genişlemenin beklenen ya da beklenmeyen olmasından bağımsız olarak toplam talepteki artışı daha fazla sağlaması sebebiyle büyümeyi artıracığı yönündedir. Bununla beraber politikaların etkinliğinde ülkelerin enflasyon düzeyi öne çıkarken, yapısal değişkenler kadar, fiyatların ülke dinamiklerine göre katı ya da esnek olması, fiyatlar genel düzeyinin yıllar itibariyle değişimi de büyümede belirleyici olarak vurgulanmıştır. Yeni Keynesyenlerin tartışma alanlarından bir diğeri ise her daralma döneminin genişletici politikalarla aşılp aşılmayacağıdır. Ekonomide daralmaya sebep olan etkenleri de sorgulayarak politika etkinliğine farklı bir yönden bakmışlardır.
- Yeni Konsensus yaklaşımı istikrar, güven ortamı ve enflasyonun kontrol altına alındığı koşullarda para politikasının büyümeyi destekleyeceği üzerinde durmaktadır. Parasal büyüklüklerdeki artışın büyüme ve diğer değişkenlerde etkili olduğunu kısmen kabul ederken, parayı içsel olarak değerlendirmektedirler. Asıl etkinin ise talep kanalı ile geldiğini bunun ise faizler üzerinden enflasyonu da kontrol altına alarak yapılması gerektiğini kabul etmektedirler. Yeni konsensus yaklaşımının temel varsayımları büyüme ve dinamiklerine bakış açısını anlamak açısından da yol gösterici olmaktadır. Buna göre para politikasının fiyatlar düzeyinde kademeli iyileşme sağlaması ile reel ekonomik aktiviteler üzerinde önemli bir etkisi olduğunu ve bu etkinin yıllar sürdüğünü savunurlar. Uzun vadede enflasyon ve reel aktiviteler arasında ödünleşme düşüktür. Fiyat

bozukluklarını önleyeceği için enflasyonun giderilmesi önemli görülmektedir. Para politikasının başarılı olmasında güvenilirlik öne çıkmaktadır. Bunlarla beraber yeni konsensus yaklaşımı genişlemeci politikalar öncesi enflasyon düzeyinin yüksek olması durumunda, daraltıcı ya da genişletici politika setleri yerine çıktıyı potansiyel düzeyinde ve fiyatları sabit tutacak nötr para politikasını önceliklendirmektedirler.

Bu sebeple bölümde bu dört bakış açısının politika üzerindeki değerlendirmeleri üzerinde durulacaktır. Bununla beraber genişletici para politikalarına faiz ve parasal genişlemenin büyüme üzerindeki etkisi ile enflasyon büyüme ödünleşmesi özelindeki yaklaşımları da ayrıca ele alınmaya çalışılmıştır.

1.3.1.1 Faiz ve Büyüme İlişkisine Dair Görüşler

Keynes doğrudan faizlerin indirilmesini; parasal genişleme kanalı üzerinden incelemiştir. Parasal genişlemenin sağlanması halinde faizlerin de düşeceği üzerinden değerlendirmelerde bulunmuştur. Nihai olarak oluşan faizin etkilerini ise farklı açılardan yorumlamıştır. Parasal genişleme ve faiz şartı sağlandıktan sonra gerçekleşen efektif talep artışının bu süreçte istihdamı da destekleyeceği düşünülmektedir. Tartışılan temel konu ise talep artışının ve düşen faizlerin ne kadarının yatırıma dönüşerek büyümeyi destekleyeceğidir. Parasal genişlemenin faizleri ne kadar düşürmesi halinde yatırımların artacağı ve ne kadarlık yatırımın istihdam artışını destekleyeceği de önemli olmaktadır. Keynes tasarrufların tamamen yatırımlara gideceği tezini eleştirirken; sermayenin marjinal etkinliğinin faiz oranlarından daha hızlı düşmesi durumunda yatırımları, istihdamı ve dolayısıyla büyümeyi desteklemeyeceğini de savunmuştur. Bu sebeple kar beklentisinin çok düşük olduğu durumlarda para politikasının yatırımlar kanalı ile büyüme üzerinde etkisi olmamaktadır. Bir diğer nokta ise faizlerin çok düşük olduğu durumlarda parasal genişlemenin elde nakit para tutumunu (likidite tercihi) artırması

sebebiyle para politikasının etkinsiz olacağıdır. Burada faiz oranının tam istihdam düzeyini temsil eden bir seviyesi olduğı düşünöldüğünden, bu oranın altında ihtiyat ve işlem amacıyla tutulan paranın enflasyonist etkisinin kaçınılmaz olacağı da kabul edilir. (Keynes, 2010a; 177, 181, 262) Parasal genişlemenin talep kanalı ile büyüme üzerindeki etkisinin olumlu olması için yatırımlar için gerekli minimum faiz oranına ulaşılması gerekmektedir. İstihdamı oluşturacak faiz düzeyi ile ödünç alanlar ve ödünç verenleri biraraya getirebilecek ya da bir diğör ifade ile servet sahiplerinin razı olduğı faiz düzeyi arasındaki çelişki parasal genişlemenin büyüme üzerindeki etkisinde belirleyici olmaktadır. (Keynes, 2010a: 263)

Keynes parasal genişleme sonucu düşük faizlerin büyüme üzerindeki etkisini de ölkelere göre ayrıştırmaktadır. Bu ayrımı yaparken zengin ve fakir ölkede faiz indiriminin etkisinin de farklılaşacağı üzerinde de durmaktadır. Fakir bir ölkede oluşan çıktının büyük bir kısmının tüketim eğilimi sayesinde küçük bir yatırımı dahi desteklediğı ve tam istihdam düzeyine daha hızlı ulaşıldığını savunmaktadır. Zengin ölkelerde ise tasarruf çok yüksek olduğundan bu tasarrufların yatırıma gitmesi için hem daha düşük faiz oranları gerektirmektedir hem de tasarruflar doğrudan tüketime aynı oranda gitmediğı için yatırımlar fakir ölkedeki gibi bir tüketimle desteklenmemektedir. (Keynes, 2010a:37) Bu sebeple düşük faiz oranının büyümeyi destekleyip desteklemeyeceğı de öлке zenginliğine göre değişmektedir. Faiz oranlarındaki artışın ise tasarrufları artırırken yatırımları durduracak boyutta olması halinde ise yeni gelir ve istihdam oluşmayacağından kişilerin gelirleri ya değişmez ya da azalır. Keynes bu durumu aynı zamanda tüketimi azaltması sebebiyle yine uzun vadede büyümeyi yavaşlatan bir unsur olarak görür. (Keynes, 2010a; 99-103)

Post-Keynesyenler daralan ekonomilerde açık piyasa işlemleri aracılığıyla efektif talebi ve yatırımları artırmanın tek yolunun kısa ve uzun vadede faizleri indirmekten

geçtiği üzerinde durmaktadır. (Kalecki, 1946b:82) Bu sebeple parasal genişlemenin büyümeyi desteklemesi için yatırımı sağlayan faiz oranının sağlanması gerekmektedir. Ekonomik büyüme oranının ne kadar artması isteniyorsa faiz oranının o kadar yatırım artışını teşvik edecek düzeyde olması önemlidir. (Kalecki,1937c:714) Bununla birlikte kısa ve uzun vadeli faiz oranları kadar yatırım getiri beklentilerinin de belirleyici olduğu üzerinde durmuşlardır. (Figura, 2005: 23) Büyük firmalar açısından bakıldığında yatırım için gerekli ekipmanın ödeme döneminin en fazla üç yıla kadar olması, uzun yıllar yüksek getiri beklentisi halinde maliyetin yani faiz oranının önemsizmemesine sebep olmaktadır. (Shackle, 1961: 247) Uzun dönemli faiz oranları indirilse de yapısal sorunlar olması halinde yatırımları ve büyümeyi desteklemesinin beklenmesi de sorgulanmaktadır. Çünkü üretken yöntemlerin geliştirilmesi, ürünlerin tüketici tarafından tercih edilmesinin sağlanması veya ticaret kanalının iyileştirilmesi gibi sorunların olduğu ekonomilerde faiz etkisi çok daha uzun zaman alabilmektedir. (Shackle, 1961: 251) Özellikle daralan dönemlerden çıkış süreçlerinde işlem amaçlı para talebi arttığından faiz oranlarının yükselmesi de kaçınılmaz sonuç olarak görülmektedir. Aslında bu bakış açısına göre bankalar para arzını artırarak talep artışını karşılamak istediklerinde faizlerin düşmesi beklenmektedir fakat talebi karşılayacak kadar para arzı artışının olmaması faizleri yükseltmektedir. (Figura, 2005:23) Bu açıdan bakıldığında daralan ekonomilerde döngü değiştiğinde artan para talebi aynı oranda karşılanamadığından, kısa vadede faiz artışı olarak sonuçlanması beklenmekte bu sebeple yatırımları ve büyümeyi desteklemeyeceği düşünülmektedir. Fakat burada ekonomideki yatırım getiri beklentisi faizi yani maliyeti önemsiz hale de getirebilir.

Yeni Keynesyenler politika etkisini ücret ve fiyatlarda katılık olduğunu savunan bakış açısının yanında, tamamen esnek olduğunu savunan görüşlerle farklılaştırmıştır. Ücret ve fiyatların katı olduğu görüşü öne çıktığında para politikası ve genişletici

politikaların bu kanaldan etkisi zayıflamaktadır. Esnek olduğu kabul edildiğinde ise en ufak bir değişimin ekonomilere etkisi yüksek olmaktadır. Daralan bir ekonomi için düşünüldüğünde fiyatların katı olması şokun etkisini daraltırken, esnek olması şokla beraber aşağı yönlü etkinin çok daha yüksek olmasına sebep olacaktır. Bu sebeple fiyat katılıkları baz alındığında ekonomileri toparlayacak genişletici politikaların etkinsiz ya da gecikmeli etkisi beklenirken; esnek fiyatlar söz konusu olduğunda geçişkenliğin daha hızlı olması beklenmektedir. (Stiglitz ve Greenwald, 1993: 23-26) Diğer taraftan fiyatlardaki katılıkların tam bilgi veya eksik bilgi durumuna göre değişebileceği politika etkinliğinde belirleyici olacağı üzerinde durulmuştur. (Gertler, 1982)

Yeni Konsensus yaklaşımı politika aracı olarak kısa dönem faiz oranlarını kabul etmektedir. Diğer taraftan uzun vadeli faiz oranlarının yatırımlar ve para talebi üzerinde de daha fazla etkisi olması sebebiyle de para politikası öne çıkan politika aracı olmuştur. (Goodfriend ve King, 1997: 231-234) Para politikasının genişleyici olmasının büyüme üzerindeki en büyük olumsuz etkisinin enflasyon olduğu ve daha önceki literatürde de sebebin parasal genişleme olarak tanımlandığı görülmektedir. Bu sebeple parasal büyüklüklerin kontrol altına alınmaya çalışıldığı politikalar da belirli olmuştur. Fakat 1980 ve sonrası için parasal büyüklüklerdeki değişikliklerin enflasyona daha az etkili olduğu üzerindeki tartışmalar öne çıkmıştır. Bununla birlikte kontrol mekanizması da enflasyon hedefini baz alan faiz kuralının ya da parasal büyüklerin hedeflenmesi yerine sadece enflasyonun ortalamasına ve ortalamadan sapmalarına bakılarak belirlenen faiz politikasına kaymıştır. (Woodford, 2006; Gerlach, 2003) Ayrıca sadece çıktı açığı ve enflasyonu değil; istihdamı da dengede tutacak faiz kuralı dikkate alınmıştır. İstihdamın enflasyonist etki sağlayacak işsizlik düzeyinden sapmadığı bir faiz oranı hedeflenmiştir. İstihdamın artırıldığı genişletici politika setlerinin enflasyonist etkisinin yavaşlatılarak büyümenin sağlanması üzerinde de durulmuştur. Daralan dönemlerde faizlerin

azaltılması ve hatta sıfıra yakınsaması ile beklenen istihdam ve enflasyon hedeflerinin önceden belirlenerek ve kamuoyu ile paylaşarak başarılı olabileceği düşünülmektedir. İşsizlikteki düşme ve enflasyondaki artışın rakamsal olarak belirlendiği ve geleceğe dönük hedeflerin kullanılarak güven tesisinin sağlandığı ortamlarda fiyat ve ücret katılıklarının aşılması daha fazla parasal genişlemeye imkan sağlayacağı üzerinde durulmuştur. Bu şekilde büyümenin de daha az ödünleşme ile desteklenmesi hedeflenmektedir. (Campell, Evans, Woodford vd, 2012)

1.3.1.2 Parasal Genişleme ve Büyüme İlişkisine Dair Görüşler

Keynes'e göre parasal genişleme faiz kanalı üzerinden efektif talebi artırırken büyümeyi de desteklemektedir. Burada faizleri düşürecek parasal genişleme tutarı milli gelirin üzerinde ve gerekli olandan fazla bir genişlemedir. Böyle bir durumda dolaşımdaki paranın faizleri indirirken, efektif talebi ve devamında da ücretleri artırması beklenmektedir. Fakat parasal genişlemenin faiz oranını düşüreceğine yönelik inanın beklentiler kanalıyla da şekillendiği üzerinde durulur. Bir diğer nokta ise faizin tam istihdam düzeyine erişilene kadar düşürülmesi gerektiğidir. Bu oran sermayenin marjinal etkinliğinin altında kaldığı sürece yatırımlar desteklenmektedir. Tam istihdam düzeyine erişildikten sonra ise düşük tüketim eğilimi dahi olsa sermaye artışı sağlanabilmektedir. (Keynes, 2010a:316-317)

Post-Keynesyen yaklaşımda ise parasal genişleme sonucu oluşan kredi genişlemesinin büyüme için kontrollü olması gerektiği üzerinde durulmaktadır. Dengeli büyüme için yatırımların aşırı artması eleştirilirken, önemli sektörler arası dağılımın doğru yapılması gerektiği savunulmaktadır. Yüksek kredi, likit tercihine gidilmesine ve spekülasyon amaçlı kullanıma sebep olduğunda, üretilen ürünlerin azaltılarak fiyat artışlarına gidildiği ve enflasyonist etkilerin açığa çıktığı görülmektedir. Bu sebeple kontrollü kredi dağıtımı kadar; mevduat, devlet tahvili, kredi fiyatları arasındaki

spekülatif açığın yeniden fiyatlandırma yapılarak likit varlığın doğru kullanılmasının sağlanabileceği önerilmektedir. (Kalecki, 1955: 19-22) Bir diğer tartışma noktası ise daralan ekonomilerden çıkış stratejisinin bankacılık kredileri kanalı ile sağlandığı durumların büyümeyi ne derece kapsadığıdır. Burada ülkelerin bankacılık kompozisyonu (özel-kamu, büyük-küçük gibi) önemli hale gelirken, uzun vadeli ve sürdürülebilir büyümenin ancak tüm kesimlere kredi kanalının açılması ile olacağıdır. Bu yüzden sadece belirli segmentteki firmalara değil, ülke geneline yaygın ve tüm kademelere erişebilen bir genişlemeci politika desteklenmektedir. (Minsky, 1990a)

Yeni Keynesyen bakış açısı fiyatların katı ya da esnek olmasına göre politika etkinliğinin değişebileceğini belirtmekle birlikte; para arzındaki değişikliklerin piyasadaki tam bilgi ve eksik bilgi durumunda fiyatlara yansımalarının da farklılaşabileceğini savunmuştur. Fiyatlarda katılık olsa bile eksik bilgi durumunda para arzı değişimi her ne kadar sınırlı etkili olsa da; nominal ücretlerde daha fazla dalgalanmaya da sebep olabilmektedir. (Gertler, 1982) Bununla birlikte beklenmeyen bir para arzı değişiminin üç yılda çıktıya etkisini tamamladığını, fiyatlara etkinin ise fiyatlar katı olsa da olmasa da beş yıla kadar devam ettiğini gösteren çalışmalar bulunmaktadır. (Greenwald, Stiglitz, Hall vd, 1988: 217-218) Pozitif bir parasal şokun GDP üzerindeki artırıcı etkisinin, negatif bir şokun daraltıcı etkisinden daha düşük olduğu da bulgular dahilindedir. (Mankiw, Romer, Summers vd, 1988: 446) Yeni-Keynesyenler talep arttırıcı politikaları tartışırken etkinin büyümenin varyansına mı yoksa ortalamasına mı yönelik olduğunu ayrıca incelemiştir. Uzun vadede politika etkisi ortalama büyümeyi etkilemediği sürece sadece döngüsel varyanslara sebep olmakta ve nette nötr kalmaktadır. Genel tartışmalar sadece varyansta dalgalanmalara sebep olduğunu söylese de sürdürülebilir üretimin sağlanması halinde talep artışına yönelik politikaların ortalama büyümeyi artırırken, işsizliği de azaltabildiği yönündedir. (Mankiw, Romer, Summers vd,

1988) Daralan dönemlerde hiçbir politika değişikliğine gitmemektense genişletici politikaların daha yerinde olacağına dair çalışmalar bulunmaktadır. Bazı ülkelerin enflasyonu indirmek adına daraltıcı politikaları özellikle resesyon döneminde kullanmalarının işsizliği artırırken, enflasyonun ise yüksek işsizlik ortamında sabitlendiği görülmüştür. Böyle dönemlerde uygulanan sıkı politikaların ise ayrıca enflasyonu azaltıcı etkisi olmamaktadır. Bazı ülkelerin resesyon dönemlerinde uyguladığı para politikası ya da para politikası dışındaki genişletici şokların hem işsizliği azalttığı hem de uzun vadede enflasyonu da düşürerek ekonomide dengeyi sağladığı üzerinde durulmuştur. (Mankiw, Ball, Nordhaus, 1999: 190-192)

1.3.1.3 Enflasyon Büyüme Ödünleşmesine İlişkin Görüşler

Keynes artan para miktarının tüketim kanalıyla yatırımları ve çıktıyı artırırken, ücretleri ve fiyatlar genel düzeyini de artırdığını kabul etmektedir. Fakat tam istihdam düzeyinin neresinde olunduğu ve ekonomideki dengelerin fiyatların ne düzeyde değişeceğinde belirleyici olacağı vurgusunu yapmaktadır. Burada menkul kıymet alım satımlarının dengeli, tasarruf ve mevduatların normal düzeyinde ve tasarrufların yatırım maliyetlerine ve yeni yatırım değerlerine eşit olduğu durumda parasal genişleme kadar fiyat artışının olacağı vurgusu yapılır. Fakat gerçek hayatta bu dengenin olması imkansız olduğundan para miktarı, paranın dolanım hızı, büyüme ve fiyatlar genel düzeyi arasında kesin ve öngörülebilir bir ilişki bulunmamaktadır. Keynes'e göre temel belirleyici kredi kanalı olarak görülmektedir. (Keynes,1914:147,149) Parasal genişlemenin çıktı üzerindeki etkisinin efektif talep kanalıyla yansımaları ise tam istihdam koşullarına göre farklılaşmaktadır. Burada tam istihdam düzeyine ulaşıldıysa para artışı kadar fiyatlar genel düzeyi de artmaktadır, diğer durumda artış kısmi olmaktadır. Özellikle parasal artış ve talep artışının çıktıyı etkilemediği durumlarda oluşan fiyat artışının kronik ve kalıcı olduğu da vurgulanmaktadır. (Keynes, 2010a: 251-259) Efektif talep artışının üretilenler

üzerindeki değişim talebini de desteklemesi, üretim maliyetleri üzerinde de ayrıca bir baskı oluşturmaktadır. Bu sebeple Keynes ücretler ve diğer maliyetler kanalıyla oluşan maliyet baskısının ancak marjinal getirideki artışın daha fazla olması halinde çıktıyı artıracağını savunur. Böyle bir ortamda tam istihdama da erişebilmek mümkündür. Fakat sadece maliyet artışı görülürken üretim istenilen düzeyde olmadığında efektif talep artışının gerçek bir enflasyonist etkisi olduğu da vurgulanmaktadır. Parasal genişlemenin efektif talep artışı etkisi ile yeni gelir dağılımının oluşması ise tüketici gruplarını değiştireceğinden büyüme üzerindeki etki de değişecektir. (Keynes, 2010a: 152-153, 254-260)

Post-Keynesyen bakış açısı da genişletici politikaların fiyatlar genel düzeyinde artışa sebep olması durumuna temkinli yaklaşmıştır. Tüketilen ürünler kanalıyla enflasyonist etkinin olacağı kabul edilmektedir. Bu etki tüketici kadar üretici kanalından da gelebilmektedir. Örneğin aşırı genişleme olması halinde üretici doğrudan tüketime kayarak parayı atıl kullanabilmektedir. Böyle bir durumda istihdam desteklenmeyeceğinden parasal genişlemenin dengeli olması gerektiği önerilmektedir. (Kalecki, 1946b:82)

Yeni keynesyen modelde büyüme üzerindeki politikalar işsizlik, enflasyon ve ücretler üzerinden incelenmiştir. Talebi artırıcı genişletici politikaların kısa vadede büyüme, uzun vadede sadece enflasyonist etkisi olacağı üzerinde durmuşlardır. Devamında enflasyonu dengede tutmayı amaçlayan ya da azaltmayı hedefleyen bir politika ise işsizliği büyük oranda artırmaktadır. Böyle bir dönemde uygulanan politika ne kadar sıkılaştırıcı olsa da, fiyatların uyarlanması geçmiş ve gelecek beklentilerindeki katılıklar sebebiyle yavaş olmakta, ücret katılıkları ise istihdamı olumsuz etkilemektedir. Bu sebeple işsizlik ve enflasyon ödünleşmesi, enflasyonun kalıcılığına sebep olan ücretlerdeki katılık, genişletici politikaların sebep olduğu enflasyonist etki ile beraber

incelenmiştir. Sabit bir enflasyon hedeflemesi ile işsizlik oranını da enflasyonu etkilemeyecek doğal düzeyinde tutmaya, düşük enflasyon hedeflemesi ise işsizlik oranının doğal düzeyin üzerinde olmasına sebep olmaktadır. Burada ücretlerdeki katılık sebebiyle enflasyonun düştüğü dönemlerde işsizlik artmaktadır. (Akerlof, Dickens, Mankiw vd, 1996; Mankiw, 2001) Yeni-Keynesyenler politika etkinliğine bakarken aynı zamanda mevcut enflasyon düzeyini de göz önünde bulundurmuştur. Toplam talebi artırıcı genişletici politikaların büyüme üzerindeki etkisinin ülkelerin ortalama enflasyon düzeylerine bağlı olduğunu savunmuşlardır. Özellikle çıktı-enflasyon ödünleşmesi üzerinde yapılan çalışmalarda etkinin ortalama enflasyona bağlı olduğunu vurgulamışlardır. Örneğin ortalama enflasyonun yüzde 5'ten yüzde 10'a çıkması çıktıdaki sapmanın %2,1 azalmasına sebep olmaktadır. Ortalama enflasyonun yüzde 5 olduğu bir durumda toplam talep artışı çıktıyı daha belirgin etkilemektedir. Enflasyonun yüksek olması çıktıdaki sapmayı da daraltmaktadır. Düşük enflasyon olan ülkelerde toplam talepteki dalgalanma çıktıyı daha büyük etkilerken; yüksek enflasyon olan ülkelerde ise toplam talepteki değişim fiyatlara daha hızlı yansımakta ve nominal talebin etkisini azaltmaktadır. Bu sebeple; Yeni Keynesyen bakış açısı; enflasyon-çıktı arasındaki ödünleşmenin ülkeler arasındaki farklılıklarının sebebini ortalama enflasyona bağlarken, talep farklılıklarını ve eksik bilgiyi gerekçe gösteren yeni klasiklerden ayırmaktadır. (Ball, Mankiw, Romer, Yellen vd., 1988)

Yeni Konsensus yaklaşımında para politikasının dengeli büyümeyi sağlaması için enflasyon ve büyüme ödünleşmesine etkileri önemsenmiştir. Fiyat dalgalanmalarının büyüme üzerindeki olumsuz etkisi dikkate alınarak politika tercihlerinin fiyatları sabit tutacak şekilde yapılması önceliklenmiştir. Para politikasının enflasyona etkisi maliye politikasına yansımaları ile de ölçümlenmiştir. Para politikasının; kamu mali borçluluğunun reel faiz ödemeleri kanalına faiz ve fiyat mekanizmasına etki ederek

olumlu ya da olumsuz yansımaları olabileceğinden dengeyi sağlayacak hedeflere ulaşılması önerilmiştir. Mali borçluluğun senyoraj gelirine gereksinim duymasına, artırılan vergilerin ekonomik aktiviteleri sınırlandırarak veya fiyatlara yansiyarak enflasyon büyüme dengesine zarar verecek boyutlara gelmesine sebep olmayacak para politikası stratejisinin benimsenmesi önceliklenmiştir. Bir diğer ifade ile faiz politikasının sadece arz ve talep üzerindeki fiyat kanalına etkisini değil, mali borçluluk kanalı ile gelebilecek vergi artışlarının bozucu etkisi kaynaklı fiyat artışlarına etkisi de öne çıkmıştır. Bu sebeple büyüme enflasyon ödünleşmesinde para politikasına öncelik verildiği görülmektedir. (Woodword, Benigno, 2003; Walsh, Woodward, 2003) Yeni konsensus yaklaşımı para talebine ve yatırımlara dönük uzun dönem faizleri etkilemesi sebebiyle para politikasına önem vermektedir. Fakat sadece finansal alanla sınırlı kalmayıp, ücret-fiyat ve tüketim-yatırım dengesini de dikkate aldığı söylenebilir. Büyümenin üzerindeki en büyük ödünleşme enflasyon kanallı görüldüğünden enflasyonu toplam talep kanalı ile kontrol altına almayı hedefleyen bir bakış açısı hakimdir. Toplam talebi artıran bir para politikası tıpkı vergi indirimi gibi etki yaparak çıktı ve istihdamı artırmaktadır. Fakat uzun vadede sadece düşük enflasyon (sıfıra yakın) oranında çıktı ve reel aktivite arasındaki ödünleşme düşük olmaktadır. Bu sebeple enflasyonun stabilize edilmesi önerilir. Burada talep ve maliyet şoklarına firmaların verdiği tepkiler önemli hale gelmektedir. Firmaların üretim maliyetlerinin üzerine ekledikleri mark-up fiyatları üretim ve satış üzerinde tıpkı vergi gibi etki ettiğinden istihdam ve büyüme dalgalanmalarında belirleyici olmaktadır. Firmalar sadece kar maksimizasyonu durumunda değil aynı zamanda şoklar karşısında da bir mark-up belirlemektedir. Enflasyon beklentisi de fiyatlarda belirleyici olmaktadır. Enflasyon beklentisinin düşük olduğu durumlarda firmalar kaynaklı mark-up fazla etkilenmediğinden istihdam ve çıktı toplam talep tarafından belirlenmiş olmaktadır. Böyle bir durumda kısa vadede toplam

talep büyüme, büyüme ise mevcut üretim potansiyelinde istihdamı olumlu yönde etkilemektedir. (Goodfriend, 2004a) Yüksek enflasyon ortamında ise parasal genişleme ile firma mark-upları da etkilendiğinden enflasyonist etki daha da artmakta bu da ortalamada en az %10 yıllık enflasyon artışı ile sonuçlanmaktadır. Bu sebeple toplam talep ve arz şoklarının para politikası ile kontrol edildiği bir büyüme sağlıklı bulunmaktadır. Çünkü enflasyonun düşük olmadığı her durumda gerek geçmiş fiyat beklentileri kanalı, gerek maliyetler ve gerekse de gelecek öngörüsü sebebiyle fiyatların firma mark-upları ile birlikte daha fazla artması riski mevcuttur. Bu sebeple genişleyici bir para politikası eğer mevcutta sıfıra yakın bir enflasyon yoksa mark-up etkisiyle de beraber enflasyonist olmakta ve büyüme olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle büyüme için genişleyici değil, nötr para politikası uygulanmasını önerirler. Burada amaç toplam talebi bozucu etki yapmayacak ve nihai sonucunda mark-upları da sabitlemiş olacak bir politikadır. Böyle bir politika beklentiler kanalı ile enflasyon yapışkanlığının da önüne geçebilmektedir. Enflasyonun sıfıra yakın olmadığı bir ekonomide genişleyici bir politika yerine; toplam talebin para ya da maliye politikası kanalı ile azaltılarak harcamaların ürünlerin değerinden daha fazla olmamasının hedeflenmesi ve enflasyonla mücadelenin önceliklenmesini büyüme için gerekli bulmaktadırlar. (Goodfriend ve King, 1997) Enflasyonun düşük olması enflasyon ve deflasyon korkusunu da elimine edeceğinden, güvenilirliği de artırarak büyüme ve fiyatlardaki dengesizliği de önlemektedir. Bu sebeple yeni-konsensus yaklaşımı büyüme için firma mark-uplarının karın üzerinde artışına engel olacak faiz politikasının uygulanmasını, fiyatlar kanalıyla gelebilecek istihdam ve büyümedeki dalgalamaların giderilmesini önermektedir. (Goodfriend, 2004a)

1.3.2 Para Politikasının Sınırlı Etkisinin Olduğunu Savunan Görüşler

Para politikasının büyüme üzerinde sınırlı etkisi olduğu görüşünde birleşen yaklaşımların açıklamalarındaki ortak nokta uzun vadede genişlemenin sebep olduğu enflasyonun büyüme üzerindeki olumsuz etkisidir. Bu sebeple bu bölümde klasik, monetarist ve yeni klasik yaklaşımların görüşlerine yer verilecektir. Bu üç bakış açısının temel varsayımlarını aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

- Klasik bakış açısının parasal genişleme ve faiz kanalıyla yapılan genişlemeci para politikalarının büyümeye etkileri üzerinde farklı değerlendirmeleri bulunmaktadır. Genel kanı para miktarındaki artışın fiyatlar genel düzeyinde artışa ve paranın değer kaybına uğramasının bozucu etkisi üzerinedir. Paranın finans piyasalarında veya spekülâtif amaçlı kullanımı ya da yurtiçinde altın vb. varlıklarla paranın ikamesi halinde fiyat artışının önüne geçilebilmektedir. Parasal bolluk ise kredi kanalı yoluyla da gerçekleşen harcamaların etkinliğinde savrulmalara ve spekülâtif davranışlara sebep olacağından refahı bozmaktadır. Parasal genişleme sonucu yurtdışına çıkan parada artış beklenmekte ve ancak ticarete kullanılması halinde büyümeyi desteklemektedir. Faiz kanalı ve kredi genişlemesi ise ancak yatırımlara aktarım halinde büyümeye destekleyici bulunmakta, tüketime kayması halinde ise sadece fiyat etkisi olmaktadır. Diğer taraftan getiri beklentileri olumlu olduğu sürece parasal genişleme büyümeye katkı sağlamaktadır. Benzer şekilde para arzı artışı ile finansman halinde de enflasyonist etki ile karşılaşılmaktadır. Bu sebeple klasik yaklaşım açısından bakıldığında genişletici para politikasının sadece belirli durumlarda büyümeyi desteklemesi beklenmektedir.

- Monetaristler parasal ve mali genişleme ile büyümenin destekleneceği düşüncesine uzun vade perspektifinde eleştirel yaklaşmaktadır. Parasal

genişlemenin istikrarsızlığa sebep olacağı görüşü hakim olduğundan; parasal büyüklükler üzerinden tanımladıkları genişlemenin kontrollü olması gerektiğini savunmuşlardır. Bu sebeple kontrollü parasal genişleme kuralları geliştirmişlerdir. Kısa vadede parasal genişlemenin büyümeyi olumlu etkilemesi beklense bile uzun vadede fiyat etkisi öne çıkmaktadır.

- Yeni-Klasik yaklaşım rasyonel beklentileri ve büyüme-istihdam-enflasyon arasındaki ödünleşmeyi temele alan bir perspektif getirmiştir. Beklentilerin iki yönlü etkisi üzerinde durulmuştur. Birincisi parasal genişlemenin büyüme, gelir ve gelecek hakkında olumlu beklentileri beraberinde getirmesi halinde etkili olacaktır. İkincisi ise fiyat ve ücretlerin hızla artışa uyarlanmaması için parasal genişlemenin beklenmiyor olması gerekmektedir. Fakat rasyonel beklentilerin uzun dönemde yerini bulacağı savı parasal genişlemenin enflasyonist olacağı ve büyüme etkisinin nötralize edileceği sonucuna varır. Bu sebeple uzun vadede para politikası etkinsizdir.

1.3.2.1 Faiz ve Büyüme İlişkisine Dair Görüşler

Klasik yaklaşımda düşük faiz politikasının genişletici etkisinin büyümeye katkısına Ricardo olumlu yaklaşırken Mill eleştirel bakmıştır. Buna göre Merkez Bankaları'nın piyasayı fonlarken kullandığı faiz oranının kredi faiz oranının altında olması tüccarları ve ticareti desteklemektedir. (Ricardo, 2008a: 393,394) Genişlemeci para politikasının krediler üzerindeki etkisi ise kredinin tüketiciye verilmesi halinde verimsiz alana sermayenin kaymasına sebep olacağından toplam kamusal refahı azaltmaktadır. Diğer taraftan belirli ürünlere talebin artmasını sağlayacağından fiyatların artmasına sebep olmaktadır. Burada tüketicinin düşük faiz kanalı ile elinde sahip olduğu para kadar, daha sonra elde etmeyi umduğu paranın kredi kanalıyla fiyatlara etkisi üzerinde durulmaktadır. Bu açıdan bakıldığında kredi kanalının büyüme etkisi

verimsizliğe ve fiyat artışına sebep olacağından olumsuz değerlendirilmektedir. (Mill, 2009: 381-382, 393) Faiz kanalıyla da gerçekleşen parasal genişlemenin toplumsal refaha bir diğer ifade ile büyümeye kredi kanalından yatırımları artırarak katkı sunmasının ise kişisel davranışlara ve üretimin getirisine bağlı olduğu savunulmaktadır. Piyasada ne kadar para olduğundan çok üretimin getirisi yatırımları belirlemektedir. Bu sebeple refah artışı normal dönemlerde borç alanların tercihlerine bağlı iken kriz dönemlerinde ise borç verenlerin tercihine bağlı kalmaktadır. (Mill, 2009: 399)

Monetaristler faiz politikasını parasal genişleme ile birlikte ele alırken; bütünsel etkinin ölçümü üzerinde değerlendirmelerde bulunmuşlardır. Parasal genişlemenin hızla arttığı durumlarda faiz oranları yüksekken, yavaş arttığı durumlarda faiz oranları düşük kalmaktadır. Bu sebeple yüksek faiz sıkı para politikası ya da düşük faiz geniş para politikası anlamına her zaman gelmemektedir. Bunun gibi parasal genişlemenin büyüme üzerindeki etkisinin de faizler üzerinden değerlendirildiği dikkate alındığında etkinin ölçümünün zor olduğu, üretim ve harcama süreçlerinin zaman alması sebebiyle 6 ile 9 ay arasındaki artışa bakılması gerektiği söylenmiştir. Friedman'a göre parasal genişlemenin en belirgin etkisi sermaye piyasaları üzerinde görülmekte, buradaki varlıkların alım satımı daha hızlı gerçekleşmektedir. (Friedman, 1969c: 6)

1.3.2.2 Parasal Genişleme ve Büyüme İlişkisine Dair Görüşler

Klasik bakış açısında parasal genişleme kanalıyla büyümenin nasıl olacağına dair yaklaşımlar farklılaşmaktadır. Smith'e göre bir ekonomide tedavüle olması gereken para bellidir. Bu tutarın üzerinde tedavüle para sürülmesi halinde bu para yurtdışına çıkacaktır. Burada üzerinde durulan nokta yurtdışına çıkan paranın iki şekilde kullanılabileceğidir. Fazla para alım-satım, ticaret işleri için kullanıldığında kar da elde edileceğinden yurtiçine gelir olarak yansıyabilmektedir. Fakat bu para üretim sürecine dahil olmayan

“aylak” kimselerce harcanıyorsa gideri ve tüketimi artıracığından topluluğun zararına olmaktadır. Bir diğer nokta ise tedavülü artan paranın yurtiçinde kalması durumunda değerinin düşeceği ve fiyatlar genel düzeyinin artacağıdır. (Smith, 2015a; 314-351) Diğer taraftan basılan para miktarı aynı olduğu sürece aynı miktarda borç para verilebileceği görüşüne dayanarak ticaretin, hammadde, makine vb değişmeyeceğinden sabit kalacağı düşünülmektedir.

Monetarizmin öncüleri büyümenin ancak kontrollü parasal genişleme ile sağlanacağı üzerinde durmuş ve bu alanda farklı fikirler geliştirmişlerdir. Friedman para politikasının büyümeyi desteklemesinin en etkin yolunun ancak sabit bir yıllık parasal büyüme oranı olduğunu savunmuştur. Burada istikrarlı bir para politikası girişim ve yatırımlar için uygun ortamı hazırlayarak, dolaylı yoldan büyümeyi destekleyen bir araç olarak görülmektedir. (Friedman, 1968b) Çıktının üzerinde bir parasal genişleme ise her durumda enflasyonist etki ile sonuçlanmaktadır. Harcama ve vergilerden önce enflasyonist ve deflasyonist etkinin ana belirleyicisi ise para politikasıdır. (Friedman, 1969c: 2,4)

Yeni klasik yaklaşımın üzerinde durduğu nokta ise rasyonel beklentilerin ekonomiyi şekillendirdiğidir. Reel büyümedeki dalgalanmaları kontrol altına almak için fiyat hareketlerinin önüne geçilmesi gerektiği; bunun ise fiyat düzeyine dair rasyonel beklentilerin kamu ve otorite arasında bilgi paylaşımının sağlanması ile olacağı savunulmaktadır. (Sargent ve Wallas, 1975: 249) Genel olarak kamunun beklentilerinin rasyonel olduğu görüşü üzerine dayanmaktadır. Beklentiler ise mevcut ekonomik sistemi tanımlayan yapıya göre şekillenmektedir. Geleceğe dair fiyat beklentileri geçmiş fiyatlardan belirlenmektedir. Ekonomideki tüm piyasa aktörlerinin bilgiyi en doğru şekilde elde ettiği ve bu yöndeki beklentilerindeki şekillenmeye göre de tutum aldığı kabul edilir. Bu sebeple her türlü değişim beklentilerdeki değişimle uyumlu olarak

ekonomiye yansımaktadır. (Muth, 1961) Bu sebeple parasal genişlemenin büyüme üzerindeki etkisinin de beklentilere göre şekillendiği kabul edilmektedir. Beklenen parasal genişleme enflasyon vergisi etkisine sebep olurken, nominal faiz oranlarındaki enflasyon primini artırmakta ve büyümeye yansımamaktadır. Burada parasal genişlemenin sebep olacağı enflasyonist etkinin önceden öngörülmesi işçi ücretlerinde artış talebi ve işveren tarafından bu talebin kabulü (ürün fiyatlarında da artış olacağı beklentisi) ile sonuçlanmaktadır. Beklenmeyen parasal genişleme ise üretimi ve büyümeyi desteklemektedir. Fakat uzun dönemde beklentiler şekilleneceğinden fiyat ve ücretlerin artması beklenmektedir. (Lucas, 1996) Rasyonel beklentilere göre bakıldığında parasal genişlemenin reel faizlere etkisi olmamaktadır. Parasal genişleme beklenen enflasyonu etkilediği sürece faizlere yansımaktadır. Fiyatlar genel düzeyindeki artış ise parasal genişlemenin büyüme üzerindeki etkisini yok etmektedir. Özellikle fiyat artışları etkisi ile ücretlerin de artması ve devamında faiz artışına gidilmesi enflasyonun daha da artması ile sonuçlanmaktadır. Bu sebeple büyümenin para arzı artışından bağımsız olduğu üzerinde durulur. Nominal faiz oranlarının sabitlenmesinin ise fiyatlarda bir denge mekanizması olmadığından enflasyonist ya da deflasyonist olabileceği vurgusu vardır. (Sargent, Fand ve Goldfeld, 1973: 439-463) Parasal genişleme paranın gelecekteki olası dağılımını değiştirmedeği sürece ürün fiyatlarını artırmaktan başka bir etkisi olmamaktadır. Parasal genişlemenin gelir, parasal büyüme ve gelecekteki durum hakkındaki beklentileri etkilemesi ölçüsünde büyümeye katkısı olmaktadır. (Lucas ve Stokey, 1987: 500-502, 512)

1.3.2.3 Enflasyon Büyüme Ödünleşmesine İlişkin Görüşler

Klasik yaklaşım parasal genişlemeyi enflasyona sebep olması sebebiyle eleştirmiş ve farklı durumlarda enflasyon durumunu değerlendirmiştir. Smith'in yaklaşımında parasal genişleme yurtiçinde fiyat artışı ve paranın değer kaybı ile sonuçlanmakta, yurtdışına çıkması halinde ise ancak ticaret amaçlı kullanılıyorsa büyümeye katkısı olmaktadır. Mill'e göre de paranın tedavüldeki artışı fiyatların artması ile sonuçlanmaktadır. Fakat burada aslında paranın nereye gittiği önemlidir. Çünkü para ancak ürün alımında kullanıldığı sürece fiyatların artmasına sebep olmaktadır. Paranın menkul kıymet alımı ya da spekülasyon amacı ile kullanıldığı durumlarda parasal genişlemenin ürün fiyat etkisi olmamakta alınan varlıkların fiyatlarına yansımaktadır. (Mill, 2009: 348-351, 391) Para bolluğunun toplumsal refahı artıracağı üzerine beklentilerin paranın değer kaybı yaşaması ile boşa çıktığı üzerinde de durulmaktadır. Örneğin Mill değeri düşen ve fiyatlarda artışa sebep olan bu bolluğun; devletin harcamalarını daha çok artırması, ulusal borcun katlanarak çoğalması, altın gibi diğer madenlere yönelik spekülasyonun artması, borç artışının dürüst olmayan davranışlara da sebep olarak krediye erişimi ve itibarı sarsması gibi sonuçlarının olmasının refahı artırmaktan çok azalttığını vurgulamaktadır. (Mill, 2009: 418)

Monetaristler genişletici para politikasına uzun vadede istikrar ve fiyat etkisinin daha belirgin olması sebebiyle olumsuz bakmaktadır. Monetarizmin para politikasında ve parasal genişlemede dikkate aldığı temel değişken parasal büyüklüklerdir. Bu sebeple politika etkilerini de para arzı üzerinden incelemişlerdir. Monetarizmin genel bakış açısı; parasal genişleme sonucu oluşan aktarım mekanizmasının ücret ve fiyatlardaki değişim sebebiyle büyümede gerçek bir etkisinin olmadığıdır. Uzun vadede özellikle fiyat beklentilerinin değişmesi ve fiyat etkisi sebebiyle parasal genişlemenin büyüme üzerindeki muhtemel etkisi fiyatlar kanalıyla etkisiz kalmaktadır. Bir diğer ifade ile para

politikasının büyüme üzerindeki etkisi kısa vadeli ve geçicidir. Özellikle parasal stoklardaki (mevduat ve nakit para) artışların varlık fiyatlarına ve kompozisyonuna etkisi dışında büyümeye katkısı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Net değişim ise sadece parasal genişleme ya da daralma şeklinde olmaktadır. (Brunner, 1983: 26-29; Friedman ve Schwartz, 1987d) Meltzer de enflasyon ve kur dalgalanmalarının ancak para politikası ile kontrol edilmesinin ekonomiyi destekleyeceğini savunmuştur. Bu sebeple parasal taban artışının; geçmiş reel büyümenin hareketli ortalaması ve geçmiş parasal taban hızı farkı kadar olması gerektiğini savunmuştur. Meltzer'in bakış açısına göre öncelik fiyat ve kur istikrarı olduğundan, daralan dönemlerde çıktı da daralacağından parasal genişleme fazla olmamalıdır. Çıktının ise hareketli ortalama baz alınarak hesaplanıyor olması son yıl daralmasının etkisini biraz hafifletmekle beraber yüksek parasal genişlemelere izin vermemektedir. (Meltzer, 1987) Diğer taraftan üretim ve büyümenin arkasında kurumsal yapıların sağlamlığının ve teknolojinin etkisinin de önemi üzerinde durmuşlardır. (Brunner, 1983: 27) Fakat bu gelişmelerde doğrudan para ya da maliye politikası ile bir bağlantı kurmamışlardır.

Yeni-Klasiklerin genişlemeci para politikalarının büyümeye katkısı olacağına dair beklentileri oldukça sınırlıdır. Para politikası açısından uzun vadede enflasyonun büyümeyi azaltacağını savunmaktadırlar. Yeni-Klasik anlayış rasyonel beklentiler kuramını merkeze koymuştur. Bu sebeple uygulanan politikaların etkinliği kısa vadede beklenen ve beklenmeyen politikalara göre şekillenirken, uzun vadede fiyat ve ücretler uyarlandığından etki nötralize olmaktadır. Genişleyici para politikasının büyüme üzerindeki etkisini işsizlik ve enflasyon arasındaki ödünleşme üzerinden irdelemişlerdir. Parasal genişlemenin sebep olduğu enflasyonist etkinin uzun vadede büyümeye ve diğer değişkenlere reel etkisinin olmayacağı görüşü savunulmuştur. Aşırı genişlemenin daha sonraki dönemlerde enflasyonist etkiyi sınırlamak için kredi vb kanallardan daraltıcı

politikalarla takip etmesi uzun vadede büyümeyi nötralize etmektedir. Bununla birlikte aşırı yükselmesine izin vermeden, belirli bir düzeyde enflasyon ile işsizliğin azaltılabileceği görüşleri de öne çıkmıştır. (Sargent ve Hall, 2018) Diğer taraftan parasal genişlemenin büyüme üzerindeki etkisini beklenen ve beklenmeyen parasal genişleme durumuna göre ayırtmışlardır. Burada beklenen bir parasal genişleme beklentilerle beraber ücret ve fiyat artışlarını da beraberinde getireceğinden enflasyon vergisi etkisi yaparken; beklenmeyen bir parasal genişlemenin kısa vadede büyümeyi destekleyeceği üzerinde durulmaktadır. Fakat uzun vade eğilimi beklentileri şekillendireceğinden enflasyonist etkinin olacağıdır. (Lucas, 1996)

1.4 Genişlemeci Maliye Politikalarının Büyüme Etkinliğine Dair Tartışmalar

Maliye politikasının büyüme etkinliği üzerindeki görüşler literatürde farklılaşmakla birlikte; maliye politikasının daha sınırlı müdahalesini öngören yaklaşımların yanında, daha fazla büyümeyi belirleyici olduğu üzerinde duran yaklaşımlar da bulunmaktadır. Bu bölümde literatürdeki tartışmalara yer verilecektir.

1.4.1 Maliye Politikasının Etkinliğini Savunan Görüşler

Maliye politikasının büyüme üzerindeki etkinliğini savunan görüşler, diğer görüşlerin aksine olası bütçe açıklarına rağmen genişlemeci politikaların arttırılması gerektiğini savunmaktadır. Harcamaların ve toplanan vergilerin üretken alanı desteklemesi ile büyümenin sağlanabileceği görüşü 15. yya kadar gitmekle beraber; temel tartışmaların keynesyen ve post-keynesyen akımlarla daha da desteklendiği görülmektedir. Her iki yaklaşım da daralan dönemlerde genişletici maliye politikalarının mutlaka uygulanması gerektiğini savunurken, post-keynesyenler maliye politikasının para politikasıyla desteklenmesinin de şart olduğu üzerinde durmuştur. Bu sebeple bu bölümde 15. yy fizyokrat yaklaşımına kısaca değinerek, keynesyen ve post-

keynesyenlerin maliye politikasına dair tartışmalarına yer verilecektir. Genel hatlarıyla yaklaşımların temel eksenini aşağıda özetlenmiştir.

- Fizyokratların temel bakış açısı büyümenin desteklenmesi için kaynakların üretken alanlara aktarılması ve nihai gelirin de yine bu alanlara aktararak kullanılabilmesinin sağlanmasıdır. Bu sebeple çağdaş büyüme literatürünün de temelini teşkil eden görüşlerin 15. yydaki yansımasıdır.
- Keynesyen bakış açısına göre genişlemeci maliye politikası vergiler, yatırımlar ve diğer düzenlemeler kanalıyla efektif talebi etkilerken yeni yatırımları desteklemekte, tam istihdam düzeyine erişimin sağlanması durumunda ise kalıcı büyümeyi sağlamaktadır. Genişletici politikaların her ne kadar fiyat ve ücret artışlarına sebep olacağı kabul edilse de tam istihdam düzeyinin altında ve bazı koşulların varlığı halinde bu etkinin zayıf olacağı savunulmaktadır.
- Post- Keynesyen bakış açısında maliye politikasının daralan dönemlerde mutlaka genişletici politikalarla ekonomiyi desteklemesi gerektiği üzerinde durulmaktadır. Harcamaların yatırım kanalına aktarılması, vergilendirmede tüketimi ve yatırımı sınırlamayacak büyümeyi destekleyici politikaların uygulanması gerektiği düşünülmektedir. Politika bileşenlerine göre büyümenin artacağı görüşü savunulmakla birlikte oluşan bütçe açıklarının devamında daraltıcı politikaları da getireceği kabul edilmektedir. Bununla birlikte büyümenin döngüsellliği ve ülkelerin yapısal sorunları üzerinde de durarak politika etkinliğini de sorgulamışlardır.

Maliye politikaları incelenirken kaynakların etkin dağılımı, vergi politikaları, harcamalar ve enflasyon büyüme ödünleşmesini dair tartışmalara literatür kapsamında yer verilecektir.

1.4.1.1 Kaynakların Etkin Dağılımı

Maliye politikalarının özellikle de daralan dönemlerde yapılan genişlemeci uygulamaların etkinliğine literatürde de fazlasıyla yer verildiği bilinmektedir. Bu tartışmaların temelini 15. yy'a kadar gittiği ve fizyokratların temel konusu olduğu görülmektedir. Kaynakların etkin dağılımının önemi ve üretken alanlara kaydırılması ile büyümenin sağlanacağına dair temel tartışmalar bu dönemde gündeme gelmiştir. Ekonomide büyümenin kaynağının belirlenmesi, üretken alanın tespiti ve kaynakların buraya aktarılması önemli görülmüştür. Bu sebeple atıl duran paranın, net değer getirmeyen alanların ve altın gümüş gibi elde edilen servetin de sadece kısa vadeli bir zenginlik sağladığı üzerinde durulmuştur. Maliye politikasının büyüme yanlısı olması için ise üretken alanlara uygulanan vergilerin indirilmesi gerekmektedir. Ekonomide elde edilen karın tekrar üretken alana aktarıldığı politika bileşenlerinin önemli olduğu üzerinde durulmuştur. (Yong, 1994: 5; Quesney, 1963; Higgs, 2001: 23-27) Fizyokratların temel bakış açısını günümüz uygulamaları ile özdeşleştirdiğimizde maliye politikalarının büyümeyi desteklemesi için gerek harcamaların gerekse de vergisel teşvik ve indirimlerin büyüme yanlısı alanlara aktarılması; elde edilen gelir ve kaynakların da tekrar bu alanlara yönlendirilmesinin önemli olduğunu görmekteyiz. Bu sebeple güncel literatürde de fazlasıyla yer alan kaynakların ve politikaların etkin dağılımının büyümeyi etkilemesi için önceliklendirilmesi özellikle ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde önemli hale gelmektedir.

1.4.1.2 Vergi Politikaları ve Büyüme Etkisi

Keynesyen bakış açısı maliye politikasının tüketim eğilimi üzerindeki etkisini önemsemiştir. Maliye politikası faiz oranı kanalıyla oluşacak etkiden çok özellikle beklentiler üzerinde daha yüksek değişime sebep olmaktadır. Keynes gelir vergisi, veraset vergisi, sermaye karları gibi vergilerin tüketim eğilimini doğrudan etkilediğini

savunmaktadır. Benzer şekilde borçların ödenmesi için vergilemede yapılan artışlar da tüketim kanalını doğrudan etkilemektedir. Bu sebeple maliye politikası efektif talebin artışında ve dolayısıyla büyümeyi desteklemede vergiler kanalıyla belirleyici olmaktadır. (Keynes, 2010a: 89) Devletin vergileme sistemini tüketimi artıracak şekilde desteklemesi de önemli görülmektedir. (Keynes, 2010a:319)

Post Keynesyenler kamu harcamaları ile yapılan genişlemeci politikaların yanında tüketimi baskılamayacak vergilendirme politikasına önem vermiştir. Dolaylı ya da doğrudan vergiler çalışan kesimden tahsil edildiğinde tüketim ürünlerinin alımını sınırlayıp bu sektörlerde sorun oluşturacağından, vergiler kapitalist kesimden tahsil edilmelidir. Karlar üzerinden alınan vergiler lüks tüketim harcamalarını sınırlayacağından hem ithalatı hem de bu ürünlerdeki enflasyonu önlemektedir. Kalecki'ye göre vergilendirilen karlar istihdam artışını da bir nebze sınırlandırırsa da dengeli büyüme sağlayacağından aşırı tüketim kaynaklı enflasyonu da önlemektedir. Fakat yine de vergilendirmede gerekli endüstrilerin gelişmesi sağlanırken, bazı zorunlu olmayan tüketim mallarına olan talebin artması ile artan enflasyonun da tüketimi sınırlayacak vergiler ile dengelenmesini de önermiştir. Sektörün likit kalarak üretim yapmadığı ve spekülatif amaçlı beklediği durumlarda da kamu yatırımları için vergilendirilmesinin ürün kıtlığının sebep olacağı enflasyonu önleyeceği üzerinde de durulmaktadır. (Kalecki, 1955: 13, 19)

1.4.1.3 Harcamalar ve Büyüme Etkisi

Keynesyen bakış açısında ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde efektif talebin harcamalar kanalıyla da desteklenmesi gerektiği savunulmaktadır. İstihdamın azaldığı daralma dönemlerinde gelirler kanalıyla tüketim de azaldığından yatırımlar ve büyüme yavaşlamaktadır. Keynes bu dönemde devletin bütçe açıkları vererek ya da borçlanarak işsizlik yardımında bulunmasının gelirin üzerinde tüketimi sağlayarak tüketimde

oluşacak kaybı kapatması gerektiğini savunur. Böylece süreç daha kötüye gitmeden yatırımlar ve istihdam düzeyi korunmaktadır. (Keynes, 2010a: 91-92) Keynes'e göre tam istihdamı sağlayacak yatırım düzeyine para politikasının faiz kanalıyla ulaşmak çok mümkün değildir. Bu sebeple yatırımları sağlayacak faiz düzeyini sabitlemesi ve diğer yolları kullanması gerekmektedir. Keynes kamu yatırımlarının da artırılmasını savunur. (Keynes, 2010a:319) Bu sebeple Keynesyen bakış açısına göre genişlemeci maliye politikası vergiler, yatırımlar ve diğer düzenlemeler kanalıyla efektif talebi etkilerken (özellikle sermayenin marjinal etkinliğinin düşük olduğu ve yatırımların durduğu dönemlerde) yeni yatırımları desteklemekte, tam istihdam düzeyine erişimin sağlanması durumunda ise kalıcı büyümeyi sağlamaktadır. Keynesyen bakış açısında ülkelerin kendi iç dinamikleri de politika etkisinde belirleyici olarak tanımlanmıştır. (Keynes, 2010a:37) Bununla birlikte daralan dönemlerde yatırımların getiri beklentisi düşük ve efektif talep de yetersiz olduğundan genişletici maliye politikasının zorunlu olduğu savunulmaktadır. Bu dönemlerde oluşan talep yetersizliğinin vergilerle, nakti yardımlarla ve doğrudan harcamalarla desteklenmesi gerekli görülmektedir. Ayrıca azalan yatırımların faiz düzeylerine de müdahale edilerek ve devlet eliyle yeni yatırımlar yapılarak desteklenmesi büyüme için gerekli görülmektedir. Bu sebeple diğer akımların tersine Keynesyen bakış açısı daralan dönemlerde bütçe açıkları verilmesini normal karşılar. Sonuç olarak Keynesyen bakış açısı büyüme enflasyon ödünleşmesinden çok genişletici politikaların hangi koşullarda istihdamı, yatırımları ve büyümeyi destekleyebileceği üzerinde durmuştur.

Post Keynesyenlere göre bir ülkenin mevcut teknoloji, nüfus yoğunluğu ve sermayede ulaşabildiği doğal büyüme oranının altında ya da üstünde bir büyüme oranının etkileri de farklı olmaktadır. Bu tartışma parasal ve mali politikalar ile yapılan genişlemeci politikaların etkilerinin de değişmesine açıklama getirmektedir. Doğal

büyüme oranının üzerinde bir büyüme noktasına ulaşıldığında tam istihdam düzeyine ulaşılmadan deflasyon sürecine girilirken, mevcut büyümeyi daha hızlı daralttığı ve beraberinde işsizliği de getirdiği üzerinde durulmaktadır. Bu noktadan sonra büyümeyi artırmaya çalışmak karlılık artışları ile beraber enflasyonist etkiyi de beraberinde getirmektedir. Enflasyonist etki ise aynı zamanda sabit gelirlilerin tüketim ve tasarruflarını da sınırladığından büyümeyi daraltıcı etki yapmaktadır. Doğal büyüme oranının altında bir büyüme oranı teşvik edildiğinde ise ardı ardına gelen karlılık artışları ile büyüme gerçekleşmektedir. (Harrod, Blume vd, 2015:364,374) Bu açıdan bakıldığında politika öncesi, bir ekonominin daralan bir döngüye neden girdiği ve doğal büyüme oranının neresinde olduğu da sorgulanmaktadır. Mevcut büyüme oranı doğal büyüme oranının altında ise kamu harcamaları ile büyüme desteklenmektedir. Fakat büyüme oranının doğal büyümenin üzerinde olduğu durumlarda oluşan etkiyi de faiz oranları ve koordineli kamu politikaları ile kontrol altında tutmak gerektiği savunulmaktadır. (Harrod, Blume vd, 2015: 376) Post Keynesyen bakış açısının kamu harcamalarına ve daha büyük bir devlet yapılanmasına öncelik verdiği görülmektedir. Ekonomilerin özellikle yüksek kamu ve hanehalkı borçluluğu sarmalı sebebiyle küçüldüğü durumlarda kamu harcamalarının bütçe açığı pahasına artırılması zorunlu görülmektedir. Düşen özel sektör karlılığı ve tüketimin özellikle ödeme krizlerinin yaşandığı dönemlerde kamu harcamaları ile desteklenmesinin toparlanmayı daha hızlı sağlayacağı ve daralmanın derinleşmesinin önüne geçeceği savunulmaktadır. (Minsky, 1995c) Kamu harcamaları arttığında iki kanaldan büyüme desteklenmektedir. Bunlar doğrudan kamu alımlarının etkisi ve dolaylı olarak işgücünün tüketiminin gelir kaynaklı artmasıdır. Çıktı artışı gibi karın ve ücretlerin arttığı kabul edilmektedir. (Lopez ve Assous, 2010: 131) Harcamaların kamu yatırımlarını desteklemesi için ise vergi gelirlerinin tüketimi baskılamayacak şekilde sağlanması önerilmiştir. (Kalecki, 1955: 13,

19) Gelir vergisi muafiyetleri kanalı ile efektif talebin artırılarak büyümenin desteklenmesi konusuna ise eleştirel yaklaşılmıştır. Muafiyetin genellikle üst gelir segmentine yansması daha yüksek olduğundan ve bu kesimin harcamaları da gelirlerinin daha küçük bir oranını oluşturduğundan tüketime etkisi daha düşük kalmaktadır. Diğer taraftan muafiyetlerin yoksun kesimdeki grup gelirine yansmasının daha düşük kalması sebebiyle tüketimin gelire oranla yoğun olduğu bu kesimden gelecek katkıyı da düşürmektedir. Bu sebeple muafiyet oranı arttıkça olası tüketim kanallı katkının yansması da sınırlı kalmaktadır. Muafiyetlerin sadece belirli bir gelir grubunun altına yapılması önerilmektedir. Bir diğer yöntem önerisi ise yine aynı grubun sosyal güvenlik ödemelerinin indirimidir. (Kalecki, 1946b:82) Kamu harcamalarının finansmanı için hazine bonolarının bankalara satışı, kapitalistlere borçlanması ve para basılması durumunda net etkinin büyüme yanlısı olacağı savunulmaktadır. Kalecki'ye göre dışlama etkisi olmamakta, kredi kanalı sınırlanmamakta, net ihracat artışı sağlayacak gelirin borç kanalı ile kapitalistlerden alınması ise farklı bir gelir olarak geri dönmektedir. Kamu harcamalarının hazine bonoları ile bankalara kırıdırılarak finanse edilmesi için kullanılan kaynak; harcamaların sağladığı işgücü geliri ve işgücünün harcamaları ile artan kapitalist geliri ile dengelenmektedir. Kamu harcamaları ile yeni istihdam sağlanırken, istihdam geliri yeni tüketimi, yeni tüketim kapitalist gelirini oluşturmakta banka bilançolarında devlet borcuna karşılık mevduat oluşmaktadır. Net etki ise büyüme olarak sonuçlanmaktadır. Kamu harcamalarının kapitalistlerden borçlanılarak karşılanması durumunda ise ihracat kanalıyla elde edilecek fazlanın; iç borçlanma kanalı ile devletten alınacak gelir ve kamu harcamaları kanalıyla sağlanan katkıya eşit olacağı savunulmaktadır. Kalecki'ye göre para basılarak bütçe açıklarının finanse edilmesi durumunda ise aşırı para oluşacağından faiz oranları da düşecektir. Bankadan borçlanma kredi kanalını sınırlamadığı gibi kamu harcamalarının bireylere de ödeme yapması

sebebiyle bankalara mevduat olarak geri dönen para kullanılabilir. (Lopez ve Assous, 2010: 131-133) Post Keynesyen bakış açısında da doğrudan büyümeye odaklanmak yerine tam istihdamın önceliklenmesine dair öneriler de mevcuttur. Özellikle sermaye yoğun yatırımların istihdamı desteklemiyor oluşunun, gelir eşitsizliğini artırırken uzun vadede tüketimi sınırlayacağı, fiyat istikrarı ve kalıcı büyümeyi sağlamayacağı savunulmaktadır. (Minsky, 1992b: 12-13)

1.4.1.4 Enflasyon ve Büyüme Etkisi

Keynesyen bakış açısında genişletici politikaların fiyat ve ücret artışlarına sebep olacağı kabul edilmekle birlikte tam istihdam düzeyinin altında ve ekonomik koşulların sağlanmadığı durumlarda bu etkinin sınırlı kalacağı düşünülmektedir. (Keynes, 2010a: 251-259) Diğer taraftan talep artışının çıktıyı etkilemediği durumlarda oluşan fiyat artışının kronik ve kalıcı olduğu üzerinde durulmaktadır. (Keynes, 2010a: 251-259)

Post-Keynesyen bakış açısında politikaların büyüme üzerindeki etkinliğine döngüsellik tartışmaları içerisinde bakıldığı görülmektedir. Bu bakış açısına göre büyüme doğal seyri sonucu döngüsel olduğundan genişletici para veya maliye politikalarının etkisi ülkelerin hangi büyüme döngüsünde olduğuna göre değişmektedir. Buna göre ülkelerin ulaşabileceği maksimum bir büyüme noktası vardır, bunu doğal büyüme oranı olarak da tanımlamışlardır. Bu sebeple üretim ve yatırım ne kadar fazla olursa olsun bir süre sonra efektif talep yetersizliği sebebiyle yavaşlama eğilimine geçileceği üzerinde durulmaktadır. Yatırımların teknolojik yeniliklerle desteklenmesi durumunda bile büyümenin erişeceği maksimum nokta bellidir. Bu noktadan sonra teknolojinin yoğunluğu aynı oranda fayda sağlamayacağından etkin olmamaktadır. Bu sebeple büyümeyi artıracığı düşünülen teknoloji bile etkin noktadan sonra sadece enflasyon artışına sebep olmaktadır. (Kalecki, 1962a) Daralan ekonomilerden çıkış dönemlerinde yüksek kamu borcu ile de karşılanması olasıdır. Genişlemeci para politikası kullanılarak

faizleri düşük tutma ihtiyacı ve beraberinde genişletici maliye politikası desteğinin yatırımları hızla artırdığı durumlarda faiz oranlarının ve enflasyonun da yükseldiği gözlemlenmiştir. Sonucunda oluşan krizleri ise daraltıcı politikaların takip ettiği bir döngü üzerinde de durulmaktadır. (Minsky: 1972) Bu yapılanmanın enflasyonist etkiyi de hızlandırdığı dönemlerde bütçe fazlası vermenin ve vergileri artırmanın yerinde olacağı düşünülmektedir. (Minsky, 1992b:11-12) Büyümenin enflasyonist etkisinin azaltılabilmesi için kamu yönetim giderlerinin azaltılması da öneriler arasındadır. (Kalecki, 1955: 13)

1.4.2 Maliye Politikasının Sınırlı Etkisi Olduğunu Savunan Görüşler

Maliye politikasının büyüme üzerinde sınırlı etkisi olacağını savunan görüşlerin ortak noktasının uzun vadede oluşacak bütçe açıklarının büyüme ve istikrarı bozucu etkisi üzerinde durmaları olmuştur. Bu kapsamda klasik, monetarist, yeni klasik ve yeni konsensus yaklaşımlarının bütçe kontrolü üzerinde durduğu ve açığa sebep olmayacak politika bileşenlerini savunduğu söylenebilir. Yeni keynesyen yaklaşım ise daha yapısal bakış açısını da geliştirerek; maliye politikasının ülke dinamikleri, ortalama fiyat düzeyi, yapısal çerçeve vb durumlara göre etkin olabileceğini ya da olmayabileceğini ileri sürmüştür. Bu sebeple bu bölümde bu beş bakış açısı üzerinden literatürdeki tartışmalara yer verilecektir. Genel söylemleri aşağıda özetlenmiştir.

- Klasikler maliye politikasının müdahale etmesi gereken alanları oldukça sınırlı tutarken; harcama ve vergi kanalıyla olması muhtemel giderlerin sebep olacağı bütçe açıklarının uzun vadede büyüme yanlısı olmayacağını savunmaktadır. Klasiklere göre maliye politikasının müdahale alanı savunma, adalet, bayındırlık işleri, eğitim gibi oldukça sınırlı alanda kalmalıdır.
- Monetarist yaklaşımda genişlemeci politikalar istenmemekte ve denk bütçe kavramı savunulmaktadır. Bu sebeple yapılan harcamalar kadar gelir

oluşturulması ve vergi gelirlerinin buna göre düzenlenmesi gerektiği üzerinde durulmaktadır. Bütçe açıklarının ve telafisinin enflasyonist etkisiyle ilgili değerlendirmelerde bulunmuşlardır. Vergi artışları kanalıyla yapılan telafinin, para basılarak yapılmaya çalışılan bütçe dengesinden daha az enflasyonist etkisi olacağı kabul edilmektedir.

- Yeni klasikler maliye politikasına sadece tek taraflı değil ülkede uygulanan politika bileşimini de dikkate alarak yeni bir bakış açısı getirmişlerdir. Genişletici maliye politikası kadar aynı zamanda sıkı para politikasının olduğu uygulamalarda oluşan yüksek bütçe açıkları uzun vadede daha yüksek enflasyon ve yüksek faiz ile sonuçlanmaktadır. Dolayısıyla büyüme uzun vadede olumsuz etkilenmektedir. Diğer taraftan mali genişlemenin kalıcı olması halinde, vergi gelirleri ile de desteklenen harcamaların büyümeyi olumlu etkileyebileceği üzerinde durulmaktadır.
- Yeni Keynesyen yaklaşım daralma dönemi uygulanan politika seçeneklerine buna sebep olan faktörleri de dikkate alarak yeni bir bakış açısı getirmiştir. Bu sebeple genişletici para ya da maliye politikasının uygulanma şekli de koşullara göre değişmektedir. Politikaların etkinliğini ülkelerin yapısal faktörlerini de irdelleyerek değerlendirmeleri sebebiyle diğer yaklaşımlardan farklılaşmaktadır. Genişletici maliye politikalarının ve harcamaların özel sektörün ulaşamadığı alanlara aktarılmasının daha büyüme yanlısı olduğunu savunmuşlardır. Vergi kompozisyonundaki değişikliklerin ekonomik aktivite üzerindeki etkisini de vurgulamışlardır.
- Yeni Konsensus yaklaşımda genişletici maliye politikalarına enflasyonist etkisi sebebiyle karşı çıkılmaktadır. Bu sebeple denk bütçe kavramı burada da öne

çıkıştır. Büyüme yanlısı politikaların ancak kontrol altına alınmış enflasyon ile etkin olabileceğini savunmuşlardır.

1.4.2.1 Vergi Politikaları ve Büyüme Etkisi

Klasik bakış açısında genişlemeci vergi politikalarının etkin olacağına dair görüşlere yer verilmediği söylenebilir. Temel bakış açısı harcamaların ve vergisel teşvik ve indirimlerin sebep olacağı bütçe açıklarının yine vergilendirme kanalı ile giderilmesi gerekeceğinden büyümeye olumlu yansımalarının olmadığıdır. Sermayeden alınan vergilerin üretimi, iş gücünden alınan vergilerin ise tüketimi olumsuz etkilemesi sebebiyle; uzun vadede genişletici politika etkisinin büyüme yanlısı olmayacağı savunulmaktadır. (Smith, 2015a: 767-1085, Ricardo, 2008a:165)

Monetarist görüş kapsamında öne çıkan konu harcamaların ve vergilerin kontrollü olması ve denk bütçenin sağlanmasıdır. Bu sebeple harcamalar kadar vergi gelirinin sağlanması önemsendiğinden genişletici vergi politikalarına sıcak bakılmamıştır. Diğer taraftan artan oranlı gelir vergisi sisteminin oturmuş olmasının gerekliliği de önemsenmiştir. (Friedman, 1948: 2,3)

Yeni Klasik yaklaşımda da harcamaların vergi gelirleri ile dengelenmesi gerektiği üzerinde durulmuştur. Kamu harcamalarının kalıcı olması halinde büyüme yanlısı olacağını savunduklarından, vergilerin harcamaları dengeleyen bir politika aracı olarak kullanılması gerektiğini vurgulamışlardır. Fakat burada da tüketimi daraltan vergilendirmelere büyüme yanlısı da olmadığı için çok da sıcak bakmamışlardır. (Baxter ve King, 1993)

Yeni Keynesyenler gelir ve dolaylı vergi kompozisyonunda vergi yükünün farklılaşması ile yapılan bir değişikliğin ekonomik aktiviteyi doğrudan etkileyebileceğini ve büyüme yanlısı olabileceğini savunmuştur. Dolaylı vergilerin azaltılması ve doğrudan vergilerin arttırılmasının enflasyon ve istihdam arasındaki dengeyi daha iyi sağlayarak

büyümeyi destekleyebileceğine dair çalışmalara değinmişlerdir. (Greenwald, Stiglitz, Hall vd, 1988: 217-218)

1.4.2.2 Harcamalar ve Büyüme Etkisi

Klasiklerin büyüme üzerindeki tartışmaları daha çok kapsayıcı büyümeye dönük gelişmiş ve sadece belirli sektörlerin değil, ekonominin tamamının desteklenmesi gerektiği üzerinedir. Diğer taraftan büyüme safi gelirle özdeşleştirilmiş, döner ve doğrudan sermayenin bakımı için ayrılan tüm giderlerin çıkarılması ile net büyümenin hesaplanabileceği üzerinde durulmuştur. Smith, bir ülkenin toplam mal varlığını, ülkedeki bütün bireylerin toplam mal varlığı olarak tanımlamıştır. Bunlar doğrudan tüketime ayrılıp gelir ve kar sağlamayan mallar (yiyecek, giyecek, içinde oturlan ev vb.), makine teçhizat gibi durağan sermaye, kullanıma elverişli hale getirilmiş toprak, bireylerin kazandığı yetenekler ve döner sermayedir (para, satılmaya hazır şeyler ya da işlenerek satılabilir şeyler). Toplam gayri safi gelir denildiğinde ise toprak ve emek ürününün tümünden bahsedilmektedir. (Smith, 2015a; 298-306) Büyümenin sektörel dağılımı üzerinden değerlendirmelere bakıldığında ise ticareti sınırlayan ya da tarımı veya herhangi bir alanı öncelikleyen iktisadi bakış açıları eleştirilmiştir. Bu gibi önceliklendirmelerin sadece belirli alanları büyütme için öne sürüldüğü, aslında toplam ekonomik büyümeyi desteklemekten çok zarara sebep olduğu üzerinde durulmaktadır. Bu sebeple ticareti sınırlayan gerek merkantalist bakış açısı, gerekse sanayiye ve diğer alanları dışlayan fizyokrat bakış açısı eleştirilmiştir. Ekonominin bir bütün olarak tüm sektörlerin gelişmesi ile büyüyeceği vurgulanmıştır. (Smith, 2015a; 752-762) Ricardo ise gelirin dağılımı üzerinden büyümeyi incelerken kapitalistler, toprak sahipleri ve işçiler arasında yapılan paylaşımın girişim ve üretimi geliştirmeyen toprak sahiplerinden yana artmasının kalıcı büyümeyi bozacağı üzerinde durmuştur. Ricardo kapitalistlerin tasarruf ve yatırımları artırarak kalıcı büyümeyi ve toplumsal refahı büyütebileceğini

savunmuştur. (Ricardo, 2008a: 23) Klasiklere maliye politikaları açısından bakıldığında devletin yapması beklenen işler savunma, adalet, bayındırlık işleri ve eğitim olarak tanımlanmıştır. Devletin ticarete girmesi verimsiz olarak değerlendirilmiştir. Genişletici bir maliye politikası ile yüksek harcamaların yaşandığı dönemlerin ardından yapılan yüksek vergilendirmelerin verimli emeğin verimliliğini düşürdüğü ve kaynakları verimsiz emeğe kaydırduğu bir döngü üzerinde durulmaktadır. Bir diğer ifade ile genişletici maliye politikasının bütçe ve vergilendirme kanalı sebebiyle uzun vadede etkinliği tartışma konusudur. Ayrıca vergilendirmenin sermayeye yapılması durumunda doğrudan üretimi, gelirin üzerine yapılması durumunda ise tüketimi daraltması sebebiyle büyümeye olumsuz yansıması beklenmektedir. Yüksek harcamaların devamında getirdiği yüksek borçluluk özellikle vergi kanalı ile telafi edilmeye çalışıldığında bu etki daha belirgin hissedilmektedir. Klasik bakış açısının verimli emeği büyümenin temel dinamiği olarak gördüğü düşünüldüğünde, genişletici politika ile gelen yüksek harcamaların işgücünün borçluluğuna ve vergilerine yansıması da üretimi ve büyümeyi olumsuz etkilemektedir. (Smith, 2015a:767-1085, Ricardo, 2008a:165) Maliye politikaları özelinde üretken olmayan harcamaların (savaş harcamaları vb.) getirdiği borçluluk kaynakların üretken alandan çekilmesi olarak tanımlanmaktadır. Burada üç türlü üretken alan dışlanmaktadır. Birincisi sermaye üretken olmayan bir alanda kullanılmaktadır, ikincisi borçluluk kanalı ile yurtiçinden alınan para üretken sermayeden alınıyorsa olası üretim dışlanmaktadır, üçüncüsü ise borcun kapatılması için yansıtılan vergilerin büyük bir kısmı üretken emekten alındığından üretim olumsuz etkilenmektedir. (Mill, 2009: 96-98) Klasiklerin maliye politikasına daha sınırlı bir alan çizdiği görülmektedir. Genel kanı ise genişletici politikalar sonrası yapılan harcamaların telafisi için uygulanan vergilendirme politikalarının büyümeyi bozucu etkisi olduğudur. Bu açıdan bakıldığında döngüsel bir değişim söz konusudur çünkü kısa vadede gözlemlenen genişletici

politikaların olumlu etkisi uzun vadede tüketim, yatırım veya işgücünden alınan vergilerin olumsuz etkisi ile büyümeyi tersine çevirmektedir.

Monetarizmin öncüleri ise maliye politikasına daha sınırlı ve kontrollü bir alan çizerken denk bütçe kavramını da öne çıkarmıştır. Maliye politikasında harcamaları gelirlere eşitleyen mümkün olan en sınırlı harcama savunulmaktadır. Bu sebeple daralan dönemlerde genişlemeci politikaları önermekten çok bütçeyi dengeleyen yaklaşımlar öne çıkmaktadır. Örneğin Meltzer 1950'lerin başarılı politikalarının arkasında para politikasından öte uygulanan denk bütçenin olduğunu savunmuştur. (Bordo,2018a:21) Friedman'ın görüşlerine bakıldığında ise vergi politikasının ve gelirlerin düzenlenerek belirlenmesiyle birlikte harcamaların bu gelirler dahilinde yapılması önerilmektedir. Kamu hizmeti, özel tüketim için gerekli harcamalar dışında toplumun isteğine bağlı ve değişen harcamalar yapılmamalıdır. Transfer harcamalarında da benzer görüş hakimdir ve dönemsel değişimler istenmemektedir. Zorunlu bir harcama söz konusu olduğunda ise bunun mutlaka bir gelir oluşturularak vergiler kanalı ile sağlanması hedeflenmektedir. (Friedman, 1948: 2,3)

Yeni Klasiklere göre daralan dönemlerde kamu harcamalarının (ürün ve servis alımlarının) ekonomik büyüme üzerindeki etkisinde vergilendirme kaynakları ve uygulamanın kalıcı ya da geçici olması belirleyici olmaktadır. Geçici bir uygulama yerine kalıcı bir uygulamanın büyümeyi daha fazla artıracağına dair bulgular üzerinde durmuşlardır. Kalıcı kamu harcamasının vergiler kanalıyla bireylerin refahında negatif etkisinin olması; tüketimi azaltmakla kalmayıp aynı zamanda işgücü arzının da artmasına neden olmaktadır. Burada kaybolan geliri yeniden elde etme ihtiyacının üretimi ve nihayetinde çıktıyı artırdığına dair sonuçlar bulmuşlardır. Böyle bir durumda uzun vadede üretimin artmasıyla büyüme de desteklenmektedir. Vergilendirmede ise tüketimi uzun süreli daraltmayacak olan gelir vergisi artışı yerine götürü usulü verginin büyümedeki

kamu harcama etkisini artıracığı üzerinde durulmaktadır. Kamusal yatırımların dışlama etkisinin olmadığı durumlarda, özel sektör ve işgücünün üretkenliğini arttırdığı sürece büyümeyi destekleyeceği düşünülmektedir. (Baxter ve King, 1993)

Yeni-Keynesyenler genişletici politikaların etkinliğine özellikle enflasyon, istihdam ve büyüme ödünleşmesi öncelikli bakmıştır. Maliye politikası ise para politikasının etkin olmadığı durumlarda kullanılmalıdır. Aynı şekilde başarılı büyümeden söz edebilmek için sadece genişletici dönemleri değil uzun dönem büyüme ortalamasını da alan bir bakış açısıyla yola çıkmışlardır. Politikaların bazı ülkelerde daha başarılı olmasını ise sadece yıllara yaygın enflasyon düzeyine değil, aynı zamanda yapısal faktörlerle de açıklamaya çalışmışlardır. Bununla birlikte her kriz ya da her daralma döneminin sebebi aynı olmadığından, her durumda genişletici politika uygulamanın büyüme yanlısı olmayacağını, aksine uzun dönemde büyümeyi sağlamak için daraltıcı politikaların da uygulanması gerekebileceğini de inceleyerek yeni bir bakış açısı kazandırmışlardır. Daralan ekonomilerden çıkış stratejisinde uygulanan politikaların genellikle genişletici olduğu bilinmektedir. Yeni Keynesyenler ekonomide daralmaya sebep olan faktörler ve krizin kaynağını da politika bileşeninde öne çıkararak incelemişlerdir. Örneğin sermaye çıkışının yoğun olduğu ve finansal krize maruz kalarak daralan bir ekonomide genişletici para ve maliye politikalarının uygulanması daha riskli de olabilmektedir. Özellikle sermaye akımlarına karşı hassas olan ülkelerde yüksek faiz politikası ve sıkı maliye politikası ile bütçe açıklarını da kapatarak sermaye çıkışının önlenmeye çalışıldığı politika setleri öne çıkmaktadır. Yüksek faiz politikasının uzun vadeli büyüme için paranın yeniden değerlendirilmesini sağlayarak, genişleyici politikalara zaman kazandırdığı kadar; ekonomik güven ortamının ve altyapının sağlanamadığı durumlarda etkisi olmayabilmektedir. Bu sebeple ekonomilerdeki daralma kadar, sebep olan etkenler ve ekonomilerin durumu da önemli hale gelmektedir. (Stiglitz,

Furman, Bostworth vd, 1998b: 1-28, 73-82) Genişletici politika setinin ekonomilerin kırılgan olduğu ülkelerde bu ve benzeri kırılganlıkları aşmadan büyümeyi desteklemesi de beklenmemektedir. Genişletici politikaların büyüme üzerindeki etkisi kadar, büyümeyi belirleyen ve ülkeler arasında değişen yapısal faktörler de yeni keynesyenlerin odak noktası olmuştur. Özellikle genişletici politikaların daralan dönemlerde yatırımları da destekleyerek hızlandırdığı bilinmektedir. Bu bağlamda bazı ülkelerde uygulanan genişletici politikaların büyümeye katkısı daha fazla görülürken bazılarında daha az olmasının temel sebeplerini sabit ve güvenilir politika ortamı, açık ve rekabetçi ekonomi ve kamu sektörünün yoğunlaştığı alanlar belirlemektedir. Para ve maliye politikası uyumu, sağlıklı kur yönetimi, ekonomi politikalarının güvenilirliği, yasal altyapının sağlam olması gibi faktörler ülkelerin güvenilirlik düzeyini belirlemektedir. Açık rekabetin olması, bilgiye erişimin sağlanması, fiziki ve insani sermaye faktörü de rekabetçi düzeyi belirlemektedir. Kamu politikalarının yatırım ve harcamalarının ise özel sektörün başarılı olamadığı alanlarda yoğunlaştığı ülkeler daha başarılı olmaktadır. Eğitim, sağlık, iletişim, savunma, adalet, finansal piyasaların düzenlenmesi gibi alanların kamu politikası olarak kalması önerilmiştir. (Stiglitz ve Square, 1998a)

1.4.2.3 Enflasyon ve Büyüme Etkisi

Klasik bakış açısı genişletici politikalara sebep olduğu bütçe açıkları özelinde bakmış ve uzun vadede büyüme yanlısı olmadığı üzerinde durmuştur. Bütçe açıkları ve telafisinin ise ayrıca enflasyonist etkisi olacağına özellikle monetarizmin öncülerinin değindiği görülmektedir.

Monetaristlere göre genişlemeci politikalar sonucu artan bütçe açıklarının para basılarak telafi edilmesinin enflasyonist ve hatta hiperenflasyonist etkisi üzerinde durulmaktadır. Friedman'a göre açıklar halktan borçlanılarak sağlanılırsa enflasyonist etkisi olmamaktadır. (Friedman, 1969c:2) Vergilerin artırılarak açığın kapatılmaya

alışılmasının ise toplam talebi azalttığı bilinse de devletin borçlanarak faiz artışına sebep olmasının önüne geçtiği vurgulanmıştır. Fakat burada vergilerin iç talebi daraltma etkisinin aksine düşük faiz oranlarının vergilerle harcamaları kesilen kesimlerce borçlanma için kullanılacağı ve dolaylı yoldan enflasyonist etkisinin olacağı üzerinde durulmaktadır. Bir diğer ifade ile bütçeden gelen borçluluk ve yavaşlayan talep etkisi vergiler kanalıyla, halkın borçlanması suretiyle talebe dönüşmektedir. Bu durumda faizler daha sınırlı artarken, enflasyonist etki devam etmektedir. Bu açıdan bakıldığında hem mali hem de parasal genişlemenin enflasyonist etkisi olduğu görülmekle beraber mali genişlemenin etkisinin bt açıkları sonrası uygulanan borçlanma stratejisine göre daha yavaş ve dolaylı olma ihtimali de görülmektedir. (Friedman, 1969c:4)

Yeni Klasik yaklaşımın savunucuları genişleyici maliye politikasının büyüme üzerindeki etkisini para politikası ile koordinasyonu, borçluluk ve enflasyonist sonuçları üzerinden değerlendirmişlerdir. Politika bileşeninin sonuçları ise baskın para ya da baskın maliye politikasına göre belirlenmektedir. Örneğin sıkı para politikası uygulanan, parasal tabanın belirlendiği, senyoraj gelirlerinin sınırlı olduğu ekonomilerde maliye politikasının genişleme alanı da sınırlanmaktadır. Böyle bir durumda yurtiçinde yüksek miktarlı ve yüksek faizle ihraç kanalıyla bt açıklarının aşırı artışına izin verilmemekte, daha sonrası senyoraj gelirine ihtiyaç duyulmamakta ve bu kanaldan gelecek enflasyonist etki de sınırlandırılmaktadır. Maliye politikasının baskın olduğu, bt açıklarının hızla arttığı ve yüksek yurtiçi ihraçlar ile açıkların kapatılmaya çalışıldığı durumlarda ise para politikasının sıkı duruşu bir süre sonra senyoraj gelirine ihtiyaç duyulması ile daha yüksek enflasyonist etki ile sonuçlanmaktadır. Burada yurtiçine ihraç ile borçlanmanın maliyetinin giderek artmasının ve yurtiçi talebin de bir limitinin olmasının uzun vadede genişleyici para politikasını ve ilk duruma göre daha yüksek bir enflasyonu getireceği vurgusu vardır. Bu sebeple genişleyici maliye politikasının baskın ve kontrolsüz

olmasının büyüme üzerinde enflasyon kanalıyla olumsuz etkisinin olacağı görüşü öne çıkmaktadır. (Sargent ve Wallas, 1981)

Yeni Konsensus yaklaşımında genişletici politika dönemlerinde büyüme üzerindeki en büyük olumsuz etkinin enflasyon kaynaklı olması sebebiyle, politikalar ve faiz kuralları enflasyon üzerinden belirlenmiştir. Bu sebeple maliye politikasının genişlemeci politikalarına enflasyonu saptırıcı etkisi sebebiyle karşı çıkarlar. Denk bütçe üzerinden dengeli maliye politikasını önemserler. Bununla birlikte para politikasına bütçede aşırı borçluluğa sebep olmayacak ve borçluluk etkisi ile artırılan vergilerin enflasyonist etkisinin daha fazla olmasının önüne geçecek bir politika önceliği çizerler. Sadece talep özelinde değil arz kanalında da firma ürün fiyatlarındaki artışların kontrol altına alınmasının yolunu da güven ortamına ve yönetilebilen beklenti ve enflasyona bağlarlar. Bu sebeple genişletici politikaların başarılı büyüme ile sonuçlanmasında kontrol altına alınmış ve dengeli enflasyonu önceliklemektedirler. Maliye politikasının talep artırıcı etkilerinin ise sapmalara sebep olarak enflasyonu artıracığı bu sebeple denk bütçenin öne çıkarılması gerektiği üzerinde durmuşlardır. Rasyonel beklentilerin işleyişi ise parasal genişleme ve fiyatlar üzerinde piyasada farklılaşma olarak kendini göstermektedir. Bu sebeple fiyatların değişimini göreceli bulurlar. Böyle bir durumda genişleyici politikaların ise büyümeyi etkileyebileceği düşünülmektedir. (King, 1982)

1.5 Bölüm Değerlendirmesi

Bu bölümde para kavramı, merkez bankacılığının gelişimi, para politikası ve paranın içselliği tartışmalarına yer verilirken; para ve maliye politikalarının ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde büyüme üzerindeki etkinliğine dair literatürdeki tartışmalar da incelenmiştir. Para, para politikası ve merkez bankacılığı gelişimine dair bölümler mevcut politikaların geldiği noktayı nedenleri ile görmeyi sağlarken; paranın içselliği tartışmaları da parasal aktarım mekanizmasının etkinliğine yeni bir bakış açısı kazandırmaktadır. Bununla beraber daralan ekonomilerde uygulanan para ve maliye politikalarının büyüme üzerindeki etkinliğine dair literatürde farklılaşan bakış açıları politika setinin etkinliğinin değişik boyutlardan görülmesine katkı sağlamaktadır.

Para kavramı işlevselliği açısından genelleştirilebilirken (alım satımda kullanılması, ödeme aracı, hesap birimi, tasarruf aracı olması); neyin para olacağına/olabileceğine dair tarihsel süreç bize değişimin de süregelen bir süreç olduğunu göstermektedir. Ortaçağdan günümüze pek çok mal para olarak kullanılabilirken; zamanla değerli madenlerin kullanımı öne çıkmış ve en nihayetinde de kağıt para sistemine geçilmiştir. Paranın evrimi; bankacılık ve merkez bankacılığının mevcut ekonomik koşullar, savaş, enflasyon, hükümet borçluluğu gibi sebeplerle değişimiyle de paralel ilerlemiştir. Paranın değişimi ile para politikasını; para politikası ile de merkez bankacılığını ayrı düşünmek mümkün değildir. Çünkü tarihsel süreçte öne sürülen politika değişimleri kullanılan paranın ve para dolaşımının sebep olduğu enflasyonist etkiler, depresyon vb. süreçlerle sekillenmiştir. Tüm bu değişimlerin aynı zamanda bankacılık yapısını yeniden şekillendirirken; merkez bankacılığının oluşumunu hızlandırdığı görülmektedir. Her bir dönem kendi içerisinde literatürde yeni tartışmaların açığa çıkmasına sebep olmuş ve politika setleri gibi politikaların etkinliğine dair bakış açıları da farklılaşmıştır.

Para politikası ve etkinliği denildiğinde en genel anlamda para arzı ve faiz politikaları öne çıkmaktadır. Diğer tüm politikalar gibi özellikle bu iki politikanın etkinliği tartışmalarından biri de paranın içselliliği/dışsallılığı tartışmalarıdır. Para arzının ve faizin dışsallılığı ekonomide bu iki politikanın doğrudan merkez bankaları tarafından belirlendiğini üzerinde dururken; içsellik yaklaşımı talep kanalına ve piyasa yeniliklerine yoğunlaşarak piyasada şekillendiği üzerinde durmaktadır. Burada para arzının para talebinden bağımsız olamayacağı ve talebe göre üretim, ticaret vd. arttırılması gerektiği savunulmaktadır. Piyasanın talep ettiği para miktarının altında para arzı artışları olması halinde ise bankalar yeniliklere başvurarak para arzını arttırmanın bir yolunu bulmaktadır. Bu bakış açısı mevduatların krediyi değil, kredinin mevduatları arttırdığı görüşünü savunmaktadır. İçsellik tartışmalarının bazılarında ise faiz oranlarının da içsel olduğu ve bankalar tarafından talep koşullarına göre yeni ürünler de geliştirilerek belirlendiği söylenmektedir. Tüm bu tartışmalar merkez bankalarının politika etkinliğinin de sorgulanmasına sebep olmaktadır. Çünkü para arzı artışlarının ve faiz politikalarının doğrudan merkez bankaları tarafından belirlendiği bir sistemde politikaların net etkisi de uygulama kadar olmaktadır. Fakat içsellik tartışmaları piyasa mekanizması, kredi talebi, finansal yeniliklerin de önemini açığa çıkarmakta ve politikaların net etkilerinin de sorgulanmasına sebep olmaktadır. Bu sebeple bu bakış açısı gerek para arzı artışlarının gerek de faiz politikalarının daralan ekonomilere yansımalarının her ülkede aynı düzeyde olmamasına da açıklık getirmektedir. Talep koşullarına göre şekillenen politika etkileri genişleyici politikaların her koşulda üretim ve yatırıma gitmeyeceğini, kredi kanalına yansımayacağını, kısa ve uzun vadeli sonuçların da değişeceğini açıklamaktadır.

Ekonomilerde daralan dönemlerde uygulanan genişletici para ve maliye politikalarının büyümeye katkı sağlayıp sağlamayacağı konusu literatürde farklı

tartışmaları da beraberinde getirmiştir. Tarihi seyir incelendiğinde süreç iki politikanın da etkin olmadığı görüşünden etkin olabileceği görüşüne doğru evrilmiştir. (Tablo 1)

Para ve maliye politikalarının önündeki en büyük sorunun ise enflasyon olduğu hemen hemen bütün yaklaşımlarda yerini almış, enflasyon-büyüme ödünleşmesi incelenmiştir. Bu sebeple para politikasından gelebilecek talep ya da arz yönlü ve maliye politikasından gelebilecek talep yönlü artışın enflasyonist etkisi bu iki politikanın büyümede etkinsizliğinin açıklanmasında kullanılmıştır. Nihai durumda oluşan enflasyonun ve bütçe açıklarının giderilmesi için uygulanan daraltıcı para ve maliye politikalarının uzun vadede büyüme döngüsünü tersine çevireceği gerekçesi ile net etkinin büyüme yanlısı olmayacağı görüşü açığa çıkmıştır. Bu sebeple klasik yaklaşım bu döngüsellğe vurgu yaparken, monetaristler dalgalanmaların önüne geçmeye çalışmış, yeni-keynesyenler büyüme ortalamasını hedefe koyarak değerlendirmelerde bulunurken, yeni-konsensus yaklaşım ise sapmaları minimize etmeyi hedeflemiştir. Tüm bu tartışmalar post-keynesyenlerde yeni bir bakış açısı getirerek uygulanan politikaların etkinliğinin ülke ekonomilerinin büyüme döngüsünün hangi evresinde olduğuna göre değişeceği noktasına evrilmiştir. Diğer taraftan hemen hemen tüm yaklaşımlarda büyümenin karşısındaki enflasyonist etkinin nasıl giderilebileceği konusu öne çıkmıştır. Bu sebeple klasikler ve post-keynesyenler kaynakların öncelikli yatırımlara aktarılmasını, monetaristler parasal büyüklüklerdeki artışın kontrol edilmesini, keynesyen yaklaşım tam istihdam düzeyinin altında olunması koşulunu, yeni-keynesyenler fiyat katılıklarını, yeni-konsensus yaklaşım ise enflasyonu ve enflasyon beklentilerinin istikrarla desteklenmesini önceliklemiştir.

Tablo 1: Farklı yaklaşımlara göre genişlemeci para ve maliye politikalarının büyüme üzerindeki etkinliği

Yaklaşım	Para Politikası	Maliye Politikası
<i>Fizyokrat</i>	Paranın sadece üretken alana (tarım) aktarılması	Üretken alandan alınan vergilerin azaltılması
<i>Klasik</i>	Sadece bazı durumlarda büyümeyi destekleyebilir, refah kaybı enflasyon etkisi	Bütçedeki bozulma sebebiyle uzun vadede etkinsizdir, enflasyonist etki
<i>Monetarist</i>	Kontrollü parasal genişleme kuralı, uzun vadede enflasyon sebebiyle etkinsiz	Bütçe açıkları uzun vadede büyüme ve istikrarı bozucu etki yapacağından etkinsiz
<i>Keynesyen</i>	Belirli koşullarda efektif talep ve yatırım artışını sağlayarak büyümeyi destekler	Para politikasının etkisi düşük olacağından bütçe açıkları pahasına büyüme için etkindir.
<i>Post-Keynesyen</i>	Belirli koşullar altında etkindir, diğer durumda sadece enflasyonist etkisi olur	Doğru politika bileşenleri ile etkindir ve mutlaka para politikasını desteklemelidir.
<i>Yeni-Klasik</i>	Belirli şartlarda etkin, uzun vadede (rasyonel beklentiler, enflasyon) etkinsizdir.	Kalıcı olması halinde etkindir, para politikası da belirleyici, bütçe açığı halinde etkinsiz
<i>Yeni-Keynesyen</i>	Ülke dinamikleri, ortalama fiyat düzeyi, yapısal çerçeveye göre etkin veya değil	Ülke dinamikleri, ortalama fiyat düzeyi, yapısal çerçeveye göre etkin veya değil
<i>Yeni-Konsensus</i>	İstikrar, güven ve enflasyonun kontrol altına alındığı durumlarda etkin	Bütçede aşırı borçluluğun önüne geçecek politika bileşimi etkin
Kaynak: 1. Bölüm kapsamında yapılan çalışmadan özetlenmiştir.		

Genişlemeci para ve maliye politikalarının hangi durumlarda büyüme yanlısı olabileceği ise tartışılan diğer konudur. Bu kapsamda her iki politika setinin de etkinliğini savunan görüşler ve sınırlı etkisi olduğunu savunan görüşler ayrı ayrı bölümde incelenmiştir. Bununla beraber para politikaları faiz, parasal genişleme ve enflasyon büyüme ödünleşmesi ekseninde değerlendirilirken; maliye politikaları vergi politikaları, harcamalar ve enflasyon büyüme kapsamında ayrıştırılmıştır. Böylece farklı politika setlerinin etkinliği konusunda literatürde geçen tartışmalar üzerinde durulmuştur.

Para politikasına dair yaklaşımları genişletici politika etkinliğini savunan ve sınırlı etkiyi kabul eden yaklaşımlar olarak ayrıştırmak mümkündür. Bu kapsamda keynesyen, post keynesyen, yeni keynesyen ve yeni konsensus bakış açısı etkinliğini savunan görüşlerde; klasik, monetarist ve yeni klasik literatür ise sınırlı etkiyi savunan tarafta değerlendirilmiştir.

Para politikasının etkin olduğunu değerlendiren yaklaşımlar genişletici faiz politikaları ve büyüme ilişkisini efektif talep artışını desteklemesi, yatırımları kolaylaştırması sebebiyle desteklerken; yapısal faktörleri, ülkesel farklılıkları ve sürdürülebilir büyümeyi de dikkate alan bir perspektif çizmişlerdir. Bununla beraber enflasyonist etkiyi de gözardı etmemekle beraber belirli koşullar altında aşılabilir olarak değerlendirmişlerdir. Keynes ve Post Keynesyen yaklaşımlarda faiz indirimlerinin efektif talebi arttırma yoluyla büyüme ve yatırımları destekleyeceği üzerinde durulmaktadır. Bununla beraber her iki bakış açısında da yatırımları teşvik edecek, sermayenin marjinal etkinliğini arttıracak, ödünç alanlarla verenleri memnun edecek bir faiz düzeyi olması gerektiği tartışılmıştır. Keynesyenler zengin fakir ülke ayrımı da yaparak faiz politikalarının etkinliğinin gelişmişlik düzeyine göre değişeceğini, Post Keynesyenler ise ülkelerin yapısal sorunlarını dikkate almıştır. Yeni-Keynesyen

politikalara bakıldığında sürdürülebilir üretim anlayışını da öne çıkaran yaklaşımın talep arttırıcı politikaların büyümenin varyansını değil ortalamasını arttıran bir yapılanmayı benimsediği görülmektedir. Bu sebeple Yeni Keynesyenler aynı zamanda uzun vadeli politika etkinliğini de dikkate almıştır. Yeni-Konsensus yaklaşımda ise faiz politikalarında politika aracı olarak kısa vadeli faizin kullanılması gerektiği belirtilirken; uzun dönem faiz oranları ile yatırım ve para talebinin şekilleneceği üzerinde durulmuştur. Yeni-Konsensus bakış açısı enflasyonist etkinin de yavaşlatılarak, istihdamı dengede tutan ve fiyat katılıklarının kamuoyu ile bilgi paylaşarak aşıldığı faiz politikasını benimsemiştir. Para politikasının sınırlı etkisi olduğunu savunan yaklaşımlar ise genişlemeci faiz politikalarının büyüme üzerindeki etkisine daha temkinli yaklaşmıştır. Klasikler faiz politikasını kredi kanalı ile ilişkilendirirken tüketicilere verilen kredileri verimsiz alana kaynak aktarımı olarak değerlendirmiş ve enflasyonist etki üzerinde durmuştur. Diğer taraftan üreticilere verilen kredilerin ise üretimin getirisine bağlı olarak yatırıma dönüşme ihtimali olabileceğini vurgulamışlardır. Monetaristler ise düşük faizlerin her zaman para politikasında genişleme anlamına gelmeyeceğini, diğer taraftan en belirgin etkisinin varlık fiyatlarında artışa sebep olması gerekçesi ile eleştirel yaklaşmışlardır. Bu sebeple genişletici para politikasının etkin ve sınırlı etkisi olacağına dair bakış açıları faiz politikalarının etkinliğini de farklı değerlendirmiştir.

Parasal genişlemenin büyüme üzerindeki etkinliğinin beklendiği yaklaşımlar faizlerin de aynı zamanda düşeceğini; efektif talep artışı, tüketim ve yatırım kanalıyla büyümenin desteklenebileceğini savunmaktadır. Bu sebeple parasal genişlemenin uzun vadede öncelikle enflasyonist etki sebebiyle büyüme üzerinde anlamlı bir etkisi olmayacağını savunan diğer yaklaşımlardan ayrılmaktadır. Bununla beraber etkinliği savunan yaklaşımlar da parasal genişleme halinde bazı durumlarda büyümenin

desteklenmeyeceğini kabul etmektedir. Örneğin; Keynesyen ve Post Keynesyen bakış açılarında paranın işlem, ihtiyat veya spekülatif amaçlı kullanımlarının enflasyonist etkileri, faiz artışına sebep olma riski, varlık fiyatlarındaki değişimler kaynaklı spekülatif açığın yansıma ihtimallerine karşı temkinli yaklaşmıştır. Bu sebeple milli gelirin üzerinde olmayan parasal genişleme, kredilerin kontrollü dağıtımı, sermayenin marjinal verimliliğinin yatırımlar üzerindeki etkisi gibi kriterlerin büyüme de belirleyici olacağını vurgulamışlardır. Parasal genişlemenin uzun vadede etkin olmayacağını savunan görüşler ise üretim sürecine dahil olmayan paranın değer kaybı ile birlikte enflasyonla sonuçlanacağı üzerinde dururken; spekülasyon, devlet harcamalarına ve borçluluğa sebep olması, varlık fiyatlarını artırması, paranın verimsiz alana kayması gibi sebepleri önceliklendirmiş; kontrollü parasal büyümeyi savunmuştur. Bu sebeple Klasik, Monetarist ve Yeni Klasikler'in de içinde bulunduğu literatür parasal genişleme ile büyüme arasında özellikle uzun vadede olumlu bir etkinin olmayacağını önceliklendirmiştir.

Uygulanan genişletici para politikalarının enflasyon büyüme ödünleşmesine para politikasının etkinliğini savunan yaklaşımlar daha koşullu değerlendirmiştir. Keynesyen, Post Keynesyen, Yeni Keynesyen ve Yeni Konsensus literatürde genişletici politikaların enflasyonist etkisi reddedilmemekle beraber belirli koşulların sağlanması halinde aşılabılır olduğu üzerinde durulmaktadır. Örneğin Keynesyenler parasal genişlemenin efektif talep artışı kanalıyla üretimi ve yatırımları destekleyeceğini savunurken; marjinal getirideki artış ve üretim istenilen düzeyde değilse enflasyonist olacağını kabul etmektedir. Burada tam istihdam düzeyinin altındaki ekonomilerde etkin olacağı, tasarrufların yatırım maliyetlerine ve yeni yatırım değerlerine eşit olduğu, menkul kıymet alım satımlarının dengeli olduğu ekonomi modelinin enflasyonist olmayacağı üzerinde durulmaktadır. Bununla beraber gerek Keynesyenler gerekse de

Post Keynesyenler genişlemeci politikaların üretim ve yatırımı desteklemediği durumlarda; atıl paranın hem üretici hem de tüketici kaynaklı enflasyonist olacağını da kabul etmektedir. Yeni Keynesyenler ve Yeni Konsensus yaklaşımlarında ise fiyat katılıklarının aşıldığı esnek fiyat geçişkenliği olan ve başlangıç düzeyi enflasyonu görece daha düşük olan ülkelerin genişletici para politikalarını daha az enflasyonist etki ile atlattığı ve büyüme yanlısı olabileceğini savunmuştur. Yeni Konsensus bakış açısı yüksek enflasyon ortamında yapılan genişlemeci para politikalarının firmalar tarafından fiyatlara yansıtılan mark-uplara da sebep olması sebebiyle enflasyonist etkinin daha belirgin olacağını vurgulamaktadır. Bu sebeple koşulların oluşmadığı durumda enflasyonun başlangıç düzeyi önemli hale gelmekte ve stabilize edilerek fiyat dalgalanmalarının önüne geçilmesi gerektiği üzerinde durulmaktadır. Diğer taraftan Yeni Konsensus bakış açısında sadece para politikası özelinde durulmamakta büyüme yanlısı olması için maliye politikası ile uyumlu dezenflasyonist politika bileşiminin uzun vadeli belirlenmesi gerektiği savunulmaktadır. Bu açıdan bakıldığında genişlemeci para politikasının etkinliğini savunan yaklaşımlar da enflasyonun büyümeyi bozucu etkisini kabul etmekle beraber; belirli koşulların sağlanması halinde aşılabilir ve büyüme yanlısı olacağını tartışmıştır. Para politikasının büyüme üzerindeki etkisini oldukça sınırlı kabul eden Klasik, Monetarist ve Yeni Klasik yaklaşımlarda ise enflasyon büyüme arasındaki ödünleşmeye daha kesin gözüyle bakılmaktadır. Bu sebeple Klasikler parasal genişlemenin ancak yatırımlara kayması durumunda büyüme yanlısı olacağını savunurken; para arzı artışının enflasyonist etkisi üzerinde daha fazla durmuştur. Yeni Klasikler ise parasal genişlemenin ancak beklenmeyen durumda üretim ve büyümeyi destekleme ihtimali olduğunu fakat uzun vadede yine enflasyonla sonuçlanacağını vurgulamıştır. Bununla beraber monetarizmin öncüleri parasal genişlemenin aktarım mekanizması sonucu ücret ve fiyatları doğrudan arttırması

sebebiyle gerçek bir etkinliğin olmadığı savunmaktadır. Bir diğer ifade ile para politikasının sınırlı etkisi olduğunu savunan yaklaşımlar genişlemeci politikaların enflasyonist etkisi üzerinde daha fazla durarak uzun vadede büyüme yanlısı olmayacağını savunmuştur.

Maliye politikaları da kendi içerisinde politika etkinliğini savunan ve sınırlı etkisi olduğunu kabul eden görüşler olarak incelenmiştir. Politika setleri ise harcama politikaları büyüme, vergi politikaları büyüme ve enflasyon büyüme üzerinden değerlendirilmiştir. Bununla beraber maliye politikalarının etkinliğini savunan görüşlere bakıldığında çağdaş literatürde de oldukça yer bulan kaynakların etkin dağılımının büyüme yanlısı olacağına dair tartışmaların 15. yyda fizyokratlara kadar gittiği de görülmektedir. Bu sebeple maliye politikalarının genişlemeci olması kadar büyüme yanlısı olabilmesi için kaynakların etkin dağılımının önemi ve yeniden elde edilen kaynakların tekrar bu alanlara aktarılması üzerinde durulmuştur. Maliye politikalarının etkinliğini savunan literatür Keynesyen ve Post Keynesyen yaklaşımlar içerisinde değerlendirilirken; sınırlı etkinliğini savunan literatür Klasik, Yeni Klasik, Monetarist, Yeni Keynesyen ve Yeni Konsensus yaklaşımları özelinde değerlendirilmiştir.

Vergi politikaları ve büyüme arasındaki ödünleşmeye maliye politikasının etkin olduğunu savunan yaklaşımların özellikle talep arttırıcı yönünü dikkate alarak politika önerilerinde bulunduğu görülürken; sınırlı etkisi olduğunu savunan yaklaşımlar vergi politikalarına genişlemeci olmaktan çok harcamaları destekleyen ve bütçeyi dengede tutan bir politika aracı rolü yüklemiştir. Maliye politikalarının büyümeyi destekleyeceğini savunan Keynesyen ve Post Keynesyen yaklaşımlarda genişlemeci vergi politikalarının tüketimi arttıracak şekilde olması önerilmiştir. Bu sebeple gelir vergisi, veraset vergisi, sermaye karları gibi vergilerin tüketim kanalını doğrudan

etkilediği üzerinde durulmaktadır. Dolaylı ve doğrudan vergilerin çalışan kesimden alımının sınırlandırılması, karlar üzerinden vergi alınması ile tüketimin desteklenirken; zorunlu olmayan tüketim mallarının (lüks tüketim gibi) sınırlandırılarak enflasyonun da önüne geçilmesi önerilmiştir. Bununla beraber maliye politikasının sınırlı etkisi olduğunu savunan yaklaşımlarda genişlemeci vergi politikalarından çok bütçe hassasiyeti öne çıkmaktadır. Örneğin; Klasikler teşvik ve indirimlerin uzun vadede yeniden vergi artışları ile giderilmeye çalışılmasının tercih edilen vergiye göre tüketimi veya üretimi olumsuz etkilemesinin büyüme yanlısı olmayacağını savunmuştur. Bununla beraber moneterizm ve yeni klasik bakış açısı harcamalar kadar vergilerin dengelenmesi gerektiğini savunurken; yeni klasikler kalıcı kamu harcamalarının büyümeyi destekleyeceğini bunun da ancak vergi gelirleri ile sağlanabileceğini öne sürmüştür. Yeni Keynesyenler ise genişlemeci vergi politikası yerine vergi kompozisyonunun büyüme yanlısı yapılandırılabilmesi üzerinde durmuş, dolaylı vergilerin azaltılmasını daha az enflasyonist ve büyüme yanlısı olarak değerlendirmiştir. Vergi politikaları açısından bakıldığında bir tarafta tüketimi ve üretimi artırması muhtemel düşük vergilendirmenin büyümeyi destekleyeceği savunulurken; diğer tarafta uzun vadede bütçe açığı ve olası vergilendirme kanalı ile büyümenin sağlanamayacağı üzerinde durulmaktadır.

Kamu harcamalarının büyüme üzerindeki etkinliği incelendiğinde maliye politikasının etkinliğini savunan Keynesyen, Post Keynesyen literatür harcamaların gerekli ve büyüme yanlısı olduğunu vurgularken; maliye politikasının etkisini sınırlı kabul eden Klasik, Monetarist, Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen literatür uzun dönem perspektifinde görünümü değerlendirerek, bütçe ve döngüsel süreçlere önem vermiştir. Maliye politikasının etkinliğini savunan görüşlerin bütçe açıkları pahasına kamu harcamalarını arttırmanın efektif talebi ve tüketim kanalı ile üretimi desteklemesi,

yatırım harcamaları ile de üretimi doğrudan etkilemesi üzerinde durduğu görülmektedir. Örneğin, Keynesyen literatür işsizlik yardımlarının ve tüketimi canlandıracak harcamaların süreç daha da kötüye gitmeden yatırım ve istihdam düzeyini koruduğunu savunmaktadır. Kamu yatırımlarının da ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde artırılmasını gerekli görmektedir. Post-Keynesyen literatür de bu bakış açısını desteklerken özel sektörün atıl olduğu alanların kamu yatırımları ile desteklenmesi gerektiğini, sermaye yoğun yatırımların önemini, doğrudan kamu alımları ile de tüketimin desteklenmesini savunmuştur. Bununla beraber Post Keynesyenler ekonomik döngü üzerinde de durarak doğal büyüme oranının altında olan ekonomilerde harcamaların anlamlı olacağını da vurgulamıştır. Maliye politikalarına daha sınırlı rol atfeden ve uzun vadede harcamaların büyüme yanlısı olmayacağını savunan literatür ise uzun vadeli bütçe arttırıcı tedbirlerin daraltıcı etkisi ve enflasyonist ödünleşmenin büyümeye olumsuz yansması üzerinde durmuştur. Örneğin, Klasikler maliye politikasına oldukça sınırlı rol atfederken uzun vadede oluşacak bütçe açıklarının her ne şekilde telafi edilirse edilsin büyüme yanlısı olmayacağını, ya tüketim ya da üretim kanalından uzun vadede büyümeyi olumsuz etkileyeceğini savunmaktadır. Monetarizmin öncüleri ise harcamalara sıcak bakmazken, denk bütçe kavramına büyük önem vermiş harcamalar kadar vergilendirmenin gerekli olduğu üzerinde durmuştur. Yeni Klasikler ise kamusal yatırımların dışlama etkisi üzerinde durmuş, özel sektör ve işgücünün üretkenliğini arttıran harcamaların büyüme yanlısı olabileceğini savunmuştur. Bununla beraber gelirlerle dengelenen kalıcı harcamalarla genişlemeci politikaların, geçici harcamalara göre daha büyüme yanlısı olacağı üzerinde durmuşlardır. Yeni Keynesyenler ise mevcut enflasyon düzeyi, ekonomide küçülmeye sebep olan sebepler, yapısal faktörleri de dahil ederek uzun vadeli büyümeyi sağlayacak politika bileşimini savunmuştur. Bu sebeple ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde

maliye politikasına doğrudan genişlemeci rol atfetmek yerine para politikası ve mevcut ekonomik faktörlerle uyumlu bir bakış açısı geliştirmeyi daha büyüme yanlısı bulmuşlardır.

Genişlemeci maliye politikalarının enflasyonist etkisi sebebiyle uzun vadede büyümeye etkisinin olmayacağı ya da görece az etkili olacağını savunan görüşlerin maliye politikalarının sınırlı etkisi olacağını savunan literatür olduğu görülmektedir. Bununla beraber maliye politikalarının etkin olacağını destekleyen bakış açıları enflasyonist etkinin daha sınırlı olacağı üzerinde durmaktadır. Genişletici maliye politikalarının büyüme yanlısı olacağını savunan Keynesyen ve Post Keynesyen literatür sırasıyla tam istihdam düzeyi ve doğal büyüme oranının altındaki genişlemeci politikaların enflasyonist etkisinin olmayacağı üzerinde durarak ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde genişlemenin büyüme yanlısı olacağını da vurgulamıştır. Fakat bu seviyenin üzerinde enflasyonu da kabul etmektedirler. Özellikle Post Keynesyen literatür büyümenin enflasyonist etkisinin azaltılması için sonraki dönemde kamu yönetim giderlerinin azaltılmasını da önermiştir. Bununla beraber genişlemeci maliye politikalarına sınırlı rol atfeden ve uzun vadede büyüme yanlısı olamayacağı üzerinde duran literatür, oluşan bütçe açıklarının telafisi ve genişlemenin sebep olduğu enflasyonist etkinin uzun vadedeki etkisi üzerinde durmuştur. Klasik ve monetarist bakış açılarının öncüleri bu kapsamda politikaları eleştirirken; yeni klasikler genişleyici maliye politikasının baskın ve kontrolsüz olmasının büyüme üzerinde enflasyon kanalıyla olumsuz etkisinin olacağı görüşünü öne çıkarmıştır. Yeni Konsensus literatür ise bütçede aşırı borçluluğa sebep olmayacak, vergilendirmelerin ise enflasyonist etkinin önüne geçilecek şekilde olduğu kontrollü maliye politikasının önemi üzerinde durmuştur. Bu sebeple enflasyonun ve beklentilerin de kontrol altına alındığı politikalarla başarılı olunabileceği yaklaşımları önceliklendirmişlerdir.

Para ve maliye politikalarının koordinasyonu ise genişletici dönemlerde faiz, enflasyon ve olası bütçe açıkları sarmalında büyüme için önemini korumaktadır. Örneğin yüksek bütçe açıklarına ulaşılan ekonomilerde enflasyon ve yüksek faiz riski ile karşılaşılacağı için yeni-klasik yaklaşım para politikasının aşırı sıkı olmaması gerektiğini savunur. Çünkü daha sonra oluşan yüksek borçlanma ve vergi artışı sonucu açığa çıkan enflasyon ve faiz artışı etkisi, ilk durumdaki parasal sıkılaşma ile kontrol edilmeye çalışılan enflasyonist etkiden daha yüksek olmaktadır.

Politika bileşimi ve her durumda genişletici politikaların daralan dönemlerde büyüme yanlısı olacağı konusuna ise yeni-keynesyenler farklı bir bakış açısı getirmiştir. Her ekonomik daralmanın sebebi aynı olmayacağından çözüm de aynı olmayabilmektedir. Bunun en güzel örneklerinden biri spekülasyon çıkış sebebiyle daralan ekonomilerdir. Böyle bir durumda genişletici para politikası uygulamak durumu daha da kötüleştireceğinden büyüme yanlısı politikanın öncelikli sıkı para ve maliye politikası olması gerektiği savunulmaktadır. Böyle bir durumda da bu politika bileşiminin uzun vadede büyüme yanlısı olabilmesi için ülkelere özgü yapısal dinamikler de önemini korumaktadır.

Tüm bu değerlendirmeler daralan dönemlerde uygulanan genişlemeci para ve maliye politikalarının büyüme üzerine etkilerinin çok boyutlu tartışıldığını ve genel geçer bir kural olmadığını da göstermektedir. Fakat uzun vadede büyümenin sağlanması için hangi şartların olması gerektiği de farklı açılardan değerlendirilmiştir. Bu sebeple uygulanan politikalar kadar, politikaların etkinliğinin sağlanması ve yapısal faktörlerin ülkelerin büyüme dinamiklerinde yerini koruduğu görülmektedir.

BÖLÜM 2

2 GENİŞLEMECİ PARA VE MALİYE POLİTİKALARIYLA ÜLKE UYGULAMALARI

Politika setlerinin genişlemeci olarak değerlendirilmesi için uygulamalar kadar, nihai sonuçları ve net etkileri de belirleyici olmaktadır. İki politika setinin aynı yönlü ya da zıt yönlü olması da ekonomi üzerindeki etkinin genişleyici olup olmadığını gösterebilmektedir. Para politikasının hangi politika tercihlerinde ve oranlarda genişlemeci olarak tarif edilebileceği tartışılabilir bir konu olmakla beraber; maliye politikasının da harcamalar kadar gelirlerini hangi kanallardan elde ettiği, bütçe ve borçlanma kanalıyla birlikte değerlendirildiğinde genişlemeci olarak tarif edilebilir durumdadır. Bu sebeple çok yönlü araç setlerinin net etkisini görmek, politika bileşiminin genişletici olup olmadığını anlamakta yardımcı olabilir.

2.1 Genişlemeci Para Politikaları ve Örnekleri

Genişlemeci para politikası en genel haliyle; para arzının mevcut durumdan fazla artırılması veya kısa vadeli faiz oranlarının indirilmesi olarak tanımlanmaktadır¹⁰. En yaygın kullanılan para politikası araçları ise zorunlu karşılıkların azaltılması, politika faizinin indirilmesi ve menkul alımları olarak karşımıza çıkmaktadır. Kağıt alımları geleneksel politikalardan hazine kağıtlarının alımı olabileceği gibi, geleneksel olmayan politikalardan hazine kağıtlarının veya diğer kağıtların daha yüksek montanlı ve uzun vadeli açık piyasada alımı (quantitative easing¹¹) şeklinde de uygulanabilmektedir. Genişletici para politikalarının en belirgin etkisi ise bankacılık

¹⁰ https://www.investopedia.com/terms/e/expansionary_policy.asp

¹¹ <https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>

sektörünün fonlama maliyetlerini azaltması ve kullanılabilir fonları artırması sebebiyle verilebilir kredi miktarını yükseltmesidir.

2.1.1 Zorunlu Karşılık Politikası

Zorunlu karşılık politikası bankaların aşırı genişlemesini önlemek ve şoklarda ani mevduat çıkışlarına karşı koruma sağlayabilmek amacıyla 19. yy'dan itibaren uygulanmaya başlayan bir politika aracıdır¹². İlk uygulamaya başlandığı dönemlerde tek bir oran üzerinden politika belirlenirken, daha sonraları para birimi, vade, yükümlülük türü, fonun yurtiçi ya da yurtdışından olması gibi farklılıklara göre değişen sınırlara göre oranlar getirilmeye başlanmıştır. Zorunlu karşılıklar mikro-ihtiyati politika olarak, parasal kontrol amaçlı ve likidite yönetimi hedefiyle uygulanmaktadır. Öncelikli amaç; bankaların elinde yeterince likit varlık olmasının sağlanması olmuş ve düzenleyici bir mikro-ihtiyati politika olarak kullanılmıştır. Parasal kontrolün sağlanması ise kredi büyümesinin ayrılan karşılık miktarlarının ayarlanması ile düzenlenmesiyle yapılmıştır. Diğer taraftan zorunlu karşılıkların artırılması dolaylı olarak kredi faizlerinin de artmasına sebep olduğundan sermaye girişlerinin de önüne geçmektedir. Zorunlu karşılık oranlarının artırılmasının mevduat faizlerini artırmadığı daha çok kredi faizlerini artırdığı sonuçlar bulunmuştur. Bu sebeple büyümeyi desteklemek ve genişletici etkiye ulaşmak için zorunlu karşılık oranları düşürülmektedir. Diğer taraftan likidite kontrolü de sağlaması sebebiyle enflasyon, kur ve faiz yönlü gelebilecek baskıların da dengelenmesini sağlamaktadır. (Gray, 2011; Montoro ve Moreno, 2011; Federico, Vegh ve Vulletin, 2013)

Bankalar belirlenmiş bilanço kalemleri dahilinde yerli ve yabancı para yükümlülükleri için Merkez Bankaları bünyesinde belirlenen dönemlerde serbest ve

¹²https://en.wikipedia.org/wiki/Monetary_policy

bloke hesaplarda zorunlu karşılık tutabilmektedir¹³. Zorunlu karşılıklar yükümlülüklerin vadelerine ve çeşidine göre farklı oranlarda tesis edilebilmektedir. Türkiye’de de uygulamaya 2010 yılında başlanmıştır. Zorunlu karşılık politikasına mevduat, katılım fonları, repodan elde edilen fonlar, kullanılan krediler, ihraç edilen menkuller, sermaye hesabında kullanılmayan borçlanma araçları, yurtdışı merkeze yükümlülükler, kredi kartı ödemelerinden borçlar ve müstakriz fonları yükümlülük tanımına dahil edilmiştir. Bununla beraber güncel uygulamalarda sadece yükümlülüklerle değil, varlıklara da zorunlu karşılık uygulamasına geçilerek, bankaların bilançolarındaki pasif tarafın da düzenlenmeye çalışıldığı yeni uygulamalar da mevcuttur¹⁴.

Zorunlu karşılık uygulamaları ülkeden ülkeye değişebilmekle beraber, bazı ülkelerin politikayı uygulamadıkları da görülmektedir. Örneğin, 1930’lardan itibaren zorunlu karşılık politikasını aktif bir şekilde kullanan FED; 2020 yılı Mart ayı içerisinde zorunlu karşılık oranlarını sıfırlayarak, para politikası için gerekli olmadığını ilan etmiştir. (Bordo, 2011) Yeni Zelanda (1985), Kanada (1992), Avustralya (1988), İsveç (1994), Hon Kong gibi bazı ülkelerde de zorunlu karşılık politikası kaldırılmıştır.¹⁵ Ülkelerin en güncel zorunlu karşılık oranları ortalamalarına bakıldığında %0,5 ile %44 arasında değiştiği görülmektedir. (Grafik 1) Bu haliyle bazı ülkelerin hali hazırda oldukça sıkı bir zorunlu karşılık politikası olduğu, bazılarının ise neredeyse hiç kullanmadığı söylenebilir. Türkiye ise %9,8 olan ortalama değerin altında bir zorunlu

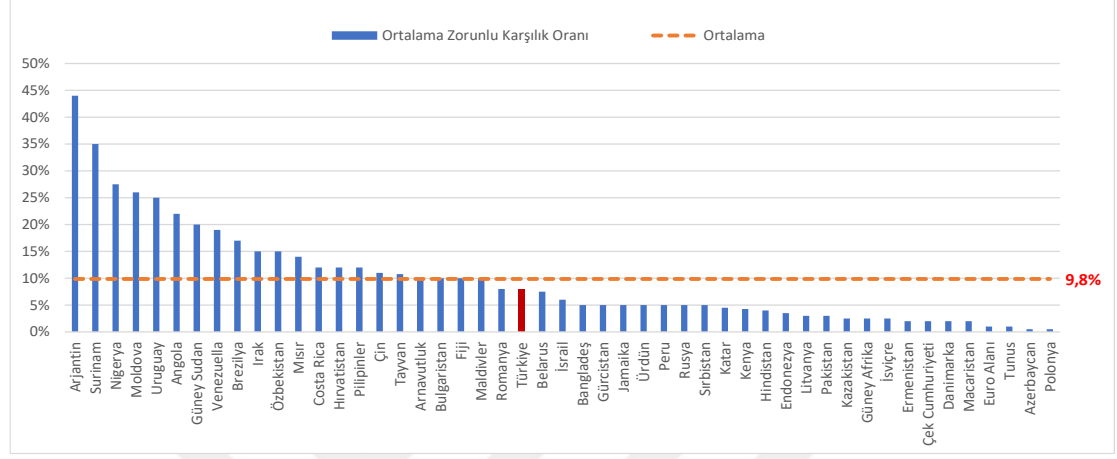
¹³<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Zorunlu+Karsilik+Oranlari/>, 25 Aralık 2013 tarihli 28862 sayılı “Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ”

¹⁴ <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/994eeecf-2a8d-48bc-91b6-81450a2866e6/1.Tam+Metin.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-994eeecf-2a8d-48bc-91b6-81450a2866e6-oldp8SF>

¹⁵<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>,
https://en.wikipedia.org/wiki/Reserve_requirement#cite_ref-monetary-economics_11-0
<https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/insight/2009/08/20090813/>

karşılık politikası uygulamaktadır. Zorunlu karşılık politikasının genişletici olup olmadığının tespitinde belirli bir orandan çok, her ülkenin kendi özelinde mevcutta uygulanan oranların altında olup olmadığı önemli hale gelmektedir.

Grafik 1: Seçilmiş Ülkelerin Ortalama Zorunlu Karşılık Oranları



Kaynak: <http://www.centralbanknews.info/p/reserve-ratios.html>, Nisan 2021

Zorunlu karşılık politikasına dahil edilen yükümlülüklerin bir kısmının bankalar tarafından kullanılmak yerine Merkez Bankaları bünyesinde tutulması kullanılabilir fonların miktarını etkilediğinden piyasaya sürülen para miktarını da etkilemektedir. Bu sebeple genişletici politika tercihleri öne çıktığında rezerv oranları düşürülerek piyada bulunan para arzı artırılmaktadır. Bankacılık kanalıyla verilebilir fonlar arttığından kredi mekanizması ile de genişletici politika uygulanmaktadır.

2.1.2 Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, ikincil piyasadan kısa vadeli hazine kağıtlarının ve diğer menkullerin alınıp satıldığı işlemlerdir. Kalıcı ve geçici olmasına göre farklılaşmakla birlikte geçici işlemler para arzındaki dalgalanmalarda belirleyici olurken, kalıcı işlemler uzun vadeli likidite desteği sağlamak için kullanılmaktadır.

Merkez Bankaları'nın açık piyasa işlemleri ile alım satım yapma sürecinin gelişimi 1914'lü yıllarda başlamış olup, bugünkü bilinen anlamda uygulamaların adımlarının 1922'li yıllarda Amerika ve diğer bazı ülkelerde atıldığı görülmektedir. Başlangıçta merkez bankaları bono piyasalarında alıcı ve satıcıların taleplerini karşılayarak piyasadaki likidite akışını sağlamıştır. Fakat I. Dünya Savaşı'nın da etkisiyle yaşanan likidite sorunları, bankaların borçlarını çeviremez hale gelmesi, yeni enstrümanların da kullanılmasına yol açmıştır. FED'in öncülüğünde gelişen bu süreçte Hazine kağıtlarının da alınmaya başlanarak, piyasaya likidite akışının artırıldığı, kredi kanalının yeniden canlandırıldığı görülmektedir. Bir diğer ifadeyle uygulamanın ilk süreci bono piyasalarının yetersiz kalması sebebiyle, daralan ve likidite sorunu yaşayan ekonomilerin ve bankacılık kesiminin desteklenmesini hedefleyerek hazine kağıtlarının da dahil edilmesi ile başlamıştır. (Burgess, 1964; Hawtrey, 1933: 67-72) Hazine kağıtlarının da ikincil piyasadan alınıp satılabilir hale gelmesi açık piyasa işlemlerinin maliye politikasına da dolaylı yoldan etkisinin olmasını sağlamıştır. Merkez Bankaları bünyesinde tutulan bu kağıtlar net devlet borçluluğunu da desteklerken, bankaların elinde tuttuğu kağıt portföyünü de azaltarak piyasadaki likidite miktarını da artırmaktadır. (Toporowski, 2018: 23-25) Piyasadaki likidite miktarı daha önce uygulanan sterilizasyon politikaları sebebiyle azaltıldığında (örneğin paranın aşırı değersizleşmesi sebebiyle merkez bankaları daraltıcı politikalara gitmiş olabilir), bütçe açıkları da belirginse verilebilir kredi miktarı da düşmektedir. Böyle ortamlarda bankaların portföyünde devlet

borçlanma senetlerine daha fazla yer verdiği de görülmektedir. (Souza, 2003) Bir diğer ifade ile banka portföylerindeki verilebilir kredi miktarı ve likiditenin daralmasıyla beraber devlet borçlanma senetlerinin artması, dışsal faktörler kadar, içsel politikaların da etkisiyle olabilmektedir. Bu sebeple genişletici politika tercihleri öne çıktığında merkez bankalarının kağıt alımları likidite miktarını tekrar desteklemektedir.

Türkiye’de açık piyasa işlemleri repo, ters-repo, kesin alım ve satım, depo alım-satım ve likidite senedi ihracı şeklinde gerçekleşmektedir. Bu uygulamalardan repo, kesin alım ve depo satım işlemlerindeki amaç piyasadaki likidite eksikliğini artırmak olduğu için genişletici politika adımlarıdır. Depo satım işlemleri genellikle gecelik olurken, repo işlemlerinde kağıtlar geçici süreli alınmakta, kesin alım işlemi ise kalıcı likidite sağlamaktadır. Alınan menkuller ise ülke uygulamalarına göre çeşitlenmekle ve geleneksel politikalardan uzaklaşmakla beraber Türkiye’de de DİBS, likidite senetleri ve kira sertifikaları¹⁶ kapsamında açık piyasa işlemleri yapılmaktadır. (TCMB, 2014)

Geleneksel açık piyasa işlemlerinin hazine kağıtlarının kısa vadeli alınıp satılması ile yapıldığı bilinmektedir fakat özellikle 2008 krizi ve sonrası farklılaşan politika araçları açık piyasa işlemlerine de yansımıştır. Bununla beraber kalıcı kağıt alımlarının da artırıldığı görülmektedir. Örneğin FED, özellikle 2008 krizi döneminde kağıt alımlarını kalıcı hale getirerek piyasadaki likiditeyi uzun vadeli desteklemeye çalışmıştır¹⁷. Euro sisteminde de haftalık kısa vadeli ve 3 aylık uzun vadeli kağıt alım programları uygulanıyorken; geleneksel olmayan daha uzun vadeli programlar da uygulanabilir hale gelmiş bulunmaktadır¹⁸. Bununla beraber bazı merkez bankalarının kendi bonolarını da açık piyasa kapsamında alıp sattığı uygulamalar mevcuttur. (Barth ve Song, 2013: 360)

¹⁶ 2012 yılı Ekim ayı içerisinde Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi tarafından ihraç edilen kira sertifikaları da APİ kapsamına dahil edilmiştir.

¹⁷ https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm

¹⁸ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

Avrupa Merkez Bankası'nda ise açık piyasa işlemleri standart ihalelerle ve hızlı ihalelerle yapılmaktadır. Standart ihaleler; temel finansman, uzun vadeli, kısa vadeli ve yapısal operasyonların bir günlük süre zarfında tamamlanmasını içerirken, hızlı ihaleler yaklaşık bir buçuk saat içerisinde gerçekleşen (fine-tuning) ihaleler olarak uygulanmaktadır. İhalelerde değişken ve sabit faizler kullanılabiliyor olup 2008 krizi ile değişken faiz uygulamasının iptal edildiği, sabit faiz uygulamasının ise kademeli düşürüldüğü bir uygulamaya geçilmiştir.¹⁹

Açık piyasa işlemlerinde kağıt alımları, likidite miktarı ve para tabanı üzerinde genişletici etki sağlarken, banka mevduat ve kredi faiz oranlarına belirli sınırlar getirilen ülkelerde kredi mekanizması ile gelebilecek büyüme yansıması değişebilmektedir. (Barth ve Song, 2013:360) Bir diğer ifade ile piyasaya verilen likidite kadar, likiditenin nasıl yönlendirildiği de önemli hale gelmektedir. Açık piyasa işlemlerinin büyüme üzerinde etkisinin nötr olduğuna dair çalışmalar olmakla beraber, ekonomideki diğer değişkenlerin etkisine göre olumlu katkı sağlaması da mümkün görülmektedir. Örneğin nominal faizlerin yüksek olduğu ortamlarda bankaların finansal piyasalarda ve kredi kanalında sermayeyi aktif kullanmak yerine devlet borçlanma araçlarına daha fazla yöneldiği koşullar oluşmaktadır. Böyle ortamlarda açık piyasa işlemlerinin piyasaya likidite sağlaması sadece bankaların ve reel sektörün ellerinde tuttuğu likidite miktarını artırması sebebiyle, nominal faiz oranlarının etkisi de önemli görülmektedir. (Smith ve Screft: 1995)

¹⁹ https://www.en.sfm.econ.uni-muenchen.de/liquidity_crisis/artikel/ecb_tender.html
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

2.1.3 Faiz Politikaları

Monetarist yaklaşımın parasal büyüklükler üzerinden politika geliştirmesinin eleştirilmesi süreci, yeni konsensus yaklaşımın faiz politikalarını önceliklemesi ile sonuçlanmıştır. Bu sebeple merkez bankaları ekonominin içinde bulunduğu duruma göre genişletici ve daraltıcı adımları uygulama sürecinde faiz politikalarını aktif kullanmaktadır.

Merkez bankalarının kullandığı faiz politikaları çeşitlenmekle beraber; fon oranı, politika faizi, reeskont oranı, birincil borç verme faiz oranı gibi uygulamalar mevcuttur. Faiz kanalının ilk etkisi bankaların merkez bankaları bünyesinde günlük ve gecelik işlemlerinde borç alışı verışı için kullandıkları mevduatın maliyetini belirlemesi ile olmaktadır. Uygulamaları çeşitlenmekle beraber fonlama maliyetinin ilk adımını belirlemesi sebebiyle sektördeki fiyatlamaları da belirlemektedir. Örneğin; Fed federal fon oranı ile banka ve diğer kredi kuruluşlarının gecelik mevduat borçlanma maliyetinin bu oran etrafında oluşmasına izin verirken, ülkemizde de politika faizinin (1 hafta vadeli repo ihale faizinin) üzerinde ve altında belirlenen bir marjla işlemler yapılmaktadır. Piyasadaki para miktarı arttırıldığında işlem maliyetleri politika faiz oranına yaklaşırken, azaltıldığında yükselmektedir. İskonto oranları doğrudan merkez bankalarının bankalara borç verirken kullandığı oranlardır ve genellikle bankalararası borçlanma oranının üzerinde belirlenir. Kredi faizlerini doğrudan yönlendirmek için kullanılan faiz oranları ise genellikle gecelik faiz oranlarının etrafında belirlenmektedir. Örneğin, FED birincil faiz oranını federal fon oranının etrafında belirleyerek yayınlamaktadır. Bu faiz oranları bankaların en iyi ticari müşterilerine uyguladıkları faiz oranı olup, risklilik durumuna

göre diğer kredilerin de bu oran etrafında oluşmasını sağlamaktadır.²⁰ Avrupa Merkez Bankası'nda ise bankaların gecelik mevduatı getirmesi ve kredi faizleri ile bankalara temel finansmanı yani likiditeyi sağlayan faiz oranları farklılaşmaktadır. Bankacılık sistemine doğrudan likidite sağlayan ve açık piyasa işlemlerinde kullanılan sabit oranlı ihale faiz oranı (fixed rate tenders) 2016'dan itibaren 0'lanmış iken, bankaların gecelik işlemlerde getirdikleri mevduatlara (deposit facility) negatif faiz söz konusudur. Gecelik mevduatlara negatif faiz uygulaması ile bankaların atıl tuttuğu mevduatları kullanıma sürmesi amaçlanmaktadır. Bu şekilde mevduatın tasarruf aracı olarak kullanılması yerine kişiler daha çok harcamaya ve yatırıma teşvik edilmeye çalışılmaktadır²¹. Sabit oranlı ihale faiz oranları aynı zamanda bir hafta vadeli temel açık piyasa işlemlerinde bankalara likidite sağlamak için kullanılmaktadır. Gecelik krediler için ise (marginal lending facility) 0,25 gibi düşük bir oranda faiz uygulanmaktadır²². Piyasaya doğrudan likidite sağlayan ihalelerde sabit ve değişken faiz opsiyonu getirilmiştir. Değişken faizlerin ihale sonucu bankaların verdiği faiz oranı etrafında şekillenmesine izin verilmiştir. Fakat uygulamada değişken faiz oranlarının 0'a yaklaşması sebebiyle sabit oranlı ihale faiz oranlarına geçilmiş ve son uygulamada da 0 olarak belirlenmiştir²³. 2008 krizi döneminde de değişken faiz oranları iptal edilerek sabit faiz oranı değişkenin altında belirlenmiş ve bu süreçte giderek düşürülmüştür. Marjinal borç verme faiz oranı da aynı tarihlerden itibaren kademeli olarak indirilmiştir²⁴.

²⁰<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politika/i/merkez+bankasi+faiz+oranlari>

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications.htm>

²¹ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html>

²²https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html, 2019 yılı gerçekleştirmeleri olup, 2022 ve sonrası oranlar arttırılmıştır. 2008 krizi ve sonrasında tüm oranlar kademeli olarak indirilmiş ve bu döngü 2022 yılında tersine dönmüştür.

²³https://www.en.sfm.econ.uni-muenchen.de/liquidity_crisis/artikel/ecb_tender.html

²⁴https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

Birçok ülkede politika faiz oranlarının sıfıra yaklaşması ve hatta negatif faiz oranlarına (İsveç, İsviçre, Danimarka, Japonya, Avro alanı vb.) geçilmesi de politika değişikliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Bununla beraber, fonlamanın bu noktaya gelmesinin kredi faiz oranlarına aynı oranda yansiyarak büyümeyi destekleyip desteklemediği de ayrı bir tartışma konusudur. Fonlama maliyetinin negatif olması mevduat faizlerini genellikle sıfıra yakın düzeylere indirirken, bankaların homojen bir şekilde aynı oranda kredi faizlerini de indirmedigine dair çalışmalar mevcuttur. Bir diğer ifade ile politika faizinin negatif olmasının etkisi sıfırın üzerinden indirilmeye başlanmasına göre daha yavaş olmaktadır. Bu yapılanmada kredi mevduat faiz farkı hemen hemen değişmezken, bazı bankalarda ise kredi faizlerine bağlı olarak artmıştır. Mevduatla fonlamayı daha fazla tercih eden bankalar da politika faizini kredi faizlerine yansıtmamaktadır. Diğer taraftan bankaların rezervlerinin merkez bankasında olması durumunda ise bankalar negatif faiz ile zarar etmektedir. Daraltıcı politika dönemlerinde de karlılık baskısı sebebiyle kredi faiz oranları yine düşmemekte ve pozitif politika faizine kıyasla büyümeyi daha fazla daraltmaktadır. Bir diğer ifadeyle negatif politika faiz oranlarının kredi fiyatlaması kanalı ile büyümeyi desteklemesi zayıf kaldığından genişletici bir politika olduğunu söylemek de çok mümkün olmamaktadır. (Eggertsson, Juelsrud vd., 2017)

Faiz değişiklikleri ekonomilerdeki diğer faiz oranlarını, varlık fiyatlarını, hanehalkı refahını, kredi mekanizmasını, kurları, harcama ve yatırım davranışları gibi birçok faktörü de etkileyerek belirleyici olmaktadır. Birinci etki bankaların ve bazı ülkelerde mevduat tutan kuruluşların borçlanma maliyetini belirlemesi ile olmaktadır. Bankalar bu maliyetin altında bir orandan kendi aralarında da borçlanmak istememektedir. Hanehalkına, firmalara ve devlete sağlanan kısa vadeli kredi faiz oranları da bu maliyetin üzerinde belirlenmektedir. Dolayısıyla borçlanma maliyetlerine de

yansımaktadır. Uzun vadeli faiz oranları ise ağırlıklı olarak merkez bankalarının politika faizleri üzerindeki beklentilere göre şekillenmektedir. Varlık ve hisse fiyatları da faiz politikasına göre değişerek talebi de belirlemektedir. Dolayısıyla diğer faktörler sabitken faiz etkisiyle ülke varlıklarına olan talep kurlarda da belirleyici olmaktadır²⁵.

Para politikası politika faiz oranlarının düşürülmesi ile genişletildiğinde, diğer koşulların da uyumlu olması durumunda, kredi kanalının da genişletici olması beklenmektedir. Düşen maliyetlerle birlikte tüketici kredileri daha cazip hale gelmekte, canlanan taleple beraber birçok sektörde de hareket gözlemlenmektedir. Artan varlık fiyatları ise bu varlıklara olan talebi de artırmakta ve hanehalkı refahını da desteklemektedir. Bu durum ise harcama kanalını ayrıca artırmaktadır. Faiz yatırımların da maliyetini belirlediğinden, diğer koşulların da olumlu olduğu varsayımı altında, düşen faizler yatırımları da ivmelendirmektedir. Yurt içi paranın değeri de görece düşeceğinden, yurt içi ürünlerin fiyatının yurt dışına daha cazip gelmesi sebebiyle ihracata da katkısı olması beklenmektedir²⁶.

2.1.4 Reeskont Kredileri

Reeskont kredileri bankalarca veya firmalarca getirilen senetlerin teminat alınarak (ikinci kez kırdırılarak) Merkez Bankaları tarafından kredi verilmesi politikasıdır. Ülke örnekleri ise farklılaşmaktadır.

Türkiye uygulamasında ihracatçı firmalara destek amacıyla da Merkez Bankası, Eximbank aracılığıyla kredi vermektedir²⁷. En güncel uygulamada vadesine en fazla 360

²⁵ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-what-are-its-goals-how-does-it-work.htm>

²⁶ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-what-are-its-goals-how-does-it-work.htm>

²⁷ <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Bankacilik+Verileri/Reeskont+Kredilerinin+Doviz+Rezervlerine+Katkisi>

gün kalmış döviz cinsi senetler alınarak, TL cinsi kredi verilmekte, geri dönüşler ise döviz cinsi olarak alınmaktadır²⁸. Reeskont kredileri güncel duruma ve şartlara göre değişik uygulamalarla da sağlanabilmektedir. Çin Merkez Bankası finansal kuruluşlara da finansal kuruluşların ellerindeki hisse senetleri ya da çalıştıkları bankalardan aldıkları teminata uygun senetleri iskonto ederek kredi verebilmektedir. (BIS, No:54)

2.1.5 Varlık Alımları

Geleneksel olmayan politikaların kriz ve ekonomi yönetiminde önemli hale gelmesi ile varlık alımları da uygulanan bir politika aracı olarak kullanılmaya başlamıştır. Özellikle ABD, Avrupa Birliği, İngiltere ve Japonya'nın öncülük ettiği süreçte kısa vadeli faiz oranlarının sıfıra yakın olması sonucu para politikasının etkinsizliği yeni politika arayışlarını da beraberinde getirmiştir. (Fawley, Neely, 2013) Faizlerin sıfıra yakınması ile tüketicilerin nakit para tutma alışkanlığının artması, sadece parasal genişlemenin değil aynı zamanda kısa vadeli varlık alımlarının da ekonomileri canlandırmada yetersiz kaldığını göstermiştir. Bu sebeple nicel genişleme (QE) politikaları hız kazanmıştır. 2008 krizi dönemi bu politikanın en yaygın ve yoğun kullanılmaya başlandığı dönem olarak öne çıkarken, bu dönemden sonra da gerek duyuldukça uygulanmaya devam etmiştir. Merkez Bankaları bu süreçte kısa ve özellikle uzun vadeli hazine ve özel sektör kağıtlarını alarak piyasaya likidite sağlama yoluna gitmiştir. 2008 krizi özelliği itibariyle ipoteğe dayalı menkullerin de fazlasıyla alındığı bir dönem olmuştur. Covid-19 etkisi ile beraber 2020 yılı ilk çeyreğinden itibaren, bu politika yeniden daha kuvvetli bir şekilde uygulama alanı bulmuş, alınan varlıklar ise çeşitlenmiştir. Alımların büyük oranda uzun vadeli olması ile nicel genişlemenin de uzun vadeli ekonomiyi desteklemesi hedeflenmektedir. Bankalardan varlık alımları yoluyla nicel genişlemeye gidilmesinin sektör özelinde

²⁸ Reeskont kredilerinin TL verilir, döviz cinsinden alınması aynı zamanda Merkez Bankası rezervlerini de güçlendirmektedir.

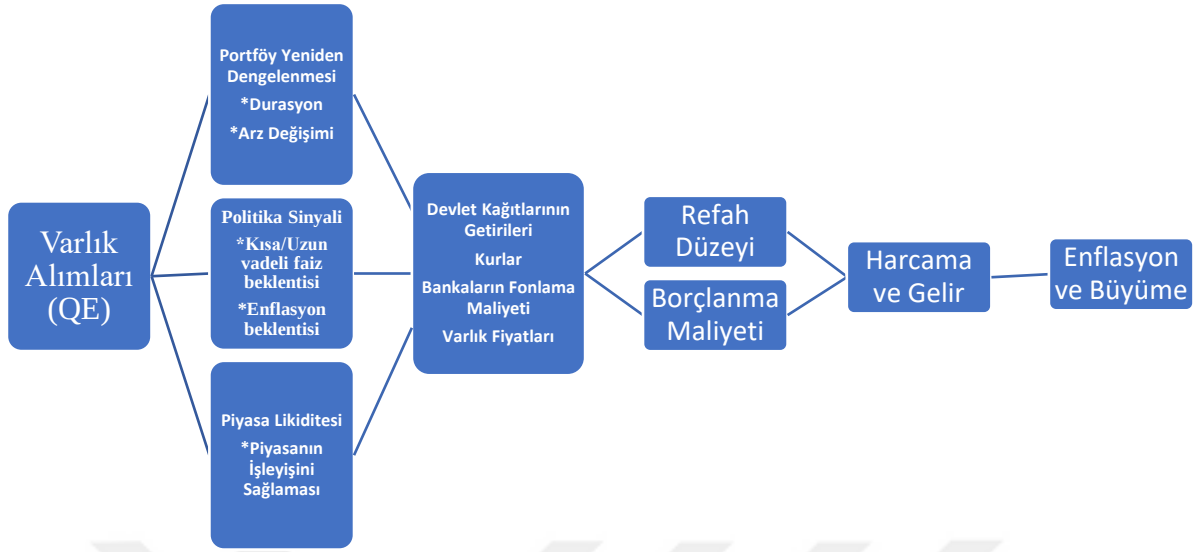
öncelikle iki etkisi olduğu söylenebilir. İlk olarak ekonomilerin olumsuz olduğu dönemlerde bankacılık sektör bilançoları da bozulduğundan hem güven sorunu yaşanmakta, hem de bankacılık işlemleri aksamaktadır. Banka bilançolarından bu varlıkların merkez bankaları tarafından alınması ve yerine likidite sağlanması öncelikle güven kanalını iyileştirmekte, bilanço görünümünü düzeltmektedir. İkinci etki ise bilançodaki bozulmanın da yansıması olarak daralan kredi hacmini ve kredi verme iştahını bankacılık nezdinde yeniden artırabilmesidir. Bu sebeple parasal genişlemenin de yetersiz olduğu durumlarda hanehalkı ve firmaların da borçlanabilme kanalı açılmak istenmektedir. Daralan ekonomilerden çıkış stratejilerinde özellikle reel sektörün işlevsiz hale gelmesi, yeni uygulamalarda parasal aktarım mekanizmasını hızlandırmak ve doğrudan reel sektörü desteklemek isteyen Merkez Bankaları'nı özel sektör kağıtlarını da almaya yönlendirmiştir²⁹. Özel sektör kağıtlarının da alınmaya başlaması ise ticari ve kurumsal firmaların bir likidite sorunu yaşamayacağı, istenilen durumda kağıtlarının alınacağı sinyali vermektedir. Bu sebeple alımların likiditeyi destekleyici etkisi olmaktadır. Yapılan nicel genişlemenin bir diğer etkisi ise fiyatlar kanalı ile olmaktadır. Merkez Bankaları'nın devlet tahvil ve bonolarını, firma kağıtlarını vb enstrümanlarını bankalardan, diğer finansal kurumlardan veya emeklilik fonlarından satın alması bu kağıtların aynı zamanda değerini de artırmaktadır. Değeri artan kağıtların faizlerinin düşmesi ise hanehalkı ve firmalar için borçlanma maliyetini uygun hale getirmektedir³⁰. Devlet borçlanma gereksiniminin de artması bu kanalla da maliyetleri doğrudan ve dolaylı olarak sektör için de artırmaktadır. Merkez Bankaları'nın nicel genişleme yoluyla hazine kağıtlarını da alması aynı zamanda hem maliye politikası kanalında genişlemeye katkı sağlarken, hem de uzun vadeli faiz oranlarını da etkilemektedir. Varlık alımlarının

²⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1593530521495&uri=CELEX:32016D0016>

³⁰ <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing>

Merkez Bankaları tarafından kalıcı bir politika olarak duyurulması, aynı zamanda politika etkinliğinin de uzun vadede olmasını sağlamaktadır. Uzun vadeli faiz oranlarının gerilemesinde beklentiler kanalı da bu şekilde belirleyici olmaktadır. Varlık alım politikasının parasal aktarımda portföy balans kanalı ile de etkili olduğu düşünülmektedir. Bu görüşe göre portföydeki farklı kategorilerdeki varlıklar birbirinin tam ikamesi değildir. Bazı varlıklar daha riskli görüldüğü, bazılarının işlem maliyetleri yüksek olduğu ya da yasal bir takım sınırlar sebebiyle çok da tercih edilmeye bilinmektedir. Portföy balans kanalı Merkez Bankaları'nın belirli varlıkları piyasadan alması durumunda yatırımcıların portföylerini çoğaltmak için diğer varlıklara da yöneleceğini öngörmektedir. Böylece piyasadaki diğer varlık alımları artacağından bu varlıkların fiyatları artarken getirileri düşmektedir. Bu durumda ise finansal koşullar varlık fiyatları kanalı ile ekonominin geneline yaygın olarak gevşemektedir. Alımlar piyasada tutulan varlıkların sadece miktarını değil, aynı zamanda kompozisyonunu da etkilemektedir. (Brainard ve Tobin, 1963; Andres, Lopez vd., 2004; Yellen, 2011; Bernanke, 2012; Chen, Curdia vd, 2012; Harrison, 2012) Şema 1'de varlık alımlarının etkileri özetlenmiştir. Burada daha geniş de ifade edilmesi mümkün olmakla birlikte özellikle üç kanal aracılığıyla varlık alımlarının ne derece etkin olduğunun ise alım şekline, miktarına, ülke koşullarına ve diğer etkenlere göre de belirli olması beklenir.

Şekil 1: Varlık Alımlarının Aktarım Kanalı

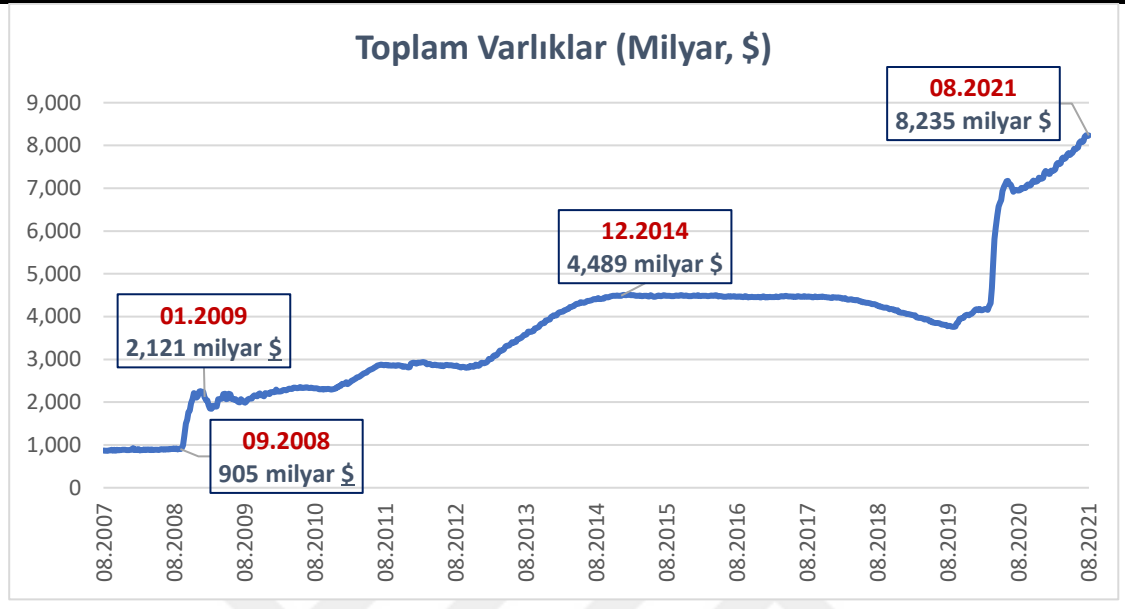


Nicel genişleme uygulamalarının etkinliğinin özellikle kriz dönemlerinde daha belirgin olduğu gözlemlenmiştir. Piyasaların doğru işlemediği dönemlerde nicel genişleme politikasının da ekonomiler üzerindeki belirleyiciliği artmaktadır. Böyle dönemlerde hızlı ve büyük miktarda alımlar politikanın yayılım hızını da değiştirmektedir. Likit talebinin düzeyi ise bir başka etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Devlet tahvil ve bonolarının yaygın bir şekilde yatırımcıların elinde bulunduğu ve likit sıkıntısı yaşanan durumlarda yapılan alımlar, sadece bu yatırımcılara değil aynı zamanda banka dışı yatırımcılara da likidite sağlamaktadır. Bu durum portföy balans kanalıyla açıklanmıştır. Sonuç olarak nicel genişleme uygulamaları ile borçlanma maliyetlerindeki değişimin harcama ve gelir kanalı ile enflasyon ve büyümeye yansımaları beklenmektedir.

2008 krizi ve devamındaki resesyon dönemleri varlık alımlarının belirgin bir şekilde arttığı gözlemlenmektedir. Örneğin Ağustos 2007’de yaklaşık 870 milyar \$ olan FED bilanço varlıkları, 2014 yıl sonunda 4,5 trilyon \$ düzeyine erişmiştir. Bir diğer kırılım noktası ise Covid-19 pandemi dönemi ile başlayan periyottadır. Özellikle 2020 yılının ilk çeyreğinden itibaren varlık alımları neredeyse ikiye katlanmıştır. FED bünyesinde toplam

varlıkların 2021 yılı Ağustos ayı itibariyle yaklaşık 8,2 trilyon \$ düzeyine eriştiği söylenebilir. (Grafik 2)

Grafik 2: FED Toplam Bilanço Varlıklarının Miktarı



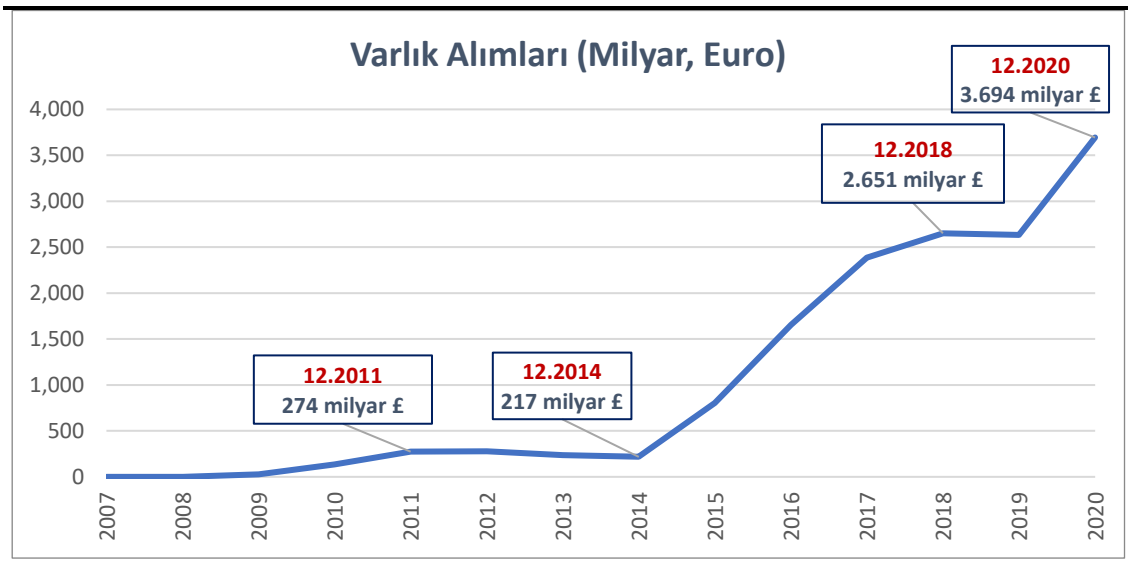
Kaynak: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

Avrupa bünyesinde daralan ekonomilerden çıkış süreçlerinde varlık alım programlarının seyri de Avrupa Merkez Bankası (ECB) bilançosunda görülmektedir. Temel amaç para politikasının aktarımını hızlandırıp; parasal ve finansal durumu genişleterek finansal olmayan kurumlar ve hanehalkının da olduğu kesimin borçlanma düzeyini kolaylaştırmak olmuştur. Bu şekilde diğer piyasalarda da pozitif bir yayılma sağlanması istenmiştir. Toplam tüketim ve yatırım harcamalarının kredi kanalının kolaylaşması ile artırılması sonucu enflasyonu da dengede tutmak hedeflenmiştir³¹. Bu amaç doğrultusunda da araçlar genişletilerek varlık alımlarının çeşitleri artırılmış, alım yapılan birimler de çoğaltılmıştır. Varlık alımları birinci ve ikinci piyasa işlemlerinde gerçekleştirilerek, belirli bir piyasa ile sınırlandırılmamıştır.

³¹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017D0004&qid=1598887522263>

2008 krizi ile uygulanmaya başlanan programların özellikle 2014 senesi ve sonrası süreçte daha kuvvetli bir şekilde tekrar uygulamaya konduğu söylenebilir. Yıllık toplamalara bakıldığında 2008 krizi sonrası alımlarla 2011 yılında 274 milyar Euroya erişen toplam varlık alımları (APP), 2020 yılı sonuna gelindiğinde 3.694 milyar Euro'ya ulaşarak neredeyse 14 kat artmıştır. (Grafik 3) Pandemi ve sonrası süreçte de birçok varlık alım programı açıklayan ECB'nin 2021 yılı Temmuz ayı itibariyle toplam varlıkları 3.190 milyar Euro'dur.

Grafik 3: ECB Toplam Bilanço Varlık Alımları Miktarı (Milyar, Euro)



Kaynak: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>

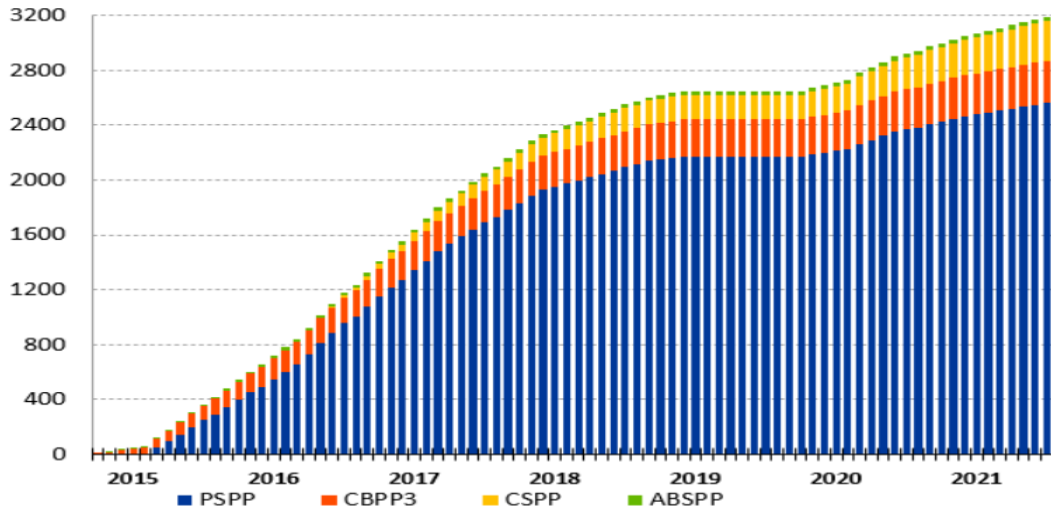
Uygulamada son dönemde reel sektör varlık alımları (CSPP), kamu varlık alımları (PSPP), varlığa dayalı menkullere yönelik varlık alımları (ABSPP³²) ve üçüncü teminatlı tahvil alım programları (CBPP3) öne çıkmıştır³³. Özellikle kamu varlık alımlarının payı diğerlerine göre oldukça fazladır. Grafik 4'te 2015 senesinden itibaren alımı artan varlıkların dağılımı görülmektedir. 2014 yılının son çeyreğinden itibaren varlığa dayalı menkul alımları ve üçüncü teminatlı tahvil alım programlarına başlanmış; 2015 yılından itibaren kamu varlık alımları ve 2016 yılından itibaren ise özel sektör varlık alım

³² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1_Annex_1.pdf

³³ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

programları devreye girmiştir. Kamu varlık alım programı sadece nominal ve enflasyona endeksli devlet tahvil ve bonoları ile sınırlı değildir. Euro alanı içerisindeki onaylanmış kurumlar, yerel ve merkezi hükümet, uluslararası organizasyonlar, çok taraflı kalkınma bankalarına ait borç senetlerini de içeren geniş bir alım programı söz konusudur. Bununla beraber, uluslararası organizasyonlar ve çok taraflı kalkınma bankalarına ait alımların payı yaklaşık %10 seviyesindedir³⁴.

Grafik 4: Eurosistemdeki Toplam Net Varlık Alımlarının Dağılımı (Milyar Euro)

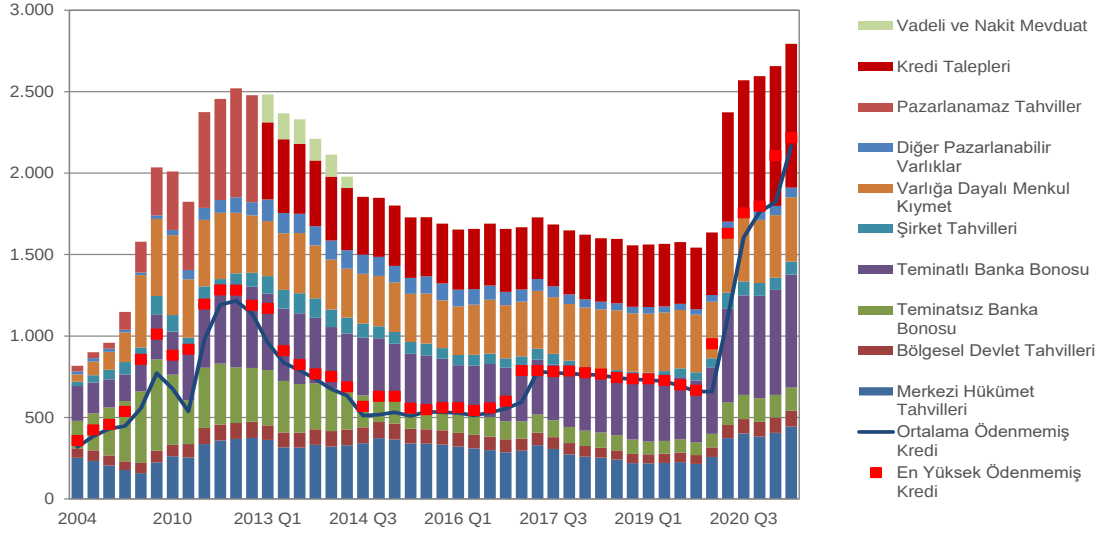


Kaynak: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

ECB bünyesinde varlığa dayalı kredi taleplerinin de 2013 yılı birinci çeyreğinden itibaren başladığı (473 milyar Euro) ve 2021 ikinci çeyreğe gelindiğinde 883 milyar Euro'ya ulaştığı görülmektedir. Bu durum varlığa dayalı kredi aracının daha yoğun bir şekilde kullanılmaya başlandığının da göstergesidir. Diğer taraftan teminata kabul edilen varlıkların da çeşitlendiği, bazılarının payının ise arttığı söylenebilir. Örneğin teminatlı banka bonoları ve pazarlanamaz tahvillerin payı belirgin bir şekilde artmıştır. (Grafik 5)

³⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

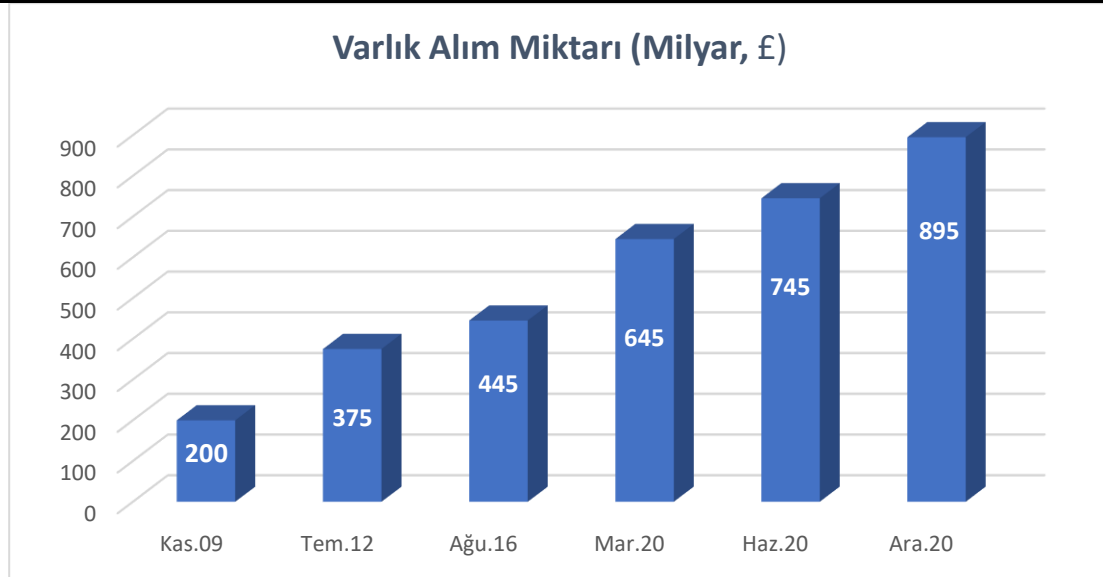
Grafik 5: Teminata Kullanılan Varlıkların ve Kredi Talebinin Dağılımı
(Milyar Euro, 2004-2021Q2)



Kaynak: <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/charts/html/index.en.html>

İngiltere Merkez Bankası verilerinde de durum farklı değildir. 2009 yılı Kasım ayından itibaren varlık alımlarına bakıldığında neredeyse 5 kata yakın artış gerçekleşmiştir. (Grafik 6)

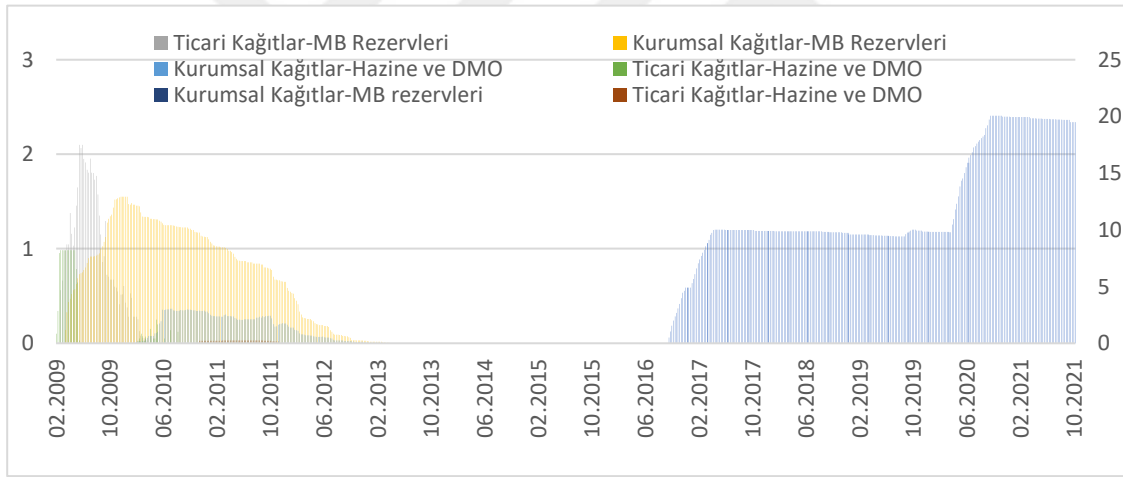
Grafik 6: İngiltere Merkez Bankası Varlık Alım Miktarları



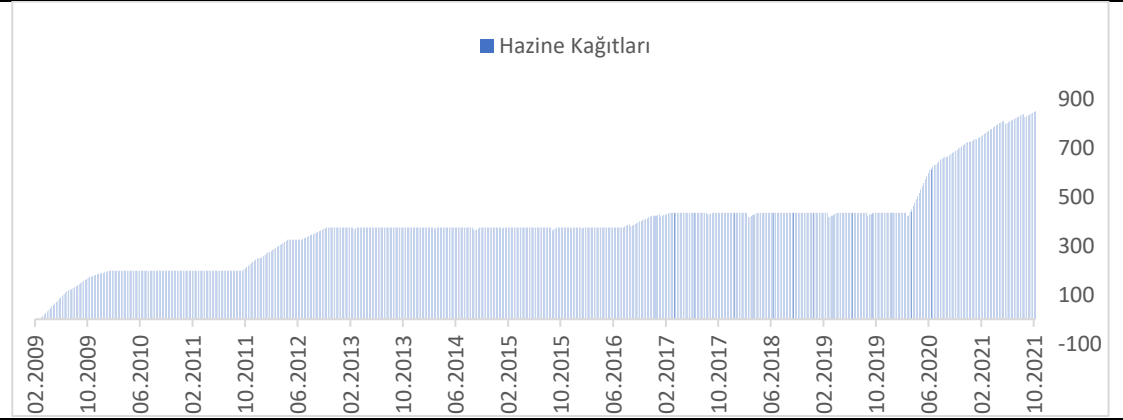
Kaynak: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing>

İngiltere varlık alım programlarını Ocak 2009'da İngiltere Merkez Bankası bünyesinde oluşturduğu bir fon aracılığıyla başlatmıştır. Banka, Hazine Müsteşarlığı tarafından yetkilendirilerek yüksek kaliteli özel sektör varlıklarını, kredi garanti planı (CGS) kapsamında ihraç edilen tahvilleri, şirket tahvillerini, ticari senetleri, sendikasyon kredilerini ve uygulanabilir sınırlı sayıda varlığa dayalı menkul kıymetleri satın alabilir hale gelmiştir. Uygulamada bu alımların Hazine bonolarının ihracı ile finanse edilmesi kararlaştırılmıştır³⁵. Daha sonraki dönemlerde alımlar Merkez Bankası rezervlerinden de yapılmıştır. İngiltere varlık alımlarına kurumsal ve ticari alanda da belirgin bir şekilde devam etmiş gözükmeyle beraber, en yüksek alımlar hazine kağıtları üzerinden yapılmıştır. 2013-2016 dönemi ise varlık alımlarının durdurulduğu görülmektedir.

Grafik 7: İngiltere Merkez Bankası Stok Varlık Alımları Dağılımı (Milyar Pound)



Grafik 8: İngiltere Merkez Bankası Stok Varlık Alımları Dağılımı (Milyar Pound)

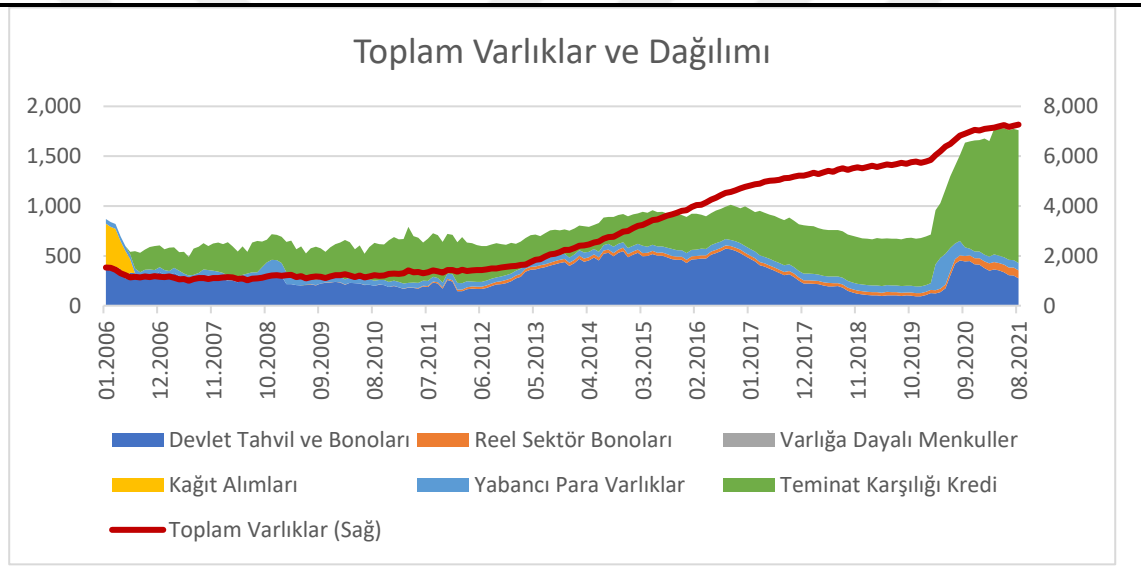


Kaynak: <https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database>

³⁵ <https://www.bankofengland.co.uk/asset-purchase-facility/2021/2021-q3>

Japonya Merkez Bankası toplam varlıkları 2021 yılı Ağustos ayı itibariyle 726,71 trilyon Yen'e ulaşmış görülmekle beraber, yeni bir politika belirlenerek 2013 yılından itibaren varlık alımları artırılmıştır. Devlet tahvil ve bonoları ile teminat karşılığı verilen kredilerin miktarı belirleyici olurken, diğer varlık alımları sınırlı kalmıştır. Fakat Japonya Merkez Bankası'nın varlık alım politikalarının diğerlerinin aksine sınırlı kaldığı (2012-2017 dönemi devlet kağıtlarının alımı görece yoğun olsa da), teminat karşılığı verilen kredilerin öncelikli tercih edildiği görülmektedir. Kovid-19 dönemi ve sonrası (2020 yılı ilk çeyreğinden itibaren) teminat karşılığı kredilerin ağırlıklı politika olduğu söylenebilir.

Grafik 9: Japonya Merkez Bankası Varlık Alım Miktarları (100 Milyar Yen)



Kaynak: <https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2>

Tablo 2: Nicel Genişleme Uygulamaları ve Ülke Örnekleri

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Para Politikaları
ABD ³⁶	• Aralık 2008-Ağustos 2010: Fannie Mae, Freddie Mac ve Federal Konut Kredisi Bankaları'nın doğrudan yükümlülüklerinden 175 milyar dolar alım • Ocak 2009-Ağustos 2010: Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen mortgage destekli menkul (MBS) cinsinden 1,25 trilyon ABD doları tutarında alım • Mart 2009-Ekim 2009: Özel kredi piyasalarındaki koşulları iyileştirmeye yardımcı olmak için 300 milyar dolarlık uzun vadeli Hazine tahvili satın alımı • Kasım 2010-Haziran 2011: 600 milyar dolarlık uzun vadeli Hazine tahvili satın alımı • Kasım 2011-Aralık 2012: Tutulan Hazine kağıtlarının vadesi uzatıldı. Kasım 2011'den itibaren 6-30 yıl arası Hazine kağıtlarından 400 milyar dolar alım, Haziran 2012'de de yıl sonuna kadar 267 milyar Dolar alım duyuruldu. • Eylül 2012'den itibaren: Ayda 40 milyar dolarlık ek MBS satın alımı • Ocak 2013'ten itibaren: Aylık 45 milyar \$'lık uzun vadeli Hazine menkul kıymetleri satın alımı (Vade Uzatma Program (MEP) sonrası) • Aralık 2013-Ekim 2014: Uzun vadeli Hazine menkul kıymet alımlarının hızını ılımlı bir şekilde yavaşlatılması, alımların Ekim 2014'te tamamlanması. • 2017 sonuna kadar: FED bilançosunda uzun vadeli varlıkları tutmaya devam etmiştir. Bu tarihten sonra bilançosunu normal büyüklüğüne indirgeyebilmek için anapara ödemeleri azaltılmıştır. • 15.Mart.2020: 500 milyar dolar hazine kağıdı, 200 milyar dolar ipotēge dayalı menkul ve ticari ipotēge dayalı menkul kıymet alımları. FED'in elinde bulunan acente borcu ve acente ipotēğine dayalı menkul kıymetlerden alınan anapara ödemelerinin yeniden acente ipotēğine dayalı menkul kıymetlere yatırılması. • 30.Mart.2020-Aralık 2020: Vadeli varlığa dayalı menkul kıymet kredisi kolaylığı (TALF) programının açıklanması. TALF, öğrenci kredileri, otomobil kredileri, kredi kartı kredileri, Küçük İşletme İdaresi (SBA) tarafından garanti edilen krediler ve diğer bazı varlıklar tarafından desteklenen varlığa dayalı menkul kıymetlerin (ABS) ihracına olanak sağlamıştır. FED, tüketici ve küçük işletme kredileri ile desteklenen AAA dereceli kağıtlar ve ABS'ler karşılığında özel şirketlere borç vermiştir. Hazine ise FED tarafından kurulan SPV'ye bu tesis için öz sermaye yatırımı sağlamıştır.

³⁶ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm>

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases.htm>

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm>

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/talf.htm>

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Para Politikaları
Avrupa Birliği Merkez Bankası ³⁷	Toplam varlık alımlarının aylık ortalama hızı • Mart 2015-Mart 2016: 60 milyar Euro varlık alımı • Nisan 2016-Mart 2017: 80 milyar Euro varlık alımı • Nisan 2017-Kasım 2017: 60 milyar Euro varlık alımı • Ocak 2018-Eylül 2018: 30 milyar Euro varlık alımı • Ekim 2018-Aralık 2018: 15 milyar Euro varlık alımı • Eylül 2019-Kasım 2019: 20 milyar Euro haftalık varlık alımı • Mart 2020: Toplam 120 milyar Euro varlık alım kararı (APP) • Mart 2020: Pandemi programı kapsamında 750 milyar Euro varlık alım kararı (PEPP³⁸) Vadesine 28 gün kalan kurumsal kağıtlar ve vadesi 70 günden-30yıla kadar olan kamu kağıtları da program kapsamına alınmıştır. • Haziran 2020: PEPP kapsamında 600 milyar Euro daha alım kararı • Aralık 2020: PEPP kapsamında 500 milyar Euro daha alım kararı ECB Kağıt Alımlarının Dağılımı <u>Kurumsal Sektör Kağıt Alımları (CSPP);</u> • Haziran 2016-Kasım 2018: 6.398→178.050 milyon Euro =171,6 milyar Euro • Ocak 2019-Kasım 2019: 177.812→183.014 milyon Euro =5,2 milyar Euro • Aralık 2019-Eylül 2021: 184.505→296.203 milyon Euro = 111,7 milyar Euro <u>Kamu/Devlet Kağıtlarının Alımı</u> Eylül 2012: Kesin parasal işlemler (OMT) kapsamında Avrupa Merkez Bankası tarafından euro alanı içerisindeki devlet kağıtlarının ikincil piyasadan alınmaya başlanması³⁹ Kesin alım işlemleri açık piyasa işlemleri kapsamında menkullerin alım ve satımı için euro alanında kullanılıyorken, bu tarihten itibaren devlet kağıtları da kesin alım kapsamına eklenmiştir. <u>Kamu Kağıt Alımları (PSPP);</u> • <i>Mart 2015-Kasım 2018:</i> 2.158 milyar Euro • <i>Ocak 2019-Kasım 2019:</i> 14,2 milyar Euro

³⁷ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

³⁸ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html>

³⁹ https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201209_focus01.en.pdf
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>
<https://www.bundesbank.de/en/tasks/monetary-policy/outright-transactions/outright-transactions-643040>

	• <i>Aralık 2019-Eylül 2021: 402,7 milyar Euro</i> <u>Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Alımları (ABSPP);</u> • Kasım 2014-Aralık 2018: 368→27.511 milyon Euro = 27,2 milyar Euro • Ocak 2019-Ekim 2019: 26.656→ 26.925 milyon Euro = 0,27 milyar Euro (menkul ödemlerinden gelen ana paraların yeni alımlarda kullanılması) • Kasım 2019-Kasım 2020: 28.178→30.161 milyon Euro =1,98 milyar Euro (bu tarihten sonra alımlar azaltılmıştır.) <u>İpotek Teminatlı Menkul Kıymet Alım Programları (CBPPS)</u> • <u>(CBPPS1);</u> Temmuz 2009-Haziran 2010: 60 milyar Euro • <u>(CBPPS2);</u> Kasım 2011-Ekim 2012: 16,4 milyar Euro • <u>(CBPPS3);</u> Ekim 2014-Aralık 2018: 4.768-262.201 milyon Euro = 257 milyar Euro, Ocak 2019-Mayıs 2019: 262.090-262.370 milyon Euro = 0,28 milyar Euro - Kasım 2019-Eylül 2021: 263.203-296.590 milyon Euro= 33,4 milyar Euro <u>Menkul Kıymetler Programı (SMP);</u> Mayıs 2010-Haziran 2014: 2012 yılı sonu itibariyle 208,7 milyar Euro'ya, 2014 yılı sonu itibariyle 144,3 milyar Euro'ya ulaşmıştır. 2020 yılı sonuna gelindiğinde nominal değeri 29 milyar Euro'ya kadar gerilemiştir.
Ülke	Uygulanan Genişlemeci Para Politikaları
İngiltere ⁴⁰	• Ocak 2009-Kasım 2009: 50 milyar pound şirket tahvili vb. alım kararı (Hazine finansmanı ile, varlık alım fonunun kurulması-APF) Kasım sonuna kadar ağırlıklı devlet kağıdı alımı ve şirket kağıtları 200 milyar poundu bulmuştur. (QE1) • Ekim 2009-Temmuz 2012: 50 milyar pound sınırı 175 milyar pounda çıkarılmıştır. Temmuz 2012'ye kadar alımlar 375 milyar pounda ulaşmıştır. QE2 programı 2011 son çeyreğinden 2012 ilk çeyreğine kadar sürmüş ve toplam 125 milyar poundu bulmuştur. QE3 programı ise 2012 yılı ikinci çeyreğinde tamamlanmış ve 50 milyar pounda ulaşmıştır. • Ağustos 2016: 10 milyar pound kurumsal tahvil, 60 milyar pound devlet tahvili alım kararı (Merkez Bankası rezervleri ile) • Mart 2020: Devlet tahvili ve finansal olmayan yatırım sınıfı şirket tahvillerinin 200 milyar pound artırılması • Haziran 2020: 100 milyar pound varlık alımı kararı • Kasım 2020: 150 milyar pound varlık alımı kararı

⁴⁰ <https://www.bankofengland.co.uk/asset-purchase-facility/2021/2021-q3>

<https://www.bankofengland.co.uk/news?NewsTypes=ce90163e489841e0b66d06243d35d5cb&Taxonomies=96247fc30a8d4688804201c24bc22a40&InfiniteScrolling=False&Direction=Latest>

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Para Politikaları
Japonya ⁴¹	• Aralık 2008: Kurumsal kağıtların kesin alımlarının artırılması, JGB'ler için (en son Kasım 2002'de artırılan limitler) 1,2 trilyon yenden 1,4 trilyon yen çıkarılması • Ocak 2009: Ticari kağıt ve ABCP kesin alımlarının 3 trilyon yen yapılması ve kurumsal kağıt alımları için ayrıca teklif verilmesi • Şubat 2009: Ticari kağıt alımlarının genişletilmesi, kurumsal kağıt alımlarının ise trilyon yen çıkarılması • Mart 2009: Aylık JGB kesin alımlarının 1,4 trilyon yenden, 1,8 trilyon yen çıkarılması • Temmuz 2009: Ticari ve kurumsal kağıt alımlarının yıl sonuna kadar uzatılması • 5 Kasım 2010: Hazine kağıtları, ticari ve kurumsal kağıt alımları, emlak yatırım ortaklıkları fonları (J-REITs), havuzlanmış teminatlı sabit oranlı fonların alımları. Toplamda 35 trilyon yen alım planı. 30 trilyon yeni havuzlanmış teminatlı sabit oranlı fonların alımları, 5 trilyon yeni ise ağırlıklı hazine tahvil ve bonoları olmak üzere, diğer belirtilen kağıt alımları. • 9-15 Aralık 2010: 100 milyar yen şirket tahvili ve 100 milyar yen ticari kağıt kesin alımları. • 14 Mart 2011: Hazine tahvili 2 trilyon yen, iskonto edilmiş hazine bonusu 3 trilyon yen, ticari kağıtlar 2 trilyon yen, kurumsal tahviller 2 trilyon yen, borsada işlem gören fonlar (ETFs) 0,9 trilyon yen, J-REIT 0,1 trilyon yen alımı • 16 Mart 2011-29 Temmuz 2011: Ticari ve kurumsal kağıtlar için kesin alımların yapılması • Ağustos 2011: Hazine tahvili 4 trilyon yen, iskonto edilmiş hazine bonusu 4,5 trilyon yen, ticari kağıtlar 2,1 trilyon yen, kurumsal tahviller 2,9 trilyon yen, borsada işlem gören fonlar (ETFs) 1,4 trilyon yen, J-REIT 0,11 trilyon yen alım • Kasım 2011-Şubat 2012: Ticari ve kurumsal kağıtlar için kesin alımların yapılması • Şubat 2012: Hazine kağıtları için maksimum alım miktarının 9'dan 19 trilyon yen, finansal varlık alım miktarının 20'den 30 trilyon yen çıkarılması • Mart-Nisan 2012: Ticari ve kurumsal kağıtlar için kesin alımların yapılması • 27 Nisan 2012: Toplam varlık alım programı tutarı 65 trilyon yenden 70 trilyon yen çıkarılması, varlık kompozisyonunun değiştirilmesi. Hazine kağıtları için maksimum alım miktarının 19'dan 29 trilyon yen, J-REIT 0,11 trilyon yenden 0,12 trilyon yen, ETFs'ler için 1,4 trilyon yenden 1,6 trilyon yen çıkarılması. • 31 Mayıs-29 Haziran 2012: Ticari ve kurumsal kağıtlar için kesin alımların yapılması

⁴¹ https://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/mkt_ope/ope_m/index.htm/
<https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/cfc.htm/>

	• 12 Temmuz 2012: Toplam varlık alım miktarının 40 trilyon yenden 45 trilyon yene, iskonto edilmiş hazine bonoları için ise 4,5’den 9,5 trilyon yene çıkarılması • Temmuz-Ağustos 2012: Ticari ve kurumsal tahvillerin kesin alımları • 19 Eylül 2012: Toplam varlık alımlarının 70 trilyon yenden 80 trilyon yene çıkarılması • 28 Eylül 2012: Ticari ve kurumsal tahvillerin kesin alımları • 30 Ekim 2012: Toplam varlık alımlarının 80 trilyon yenden 91 trilyon yene çıkarılması, alt varlık kalemlerinin de limitlerinin artırılması • 31 Ekim-30 Kasım 2012: Ticari ve kurumsal tahvillerin kesin alımları • 20 Aralık 2012: Toplam varlık alımlarının 91 trilyon yenden 101 trilyon yene çıkarılması • 28 Aralık 2012: Ticari ve kurumsal tahvillerin kesin alımları • 22 Ocak 2013: 2014 sonuna kadar mevcut alım programına devam edip, daha sonrası her ay bitiş tarihi belirlemeden alımları devam ettirilmesi kararı. Aylık alımların 13 trilyon yeni (İskonto edilmiş hazine bonosu (T-bill) 10 trilyon yeni, JGB (Hazine bonosu)’ler 2 trilyon yen -JGB’ler için yıllık alım hedefi 21,6 trilyon yendir.) bulması hedeflenmiştir. • 31 Ocak-29 Mart 2013: Kurumsal ve ticari kağıt kesin alımları • 4 Nisan 2013: Parasal tabanı ikiye katlayacak alım kararı, yıllık 60-70 trilyon yen artış hızı hedefi. JGB alımları için yıllık 50 trilyon yen hedefi ve 40 yıllık vadeli alımlar, diğer kağıt alımlarını da artıma hedefi
--	--

2.1.6 Diğer Politikalar

2.1.6.1 Para Piyasası Yatırımcılarından Özel Amaçlı Kurumlarca Varlık Alımı

Merkez bankalarından sağladıkları likidite ve varlığa dayalı kağıtların satımı ile elde ettikleri nakit karşılığı, özel amaçlı kurumların (SPV) bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik şirketleri, yatırım ortaklıkları, merkezi ya da yerel yönetimlere ait 90 gün ve altındaki varlıkları satın almasıdır⁴². (Kasım 2009, Fed, MMIFF)

2.1.6.2 Varlığa Dayalı Ticari Kağıtların Alımı için Kredi Tesisi

Para piyasası yatırım fonlarından varlığa dayalı ticari kağıt alan mevduat kuruluşları ve banka holding şirketlerine merkez bankaları tarafından kredi sağlanmasıdır. (Eylül 2008-Şubat 2010, Fed, ABCP)

2.1.6.3 Vadeli Menkul Kıymet Kredis

Merkez bankaları piyasa yapıcılarını, Hazineyi ve teminat piyasalarını desteklemek için hazine kağıtlarının açık artırma yoluyla diğer kağıtlarla kısa vadeli değişimini sağlamıştır. Hazine sepetinde hazine bonoları, tahvilleri, enflasyona endeksli menkul; kurumsal, belediyelere ait, ipotega dayalı, varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında kısa vadeli olarak kredi verilmiştir. Bu şekilde piyasadaki kağıtların likiditeye dönüşme oranı hızlandırılırken, Hazine'ye de likidite desteği sağlanmıştır.

(Aralık 2008-Şubat 2010, Fed, TSLF⁴³)

⁴² https://www.newyorkfed.org/markets/mmiff_terms.html

⁴³ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm>

2.1.6.4 Piyasa Yapıcılara Sağlanan Krediler

Hazine kağıtları ve diğer menkul kıymetlerin alım satımını yapan piyasa yapıcılara sağlanan kredilerdir. Bu kurumları açık piyasa işlemleri aracılığıyla merkez bankaları için alım satım yapan kuruluşlar olarak tanımlamak mümkündür. Ekonomilerdeki kriz ve daralma dönemlerinde birincil satıcıların likidite sorunu yaşamaları sebebiyle belirli teminatlar karşılığında genellikle 90 güne kadar vadelerle kredi sağlanmıştır. Krediler teminat karşılığı verilmiştir. Teminata kabul edilen varlıkların kapsamı ise genişletilerek likidite miktarı artırılmaya çalışılmıştır. Örneğin açık piyasa işlemleri için kabul edilen teminatlara ek olarak, kurumsal ve ticari kağıtlar, varlık ve mortgage'a bağlı kıymetler, hisse senetleri, belediyelere ait menkuller gibi birçok kıymet teminat olarak alınabilir hale getirilmiştir. (Mart-Aralık 2020, Fed, PDCF)

Piyasa yapıcılara ve özellikle bankalara limitsiz kredi imkanı uygulamasında sabit oranlı bir faize geçildiği görülmektedir. Örneğin; Avrupa Birliği sabit oranlı tam tahsis sağlarken, bir taraftan vadeleri uzatmış, diğer taraftan ise teminata kabul edilen varlık havuzunu da genişletmiştir⁴⁴. (ECB, Kasım 2008-Mart 2009)

2.1.6.5 Ticari Kağıtların ve Belediyelerin Finansmanı

Ticari kağıtların ve belediyelere ait kağıtların teminatsız veya varlığa dayalı olanlarının alınabildiği ve likidite sağlandığı özel birimlerin oluşturulması da bir başka uygulamadır. Ticari firmalar ve belediyelerin ellerindeki kağıtları satamama riski belirginleştğinde; reel sektör kadar; taşıma, ulaşım, sağlık gibi işlerin de aksadığı gözlemlenmiştir. Varlığa-dayalı ticari kağıtların alınıp satıldığı piyasalarda süreçlerin aksaması farklı birimlerin oluşturulması ihtiyacını doğurmuştur. Hazine'nin de hem

⁴⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081015.en.html>

kaynak sağladığı hem de onayından geçtiği birimler tarafından bu kağıtlar alınarak, piyasaya likidite sağlanmıştır. Vadeler ise üç aya kadar sınırlı tutulmuştur. (Mart-Aralık 2020, Fed, CPFF)

2.1.6.6 Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite İmkânı

Hazineye, belediyelere ve şirketlere ait kağıtların yatırım amaçlı alındığı “yatırım fonu para piyasaları”ndaki sorunlar bu piyasalara erişenlere likidite sağlanarak çözülmüştür. Yatırım amaçlı kağıt alan hanehalkı, firmalar ve diğer kuruluşlar bu kağıtları satan kurum ve kuruluşlara da finansman sağlamış olmaktadır. Fakat daralma ve kriz dönemlerinde likidite sıkışıklığı sebebiyle erken itfa talepleri bu kurumlarda da likidite sorununu beraberinde getirmektedir. Bazı ülkeler ise bu sorunu çözmek için yatırımcılara doğrudan kredi imkânı sağlayan kuruluşlar kurarak, varlık alımlarının devam etmesini sağlamıştır. (Mart-Aralık 2020, Fed, MMFF)

2.1.6.7 Birincil ve İkincil Piyasada Kurumsal Kredi İmkânı

Merkez Bankası bünyesinde kurulan birincil ve ikincil piyasa kurumsal kredi imkânı birimleri ile bu piyasalarda bulunan kurumsal kağıtların ve yatırım amaçlı kurumsal kağıtların veya hak sahiplerinden tahvil alımları için ya da ihraç edenlere kredi sağlanmıştır. Özel amaçlı kurumlara (SPV'lere) bu birimler aracılığıyla kağıtların alınması için kredi sağlanmıştır. Aynı zamanda bu kurumlara Hazine'den de nakit aktarılmıştır. (Mart-Aralık 2020-Fed, PMCCF-SMCCF)

2.1.6.8 Belediyelere Sağlanan Kredi İmkânı

Merkez Bankaları tarafından kredi ve Hazine tarafından öz sermaye yatırımı ile özel amaçlı kurumlar desteklenerek; kamu kağıtlarının alınması sağlanmıştır. Bu şekilde belediyeler ve diğer idareler tarafından sağlanan hizmetler desteklenmiştir. (Nisan-Aralık 2020, Fed, MLF)

2.1.6.9 Maaş Koruma Programı Likidite Tesisi

Küçük işletmelerin maaş koruma programı ve diğer bazı amaçların sağlanması dahilinde kredi alacakları kurumlara merkez bankaları tarafından kredi sağlanmasıdır. Küçük işletmelerin bu şekilde desteklenmesi hedeflenmiştir. (Nisan-Aralık 2020, Fed, PPPMF)

2.1.6.10 Küçük ve Orta-Boy İşletmelere Sağlanan Kredi Tesisi

Merkez bankaları küçük ve orta boy işletmelere kredi sağlanabilmesi için özel amaçlı kurumlar, bankalar ve diğer kredi verebilen kurumlar aracılığı ile kredi desteği vermiştir. Özel amaçlı kurumlar verilen kredi oranının büyük bir kısmına karşılık kredi veren finansal kurumlardan iştirak almıştır. (Nisan-Aralık 2020, Fed, MSELF)

2.1.6.11 Kar Amacı Gütmeyen Kuruluşlara Sağlanan Kredi Tesisi

Merkez bankaları aracılığıyla kar amacı gütmeyen kuruluşlara da kredi imkanı sağlanmıştır. Özel amaçlı kurumlara kredi sağlanarak ve kurumlara garantör olarak, kredi verebilen kuruluşların kredi verebilmesinin yolu açılmıştır. (Haziran-Aralık 2020, Fed, NOELF)

2.1.6.12 Bankaların Kredi Kapasitelerinin Artırılması

Bankaların tutmak zorunda olduğu sermaye oranları verilebilir kredi miktarını sınırlamaktadır. Bu sebeple bazı ülkeler sermaye tampon, pillar2 kapsamında tutulması gereken sermaye oranı gibi sermaye yeterlilik oranlarına esneklik getirerek verilebilir kredi oranını artırmıştır. (ECB, Mart 2020; İngiltere, Mart 2020)

Likidite oranlarına getirilen esneklikler de kredi kapasitesini genişletmiştir. Bu şekilde likit varlıkların oranı geçici bir süre esnetilerek buradaki kaynağın da krediye verilebilmesi sağlanmıştır. (ECB, Mart 2020; İngiltere, Mart 2020)

Bankalara dönük bir diğer uygulama ise temettü ödemelerinin ertelenmesi opsiyonu tanınmasıdır. Bu şekilde burada kalan kaynağın kredilere aktarılabilmesi hedeflenmektedir. (ECB, Mart 2020; İngiltere, Mart 2020)

2.1.6.13 Kredi Veren Bankalara Fon Desteği Sağlanması

Bazı ülkelerde özellikle yüksek faiz oranlarının varlığı; mevduat toplamak isteyen bankaları daha yüksek faize yönlendirirken, kredi faizlerinin de bu düzeylerin altına inmesine izin vermemektedir. Bu sebeple de verilen krediler borçlandırılan açısından maliyetli olmakta ve daralan ekonomilerde sınırlı genişleme sağlamaktadır. Yüksek faiz ortamıyla karşılaşan bazı ülkeler verilen kredinin (kredi çeşidine göre de değişebilen) belirli miktarına kadar fon desteği sağlayarak sektörü desteklemeye çalışmıştır. Örneğin İngiltere vadeli finansman planı kapsamında kredilerin %10'una kadar fon desteği sağlayarak kredi genişlemesini artırmıştır⁴⁵.

2.1.6.14 Devlet Garantili Kredi Desteği

Kredi teşvikini sağlamak için verilen kredilerin belirli miktarlarında devlet garantisi verilerek de politikalar desteklenmektedir. Örneğin KOBİ kredilerine teşvik amaçlı kredi garantisi verilen birçok uygulama mevcuttur. Mart 2020'de İngiltere verilen KOBİ kredileri için %80 devlet garantisi sağlamıştır⁴⁶. Devlet garantili krediler için sermaye karşılığı da ayrılmadığından bankalara yeni krediler için ekstra bir alan açmaktadır.

⁴⁵ <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notice/2020/term-funding-scheme-market-notice-mar-2020>

⁴⁶ <https://www.gov.uk/government/news/coronavirus-business-support-to-launch-from-today>

2.1.6.15 Helikopter Para

Helikopter para nicel genişleme programına bir alternatif olarak görülmekte ve özellikle faiz oranlarının sıfıra yaklaştığı fakat resesyonun atlatılamadığı durumlarda tercih edilmektedir. Helikopter para daha çok doğrudan bireylere ödeme yapılması olarak tanımlanmakla birlikte daha geniş de ifade edilmektedir. Vergi indirimleri ve transferler de bu kategoride değerlendirilebilmektedir. Devlet kağıtlarının doğrudan merkez bankaları tarafından alınarak bütçe açığının desteklenmesi, reel sektöre doğrudan kredi verilmesi ya da likidite sağlanması da helikopter para kategorisine girmektedir⁴⁷. En genel tanımıyla hanehalkına ve reel sektöre doğrudan aktarılan likidite desteği yöntemlerinin tamamı helikopter para olarak değerlendirilmektedir⁴⁸. Bu şekilde hedef kitleye birebir ulaşarak, ekonominin üretim ve tüketim kanalıyla canlandırılması hedeflenmektedir.

⁴⁷ <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2002/20021121/default.htm>

<https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/082216/what-difference-between-helicopter-money-and-qe.asp>

⁴⁸ <https://www.veblen-institute.org/Helicopter-money-to-combat-economic-depression-in-the-wake-of-the-Covid-19.html>

Tablo 3: Diğer Genişlemeci Para Politikası Uygulamaları ve Ülke Örnekleri

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Para Politikaları
ABD ⁴⁹	• Kasım 2009: Özel amaçlı kuruluşlarca para piyasası yatırımcılarına ait (bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik şirketleri, yatırım ortaklıkları, merkezi ya da yerel yönetimlere) 90 gün ve altındaki varlıkların, FED’den likit ve varlığa dayalı menkullerin satımı ile gelir elde edilerek satın alınması. (MMIFF) • Eylül 2008-Şubat 2010: Para piyasası yatırım fonlarından varlığa dayalı ticari kağıt alan mevduat kuruluşları ve banka holding şirketlerine FED tarafından kredi sağlanması. (ABCP) • Aralık 2008-Şubat 2010: FED piyasada dolanımda bulunan kağıtların teminat olarak verilmesi karşılığında, hazine kağıtlarını kısa vadeli (28 güne kadar) kredi vererek, hem Hazine’ye kredi sağlamış hem de piyasa yapıcılar ve teminat piyasasındaki kağıtların daha likit olmasını sağlamıştır. (TSLF) • Mart 2020-Aralık 2020: Piyasa yapıcılara sağlanan kredi imkanı (PDCF). Bu dönemde toplam kredi miktarı 240 milyon doları bulurken, toplam alınan teminat 288 milyon doları bulmuştur. • Mart 2020-Aralık 2020: Ticari kağıtların ve belediyelere ait teminatsız veya varlığa dayalı kağıtların alınarak piyasaya likidite sağlanması için Hazine’nin de onayı ve parasal katkısı ile gerçekleştirilmiştir. Hazine özel amaçlı kurumun (SPV) kurulması için 10 milyar dolar yatırım yaparken, FED tarafından da ticari kağıtların yatırım tesisi (CPFF) oluşturulmuştur. SPV doğrudan kağıtların alımını sağlamış, FED ise bu kuruma finansal destek sağlamıştır. CPFF’ler kısa vadeli fonlama (3 aya kadar) piyasasına likidite sağlarken SPV’ye kredi olanağı sunmaktadır⁵⁰. • Mart 2020-Aralık 2020: Para piyasası yatırım fonu (MMMF) aracılığıyla hazine ve reel sektör kağıtlarını alan hanehalkı vd. alıcıların likidite sorunlarını çözmek için likidite fonu (MMLF) kurularak devlet ve sektörün fonlanması sağlanmıştır. • Mart 2020-Aralık 2020: Birincil ve ikincil piyasada kurumsal kağıtların, özellikle ikincil piyasada yatırım amaçlı olanların alınabilmesi, birincil piyasada ise doğrudan hak sahiplerinden tahvil almak ve ihraççılara kredi sağlamak için FED bünyesinde birimler kurularak bu birimlerden özel amaçlı kurumlara (SPV’lere) kağıtların alınabilmesi için kredi sağlanmıştır. Kaynak aktarımı FED ve Hazine aracılığıyla yapılmıştır. (PMCCF-SMCCF) • Nisan 2020-Aralık 2020: Belediyeler ve diğer kamu birimleri aracılığıyla yapılan hizmetlerin aksamaması ve bu birimlerin desteklenmesi için FED tarafından kredi imkanı ve Hazine

⁴⁹ <https://www.federalreserve.gov/publications/files/pdcf-mmlf-cpff-pmccf-smccf-talf-mlf-ppplf-msnlf-mself-msplf-nonlf-noelf-12-11-20.pdf>

<https://www.federalreserve.gov/publications/2020-reports-to-congress-in-response-to-covid-19.htm>

<https://www.federalreserve.gov/publications/files/commercial-paper-funding-facility-3-25-20.pdf>

⁵⁰ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20201130a1.pdf>

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/expiredtools.htm>

	tarafından öz kaynak desteği ile özel amaçlı kurumlara bu birimlere ait kağıtların alınabilmesi için aktarım yapılmıştır. (MLF) • Nisan 2020-Aralık 2020: FED maaş koruma programı likidite tesisini (PPPLF) kapsamında küçük işletmelere borç veren kurumlara kredi sağlamıştır. Böylece küçük işletmelerin maaş ve diğer bazı giderleri desteklenmiştir. • Nisan 2020-Aralık 2020: FED bünyesinde takip ettiği genişletilmiş kredi imkanı program ile özel amaçlı kurumlar (SPV) ve kredi veren kuruluşlar aracılığıyla küçük ve orta boy işletmelere kredi sağlanabilmesi için kredi desteği vermiştir. (MSELF) • Haziran 2020-Aralık 2020: FED kar amacı gütmeyen kurumlara da özel amaçlı kurumlara kredi imkanı sağlayarak bu kurumların uygun kredi sağlayan birimlerden sağlanan kredilerin %95'i oranında iştirak satın almasının yolunu açmıştır. (NOELF)
Ülke	Uygulanan Genişlemeci Para Politikaları
Avrupa Birliği Merkez Bankası ⁵¹	• Kasım 2008-Mart 2009: Bankalara uzun vadeli ve sabit faiz oranlı kredi imkanı sağlanırken, vadeler ve teminata kabul edilen varlıklar da artırılmıştır⁵². Krediler 3-6 ve 1 yıllık zaman dilimlerinde gerçekleşmiştir⁵³. (LTRO, SLRTO) • Mart 2009: Bankalara sabit faizle sağlanan uzun vadeli ve özel amaçlı kredi imkanlarını 2009 yılı sonuna kadar uzatma kararı • Aralık 2011: Uzun vadeli refinansman operasyonu (LTRO) ile 36 ay vadeli, 1 yıl sonra erken ödenebilen sabit faizli kredi opsiyonu açılmıştır⁵⁴. • Mart 2020: Bankaların temettü ödemelerini yapmamasının istenmesi, bunun yerine buradaki kaynağın kredilere aktarılmasının sağlanması⁵⁵ • Mart 2020: Döngüsel sermaye tampon, likidite oranı ve pillar 2 kapsamında tutulması gereken sermaye oranları azaltılarak bankaların daha rahat kredi verebilmesinin sağlanması⁵⁶ (yaklaşık 1,8 trilyon euro kredi alanı açmıştır.) • Nisan 2020: Başlangıçta 16 ay ve devamında 8 aya kadar vadelerde kredi imkanı (PELTRO)⁵⁷ • Haziran 2020-Haziran 2021: Uzun vadeli kredi programına faiz oranlarını da düşürerek yeniden başlanması⁵⁸. (TLTRO) • Aralık 2020: Uzun vadeli (1 yıl) kredi imkanının 2021 yılı boyunca sabit faiz oranı ve Eurosystem'de uygulanan ortalama oranın 25bp altında kredi sağlanması kararı⁵⁹ (PELTRO)

⁵¹ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html>

⁵² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081015.en.html>

⁵³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081015.en.html>

⁵⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html

⁵⁵ <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200327~d4d8f81a53.en.html>

⁵⁶ <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200312~43351ac3ac.en.html>

⁵⁷ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430_1~477f400e39.en.html

⁵⁸ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_1~39db50b717.en.html

⁵⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr201210~8acfa5026f.en.html>

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Para Politikaları
İngiltere ⁶⁰	Mart 2020: Vadeli finansman planı (TFSME) kapsamında mevcut faizde kredi veren bankaların kredi miktarının %10'una kadar fon desteği sağlanmıştır. 12 ay boyunca ve dört yıla kadar vadelerle yapılmıştır⁶¹. Devlet garantili krediler verilmeye başlanmıştır. KOBİ kredileri için %80 devlet garantisi sağlanmıştır.⁶² Bankaların tutmakla zorunlu oldukları döngüsel sermaye tamponu sıfıra indirilirken, likidite ve sermaye tamponlarına esneklik getirilmiştir⁶³. 2019 ve 2020 yılı için bankaların temettü ödemesi dağıtımları askıya alınmıştır. Böylece kredi genişlemesi desteklenirken sermaye korunmak istenmiştir⁶⁴.
Ülke	Uygulanan Genişlemeci Para Politikaları
Japonya ⁶⁵	Ekim 2008: Repo kabul edilen hazine kağıtlarına döviz ve enflasyona endeksli olanlar ile 30 yıl vadeli olan kağıtların dahil edilmesi; CP repo operasyonlarının sıklığının artırılması⁶⁶. Kısa vadeli ABD Doları piyasasında teminat karşılığı dolar fonlaması Ocak 2009: Para piyasası işlemlerinde kabul edilen teminat çeşitleri artırıldı- gayrimenkul yatırım kuruluşları tarafından düzenlenen senetler vb.⁶⁷ Nisan 2009: Varlığa dayalı ticari kağıtların genişletilerek borçlanmada teminat olarak kullanılması. Para piyasası işlemlerinde ABD, İngiltere, Almanya ve Fransa'nın devlet tahvillerinin de kabul edilmesi⁶⁸ Mart 2020: Reel sektörün fonlanabilmesi için özel fon sağlama programının (SFSO) başlatılması⁶⁹ Teminat olarak şirket tahvilleri, ticari senetler, yabancı şirketler tarafından garantili ihraç edilen kaydi senetler vb. kredi sürecine kabul edilmiştir. Yüzde 0 faiz ve bir yıl vadeyle verilmiştir. Banka bünyesinde hesabı olanlar kapsama alınmıştır. SFSO kapsamında yararlanabilen kurumlara finansal kooperatif kuruluşları da eklenmiştir. Ev kredilerine bağlı faiz, varlığa dayalı menkul kıymetler de teminata alınmıştır⁷⁰.

⁶⁰ <https://www.bankofengland.co.uk/coronavirus>

⁶¹ <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notices/2020/term-funding-scheme-market-notice-mar-2020>

⁶² <https://www.gov.uk/government/news/coronavirus-business-support-to-launch-from-today>

⁶³ <https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/march/boe-announces-supervisory-and-prudential-policy-measures-to-address-the-challenges-of-covid-19>

⁶⁴ <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2020/pa-statement-on-deposit-takers-approach-to-dividend-payments-share-buybacks-and-cash-bonuses>

⁶⁵ <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/cfc.htm/>

https://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/mkt_ope/ope_v/index.htm/

⁶⁶ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2008/un0810d.pdf

⁶⁷ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2009/mok0901e.pdf

⁶⁸ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2009/mok0905a.pdf

⁶⁹ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/rel200316e.pdf

⁷⁰ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/rel200427b.pdf

2.2 Genişlemeci Maliye Politikaları ve Örnekleri

Maliye politikası belirli ekonomik amaçlara ulaşmak için kamu maliyesi araçlarının kullanılması olarak tanımlanmaktadır. Maliye politikasının en temel amaçlarını tam istihdamın sağlanması, ekonomik gelişme ve büyümenin desteklenmesi, fiyat istikrarı ve finansal istikrarın desteklenmesi, gelir dağılımındaki adaletin sağlanması, ödemeler dengesi açığının kapanması vd. şeklinde özetlemek mümkündür. Maliye politikası bu amaçlara ulaşmak için kamu harcamaları, vergi, bütçe ve borçlanma politikalarını farklı dönemlerde genişletici ya da daraltıcı olarak düzenleyebilmektedir. Genişlemeci maliye politikaları en genel tanımıyla; kamu harcamalarının artırılması, vergilerin indirilmesi ve transferlerin artırılması kanalıyla toplam talebin canlandırılarak, ekonomiye mevcudun üzerinde para aktarılması olarak ifade edilebilir⁷¹. Kamu harcamaları denildiğinde; cari harcamalar, yatırım harcamaları, transfer harcamaları, sosyal harcamalar, iktisadi ve mali transfer harcamaları aklı gelmektedir. Gelirler politikasında ise harç, resim, şerefiye, parafiscal gelirler gibi gelirler olmakla beraber; politikalarda genişlemeci düzenlemeler söz konusu olduğunda ilk kullanılan araç vergilerdir. (Öztürk, 2016: 163-180; Pınar, 2017: 26-44)

Kamu harcamalarının farklılaşması sebebiyle hangi politika bileşiminin tercih edildiği de önemli hale gelmektedir. Cari harcamalar denildiğinde kamu hizmetlerinin görülmesi için ihtiyaç duyulan harcamalar anlaşılmaktadır. Çalışanlara yapılan ödemeler de burada yer almaktadır. Kamusal mal ve hizmetleri içermesi sebebiyle genel olarak işleyişin sürmesi için yapılan harcamalardır denilebilir. Bununla beraber daralan ekonomilerde genişlemeci politikalar söz konusu olduğunda yatırım harcamaları, transfer harcamaları daha çok öne çıkmaktadır. Yatırım harcamaları teşvik ve destek

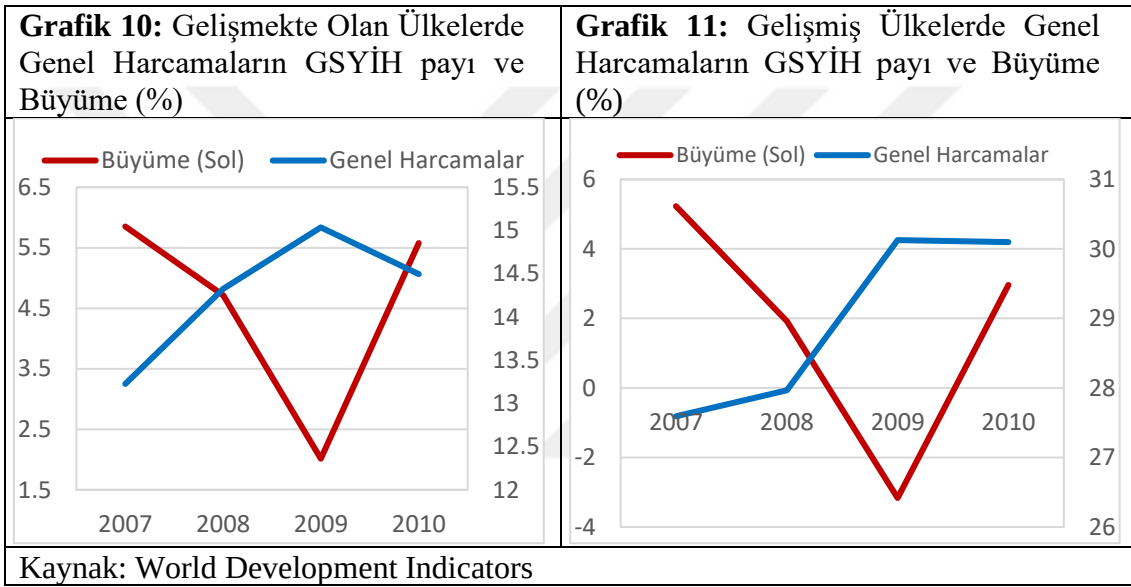
⁷¹ https://www.investopedia.com/terms/e/expansionary_policy.asp

paketlerini içerirken; transfer harcamaları karşılıksız ödemeleri içermesi sebebiyle satın alma gücünü artırmaktadır. Sosyal harcamalar transfer harcamalarının bir çeşidi olup; özellikle genişlemeci politika uygulanan dönemlerde toplumun gelir sıkıntısı yaşayan belirli bir kesimine karşılıksız aktarımlar olarak kendini göstermekte ve harcanabilir geliri arttırmayı hedeflemektedir. Vergi politikaları ise vergi oranlarının değiştirilmesi veya alınacak vergilerden muafiyet şeklinde uygulanabilmektedir.

Toplam kamu harcamaları genel harcamalar altında üç başlıkta incelenmiştir. Bunlar sübvansiyonlar, çalışan harcamaları ve sosyal harcamalardır.

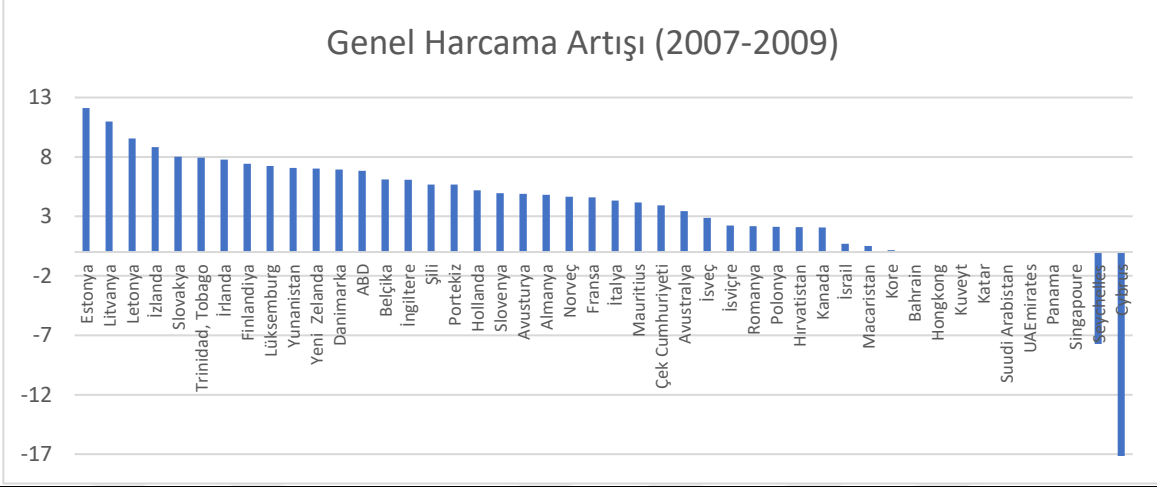
- *Sübvansiyonlar başlığı altında; sübvansiyonlar, hibeler ve diğer sosyal yardımlar, cari hesaplar üzerinden özel ve kamu kuruluşlarına yapılan tüm karşılıksız, geri ödemesiz transferler; yabancı hükümetlere, uluslararası kuruluşlara ve diğer hükümet birimlerine hibeler ve nakdi ve ayni sosyal güvenlik, sosyal yardımlar ve işveren sosyal yardımları bulunmaktadır.*
- *Çalışan harcamaları; çalışanların tazminatı, yapılan hizmetler karşılığında çalışanlara yapılan ayni ve nakdi (yiyecek ve barınma gibi) tüm ödemelerden ve sosyal güvenlik ve emekli maaşı gibi çalışanlara fayda sağlayan sosyal sigorta programlarına yapılan devlet katkılarında oluşmaktadır.*
- *Sosyal harcamalar; hanehalkı, işveren ve serbest meslek sahiplerine yapılan sosyal katkılar, hükümetler tarafından işletilen sosyal sigorta programlarına yapılan fiili veya tahakkuk eden katkılar da bu gruptadır.*

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde genel harcamaların GSYİH'daki payının 2007-2010 yılları arasındaki durumu aşağıdaki grafiklerde görülmektedir. (Grafik 10, 11) Gelişmekte olan ülkelerde 2007-2009 dönemi daha hızlı bir harcama artışı görülmüş ve 2009-2010 döneminde nispeten azalmıştır. Bununla beraber gelişmiş ülkelerin daha kademeli olarak genel harcamaları arttırdığı ve 2009-2010 döneminde de harcama düzeyini değiştirmedeği görülmektedir.



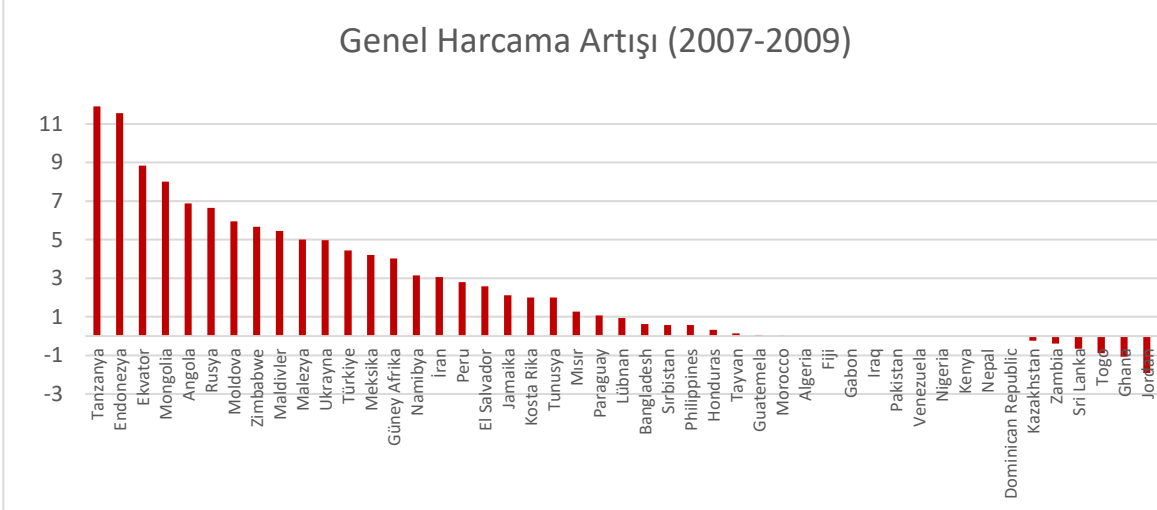
Genel harcama düzeyleri ülke bazlı incelenmiştir. (Grafik 12, 13) Bazı ülkelerde genel harcama düzeyleri değişmemiş ya da azalmıştır. Bu durum kriz döneminde ülkelerdeki bütçe kısıtları ile açıklanabilmektedir. Aşağıdaki grafiklerde genel harcama düzeyleri 2007-2009 dönemi artış yönlü değişim gösteren ülkelere bakıldığında her iki ülke grubunda da genel harcamaların GSYİH'dan aldığı pay en fazla %12 artmıştır. Bununla beraber gelişmiş ülkelerde ortalamada yaklaşık %3,6, gelişmekte olan ülkelerde ise %2 düzeyinde genel harcamalarda artış gözlemlenmektedir. Genel görünüm bütçe kısıtları nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin daha temkinli, gelişmiş ülkelerin ise daha rahat harcamaları arttırdığını da göstermektedir.

Grafik 12: Gelişmiş Ülkelerde Genel Harcama Artışının Ülkelere Göre Dağılımı (2007-2009)



Kaynak: World Development Indicators

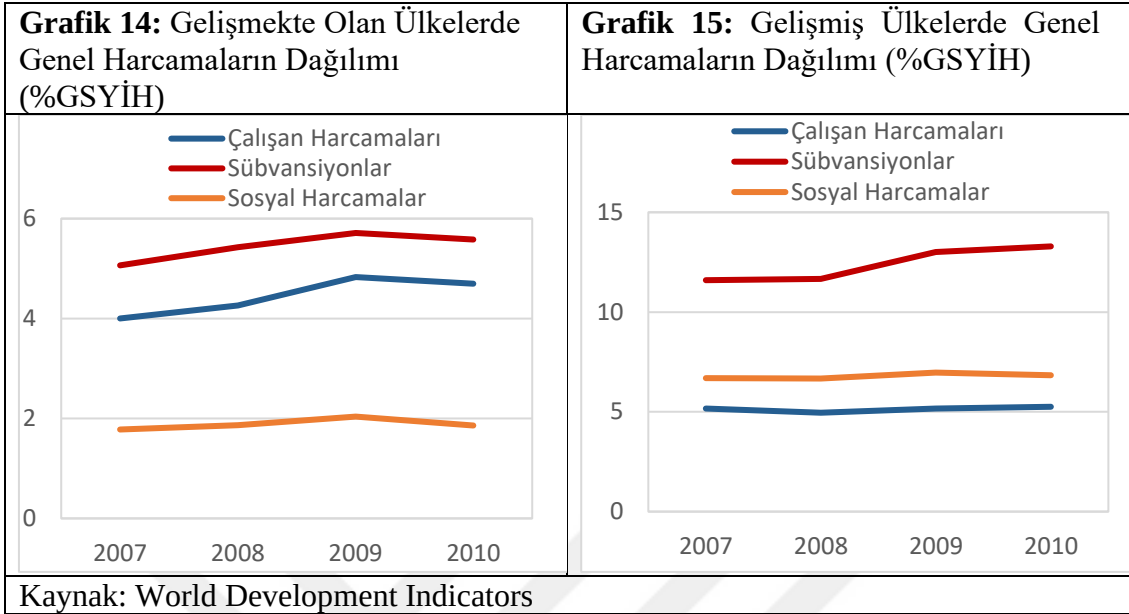
Grafik 13: Gelişmekte Olan Ülkelerde Genel Harcama Artışının Ülkelere Göre Dağılımı (2007-2009)



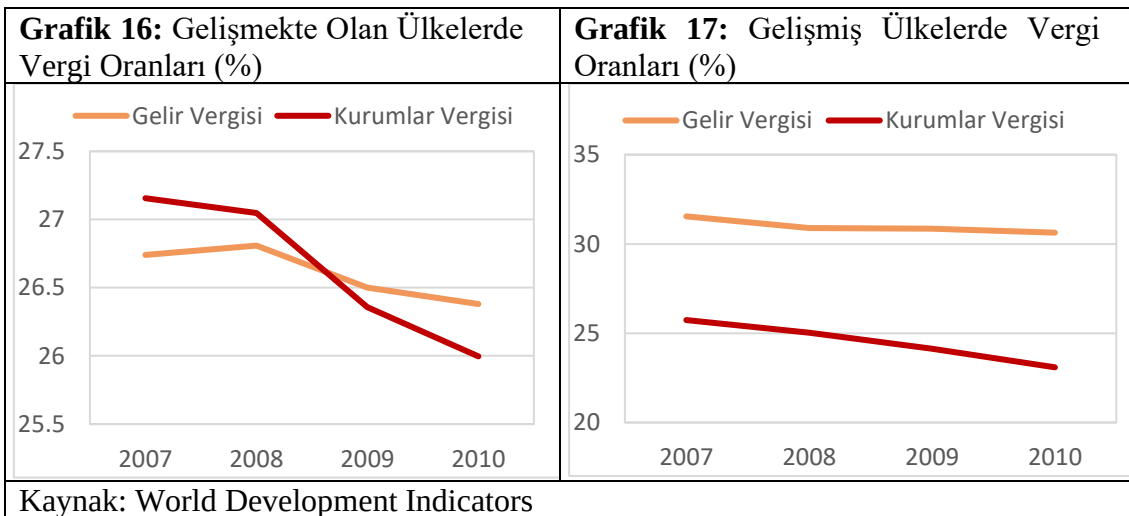
Kaynak: World Development Indicators

Genel harcamalar alt kırılımlara bakıldığında her iki ülke grubunda da sübvansiyonların GSYİH'daki payının daha fazla olduğu; 2007-2009 döneminde gelişmiş ülkelerde yaklaşık %2, gelişmekte olan ülkelere ise %0,7 arttığı görülmektedir. Sosyal harcamaların düzeyi gelişmiş ülkelere daha fazla olmakla beraber aynı dönemde arttırılan harcamaların GSYİH içerisindeki payı (%0,26-%0,28) hemen hemen aynı düzeydedir. Çalışan harcamalarında daha farklı bir durum gözlemlenmektedir. Çünkü gelişmiş ülkelere bu dönemde belirgin bir değişim

olmamakla beraber gelişmekte olan ülkelerde çalışan harcamalarının GSYİH'ya oranında %0,83'lük artış olmuştur. (Grafik 14, 15)



Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin vergi oranları incelendiğinde 2007-2009 döneminde özellikle kurumlar vergisi oranlarının iki grupta da azaltıldığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere %0,8, gelişmiş ülkelere ise %1,6 kurumlar vergisi oranları düşürülmüştür. Gelir vergisi oranları ise gelişmekte olan ülkelere %0,2, gelişmiş ülkelere ise %0,7 indirilmiştir. Gelişmiş ülkelere vergi oranlarının daha belirgin bir şekilde indirildiği de verilerden görülmektedir. (Grafik 16, 17)



Tablolarda gelişmiş ve gelişmekte olan bazı ülkelerde alınan önlemlere yer verilmiştir. (Tablo 4) Harcamaların hem arz hem de talep yönlü olduğu görülmektedir. Ülke bazlı bakıldığında bazı ülkelerde mali harcamaların öncelikli sektörlerle ve altyapı, eğitim, savunma, enerji, otomotiv, tarım gibi alanlara da aktarıldığı görülmektedir. Arz yönlü doğrudan nakdi yardımlar kadar, kredi garantisi ve vergi indirimleri ile de bazı sektörler desteklenmiştir. Hanehalkına yönelik nakdi yardımlar, çocuk desteği, vergi indirimleri, maaş artışı gibi uygulamalar görülmektedir. Bazı ülkeler eğitimle istihdamın arttırılmasına yönelmiş ve uzun vadeli program yapmıştır. Vergisel teşvikler gelir vergisi, kurumlar vergisi indirimleri ile öne çıkmakla beraber, bazı ülkeler kdv indirimleri ile de tüketimi desteklemeye çalışmıştır. Bununla beraber ülkelerin mali harcama kompozisyonunun ve ayrılan kaynak oranlarının aktarılan alanlar gibi değiştiği de söylenebilir. Bu dönemde ülkelerin öncelikleri farklılaşmış, bazı ülkeler daha rahat kaynak ayırırken, bazıları daha sınırlı bütçe ile genişlemeye gitmiştir. Bazı gelişmekte olan ülkeler harcamaları arttırabilmek için Dünya Bankası, IMF gibi kuruluşlardan borçlanırken, bazıları ise borçluluk sebebiyle (Tanzanya, Ukrayna, Belarus, Macaristan, Gürcistan, Macaristan, İzlanda, Litvanya, Pakistan⁷² vd.) sınırlı harcama artışı yapabilmiş, mali politikalarını desteklemeye çalışmıştır. Bu sebeple genişletici maliye politikaları açısından bakıldığında, ülke uygulamalarında belirli bir alana yoğunlaşmış bir yeknesaklık da görülmemektedir.

⁷² <https://www.twn.my/title2/ge/ge30.pdf>

Tablo 4: Gelişmiş/Gelişmekte Olan Ülkelerde Genişlemeci Maliye Politikaları Örnekleri

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Maliye Politikaları
ABD	Şubat 2008: The Economic Stimulus Act⁷³ (152 milyar Dolar, GSYİH'nın 1,06'sı, 120 milyar dolar vergi iadesi) • Bireysel vergi mükelleflerine 600 USD, evlilere 1.200 USD vergi indirimi, her çocuk için 300 USD ayrıca vergi iadesi • Vergi iadelerinin gelir olarak görünmemesi sağlanmıştır. • Gazi ve emeklilere de gelirleri üzerinden vergi iadeleri yapılmıştır. • 2008'de indirilebilir gider olarak talep edilebilecek belirli amortismanına tabi varlıkların (örn. ekipman ve bilgisayar yazılımı) düzeltilmiş esas tutarını %50'ye (%30'dan) çıkarılmıştır. Şubat 2009: American Recovery and Reinvestment Act⁷⁴ • 831 milyar Dolar vergi indirimi, vergi ödemesi, ailelere işsizlik ödeneği, sağlık, altyapı ve eğitim harcamalarını içeren bir pakettir. • Tutarın yaklaşık 290 milyar Doları vergi indirimi ve teşvik, 280 milyar Doları ise kamu yatırımından oluşmaktadır. • Aile başına 800 Dolar kadar stopaj indirimi, alternatif asgari verginin 70 milyar Dolarına vergi indirimi • Altyapı projelerine 120 milyar Dolar harcama • Sağlık hizmetleri ve kriz kaynaklı sağlık maliyetlerinin karşılanması için 87 milyar Dolarlık harcama • Öğretmenlere 100 milyar Doları yakın harcama ile maaş desteği Nisan 2009: Health Coverage Tax Credit⁷⁵ • Devletin ödediği sağlık prim oranlarının payı %68'ten %80'e çıkarılmıştır. Daha önce bu kapsama girmeyen çalışanlar da destek kategorisine eklenmiştir. Nisan 2009: Temporary Assistance to Needy Families⁷⁶ • İhtiyacı olan ailelere çocuk bakımı, işe hazırlık, çalışma desteği verilmiştir.

⁷³ H.R.5140 - 110th Congress (2007-2008): Economic Stimulus Act of 2008 | Congress.gov | Library of Congress

⁷⁴ Actions - H.R.1 - 111th Congress (2009-2010): American Recovery and Reinvestment Act of 2009 | Congress.gov | Library of Congress

⁷⁵ GAO-10-521R Health Coverage Tax Credit: Participation and Administrative Costs

⁷⁶ What is TANF? | HHS.gov

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Maliye Politikaları
Avrupa Birliği	Kasım 2008: European Economic Recovery Plan⁷⁷ • 200 milyar Euro – GSYİH’nın %1,5’i (Avrupa Birliği, Avrupa Yatırım Bankası ve ülkelerin bütçesinden kaynak aktarılmıştır.) • Tüketici güvenliğini arttırmak ve talebi teşvik etmek amaçlanmıştır. • İşsizlik desteğinin sağlanması, hanehalkının ve çocuk bakımının desteklenmesi • Eğitimle düşük yetkinlikte olanların iş bulmasının kolaylaştırılması, istihdamın teşvik edilmesi • Yapısal reformlar ve yeniliklerin desteklenmesi • Kobilerin desteklenmesi için 30 milyar Dolar kaynak ayrılması • Şirketlere kredi garantisinin sağlanması
Almanya ⁷⁸	2008: 5 milyar Euro hurdaya ayırma program • Eski aracını yenisiyle değiştirmek isteyenlere nakit desteği Ocak 2009: 50 milyar Euro teşvik paketi • Vergi indirimleri, çocuklar için vergi kredisi • Taşımacılık ve eğitim harcamaları • Sosyal güvenlik primlerinde indirim
Fransa ⁷⁹	Şubat 2009: 26,5 milyar Euro (GSYİH’nın 1,3’ü) • 10,5 milyar Euro altyapı, araştırma ve yerel otoritelere destek, vergi indirimleri ve nakit yardımı • 4 milyar Euro demiryolu, enerji, posta şirketlerine yatırım • 4 milyar Euro sürdürülebilir büyüme, eğitim, savunma • 2 milyar Euro otomotiv sektörüne destek
Çin ⁸⁰	Kasım 2008, Mart 2009: 4 trilyon yuan GSYİH’nın %13’ü (586 milyar dolar) altyapı, sosyal refahı artırma, ihracat ve istihdam hedefli program dahilinde 1,2 trilyon yen bütçeden kalanı ise yerel yönetimlerden, girişimci ve bankalardan sağlanmıştır. • 1,5 trilyon yuanı demiryolu, havayolu, yol, elektrik sistemleri • 1 trilyon yuanı deprem sonrası sosyal destek, konut edinimi • 210 milyon yuan çevre, enerji, karbon salınımı • 370 milyon yuanı teknolojik yenilik, altyapı, tarım • 150 milyon yuan eğitim, kültür, aile planlaması

⁷⁷ EUR-Lex - 52008DC0800 - EN - EUR-Lex (europa.eu),

https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication13504_en.pdf

⁷⁸ https://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/20_scps/2008-09/01_programme/de_2008-12-03_sp_en.pdf

⁷⁹ <https://www.smh.com.au/business/france-unveils-511b-stimulus-plan-20081205-6rvv.html>

⁸⁰ <https://www.oecd.org/gov/budgeting/Public%20Governance%20Issues%20in%20China.pdf>
Chinese economic stimulus program - Wikipedia

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Maliye Politikaları
Japonya ⁸¹	Ekim 2008: 11,7 trilyon yen (107 milyar Dolar) • 2 trilyon yen bankaları kurtarmak için kamu fonu aktarımı • 2 trilyon yen hanehalkına destek Nisan 2009: 15,4 trilyon yen teşvik paketi vergi indirimleri ve kamu harcamasını içermektedir. (GSYİH'nın %2'si 153 milyar Dolar) • 1,9 trilyon yen istihdama • 1,6 trilyon yen düşük karbonlu teknoloji • 370 milyar yen yeni araba alımı için teşvik Aralık 2009: 7,2 trilyon yen GSYİH'nın %1,5'i makine, elektronik eşya ve araç alımı için talep artışı amaçlanmıştır.
Güney Kore ⁸²	Kasım 2008: 14 trilyon won • 11 trilyon won kamu harcamaları, 4,6 trilyon wonu bölgesel altyapı, gayrimenkul ve inşaat sektörü ağırlıklı • 3 trilyon won ağırlıklı fabrika yapımları için vergi indirimleri Mart 2009: 28,9 trilyon won ek bütçe (GSYİH'nın %3'ü) • İstihdam ve büyüme desteği Nisan 2009: 2,5 milyon won • Eski aracını değiştirmek isteyenlere vergi indirimi
Macaristan	Kasım 2008: 1,4 trilyon forint (7 milyar Dolar) • Vergi indirimleri • 0,7 trilyon forinti KOBİ ve şirketlere kredi garantisi • 0,3 trilyon forinti kredi için likidite desteği
İngiltere ⁸³	Kasım 2008: 20 milyar pound (GSYİH'nın %1'i), 1 milyar pound vergi indirimi, 2 milyar pound kredi garantisi, • KDV'nin %17,5'den %15'e indirilmesi • Düşük gelirlilerden alınan gelir vergisinin azaltılması • Küçük işletmelere destek • Düşük gelirli ve hanehalkına destek

⁸¹ Japan Plans \$51 Billion in Stimulus to Economy - The New York Times (nytimes.com)

Japan unveils \$81 billion economic stimulus | Reuters

Japan in \$100bn anti-inflationary package (rte.ie)

⁸² South Korea announces 14 trillion won stimulus - The New York Times (nytimes.com)

G20 Korea brief (dol.gov)

How South Korea Weathered the 2008 Financial Crisis > Articles | (globalasia.org)

KE2010_FrontCover_Purple_6.29 (keia.org)

⁸³ <https://www.reuters.com/article/g20-britain-brown-idINLI60838820090218>

Tax hit to fund £20bn fiscal stimulus | Financial Times (ft.com)

A budget for British business from Darling and Brown: Too little, far too late - World Socialist Web Site (wsws.org)

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Maliye Politikaları
Hollanda ⁸⁴	Kasım 2008: 6 milyar Euro (GSYİH'nın %1'i) • 2,5 milyar Euro vergi indirimleri – yatırım, KOBİ ve işçi alımları için • İşsizlere iş bulunması için program desteği • Kamu yatırımlarının artırılması Mart 2009: 6 milyar Euro (GSYİH'nın %1'i) • 1,5 milyar Euro eyalet ve belediyelere yatırım harcaması için • İstihdam artışının desteklenmesi • Yenilenebilir enerji, sürdürülebilirlik • Yol, su yolu, okul, hastane yapımları vd. • Şirketlerin likiditesini desteklemek
İspanya ⁸⁵	Nisan 2008: 20 milyar Euro (GSYİH'nın %1,8'i) • En düşük maaşlarda artış, hanehalkına para desteği • Vergi indirimleri, konutta indirim Kasım 2008: 11 milyar Euro (GSYİH'nın %1'i) • 8 milyar Euro kamu harcaması • 800 milyon Euro otomobil endüstrisine destek
Avustralya ⁸⁶	Kasım 2008: 10 milyar Dolar (GSYİH'nın %1'i) • 4,8 milyar Dolar emeklilere ödeme • 3,9 milyar Dolar çocuk başına düşük ve orta gelirliilere ödeme • 1,5 milyar Dolar ilk evini alanlara destek • 187 milyon Dolar eğitime Şubat 2009: 42 milyar Dolar (GSYİH'nın %4'ü) • 12,7 milyar Dolar çalışanlara ödemeler • 14,7 milyar Dolar okul ve eğitim alanları yapımı • 6,6 milyar Dolar ulusal kamu stoğunu artırma ve konut desteği • 3,9 milyar Dolar evlere serbest yalıtım • 2,7 milyar Dolar işletmelerin bazı ekipman alımına vergi indirimleri • 890 milyon dolar yol, demiryolu, altyapı yatırımları

⁸⁴ https://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/20_scps/2008-09/01_programme/nl_2008-12-19_sp_addendum_en.pdf

Netherlands: New Stimulus Package | Library of Congress (loc.gov)

⁸⁵ <https://www.nytimes.com/2008/11/27/business/worldbusiness/27iht-peseta.4.18215053.html>
M:\users\Mfernandez_FIM\PROGRAMA ESTABILIDAD 2005-2008\VER-0\Prog-Est05-VER 0 (europa.eu)

0298fin-Interventions_Spain.pdf (mayerbrown.com)

⁸⁶ <https://treasury.gov.au/speech/australias-response-to-the-global-financial-crisis>

Report: Government's economic stimulus initiatives: https://www.aph.gov.au/report/report_pdf

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Maliye Politikaları
Rusya ⁸⁷	Kasım 2008: 20 milyar Dolar • Kurumlar vergisi %24'ten %20'ye indirilmesi • Emeklililer, işsizler ve firmalar için harcama • Kamu kurumları ve finansal kurumlara sermaye aktarımı Nisan 2009:15 milyar Dolar (440 milyar ruble, GSYİH'nın %5,9'u bütçe revizyonu) • Özel sektöre vergi indirimleri • Hanehalkına transfer ödemeleri • Savunma, güvenlik, araç, sağlık, eğitim alanlarına harcama
Hindistan ⁸⁸	Aralık 2008: 4 milyar Dolar (20.000 crore) • Altyapı harcaması • Dolaylı vergilerde indirim • İhracat vergilerinde, araç, çimento ve tekstilde KDV indirimi • İhracat odaklı yatırımlara destek Ocak 2009: 4,1 milyar Dolar • Kredi ve yatırım destekleri • Altyapı ve ihracat destekleri
Kazakistan ⁸⁹	2009-2010: 12 milyar Dolar bütçe (GSYİH'nın %11'i) • Dört büyük bankaya kaynak • İnşaat projeleri ve taleplerini destekleyecek adımlar • KOBİ ve tarım sektörüne destek • Altyapı ve sanayiye destek • Kurumlar vergisinde %10 indirim • KDV'de %1 indirim

⁸⁷ Russia acknowledges financial crisis has hit hard | Reuters

Ponomarenko A., Vlasov S., (2010), "Russian Fiscal Policy During The Financial Crisis", SSRN Electronic Journal, DOI: 10.2139/ssrn.1665036

Official Website of the Government of the Russian Federation
managcris_en.pdf (eeg.ru)

⁸⁸ <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156019/adbi-wp164.pdf>

Mini Stimulus for India (forbes.com)

India's Response to Financial Crisis (economicsdiscussion.net)

national policy response - india (ilo.int)

⁸⁹ Barisitz S., Holzhacker H., Lytvyn O. vd. (), "Crisis Response Policies in Russia, Ukraine, Kazakhstan and Belarus Stock-Taking and Comparative Assessment", Focus on European Economic Integratiion, Q4/10

Ülke	Uygulanan Genişlemeci Maliye Politikaları
Kenya ⁹⁰	Şubat 2009: 232,6 milyon Dolar Hükümet altyapı yatırımları için 12 yıl vadeli bonolar çıkarmıştır
Mauritius ⁹¹	Ocak 2009: 14,2 milyar Rupı (GSYİH'nın %3'ü) - Büyüme, istihdam ve alım gücünü artırma amaçlı paket - Kamu harcamalarının yatırımlara aktarılması Kasım 2008: 340 milyon Dolar teşvik paketi (GSYİH'nın %4,5'i) - Yatırım harcamalarının artırılması
Nijerya ⁹²	Ocak 2009: 22,6 milyar Dolar, 52 milyar Dolar yabancı para rezervlerinden kaynak aktarımı - Yatırım harcamaları - Bazı endüstrileri canlandırmak için ürünlere %5 KDV indirimi 70 milyar Dolar tekstil endüstrisine destek - Döviz kontrolü uygulamaları
Güney ⁹³ Afrika	Şubat 2009: 92 milyar Dolar (787 milyar Rand) altyapı programı 80 milyon Dolar üç yıl boyunca kamu yatırımlarına ayrıldı - Kamu sektörü istihdam politikası - Zor durumdaki firmalara teşvik ve finansman - Sosyal harcamalarda artış 1,6 milyar Dolar orta ve düşük gelirliilere gelir vergisi indirimi
Mısır ⁹⁴	Ocak 2009: 7 milyar Mısır Lirası paket - Turizm sektörüne destek, charter uçuşlarına vergi muafiyeti, otellerde ücretsiz konaklama desteği - Mevduat garanti fonunun kurulması ve bankalara destek - Dünya Bankası'ndan sağlanan finansman ile bankalara ve KOBİ'lere destek

⁹⁰ Impact of the Crisis on African Economies–Sustaining Growth and Poverty Reduction, African Perspectives and Recommendations to the G20 (afdb.org)

⁹¹ <https://www.africaportal.org/documents/5943/Ragoobur.pdf>

Impact of the Crisis on African Economies–Sustaining Growth and Poverty Reduction, African Perspectives and Recommendations to the G20 (afdb.org)

Mauritius to keep economic stimulus | Reuters

⁹² Impact of the Crisis on African Economies–Sustaining Growth and Poverty Reduction, African Perspectives and Recommendations to the G20 (afdb.org)

⁹³ Impact of the Crisis on African Economies–Sustaining Growth and Poverty Reduction, African Perspectives and Recommendations to the G20 (afdb.org)

Media statement by President JG Zuma following the report back by the leadership group of the framework response to the economic crisis, Presidential Guesthouse, Pretoria | South African Government (www.gov.za)

⁹⁴ Impact of the Crisis on African Economies–Sustaining Growth and Poverty Reduction, African Perspectives and Recommendations to the G20 (afdb.org)

2.3 Bölüm Değerlendirmesi

Bu bölümde ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde ülkelerde uygulanan genişlemeci para ve maliye politikaları incelenirken, yeni yöntemler, benzerlik ve farklılıklar analiz edilmeye çalışılmıştır. Her iki politika grubu kendi içerisinde değerlendirilirken ülkelerin iki politika setini nasıl kullandığı da politikaların genişlemeci olup olmadığını da belirlemektedir. Bununla beraber özellikle 2008 krizi ve sonrasında geleneksel para politikasına yönelik bakış açısı değiştiğinden geleneksel olmayan birçok politika aracı da devreye girmiş ve güncel para politikası anlayışına yeni bir bakış açısı da kazandırmıştır. Bu sebeple bu bölümde farklılaşan araçlara da yer verilerek genişlemeci politika kavramı daha kapsamlı ele alınmıştır.

Genişlemeci para politikaları en temel yaklaşımda sistemdeki para arzının artışı sağlayan her türlü politika ve faiz indirimleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Zorunlu karşılıklar, açık piyasa işlemleri, faiz indirimleri, reeskont kredileri gibi politikalar geleneksel politikalara örnek gösterilebilirken; varlık alımlarının da genişletildiği, helikopter para, merkez bankalarının da dahil olduğu kredi yöntemleri vb. uygulamalar ise geleneksel olmayan politikalara örnek olarak gösterilebilir. Tüm bu uygulamaların sistemdeki para arzını arttırırken, faiz oranlarını düşürerek kredi mekanizmasını rahatlatmayı ve likidite miktarını artırmayı hedeflediği söylenebilir. Zorunlu karşılık uygulamaları hem sistemdeki likidite miktarını kontrol imkanı sağlarken hem de faiz oranlarını şekillendirmektedir. Uygulandığı ülkelerde, yöntem ve kullanılan oranlar farklılaşmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere örneklemde ortalama %9,8 oranında zorunlu karşılık uygulandığı görülmektedir. Merkez bankalarının açık piyasa işlemleri ile ikincil piyasadan kağıt alımları ise likidite miktarı kadar, para tabanında da genişletici etki yapmakta, piyasada diğer şartların da olumlu olması halinde

kredi kanalıyla da genişleyici etki sağlayabilmektedir. Merkez bankalarının kullandığı faiz politikaları ise fonlama ve mevduat maliyetini belirlemesi sebebiyle sistemdeki kredi faizlerinde de belirleyicidir. Birçok ülkede ise fonlama faizleri sıfıra yaklaşmış ve hatta negatif seviyeye geçmiştir. Fakat bu politikanın çok da büyüme yanlısı olmadığı, kredi faizlerine aynı oranda yansımadağı da tespitler dahilindedir. Bununla beraber politika faiz oranlarının düşürüldüğü durumlarda kredi kanalının da genişletici olması beklenmektedir. Reeskont kredileri ise firmalar veya finansal kuruluşlarca getirilen senetlerin kırdırılması yoluyla merkez bankalarının doğrudan sektöre sağladığı kredilerdir. Bu uygulamalar da doğrudan likiditeyi hedeflenen alana aktardığından büyüme yanlısı olması beklenebilir. Bunlarla beraber geleneksel olmayan politikaların devreye girmesi ile nicel genişleme politikaları hız kazanmış ve varlık alımları oldukça geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Merkez bankalarının yüksek montanlı ve uzun vadeli özel sektör, hazine kağıdı, finansal kurum kağıtları, emeklilik fonları vb. alması ile sisteme hedefli likidite sağlanırken, beklentiler ve alımı yapılan kağıtların değeri kanalı ile de faiz oranlarının inmesi hedeflenmiştir. Varlık alımlarının borçlanma maliyetlerini düşürürken, harcamaları da arttırarak büyümeyi de desteklemesi beklenmektedir. Bölümde ekonomilerin küçüldüğü özellikle 2008 krizi ve sonrası dönemde bazı ülkelerin yaptığı varlık alımlarına ve çeşitliliğine yer verilerek politika bileşimi incelenmiştir. Bunların dışında geleneksel olmayan birçok politika aracının da bu dönemde devreye girdiği; piyasaya likidite ve kredi sağlayan araçların da çeşitlendirildiği görülmektedir. Kağıt alımları sağlayan aracı kurum, kuruluşlara, piyasa yapıcılara merkez bankaları tarafından sağlanan kredi ve likidite imkanları; belediyelere sağlanan destekler, küçük ve orta boy işletmelere kredi sağlanması, devlet garantili kredi desteği, helikopter para uygulaması gibi birçok geleneksel olmayan politikanın da uygulama alanı bulduğu söylenebilir. Tüm bu politika bileşenleri ekonomilerin

küçüldüğü dönemlerde sistemdeki para arzını artırırken aynı zamanda düşük faizlerle desteklenen kaynakların belirli alanlara aktarılmasına da olanak sağlamaktadır. Bununla beraber her ülkenin kaynakları dağıtım mekanizması, önceliklendirdiği sektörler ve piyasaya sürülen paranın kullanım şekliyle beraber faiz aktarım kanalı da değişeceğinden büyüme üzerindeki etkilerinin farklılaşması beklenilebilir. Bu bölümde politika çeşitliliği ile beraber ülkesel farklılıklar da incelenmiş, para politikasının da kendi içerisinde likiditeyi aktarım şeklinin ülkelere özgü gösterdiği değişkenlik tespit edilmek istenmiştir.

Genişlemeci maliye politikaları harcamalarda artış, vergilerde yapılan indirim, muafiyetler yanında teşvik ve sübvansiyonlarla uygulama alanı bulmaktadır. Harcamalardaki artışla değişen genişletici politikaların çok yönlü olması ve ülkelerin tercih ettiği alanlara göre de farklılaşması bu bölümde de açığa çıkan bulgular arasındadır. Özellikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin 2008-2010 dönemi uyguladığı politika tercihleri incelendiğinde kaynakların aktarıldığı alanların ve öncelikli tercihlerin değişkenlik gösterdiği gözlemlenmektedir. Toplam kamu harcamaları sübvansiyonlar, çalışan harcamaları ve sosyal harcamalar başlıkları altında incelenmiştir. 2007-2009 döneminde gelişmiş ülkelerde daha fazla sübvansiyon harcaması yapıldığı, sosyal harcama düzeyinin ise hemen hemen aynı kaldığı gözlemlenmiştir. Bununla beraber çalışan harcamaları gelişmekte olan ülkelere nisbeten daha fazla arttırılmıştır. Vergi indirimlerine bakıldığında kurumlar ve gelir vergisi oranlarında bu dönemde gelişmiş ülkelerde daha fazla indirim yapıldığı da görülmektedir. Bununla beraber bütçe kısıtlarının bazı ülkelere genişlemeci politikalara başvurusunun da önüne geçtiği, bazı ülkelerin ise uluslararası kuruluşlardan borçlanarak harcamalarına yön verdiği söylenebilir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin bu dönem uyguladığı maliye politikaları incelendiğinde hem arz hem de talep yönlü olabilen kamu harcamalarının yönünün ve tercih edilen sektörlerin farklılaştığı gözlemlenmektedir. Bazı ülkeler daha

çok üretim ağırlıklı sektörleri canlandırmayı hedeflerken, bazılarının eğitim, altyapı, savunma gibi alanlara kaynak aktardığı görülmektedir. Bununla beraber sektörel tercihler de değişkenlik göstermiştir. Arz yönlü destekler ve aktarılan kaynak ülkelere göre farklılaşırken; talep yönlü nakdi yardım, destek, maaş artışı vb. uygulamalar da ülkeden ülkeye değişmektedir. Talep yönlü destekler bazı ülkelerde çok sınırlı kalırken, bazı ülkelerde ise ayrılan kaynak oldukça düşük düzeydedir. Bununla beraber bazı ülkelerin uzun vadeli yatırımları ve eğitimi önceliklendirdiği de görülmektedir. Bazı ülkelerde ise ekonomik daralmadan bağımsız geleceğe yönelik projelere kaynak aktarılmıştır. Bir diğer ifade ile maliye politikaları incelendiğinde arz kanalında belirli sektörleri ve doğrudan talep kanalını canlandıracak teşvik ve destekleri daha fazla arttırmaya yönelik genel bir uygulamadan çok ülkelerin kaynaklarına ve tercihlerine göre şekillenen değişken politika setleri açığa çıkmıştır.

Özetle, bu bölümde genişlemeci para ve maliye politikaları kavramsal ve ülkelerdeki uygulama alanları ile incelenirken durum değerlendirmesi de yapılmaya çalışılmıştır. Para politikaları geleneksel para politikaları yanında geleneksel olmayan para politikalarına da kayarken ülkeler özelinde bakıldığında daha uyumlu bir görünüm çizmektedir. Özellikle 2008-2009 dönemi uygulanan politikalara bakıldığında her ne kadar politikaların uygulanabilirliği değişkenlik gösterse de temel eğilimin piyasadaki likidite miktarını ve para arzını arttırırken, faiz oranlarını da düşürmeye yönelik olduğu görülmektedir. Maliye politikaları açısından bakıldığında ise arz ve talep yönlü harcamalar ile ekonomiler canlandırılmak istense de bazı ülkeler bütçe kısıtları sebebiyle yeterli harcamayı yapamazken, bazı ülkeler ise sadece belirli alanları önceliklendirmiştir. Bu sebeple sadece bakılan ülke örnekleminin toplamında ayrılan kaynakların talebi canlandıracak ölçüde aynı yönlü olmadığı, arz yönlü teşvik ve harcamalarda ise ülkelerin tercihlerine göre farklılıklar gösterdiğini söylemek mümkündür.

BÖLÜM 3

3. GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN PARA VE MALİYE POLİTİKALARININ BÜYÜMEYE ETKİSİNİN TOPLU ANALİZİ

3.1 Araştırmanın Amacı ve Önemi

GSYİH'nın küçüldüğü ekonomilerden çıkış stratejilerine bakıldığında, para ve maliye politikalarının genişletici yönde koordinasyonu öne çıkmaktadır. Bu politika seti krizlerden çıkış sürecinde daralan ve yavaşlayan ekonomileri canlandırmak için kullanılırken, büyümeyi de desteklediği düşünülmektedir. Para ve maliye politika seti araçları farklılaşırken, farklı araç setlerinin etkileri de farklılaşmaktadır. Bu sebeple bu çalışmada genişletici politikaların koordinasyonu dahilinde, büyümeyi gerçekten etkileyip etkilemediği, kalıcılığı ve kapsamı araştırılacaktır. Ülkelerin büyüme dinamikleri gibi uygulanan politika setlerinin kompozisyonu ve uygulama şekillerinin de değişmesi sonuçları etkilemektedir. Bu çalışmanın amacı ülkelerin küçülen ekonomilerde uyguladığı genişletici para ve maliye politika setinin ülke büyümeleri üzerindeki kısa ve uzun vadeli etkinliğinin bütünsel olarak araştırılmasıdır. Araştırma yapılırken ayrıca ülke gruplarının temel büyüme dinamikleri de incelenerek politika setinin etkinliğine katkısına da bakılmıştır. Küçülen ekonomilerde, kriz ve resesyon dönemlerinde genişletici para, genişletici maliye politikalarının birine ya da her ikisine birden başvurulduğu bilinmektedir. Ülke uygulamalarına bakıldığında genişleyici politika setleri genişleyici para ve maliye, genişleyici para-sıkı maliye veya sıkı para-genişleyici maliye politikaları şeklinde olmaktadır. Bu uygulamalar genel olarak ekonomik aktiviteyi yeniden canlandırmayı hedeflerken, gerileyen büyümenin de teşvik edilmesi için uygulanmaktadır. Bununla beraber politika çeşitliliğinin fazla oluşu, para ve maliye

politikalarının yönünün ülkeden ülkeye farklılık göstermesi ve ülkelere özgü dinamikler bu politikaların etkinliğini ve büyümeye yansımaları farklılaştırmaktadır. Büyüme konusu ise kapsayıcılığı, yönü ve kalıcılığı açısından başlı başına bir alan olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sebeple bu çalışmada genişleyici para ve maliye politikalarının büyüme üzerindeki etkisi literatür üzerinden de irdelenirken, aynı zamanda büyüme de incelenecektir.

Ülkelerin uyguladığı politika setlerinin yapısal farklılıklara göre yansımaları daha iyi görebilmek adına ülke setleri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olarak ayrıştırılmıştır. Böylece ülkelerin içsel dinamikleri kaynaklı farklılıklar indirgenmeye çalışılmıştır. Analiz kapsamında 55 gelişmiş ülke ve 55 gelişmekte olan ülke ile toplam 110 ülke üzerinden politika setleri incelenerek büyümeye etkisi bulunmaya çalışılacaktır.

3.2 Literatür Taraması

Bu bölümde literatür taraması yapılırken analiz kapsamında kullanılan değişkenlerin etkilerinin olabileceği araştırmalara yer verilmeye çalışılmıştır. Bu sebeple analizde kullanılan büyüme değişkenlerinin, para ve maliye politikalarının büyüme üzerindeki etkisinin ayrı ayrı ya da birlikte incelendiği analizler ve sonuçlarına bakılmıştır. Bununla beraber tezde yapılan analiz kapsamındaki gibi bütünleşik analizlerin oldukça sınırlı olduğu görülmektedir.

Dollar (1992) çalışmasında 1796-1985 dönemi 121 gelişmekte olan ülkenin büyümesini belirleyen temel değişkenleri panel veri ile analiz etmiştir. Ülkelerin dışa açık olması, yatırım oranlarındaki artış ve teknolojik gelişmenin büyümeyi daha hızlı desteklediğini bulmuştur. Asya ülkelerinin Afrika ve Latin Amerika ülkelerine göre daha dışa açık olduğu ve fiyatlar genel düzeyinin de yurt içinde daha düşük olmasının avantaj sağladığı belirtilmiştir. Bu sebeple kur hareketleri kaynaklı zararın Asya ülkelerinde dış

pazarlara yurt içi düşük fiyatlarla daha açık olmaları sebebiyle daha kolay atlatıldığı vurgusu yapılmıştır. Reel kurlardaki aşırı hareketliliğin büyümeye olumsuz yansıdığı bulgular arasındadır.

Fischer (1992) çalışmasında 1970-1985 dönemi Afrika, Latin Amerika ve Karayip ülkelerinde büyümeyi etkileyen faktörleri incelemiştir. Yatırım, bütçe fazlası, insan kaynağı ve eğitim altyapısını büyümeyi destekleyici; enflasyonu ise azaltıcı bulmuştur.

Knight, Loayza vd. (1992) çalışmasında 1960-1985 dönemi 98 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede panel ve zaman serisi analizleri ile büyümenin belirleyicilerini tespit etmeye çalışmıştır. Büyümede tasarruf artışının pozitif, nüfus artışının ise negatif etkisi olduğunu bulmuşlardır. Fiziki sermayeye yatırımın gelişmekte olan ülkelere insan sermayesi ve sosyal altyapının yetersizliği nedeniyle daha az etkili olduğu bulunmuştur. Bununla beraber gelişmekte olan ülkelerin kamu altyapı yatırımlarının büyümeye katkısının daha belirgin olduğu, ticarete daha az kota vb kullanan dışa açık ülkelerin ise büyümesinin desteklendiği vurgulanmıştır.

Hamilton ve Monteagudo (1998) çalışmasında 1960-1985 dönemi 22 OECD ülkesi ve 75 orta düzey gelişmekte olan ülkede büyüme dinamiklerini analiz etmiştir. Fiziksel yatırımların büyümeyi olumlu etkilediği, nüfus artışının ise olumsuz etkilediği bulunmuştur.

Barro (1999) çalışmasında Asya, Latin Amerika, OECD, Afrika ülkelerinden oluşan 113 ülkeyi 1965-1995 dönemi için büyüme dinamikleri açısından incelemiştir. Yatırımın payı, ticaret artışı, okulda geçen sürenin artması, demokrasi endeksi, dışa açıklık gibi değişkenlerin büyümeyi arttırdığı; devlet harcamaları ve enflasyonun ise olumsuz etkilediği sonucuna varmıştır.

Chang ve Mendy (2012) çalışmasında 36 Afrika ülkesinde 1980-2009 dönemi büyümeyi etkileyen faktörleri incelemiştir. Ticarete açıklık ve yatırımların ekonomik büyümeye katkısının olumlu; toplam ulusal tasarrufların ve doğrudan yatırımların büyümeye katkısının olmadığı ve negatif etkilediğini bulmuşlardır.

Bleaney, Gemmell vd. (2001) çalışmasında 22 OECD ülkesinde 1970-1995 döneminde büyümeyi etkileyen temel faktörleri incelemiştir. Yatırımlar ve üretken harcamaların ekonomik büyümeye belirgin katkısı olduğunu, bozucu vergilendirmenin ise büyümeyi olumsuz etkilediği bulunmuştur.

Açıkgöz ve Mert (2005) çalışmasında 1951-2007 dönemi Tayvan, Kore ve Honkong'un olduğu 3 Asya ülkesinde büyüme dinamiklerini analiz etmiştir. Hem kısa hem de uzun vadede yatırımların ekonomik büyüme üzerinde belirgin etkisi olduğunu, kısa vadede teknolojik gelişmenin büyümeyi desteklediğini bulmuşlardır.

Adom ve Elbahnasawy, (2016) gelişmekte olan Afrika ülkelerinde tasarruf, yatırım ve sermaye stoğunun büyüme üzerindeki etkisini çalışmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde yatırımların ve sermaye stoğunun yüksek tasarruflarla destekleneceği ve yurtdışı kaynak maliyetine daha az başvurulacağı üzerinde durmuştur. Tasarruf yatırım açığının gelişmekte olan ülkelerde kapatılmasının büyümeyi destekleyeceği tespitinde bulunmuşlardır.

Qi, (2007) çalışmasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri içeren 47 ülkeden oluşan veri setinde sermaye stoğu, yatırım, yabancı doğrudan yatırımların büyüme üzerindeki etkisini incelemiştir. Büyüme mekanizmasının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklılaştığı; sermaye yatırımlarının ise gelişmekte olan ülkelerde büyüme için önemli olduğu, yabancı doğrudan yatırımların etkisinin ise belirsiz görüldüğü açığa çıkmıştır.

Mmingi (1997) çalışmasında tasarruf ve yatırımlar arasındaki ilişkiyi 58 gelişmekte olan ülke setinde incelemiştir. Gelişmekte olan ülkelere tasarrufların yatırımlara dönüşümünün OECD ülkelerine göre daha düşük olduğu bulunmuştur. Gelişmekte olan ülkeler içerisinde ise orta gelir grubuna sahip ülkelerin düşük gelir grubuna sahip ülkelere göre tasarrufların yatırıma dönüşme oranının daha yüksek olduğu analiz edilmiştir.

Santiago, Koengkan vd. (2019) çalışmasında 30 Latin Amerika ve Karayip ülkesinde kamu ve özeldeki sermaye stoğunun 1970-2014 dönemi büyüme üzerindeki etkisine bakmıştır. Sonuçlara göre iki sermaye stoğunun da büyümeye olumlu katkısı bulunmaktadır, fakat kamu sermaye stoğunun kısa vadede özel sermaye stoğunu dışlayıcı etkisinin olduğunu da bulmuşlardır.

Lopez, Villavicencio vd. (2011) çalışmasında enflasyon ve büyüme ilişkisine gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ilişkin bir veri setini inceleyerek bakmıştır. Enflasyonun ekonomik büyümeyi linear olmayan bir şekilde olumsuz etkilediği; gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere enflasyon oranlarının farklı eşik değerlerinden sonra büyümeye olumsuz yansıdığı bulunmuştur. Çalışmada gelişmekte olan ülkelere %17,5, gelişmiş ülkelere ise %17,5'un üzerinde enflasyonun büyümeyi daha olumsuz etkilemeye başladığı analiz edilmiştir. Burada endeksleme farkları, kur etkisi ve yüksek enflasyon oranlarının etkili olabileceği düşünülmektedir. Para arzı artışı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi de enflasyonun büyüme üzerindeki doğrusal olmayan negatif etkisi üzerinden değerlendirmek gerektiği üzerinde durulmuştur.

Blanchard ve Perotti (2002) çalışmasında 1947-1997 yılları arasında Amerika'da savaş sonrası dönemi mali harcamaların ve vergilerin büyüme üzerindeki etkisini VAR analizi ile ölçmüştür. Pozitif mali harcama şokunun büyümeye olumlu, vergi şokunun ise

olumsuz yansıdığı sonucuna varmışlardır. Aynı anda vergi ve mali harcamaları artırmanın etkisinin ise yatırım harcamalarını azalttığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Twinoburyo ve Odhiambo (2016) çalışmasında 1973-2013 dönemlerinde kısa ve uzun vadeli para politikasının Kenya’da büyümeye etkisine ARDL yöntemi ile bakmışlardır. Para politikası ölçümü için M3 para arzı ve 3 aylık hazine bonolarının faiz oranı dikkate alınmıştır. Kenya’da kısa ve uzun vadede para politikasının büyümeye etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir. Bunun temel nedenlerinden birisinin olarak ise mali açıkların yurt içinde fonlanması olduğunu tespit etmişlerdir.

Mishra ve Montiel (2016) çalışmasında gelişmekte olan ülkelerde Hindistan örneği üzerinden 2001-2014 döneminde parasal aktarım mekanizmasının işleyip işlemediğini araştırmışlardır. Sonuçlara göre faiz oranlarının indirilmesinin üretim ve toplam talep üzerinde belirgin bir etkisinin olmadığını bulmuşlardır.

Kashani ve Lashkary (2011) çalışmasında; İran için 1959-2008 dönemini araştırmış ve parasal genişlemenin reel ekonomik büyüme, üretim, istihdam gibi reel değişkenlere bir etkisinin olmadığını bulmuştur. Nouri ve Samimi ise (2011) 1974-2008 dönemleri için para arzı artışının büyümeyi desteklediğini bulmuştur.

Havi ve Enu (2014) çalışmasında para ve maliye politikasının Gana’da 1980-2012 döneminde büyümeye ne kadar etkili olduğunu OLS yöntemi ile araştırmıştır. Çalışma sonucunda her iki politikanın da ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği fakat para politikasının daha belirleyici olduğu bulunmuştur. M2 para arzı artışının pozitif yönlü, genel hükümet harcamalarının ise çift yönlü etkisi olduğu çıkmıştır.

Fasanya, Onakoya vd. (2013) çalışmasında Nijerya’da para politikasının 1975-2010 döneminde ECM modelini kullanarak büyüme üzerindeki etkisine bakmıştır. Faiz ve para arzı artışının büyüme üzerinde belirgin bir etkisi çıkmamıştır. Ebele ve Omotayo

ise (2015) 1981-2013 dönemini içeren çalışmada para arzı artışının büyümeyi desteklediğini bulmuş, enflasyonist etkiye neden olmayacak düzeyde para arzı artışını önermiştir.

Chaudhry, Qamber vd. (2012) çalışmasında Pakistan'da 1972-2010 döneminde büyümeyi; para arzı, faiz, kredi kanalı vd. değişkenlerin etkileyip etkilemediğini incelemiştir. Para arzında (M2) genişlemenin hedefin üzerinde olması sebebiyle enflasyonist olduğunu, faiz ve kredi kanalıyla ise büyümenin desteklendiğini bulmuştur.

Senbet (2011) çalışmasında 1959-2010 dönemi ABD'de para ve maliye politikasının büyüme üzerindeki etkisine bakmıştır. Faiz oranı, ödünç verilmemiş rezervler ve devlet harcamalarının analizi sonucunda para politikasının büyümeye maliye politikasından daha etkili olduğunu bulmuştur.

Moursi, Mossallamy vd. (2007) çalışmasında 2001-2006 dönemi Mısır uygulamasında para politikasının büyümeye uzun vadede etkisinin zayıf kaldığını ve enflasyonist etkinin ortaya çıktığını bulmuştur. Bu sebeple kural bazlı politikaları savunmaktadırlar.

Shahid ve Naved (2010) çalışmasında 1972-2008 dönemi Pakistan'da bütçe açıklarının büyüme üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışma sonucunda bütçe açıklarının GSYİH içerisindeki payının yüzde 3 veya 4 arasında olmasının büyümeyi desteklediğini bulmuştur.

Ndou ve Mokoena çalışmasında (2010) Güney Afrika'da genişletici para ve maliye politikasının reel büyüme üzerindeki etkisine bakmıştır. Düşük enflasyon ve düşük ekonomik belirsizlik ortamında politikaların büyümeye etkisinin belirgin olduğunu bulmuşlardır.

Starr (2005) çalışmasında Rusya, Ukrayna, Kazakistan ve Belarus'u içeren 1995-2003 dönemi veri setinden politika faizi ve para arzının da dahil edildiği para politikası değişkenlerinin büyümeye etkisini incelemiştir. Sonuçlara göre, para politikasının Rusya'da büyümeye etkisi daha yüksek, diğer ülkelerde ise daha zayıftır. Dışa kapalı ve büyük ülkelerde etkinin daha belirgin, küçük ve dışa açık ekonomilerde ise daha az etkin olduğu vurgusu yapılmıştır.

Agenor, Dermott vd. (2000) çalışmasında 1978-1995 dönemi 12 gelişmekte olan ülkede büyümeye mali ve parasal değişkenlerin ilişkisini incelemiştir. Parasal değişkenlerle büyüme arasında pozitif fakat fazla güçlü olmayan bir ilişki; reel faiz oranlarıyla büyümenin dalgalanmasında belirgin bir etki bulmuşlardır. Mali harcamaların gelirlere oranının ise büyümeye negatif korelasyona sahip olduğu çıkmıştır.

Silva ve Vierira (2017) çalışmasında 113 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede 2001-2008 ve 2009-2012 dönemlerini içeren system GMM panel analizi ile para ve maliye politikaları etkisini kriz öncesi ve kriz sonrasına yönelik değerlendirmiştir. Kriz öncesi politikalarda sadece para politikasının ekonomik döngünün tersine, maliye politikasının ise aynı yönlü uygulandığını tespit etmişlerdir. Kriz sonrası para politikasının özellikle gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının sıfıra yaklaşması ile de çıktı açığına müdahaleyi bıraktığı, geleneksel olmayan para politikasını tercih ettiği gözlemlenmiştir. Kriz sonrası çıktı açığı ile devlet harcamaları arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Mitreska, Vojnovic vd çalışmasında (2010) 61 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin 2000-2009 dönemi para ve maliye politikalarının kriz öncesi ve sonrası değişimini ve etkisini araştırmışlardır. Gelişmiş ülkelerin büyüme açığını daha agresif bir

şekilde kapatabildiği; yüksek cari açık ve borçluluk yaşayan ülkelerin ise para ve maliye politikalarının etkisinin sınırlı kaldığı bulunmuştur.

Spilimbergo, Symansky vd. (2008) çalışmasında daralan ekonomilerde uygulanan mali uyarıcıların kompozisyonunun büyüme üzerindeki etkiyi farklılaştıracağına vurgu yapmıştır. Mali harcamaların ürün ve servislere, tüketicilere ve firmalara yönelik olmasına göre etkilerinin de değişeceği üzerinde durmuşlardır. Çalışmaya göre ürün ve servislere yönelik harcamalar daha etkin bir çarpan etkisi sağlayabilmektedir. Fakat burada da harcamanın nereye yapıldığı, kaynaklar ve bütçe açıklarının önemi öne çıkmaktadır. Tüketicilere dönük harcamalar kredi kısıtları, belirsizlik ve varlıkların değerinin düşmesi sebebiyle oluşan kaybın telafi edilmesine yönelik harcamalar olarak değerlendirilmiştir. Burada da yapılan transferlerin uygulama farklılıklarına göre etkilerinin farklı olması beklenmektedir. Firmalara dönük teşviklerin ise belirsizlik ortamında nakit sıkıntısı, kredi sorunu yaşayan, iflasın eşiğinde olan firmaları öncelikli desteklediği vurgulanırken, yatırımları doğrudan arttırıp arttırmayacağı ise belirsiz kalmaktadır. Diğer taraftan uygulamaların etkilerinin ülkeden ülkeye değişebileceği üzerinde de durulmuştur.

Stochhammer, Qazizada vd. (2019) çalışmasında 2008-2009 dönemi uygulanan genişletici maliye politikalarının Almanya, Amerika, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya’da büyümeye olan etkisini araştırmıştır. Maliye politikalarının büyümeye etkisini Almanya, Amerika ve İngiltere’de nötr; Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya’da ise negatif etkisi olduğunu bulmuşlardır.

Baldacci, Gupta vd. (2014), çalışmasında 140 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede gerçekleşen bankacılık krizlerinde döngü karşıtı maliye politikalarının etkilerine bakmıştır. Genişletici maliye politikalarının etkisiyle her iki grupta da kriz kaynaklı

şokların süresinin kısaldığı tespit edilmiştir. Bununla beraber borç düzeyi, mali alan eksikliğinin bu politikaların uygulanabilirliğini düşürdüğü, özellikle gelişmekte olan ülkelerde kurumların daha güçlü olması, politik risklerin giderilmesi ve bütçe sorunlarının çözülmesinin önemli olduğu vurgulanmıştır. Bu sebeple gelişmekte olan ülkelerde daha zayıf bir etki de gözlemlenebilmektedir. Bununla beraber maliye politikalarının kompozisyonunun da önemli olduğu, kısa vadeli talep artışı ile orta vadede verimli büyüme arasındaki ödünleşmenin de maliye politikalarının kısa ve orta vadeli etkileri ile belirleneceği görüşü açığa çıkmıştır.

IMF (2010) çalışmasında gelişmekte olan ülkelerde maliye politikalarının etkisini; ürün ve hizmet alımlarını içeren kamu harcamalarının yoğunluğu, esnek döviz kuru rejiminin varlığı, yabancı para rezervlerinin ekonomik daralma öncesi fazlalığının olumlu etkileyeceği vurgusu yapılmıştır. Kriz öncesi ekonomik pozisyonun sonrası politika etkilerini ve uygulanabilirliğini de sınırlaması sebebiyle bazı ülkelerde para ve maliye politikalarının toparlayıcı etkisi daha sınırlı olmuştur.

Ilzetzki, Vegh vd. (2011) çalışmasında 24 gelişmekte olan ve 20 gelişmiş ülkede uygulanan maliye politikalarının 1960-2007 döneminde büyüme üzerindeki etkisini; kur rejimi, ticarete açıklık, kamu borçluluğu düzeyini de dikkate alarak incelemiştir. Gelişmekte olan ülkelerde kamu harcamalarının büyüme üzerindeki etkisinin negatif olduğu, olası bir artışın 2 ile 4 çeyrek arasında etkisi olduğu ve daha sonrası sıfırlandığı gözlemlenmiştir. Kamu harcamalarının açık ekonomilerde, esnek döviz kuru rejimi altında büyümeyi desteklemediği bulunmuştur. Kamu harcamalarının özellikle gelişmekte olan ülkelerde tüketime değil de yatırıma aktarılması halinde büyüme yönlü etkisinin olduğu ve harcama kompozisyonunun sonucu değiştirdiği bulunmuştur.

3.3 Araştırma Yöntemi

Ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde uygulanan para ve maliye politikalarının büyüme üzerindeki etkisini ölçebilmek için 110 ülkeye ait 2007-2016 dönemini içeren veriler toplanmıştır. Analiz kapsamında GSYİH büyümesi yanında; 4 temel büyüme değişkeni, 4 para politikası değişkeni ve 6 maliye politikası değişkeni kullanılmıştır. Ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde uygulanan politika etkisini bulabilmek için tüm ülkelerde ortak olan 2007-2009 dönemi politikaları dikkate alınarak genel etki analizi yapılmaya çalışılmıştır. Bu sebeple her bir politika değişkeni için bu dönemlere kukla değişkenler belirlenerek sadece daralma dönemi politika etkileri tespit edilmek istenmiştir. Bununla beraber ülkelerdeki yapısal farklılıkların ve gelişmişlik düzeyinin etkilerini ayırtılabilmek için ülkeler ayrıca 55 gelişmiş ülke ve 55 gelişmekte olan ülke kategorisinde bölünerek ayrıca analize tabi tutulmuştur. Böylece temel büyüme dinamiklerinin ve her bir politika etkisinin hem toplu hem de farklı grup ülke kategorilerinde etkileri görülmeye çalışılmıştır.

Analiz kapsamında değişkenlerin hem önceki yıl etkilerini hem de birbiriyle olan geçmiş ve bugün ki değişkenlerle olan etkilerinin görülebilmesi için dinamik panel yöntemi kullanılmıştır. Tamamen eksojen olmayan bağımsız değişkenlerin daha iyi analizini sağlayabilmek adına Arellano ve Bond'un geliştirdiği system GMM (generalized method of moments) tahmincisi ile analizler yapılmıştır. Arellano ve Bond dinamik panel tahmincisinin tercih edilmesinin birçok sebebi bulunmaktadır. Panel veride bağımlı değişkenin gecikmelerinin de etkisinin olması muhtemel çalışmalarda, bu verileri de açıklayıcı değişken olarak koymak hata terimleri ile bu değişkenlerin korelasyonuna sebep olacağından bir içsellik problemi oluşturmaktadır. Bu sebeple en küçük kareler tabanlı (OLS-ordinary least square) tahmincileri kullanmak sonuçların tutarsız olmasına sebep olmaktadır. Bu durumda çözüm olarak N değişken sayısının

yüksek zaman boyutunun kısa olduğu panellerde Arellano Bond tahmincisi önerilirken; uzun panellerde panel birim kök, eşbütünleşme testlerini de içeren ortalama grup tahmincisi (mean group estimator-mg), havuzlanmış grup tahmincisi (pool mean group estimator-pmg), ortak ilişkili etkiler ortalama grup (common correlated effects mean group estimator-ccemg) gibi tahminciler önerilmektedir. Bu sebeple; t zaman boyutunun 10 dönemi geçmediği ve n gözlem sayısının en az 55 olduğu modeller için dinamik panel yöntemi olarak kullanılan Arellano Bond tahmincisi uygun bulunmaktadır. Diğer taraftan dinamik değişkenlerin geçmiş gerçekleştirmeleri ile ilişkisine bakılabilmektedir. Bağımsız değişkenlerin geçmiş ve mevcut gerçekleştirmelerine ait hata terimleri ile de ilişkili olabileceğini dikkate almakta, yani tamamen eksojen olmama durumunu da gözlemleyebilmektedir. Verilerde heterojenlik olması durumunda da GMM yöntemi ideal bir yöntemdir. Heterojenlik yani değişen varyans durumunda da ortogonalite koşullarını kullanarak en verimli tahmini sağlamaktadır. Heterojenlik sorununa ek olarak otokorelasyon olması durumuna da çözüm getirdiği için tercih edilen bir yöntemdir. (Roodman, 2009) Otokorelasyon testinin ve dayanıklı (robust) tahmincilerin standart hatalarının katsayılarında yatay kesitler arasında otokorelasyon olmadığı varsayımının sağlanması için zaman değişkenlerini içeren kukla değişkenlerin modele eklenmesi önerilmektedir. Bu sebeple her bir yıl için zaman kukla değişkenleri de analizlere eklenmiştir.

GMM tahmincilerinin model ve tahminci doğruluğunun kontrolü için Sargan ve Hansen testlerinin birlikte yapılması önerilmektedir. Kurulan modelin açıklayıcı değişkenleri dışlaması durumunda veya modelin ne kadar geçerli olduğunun test edilmesi için bu testlere başvurulmaktadır. Sargan testi modelde kullanılan değişkenlerin geçerliliğini test etmekte ve modeli bir bütün olarak değerlendirmektedir. Sargan testinin Ho hipotezi modeldeki tüm değişkenlerin geçerli olduğunu kabul etmektedir. Model

sonucundaki olasılık değeri 0,05'ten büyükse H_0 hipotezi kabul edilir ve modelde kullanılan değişkenler geçerlidir. Ters durumda ise modelde aşırı özdeşleşme olduğu ve değişkenlerin geçerli olmadığı düşünülür. Sargan testinde olasılık değerinin 1'e çok yakın çıkması asimtotik özelliklerin açığa çıktığını gösterdiğinden H_0 hipotezinin reddine sebep olmaktadır. Hansen testinin H_0 hipotezi tüm değişkenlerin geçerli olduğunu kabul etmektedir. En ideal olasılık değerinin 0,1 ile 0,25 arasında olması önerilir. 0,4 ve 0,9 aralığında çok da geçerli sayılmayacağı, 0,9'un üzerinde olasılıkta ise tamamen modelin reddedilmesi gerektiği belirtilmektedir. (Roodman, 2009)

GMM tahmincilerinde kontrol edilmesi gereken bir diğer nokta ise hata terimlerinde otokorelasyon olmaması durumudur. Test sonucunda AR (1) ve AR (2) tipi otokorelasyon olup olmadığının ölçümü yapılabilmektedir. Olasılık değerlerinin 0,05'ten büyük olması durumunda otokorelasyonun olmadığını kabul eden H_0 hipotezinin geçerliliği onaylanmış olmaktadır. Modellerde AR (1) tipi otokorelasyonun olma ihtimali öngörülebilir olup, geçerliliğin sağlanması için AR (2) tipi otokorelasyonun olmaması şartı aranmaktadır. (Roodman, 2009; Roodman, 2014; Labra ve Torrecillas, 2018)

3.4 Model

Araştırma kapsamında öncelikle tüm ülkeler bir bütün olarak incelenmiş ve paramaliye politikalarının etkileri toplu olarak görülmeye çalışılmıştır. Daha sonra ayrı ayrı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin durumu farklı modellerle test edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda 110 ülkeden oluşan veri seti için 3 farklı model, gelişmiş ülkeler için 4 farklı model ve gelişmekte olan ülkeler için 3 farklı model üzerinden sonuçlar test edilmiştir. Arrellano-Bond GMM tahmincilerinin bir diğer avantajı da değişkenlerin endojen, eksojen, tamamen eksojen veya önceden belirlenmiş (predetermined) değişken olarak tanımlanmasına olanak sağlamasıdır. Verilerin geçmiş dönem gerçekleştirmelerinin

t zamanda etkileme durumu varsa veriler endojen kabul edilmektedir. Bu çalışmada önceki dönem büyüme verileri, temel büyüme değişkenleri (yatırım, tasarruf, sermaye stoğu, beşeri sermaye) ve enflasyon endojen değişken olarak alınmıştır. t zamandaki gerçekleştirmelerin sadece gelecek döneme etkili olması düşünülüyorsa veriler predetermined alınmaktadır. Model kapsamında kukla değişken atanmış tüm politika değişkenleri bu şekilde tanımlanmıştır. Diğer taraftan zaman kukla değişkenleri ve gelişmekte olan ülkeler için tanımlanmış kukla değişkenler ise tamamen eksojen olarak tanımlanmıştır.

Her bir grup ve toplu ülke verilerine göre tanımlanmış 9 farklı modelin genel yapısını model-1 ile özetlemek mümkündür. Burada Y_{it} i ülkesi için t zamandaki GSYİH büyümesini, $\sum_1^n Y_{i(t-n)}$ her bir ülke için büyümenin t-n zamana kadar farklı dönemlerinin toplamını, X_{it} her bir açıklayıcı değişkenin $\beta(L)$ farklı laglerinin vektörünü, γ_t tüm ülkeler için zaman etkisini, ϵ_{it} her bir ülke ve zaman boyutu için hata terimini ifade etmektedir.

$$Y_{it} = \alpha_1 \sum_1^n Y_{i(t-n)} + \beta(L)X_{it} + \gamma_t + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Bu kapsamda her bir model kendi içerisinde politika setlerini birlikte ya da ayrı olmak üzere, değişkenlerin etkilerini görebilmek için tasarlanmıştır. Bazı modellerde değişkenler kademeli eklenerek etki gözlemlenmeye çalışılmıştır. Tüm modeller sargan ve hansen testlerinin ikisine de tabi tutulmuş ve ikisinde de anlamlı çıkmıştır. Modeller otokorelasyon testlerinden de geçmiştir.

3.5 Araştırmada Kullanılan Veri Seti

Araştırma kapsamında 15 farklı değişken kullanılmıştır. Bunlardan 4’ü temel büyüme değişkenleri, 4’ü parasal gerçekleşme verileri, 6’sı ise maliye politikası değişkenleridir. Tablo 5’de değişkenler gösterilmektedir.

Tablo 5: Değişkenlerin Tanımları ve Gösterimleri

Bağımlı Değişkenler	Gösterim	Tanımı
Büyüme	Buyume	Sabit ulusal fiyatlarla tanımlanmış reel GSYİH verisiyle büyüme hesaplanmıştır
Bağımsız Değişkenler	Gösterim	Tanımı
Büyüme	Buyume	Büyümenin önceki dönem gerçekleştirmeleri
Sermaye Stoğu/GSYİH	Srmystggdp	Sermaye stoğunun GSYİH içerisindeki payı
Yatırım/GSYİH	Yatırım	Yatırımların GSYİH’ya oranı; mevcut yerel para biriminde toplam yatırımın ve cari yerel para biriminde GSYİH’nın bir oranı olarak ifade edilir. Yatırım veya brüt sermaye oluşumu, bir birim veya sektör için brüt sabit sermaye oluşumunun ve stoklardaki ve satın almalarındaki değişikliklerin toplam değerinden değerli varlıkların elden çıkarılmasının çıkarılmasıyla ölçülür.
Beşerî Sermaye	Beserisermaye	Eğitim süresine ve eğitime dönüşe dayalı insan sermayesi endeksi
Tasarruf/GSYİH	Tasarruf	Gayri safi milli tasarruf, brüt harcanabilir gelirden, emeklilik fonları için yapılan bir ayarlama dikkate alındıktan sonra nihai tüketim harcamalarının çıkarılmasıyla elde edilen tutarın GSYİH’ya oranı
Politika Faizi	Politikafaizi	Politika faizi uygulamaları
M1 para arzı/GSYİH	M1gsyih	Dolaşımdaki para ve vadesiz mevduatlar toplamı
M3 para arzı/GSYİH	M3gsyih	M1+vadeli mevduatlar, repodan sağlanan fonlar, para piyasası fonları, ihraç edilen menkul kıymetler
Enflasyon	Enflasyon	Tüketici fiyat endeksinin bir önceki yıla göre değişimi (2010)
Genel Harcama/GSYİH	Genelharcama	Çalışan harcamaları, sübvansiyon destekleri ve sosyal harcamaların toplamı
Çalışan Harcaması/GSYİH	calisanharcama	Çalışanlara yapılan ödemeler; (nakdi ücret ve maaşlar, aynı ücret ve maaşlar ile işverenlerin sosyal katkı payları)
Teşvik/GSYİH	Teşvik	Sübvansiyon destekleri (detay bölüm 2.2’de)
Sosyal Harcama/GSYİH	Sosyalharcama	Sosyal harcamalar (detay bölüm 2.2’de)
Gelir Vergisi Oranı	Gelirvergisi	Efektif gelir vergisi oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	kurumlarvergisi	Açıklanan kurumlar vergisi oranları

3.6 Model Sonuçları ve Analizi

3.6.1 Ülkelerde Para ve Maliye Politikalarının Büyümeye Etkisinin Toplu Analizi

Analiz kapsamında öncelikle 55 gelişmiş ve 55 gelişmekte olan ülkeden oluşan 110 ülkelik veri serinde temel büyümeyi etkileyen ortak değişkenlerin neler olabileceği ve daha sonra da politikaların etkisi anlaşılmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda temel büyüme değişkenleri (önceki büyüme, sermaye stoğu, beşeri sermaye, tasarruf, yatırım), enflasyon, para ve maliye politikası değişkenlerinin farklı kombinasyonlarından oluşan model denemeleri yapılmıştır. Analiz kapsamında alınan dönem 2007-2016 dönemini içermekte ve temel büyüme değişkenleri ve enflasyon kalemi bu dönemi kapsamaktadır. Bununla beraber politika etkilerinin ölçümü için ekonomik küçülmenin yaşandığı 2007-2009 dönemi politikaları kukla değişkenleri ile belirlenmiş ve politika etkileri ölçülmeye çalışılmıştır.

Analiz kapsamında 3 farklı model geliştirilmiştir. (Tablo 8) Her bir modeldeki bulguları şu şekilde özetlemek mümkündür;

- Birinci modelde büyüme değişkenleri, enflasyon, para ve maliye politikası değişkenleri bir arada ele alınmıştır. Modelde kısa dönemde yatırım, enflasyon, faiz, M3 para arzı, teşvik ve gelir vergisi etkisi çıkmıştır. Kısa dönemli etkiler her ne kadar belirli bir durumu yansıtsa da uzun dönemli etkiyi görmek için ayrıca model hesaplaması yapılmıştır. (Tablo 8, EK2-Tablo 19) Birinci model-TMB1 sonuçlarına göre uzun dönemde yatırımların etkisi belirgindir. Parasal genişleme politikalarına incelendiğinde faiz ve M3 para arzı kaynaklı büyümenin uzun dönemde kaybolduğu, enflasyonist etkinin ise kalıcı olduğu görülmektedir. Maliye politikalarına bakıldığında ise kısa dönemde harcama kalemlerinden sadece teşvikler anlamlı çıkmış fakat büyüme ile arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunamamıştır. Daralma

döneminde verilen teşviklerin doğrudan büyümeye yansımadağı ve uzun dönemde anlamsız olduğu açığa çıkmıştır. Bu dönemde verilen teşviklerin tüm ülkeler genelinde görünümüne bakıldığında GSYİH içerisindeki payının arttığı da görülmektedir. (Grafik 28) Fakat büyümeye yansımamasını verilen teşviklerin doğrudan yatırımlara gitmemesi ve daha çok daralma döneminde gelir-gider dengesinin korunması için kullanılması kaynaklı olduğu düşünülebilir. Diğer taraftan veri setinde kullanılan teşvik kalemi sadece firmalara yapılan harcamaları değil; hibeler, kamu kuruluşları ve yabancı ülkeler ve uluslararası kuruluşlara da yapılan yardımları içermektedir. Bu kalemden yatırım arttırıcı ve büyümeyi destekleyici alanın sınırlı kaldığı da söylenebilir. Gelir vergisi kaleminde de negatif yönlü bir görünüm çıkmış olup uzun dönemde büyümeyle olan ilişkisi anlamsızdır. Bu dönemde grafiklere bakıldığında tüm ülkelerde ortalama gelir vergisi oranlarının düştüğü görülmektedir. (Grafik 30)

- İkinci modelde maliye politikası etkisini daha net görebilmek için; büyüme değişkenleri, enflasyon ve sadece maliye politikası değişkenleri modele dahil edilmiştir. İkinci modelde önceki büyüme kaynaklı etki çıkarken, sermaye stoğundan gelen pozitif katkının yanında, enflasyonist etki ve genel harcamalar kaynaklı negatif bir etki çıkmıştır. Analiz sonucunda uzun dönem büyüme etkisi belirgin olmakla beraber bu büyümenin önceki dönem büyüme kaynaklı olduğu ve bu büyümenin içerisindeki diğer değişkenlerden geldiği açıklanabilmektedir. Aynı zamanda sermaye stoğu kaynaklı olumlu katkı da gözlemlenebilmiştir. Grafiklere bakıldığında sermaye stoğunda daralma döneminde tüm ülkeler nezdinde belirgin bir artış olduğu görülmektedir.

(Grafik 20) Bu dönem yapılan mali harcamalar her ne kadar artmış görünse de doğrudan büyümeye katkı sağlamadığı gözlemlenmiştir.

- Üçüncü modelde ise sadece para politikasının etkisini görebilmek için büyüme değişkenleri, enflasyon ve para politikası değişkenleri çalışılmıştır. Bu modelde de önceki büyüme, yatırım, sermaye stoğu, enflasyon ve faiz kaynaklı etki kısa dönemde çıkmış olmakla beraber; uzun dönemde de yatırım, sermaye stoğu ve faiz politikaları kaynaklı büyümenin olumlu desteklendiği, enflasyonist etkinin ise uzun dönemde devam ettiği açığa çıkmıştır. Genel görünüme bakıldığında politika dönemi sonrası tüm ülkeler genelinde enflasyonun arttığı ve sonraki yıllarda da yükseliş eğiliminde olduğu gözlemlenmektedir. Para politikası değişkenlerinden parasal genişleme kalemleri incelendiğinde ise M1 para arzının daha az arttığı fakat M3 para arzı artışının belirgin olduğu görülmektedir. Fakat ilk modelde ve bu modelde de M1 para arzı artışının doğrudan büyümeye katkısının olmadığı açığa çıkmış, M3 para arzı artışının ise kısa dönemde büyümeyi desteklerken, uzun dönemde etkisinin olmadığı belirginleşmiştir. (Grafik 22,24,25)

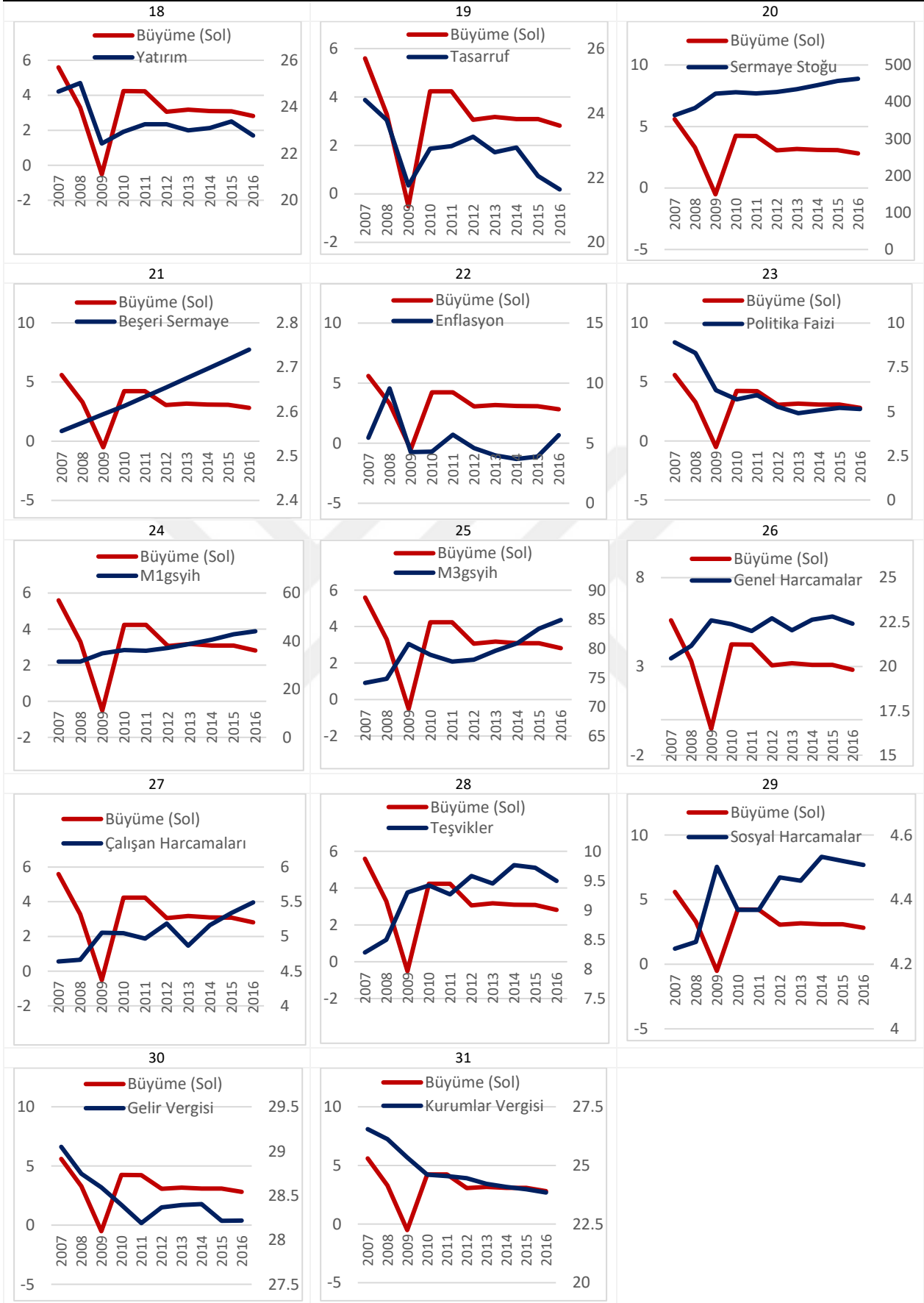
Tablo 6: Tüm Ülkelerde Büyümeye Kısa ve Uzun Dönem Etkinin Model Sonuçları

	Model	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Uzun Dönem Toplam Etki	Değişkenler, Etki ve Sonuç
Büyüme	TMB1	L1. 0.09 (0.638) L2.-0.01 (0.958)	-	-0.27 (0.68)	Büyüme değişkenleri, enflasyon, para ve maliye politikası değişkenleri Uzun dönemde yatırım etkisi anlamlı
	TMB2	L1. 0.28 (0.0)*** L2. 0.02 (0.72) L3. 0.16 (0.0)***	0.65 (0.0)***	0.39 (0.05)**	Büyüme değişkenleri, enflasyon, maliye politikası değişkenleri Uzun dönemde önceki büyüme, enflasyon, sermaye stoğu ve genel harcama etkisi anlamlı
	TMB3	L1. 0.15 (0.07) L2. 0.14 (0.30)	0.22 (0.17)	0.8 (0.04)**	Büyüme değişkenleri, enflasyon, para politikası değişkenleri Uzun dönemde yatırım, enflasyon ve faiz etkisi anlamlı
Parantez içindeki değerler p değerleridir. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001					

Ülkeler genelinde uygulanan politikaların büyüme üzerindeki etkinliği uzun dönemde değerlendirildiğinde tüm politikaların toplu etkisinin nötr olduğu (TMB1) büyümenin uzun dönemde yatırımlarla desteklendiği; sadece maliye politikaları ile beraber bakıldığında önceki büyüme ve sermaye stoğu katkısı ile uzun döneme olumlu yansıdığı (TMB2), para politikası kanalına bakıldığında ise (TMB3) faiz ve yatırım kanalı etkisi ile büyümenin uzun dönemde desteklendiği gözlemlenmektedir. Para ve maliye politikaları etkisinin ayrı ayrı çalışıldığı modellerde enflasyon kaynaklı negatif etkinin diğer büyümeyi destekleyen kalemlerin katkısı ile büyümeyi olumsuz etkileyecek kadar yansımadığı görülmektedir. (Tablo 6)

Modellerde gelişmekte olan ülkeler için kullanılan kukla değişkenlerinin anlamlı çıkması bu ülkelerdeki etkilerin ve belirleyici olan politika değişkenlerinin ayrıca incelenmesi gerektiğini de açığa çıkarmaktadır. (Tablo 8)

Grafikler 18-31: Tüm Ülkelerde Büyüme Kalemleri ve Politika Değişkenlerinin Görünümü (2007-2016)



Tablo 7: Tüm Ülkelerde Değişkenlerin Kısa ve Uzun Vadeli Etkileri Özet Tablosu

		Temel Büyüme Değişkenleri						Para Politikası			Maliye Politikası					
	Vade	Önceki Büyüme	Yatırım	Tasarruf	Sermaye Stoğu	Beğeri Sermaye	Enflasyon	Faiz	M1	M3	Genel Harcamalar	Çalışan Harcaması	Teşvik	Sosyal Harcamalar	Gelir Vergisi	Kurumlar Vergisi
Tüm Ülkeler	Kısa Vade	✓ (+)	✓ (+)	▪	✓ (+)	▪	✓ (-)	✓ (+)	▪	✓ (+)	✓ (-)	▪	✓ (-)	▪	✓ (-)	▪
	Uzun Vade	✓ (+)	✓ (+)	▪	✓ (+)	▪	✓ (-)	✓ (+)	▪	▪	✓ (-)	▪	▪	▪	▪	▪

Tüm ülkelerde uygulanan politika değişkenleri ve büyüme dinamikleri yukarıdaki tabloda özetlenmiştir. Analiz sonuçları büyümenin önceki büyüme, yatırım ve sermaye stoğu kaynaklı desteklendiğini göstermektedir. Daralma döneminde uygulanan genişletici para politikalarından faiz indirimlerinin büyümeye hem kısa hem de uzun dönemde olumlu yansıdığı ve bu etkinin enflasyonist etkiden daha fazla olduğu uzun dönem sonuçlarında da açığa çıkmıştır. Faiz indirimlerinin uzun vadede aynı zamanda yatırımları da desteklediğini söylemek mümkündür. Bununla beraber parasal genişleme politikalarının bütünsel etkisinin uzun dönemde de büyümeye katkısı görülmektedir. (Model 3-TMB3) Diğer taraftan bu dönemde yapılan mali harcamaların ve vergi oranı değişikliklerinin büyümeye doğrudan etkisi çıkmamıştır. Genel harcama düzeyinde etkinin negatif olduğu, detaylı harcamalara bakıldığında ise teşviklerin de büyümeyle doğrudan bağlantısının olmadığı görülmektedir. Ayrıca gelir vergisi oranlarındaki azalışın da büyümeye olumlu bir yansıması olmamıştır. (Model 2-TMB2) Sonuçlar harcamaların yatırımlara aktarılmasının büyümeye olumlu katkısını da teyit etmektedir. Yatırımlar kaleminde kamu ve özel yatırımları bir bütün olarak alındığından doğrudan yapılan bütün yatırımların etkisini bu kalemde görmek mümkündür. Fakat daralan

dönemde uygulanan politikaların sınırlı oranda ve özellikle incelenen mali harcamaların tüm ülkeler nezdinde bakıldığında doğrudan bu kanalı etkilemediği de açığa çıkmaktadır.

Modeller nezdinde maliye politikası kalemleri verilen teşvikler, çalışanlara yapılan harcamalar, sosyal harcamalar, gelir ve kurumlar vergisi değişiklikleri özelinde incelenmiştir. Uygulamalar incelendiğinde verilen teşviklerin ve kurumlar vergisi indirimlerinin yatırımlara gitmesi beklenirken; diğer harcamalar ve gelir vergisi indirimlerinin de talep kanalı ile büyümeyi desteklemesi düşünülebilir. Fakat daralma döneminde yatırım odaklı yaklaşım yerine ayakta kalma stratejisini benimseyen ve belirsizliği aşmaya çalışan sektörlerin teşvikleri yatırımlara değil diğer kanallara aktardığı düşünülebilir. Diğer taraftan teşvik kalemi içerisinde sadece özel sektör destekleri değil, kamu kurumlarına yapılan aktarımlar, uluslararası kuruluşlara ve diğer ülkelere yardımlar vd. giderler de bulunmaktadır. Sonuçlar bu teşviklerin dağılımının büyüme ve yatırım artırıcı yönlü olmadığını göstermektedir. Kurumlar vergisi indirimlerine bakıldığında ise sadece bir maliyet azaltıcı unsur olarak sonuçlara yansımış görülmektedir. Çalışan harcamaları, sosyal harcamalar ve gelir vergisi etkisinin de büyümeye yansımaması bu dönemde desteklerin talep arttırmaktan çok mevcut talep düzeyini korumayı sağladığını göstermektedir. Diğer taraftan bir önceki bölümde incelenen ülke örneklerine bakıldığında harcama dağılımlarının ülkelere ve sektörler göre değiştiği de açığa çıkmıştır. Bu sebeple bütünsel görünümünden talep kanallı yapılan harcamaların toplam talebi daha fazla arttırmada yetersiz kaldığı da söylenebilir. Yapılan harcamaların doğrudan büyümeyi desteklemek yerine bu harcama kalemlerinin yansıtıldığı kişi ve kurumların bu dönemi en az hasarla atlattığını sağladığı görülmektedir. Genel harcamalar kaynaklı uzun dönemli görünümün negatif olması bütçe kaynaklı etkinin yansımaları olabilir.

Tablo 8: Tüm Ülkelerde Politika Etkisi Toplu Model Sonuçları

Değişkenler	Model 1 (TMB1)	Model 2 (TMB2)	Model 3 (TMB3)	Değişken	Uzun Dönem Etki (Model 1,2,3)	Uzun Dönem Politika Yönü
	Büyüme	Büyüme	Büyüme			
L.Büyüme	0.0949 (0.638)	0.285*** (0.000)	0.157 (0.079)	Büyüme	-	Anlamlı
L2.Büyüme	-0.0143 (0.958)	0.0220 (0.724)	0.142 (0.307)		0.65 (0.0)	
L3.Büyüme		0.169*** (0.004)			0.22 (0.17)	
L.Yatırım	0.321* (0.029)	0.0838 (0.409)	-0.414** (0.003)	Yatırım	0.34 (0.07)	Pozitif Etki
L2.Yatırım	0.102 (0.523)	-0.114 (0.124)	-0.0911 (0.263)		-	
L3.Yatırım		-0.00396 (0.954)				
Yatırım			0.613*** (0.001)		0.28 (0.03)	
L.Beşerisermaye	6.158 (0.871)	19.24 (0.582)	333.2 (0.409)	Beşeri Sermaye	-	Anlamsız
L2.Beşerisermaye	-4.047 (0.918)	-0.695 (0.990)	-159.6 (0.436)		-	
L3.Beşerisermaye		-21.20 (0.380)			-	
Beşerisermaye			-171.0 (0.392)		-	
L.Tasarruf	0.0502 (0.556)	-0.0209 (0.748)	0.0944 (0.296)	Tasarruf	-	Anlamsız
L2.Tasarruf	-0.0618 (0.293)	0.0124 (0.747)	-0.0044 (0.923)		-	
L3.Tasarruf		-0.0306 (0.376)			-	
Tasarruf			-0.0855 (0.512)		-	
L.Sermayestoğu	0.0084 (0.657)	-0.0058 (0.365)	0.0454** (0.002)	Sermaye Stoğu	-	Pozitif Etki
L2.Sermayestoğu	0.0024 (0.811)	0.0140* (0.016)	0.0054 (0.993)		0.02 (0.02)	
L3.Sermayestoğu		0.0019 (0.707)				
Sermayestoğu			-0.0370*** (0.001)		0.01 (0.2)	
L.Enflasyon	-0.230* (0.026)	-0.127* (0.029)	-0.234** (0.003)	Enflasyon	-0.2 (0.2)	Negatif Etki
L2.Enflasyon	-0.0532 (0.517)	0.00252 (0.967)	-0.0135 (0.791)		-0.18 (0.03)	
L3.Enflasyon		0.0952 (0.172)				
Enflasyon			0.0783 (0.061)		-0.22 (0.01)	
L.Faiz	-0.271 (0.358)		0.269 (0.112)	Faiz	0.5 (0.12)	Pozitif Etki
L2.Faiz	0.463* (0.011)		-0.157 (0.248)			
Faiz			0.418*** (0.00)		0.59 (0.04)	
M1	-0.04 (0.137)			M1	-	Anlamsız
L.M1	-0.023 (0.333)					
M3	-0.002 (0.875)		-0.0017 (0.725)	M3	0.02 (0.21)	Anlamsız
L.M3	0.0188 (0.059)		0.0074 (0.770)			
L2.M3			-0.0064 (0.811)		-	

Değişkenler	Model 1 (TMB1)	Model 2 (TMB2)	Model 3 (TMB3)	Değişken	Uzun Dönem Etki (Model 1,2,3)	Uzun Dönem Politika Yönü
	Büyüme	Büyüme	Büyüme			
Çalışanharcaması	0.0052 (0.978)			Çalışan Harcama	-	Anlamsız
L.Çalışanharcaması	-0.282 (0.215)					
Sosyalharcama	-0.222 (0.152)			Sosyal Harcama	-	Anlamsız
L.Sosyalharcama	-1.630 (0.157)					
L2.Sosyalharcama	1.585 (0.195)					
Teşvik	-0.169 (0.078)			Teşvik	-0.18 (0.21)	Anlamsız
L.Teşvik	-0.0377 (0.652)					
Kurumlarvergisi	0.0885 (0.242)			Kurumlar Vergisi	-	Anlamsız
L.Kurumlarvergisi	0.0097 (0.920)	-0.0379 (0.810)			-	
L2.Kurumlarvergisi		0.0575 (0.686)				
Gelirvergisi	0.0496 (0.307)			Gelir Vergisi	-0.7 (0.2)	Anlamsız
L.Gelirvergisi	0.588 (0.112)	-0.0891 (0.583)			-	
L2.Gelirvergisi	-0.658 (0.082)	0.0795 (0.625)				
L.Genelharcama		0.0528 (0.490)		Genel Harcama		Negatif Etki
L2.Genelharcama		-0.0534 (0.881)			-0.1 (0.06)	
L3.Genelharcama		-0.0534 (0.097)				
Gelişmişülke	3.672 (0.091)	-0.738 (0.663)	3.620 (0.109)			
Dum2009	-4.101 (0.140)		-5.880 (0.065)			
Dum2010		2.113 (0.230)	-1.262 (0.592)			
Dum2011	6.772 (0.525)	-2.244 (0.693)				
Dum2012	-3.213 (0.237)	1.769* (0.031)	-2.751 (0.264)			
Dum2013	-3.272 (0.217)	0.243 (0.380)	-2.446 (0.332)			
Dum2014	-3.569 (0.199)		-2.601 (0.286)			
Dum2015	-3.868 (0.172)	0.256 (0.341)	-3.109 (0.196)			
Dum2016	-4.302 (0.143)	-0.0492 (0.905)	-3.265 (0.203)			
_cons	-14.13 (0.209)	5.398 (0.523)	-8.979 (0.366)			
N	880	770	880			

Parantez içindeki değerler p değerleridir. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.00.

Test Sonuçları	Model 1	Model 2	Model 3
Sargan	0.150 (16.99)	0.604 (29.30)	0.061 (51.10)
Hansen	0.193 (15.96)	0.218 (37.91)	0.167 (45.21)
Number of Inst.	51	65	69
AR(1)	0.047	0.0	0.0
AR(2)	0.322	0.475	0.055

3.6.2 Gelişmiş Ülkelerde Para ve Maliye Politikalarının Büyümeye Etkisinin Analizi

Gelişmiş ülke veri seti 55 ülkeden oluşmaktadır. Para ve maliye politikalarının büyümeye etkisinin ölçümü için dört farklı veri seti üzerinde çalışılmıştır. Buradaki modellerde de temel büyüme değişkenleri (önceki büyüme, sermaye stoğu, beşeri sermaye, tasarruf, yatırım), enflasyon, para ve maliye politikası değişkenlerinin farklı kombinasyonlarından oluşan model denemeleri yapılmıştır. 2007-2009 dönemi politika uygulamaları kukla değişkenleri ile tanımlanmıştır. Model veri seti tüm ülkelerin analizinde kullanılan veri setine göre daha az olduğundan değişken sayısı daha sınırlı tutularak net etkiler görülmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda temel büyüme değişkenlerinin etkisinin tespit edilmesi için bir model (GMB1), para politikasının etkisinin görülmesi için iki model (GP1-GP2) ve maliye politikasının etkisinin görülmesi için bir model (GM1) olmak üzere toplam dört model çalışılmıştır.

Tablo 11’de özetlenen her bir model bulgusunu şu şekilde özetlemek mümkündür;

- Birinci modelde gelişmiş ülkelerde büyümeyi belirleyen temel büyüme dinamikleri ve enflasyon etkisi birarada incelenmiştir. (GMB1) Model sonucunda kısa dönemde yatırım, sermaye stoğu ve enflasyonist etki çıkmıştır. Bununla beraber büyümeye uzun vadede temel katkının yatırım kaynaklı geldiği, sermaye stoğundaki değişimin ise desteklemediği görülmektedir. Enflasyonist etki ise uzun vadede kaybolmaktadır. (Tablo 9, Tablo 11)
- İkinci ve üçüncü modellerde para politikasının etkisi kademeli olarak tespit edilmeye çalışılmıştır. İkinci modelde (GP1) önceki büyüme, enflasyon ve faiz etkisi modele dahil edilirken; üçüncü modelde (GP2) parasal genişleme değişkenleri olan M1 ve M3 artışları da eklenerek etkiler gözlemlenmek

istenmiştir. Sonuçlara bakıldığında kısa dönemde enflasyon, faiz, M1 ve M3 artışlarının büyümeye etkisi gözlemlenebilmektedir. Faiz etkisinin kısa dönemde olumlu yansımaları görülebilirken, her iki para arzı artışının da çift yönlü etkisi açığa çıkmıştır. Bununla beraber net etkiye bakıldığında uzun dönemde büyümeye faiz ve enflasyon etkisinin anlamlı, parasal genişleme kalemlerinin ise anlamsız olduğu görülmektedir. Büyüme, önceki dönem büyümesi ve faiz politikası kaynaklı desteklenirken, enflasyonist etki ise görece düşük kalmıştır. (Tablo 9, Tablo 11)

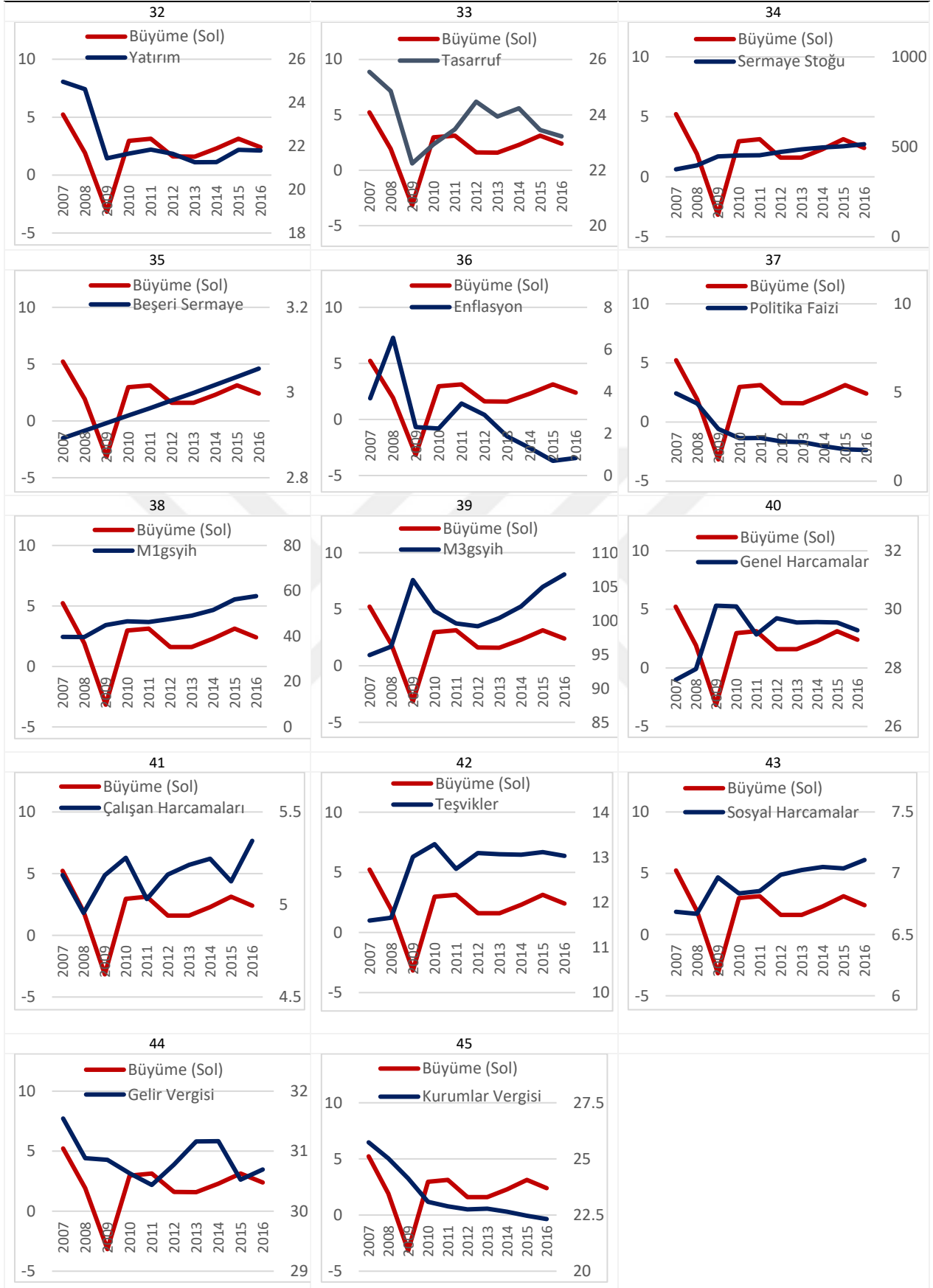
- Dördüncü modelde, büyümeye maliye politikası etkisi gözlemlenmeye çalışılmıştır. Bu modelde önceki büyüme, enflasyon, toplam mali harcamaları gösteren genel harcamalar kalemi ve vergi oranları kullanılmıştır. Model sonucunda kısa dönemde önceki büyüme kaynaklı büyümenin desteklendiği, genel harcama kalemlerinin ise büyümeye etkisinin negatif olduğu çıkmıştır. Uzun dönem etkilere bakıldığında büyümenin önceki dönem büyüme dinamikleri tarafından desteklendiği, genel harcama kalemlerinin ise doğrudan büyümeye yansımadağı ve buradan gelen bir negatif etki olduğu görülmektedir. Vergi oranlarındaki değişim ile büyüme arasında ise anlamlı bir etki bulunamamıştır. (Tablo 9, Tablo 11)

Tablo 9: Gelişmiş Ülkelerde Büyümeye Kısa ve Uzun Dönem Etkinin Model Sonuçları

	Model	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Uzun Dönem Toplam Etki	Değişkenler, Etki ve Sonuç
Büyüme	GMB1	L1. 0.11 (0.6) L2. 0.04 (0.7)	-	0.5 (0.11)	Büyüme değişkenleri, enflasyon Uzun dönemde yatırım ve sermaye stoğu etkisi
	GP1	L1.0.12 (0.4) L2.0.02 (0.8)	-	1.03 (0.02)*	Büyüme, enflasyon, faiz Uzun dönemde enflasyon ve faiz etkisi
	GP2	L1.0.39 (0.0)*** L2.-0.25 (0.1)	0.46 (0.01)*	0.41 (0.04)*	Büyüme, enflasyon, faiz, M1 ve M3 değişkenleri Uzun dönemde önceki büyüme etkisi
	GM1	L1. 0.3 (0.0)*** L2.-0.07 (0.4)	0.48 (0.02)*	0.13 (0.5)	Büyüme, enflasyon, genel harcamalar, vergiler Uzun dönemde önceki büyüme, genel harcama etkisi

Parantez içindeki değerler p değerleridir. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

Grafikler 32-45: Gelişmiş Ülkelerde Büyüme Kalemleri ve Politika Değişkenlerinin Görünümü (2007-2016)



Tablo 10: Gelişmekte Olan Ülkelerde Değişkenlerin Kısa ve Uzun Vadeli Etkileri Özet Tablosu

		Temel Büyüme Değişkenleri						Para Politikası			Maliye Politikası		
		Önceki Büyüme	Yatırım	Tasarruf	Sermaye Stoğu	Beşerî Sermaye	Enflasyon	Faiz	M1	M3	Genel Harcamalar	Gelir Vergisi	Kurumlar Vergisi
Gelişmiş Ülkeler	Kısa Vade	√ (+)	√ (+)	▪	√ (-)	▪	√ (-)	√ (+)	√ (-/+)	√ (-/+)	√ (-)	▪	▪
	Uzun Vade	√ (+)	√ (+)	▪	√ (-)	▪	√ (-)	√ (+)	▪	▪	√ (-)	▪	▪

Gelişmiş ülke analizi incelendiğinde; büyümenin temel belirleyicilerinin önceki dönem büyüme ile desteklenen yatırım artışı olduğu çıkmıştır. Fakat yatırım artışının kısa ve uzun vadeli perspektifte görece düşük kaldığı da gözlemlenmektedir. Bununla beraber sermaye stoğundaki artışın büyümeye olumsuz yansıdığı görülmektedir. Daralma döneminde uygulanan genişletici faiz politikalarının büyümeyi desteklediği, bununla beraber para arzı genişlemesinin kısa vadede çift yönlü etkisinin olduğu, uzun vadede ise anlamsız kaldığı söylenebilir. Mali harcamalar açısından incelendiğinde ise çalışan harcamaları, teşvik ve sosyal harcamaları içeren genel harcamalar kalemindeki artışın büyüme yanlısı olmadığı aksine büyümeyi azalttığı görülmektedir. Bu dönem yapılan harcamaların üretim ve yatırıma gitmek yerine mevcudu koruma yönlü kullanılması kaynaklı olduğu düşünülebilir. Bununla beraber vergi oranlarındaki değişimle büyüme arasında anlamlı bir ilişki çıkmamıştır. Genişletici politikaların etkisi de eklendiğinde, nette enflasyonist etkinin hem kısa hem de uzun vadede büyümeyi olumsuz etkilediği gözlenmektedir. Fakat politikaların net etkisine bakıldığında, enflasyon düzeyinin büyümeyi negative düzeye çekecek kadar ya da politika etkisini nötrleyecek kadar yüksek olmadığı açığa çıkmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli enflasyon görünümü de bu sonucu teyit etmektedir. (Grafik 36)

Tablo 11: Gelişmiş Ülkelerde Politika Etkisi Toplu Model Sonuçları

Değişkenler	Model 1 (GMB1)	Model 2 (GP1)	Model 3 (GP2)	Model 4 (GM1)	Değişken	Uzun Dönem Etki (Model 1-4)	Uzun Dönem Politika Yönü
	Büyüme	Büyüme	Büyüme	Büyüme			
L.Büyüme	0.118 (0.609)	0.126 (0.435)	0.396*** (0.00)	0.354*** (0.00)	Büyüme	-	Anlamlı
						-	
						0.46 (0.01)	
L2.Büyüme	0.0433 (0.738)	0.0233 (0.883)	-0.258 (0.105)	-0.0782 (0.423)		0.48 (0.02)	
Yatırım	0.449* (0.025)				Yatırım	0.53 (0.09)	Pozitif Etki
L.Yatırım	-0.450 (0.109)						
L2.Yatırım	-0.218 (0.401)						
Beşerisermaye	-297.5 (0.179)				Beşeri Sermaye	-	Anlamsız
L.Beşerisermaye	640.6 (0.141)						
L2.Beşerisermaye	-347.1 (0.106)						
Tasarruf	0.143 (0.120)				Tasarruf	-	
L.Tasarruf	-0.0644 (0.520)						
L2.Tasarruf	-0.0033 (0.972)						
Sermayestoğu	-0.0231 (0.071)				Sermaye Stoğu	-0.02 (0.05)	Negatif Etki
L.Sermayestoğu	0.0206 (0.284)						
L2.Sermayestoğu	-0.0018 (0.902)						
Enflasyon	0.294 (0.376)	-0.224 (0.495)	-0.266 (0.366)		Enflasyon	-	Negatif Etki
L.Enflasyon	-0.250 (0.177)	-0.106 (0.607)	0.102 (0.594)	-0.104 (0.473)		-0.21 (0.06)	
L2.Enflasyon	0.0064 (0.958)	-0.179 (0.079)	-0.119 (0.489)	0.0293 (0.787)		-	
L3.Enflasyon				0.131 (0.504)		-	
Faiz		0.915* (0.030)	0.0459 (0.928)		Faiz		Pozitif Etki
L.Faiz		-1.238 (0.075)	0.210 (0.796)			1.24 (0.01)	
L2.Faiz		1.378* (0.037)	-0.198 (0.825)			-	
M1			0.0271 (0.568)		M1		Pozitif Etki
L.M1			0.465* (0.021)			-0.05 (0.2)	
L2.M1			-0.513* (0.026)				
M3			-0.0214 (0.245)		M3		Anlamsız
L.M3			-0.142* (0.034)			0.01 (0.3)	
L2.M3			0.152* (0.027)				

Değişkenler	Model 1 (GMB1)	Model 2 (GP1)	Model 3 (GP2)	Model 4 (GM1)	Değişken	Uzun Dönem Etki (Model 1-4)	Uzun Dönem Politika Yönü
	Büyüme	Büyüme	Büyüme	Büyüme			
L.Genelharcama				-0.0899 (0.620)	Genel Harcama		Negatif Etki
L2.Genelharcama				0.286 (0.228)			
L3.Genelharcama				-0.255** (0.003)		-0.3 (0.002)	
L.Kurumlarvergisi				0.0969 (0.213)	Kurumlar Vergisi		Anlamsız
						-	
L.Gelirvergisi				0.0093 (0.830)	Gelir Vergisi		Anlamsız
						-	
Dum2009	-1.746 (0.250)	-5.752** (0.005)	-2.726 (0.279)				
Dum2010	1.374 (0.323)	2.790 (0.177)	3.520 (0.052)	3.282 (0.581)			
Dum2011				6.825 (0.333)			
Dum2012	-0.633 (0.523)	2.452 (0.252)	-0.808 (0.206)	8.772 (0.240)			
Dum2013	-0.0361 (0.974)	2.608 (0.252)	-0.234 (0.596)	1.596 (0.758)			
Dum2014	0.523 (0.559)	3.047 (0.155)		1.958 (0.758)			
Dum2015	1.063 (0.338)	3.438 (0.122)	0.355 (0.439)	2.606 (0.689)			
Dum2016	0.494 (0.669)	2.430 (0.268)	-0.514 (0.066)	1.705 (0.782)			
_cons	18.17 (0.148)	0.133 (0.952)	2.667*** (0.00)	-0.372 (0.955)			
N	440	440	440	385			

Parantez içindeki değerler p değerleridir. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

Test Sonuçları	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Sargan	0.266 (28.95)	0.126 (13.9)	0.194 (12.36)	0.101 (9.20)
Hansen	0.215 (30.26)	0.110 (14.4)	0.111 (14.32)	0.363 (5.46)
Number of Inst.	50	25	31	22
AR(1)	0.033	0.020	0.053	0.004
AR(2)	0.104	0.074	0.565	0.506

3.6.3 Gelişmekte Olan Ülkelerde Para ve Maliye Politikalarının Büyüme Etkisinin Analizi

Gelişmekte olan ülke veri seti 55 ülkeden oluşmaktadır. Para ve maliye politikalarının büyüme etkisinin ölçümü için üç farklı veri seti üzerinde çalışılmıştır. Buradaki modellerde de temel büyüme değişkenleri (önceki büyüme, sermaye stoğu, beşeri sermaye, tasarruf, yatırım), enflasyon, para ve maliye politikası değişkenlerinin farklı kombinasyonlarından oluşan model denemeleri yapılmıştır. 2007-2009 dönemi politika uygulamaları kukla değişkenleri ile tanımlanmıştır. Bu kapsamda birinci modelde (GOB1) temel büyüme değişkenleri test edilmiş, ikinci modelde (GOP2) para politikası etkisi anlaşılmaya çalışılmış ve üçüncü modelde de (GOM3) maliye politikası etkisine bakılmıştır.

Her bir model bulgusunu şu şekilde özetlemek mümkündür;

- Birinci modelde (Model 1- GOB1) temel büyüme değişkenleri incelenerek gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme dinamikleri görülmeye çalışılmıştır. Grafiklerde yatırım ve sermaye stoğunun dalgalı bir seyir izlediği, tasarrufların ise azaldığı gözlemlenmektedir. (Grafik 46, Grafik 47, Grafik 48) Analiz sonucunda kısa dönemde yatırımların olumlu, sermaye stoğu ve tasarrufların ise büyüme olumsuz yansıdığı gözlemlenmektedir. Önceki dönem büyümesi kaynaklı büyüme ise desteklenmektedir. Uzun dönemli analiz sonuçlarına bakıldığında ise büyümenin önceki dönem büyümesi kaynaklı desteklendiği, tasarruflardaki azalmanın büyüme olumsuz yansıdığı, sermaye stoğu ve yatırım etkisinin ise uzun dönemde anlamsız kaldığı açığa çıkmıştır. Sonuçlar gelişmekte olan ülkelerde yatırımların yetersiz kaldığını ve azalan tasarrufların büyümeyi olumsuz etkilediğini göstermektedir. (Tablo 12, Tablo 14)

- İkinci modelde (Model 2-GOP2) para politikası değişkenleri büyüme değişkenleri ile beraber analiz edilmiştir. Bu modelde de tasarruflar kaynaklı negatif etki gözlemlenebilmektedir. Bununla beraber hem kısa dönemde hem de uzun dönemde büyümenin genişletici faiz politikaları ile desteklendiği, para arzı genişlemesi kaynaklı bir etkinin de anlamlı olmadığı açığa çıkmıştır. Enflasyonist etki de belirgin bir şekilde uzun dönemde de gözlemlenebilmektedir. Net etkiye bakıldığında ise uzun dönemli büyümenin anlamsız olduğu açığa çıkmıştır. Burada da enflasyonist etki ve azalan tasarrufların büyümede belirleyici olduğu bir sonuca çıkılabilmektedir. (Tablo 12, Tablo 14)
- Üçüncü modelde ise (Model3-GOM3) maliye politikasının etkisi gözlemlenmeye çalışılmıştır. Bu modelde kısa ve uzun dönemde önceki dönem büyümesinin büyümeyi desteklediği, genel harcamaların ve enflasyonun ise büyümeyi olumsuz etkilediği görülmektedir. Vergi oranları incelendiğinde hem gelir vergisi hem de kurumlar vergisi oranlarının daralma döneminde kademeli düştüğü görülmektedir. (Grafik 58, Grafik 59) Model sonuçlarında düşen kurumlar vergisi oranlarının kısa vadede çok düşük bir olasılıkla bile olsa büyümeyi olumsuz etkilediği, gelir vergisi oranlarının ise desteklediği açığa çıkmıştır. Uzun vadede ise kurumlar vergisi etkisi kaybolurken, gelir vergisi indirimlerinin uzun vadede daha düşük bir olasılıkla aslında büyümeye olumlu yansıdığı gözlemlenebilmektedir. Gelir vergisi kaynaklı katkının işgücünü ve iş gücü verimliliğini desteklemesi ve gelişmekte olan ülkelerde görece daha düşük gelir seviyesinde talep arttırıcı etkisinin daha belirgin olması sebebiyle böyle bir etkiyi sağladığı düşünülebilir. (Tablo 12, Tablo 14)

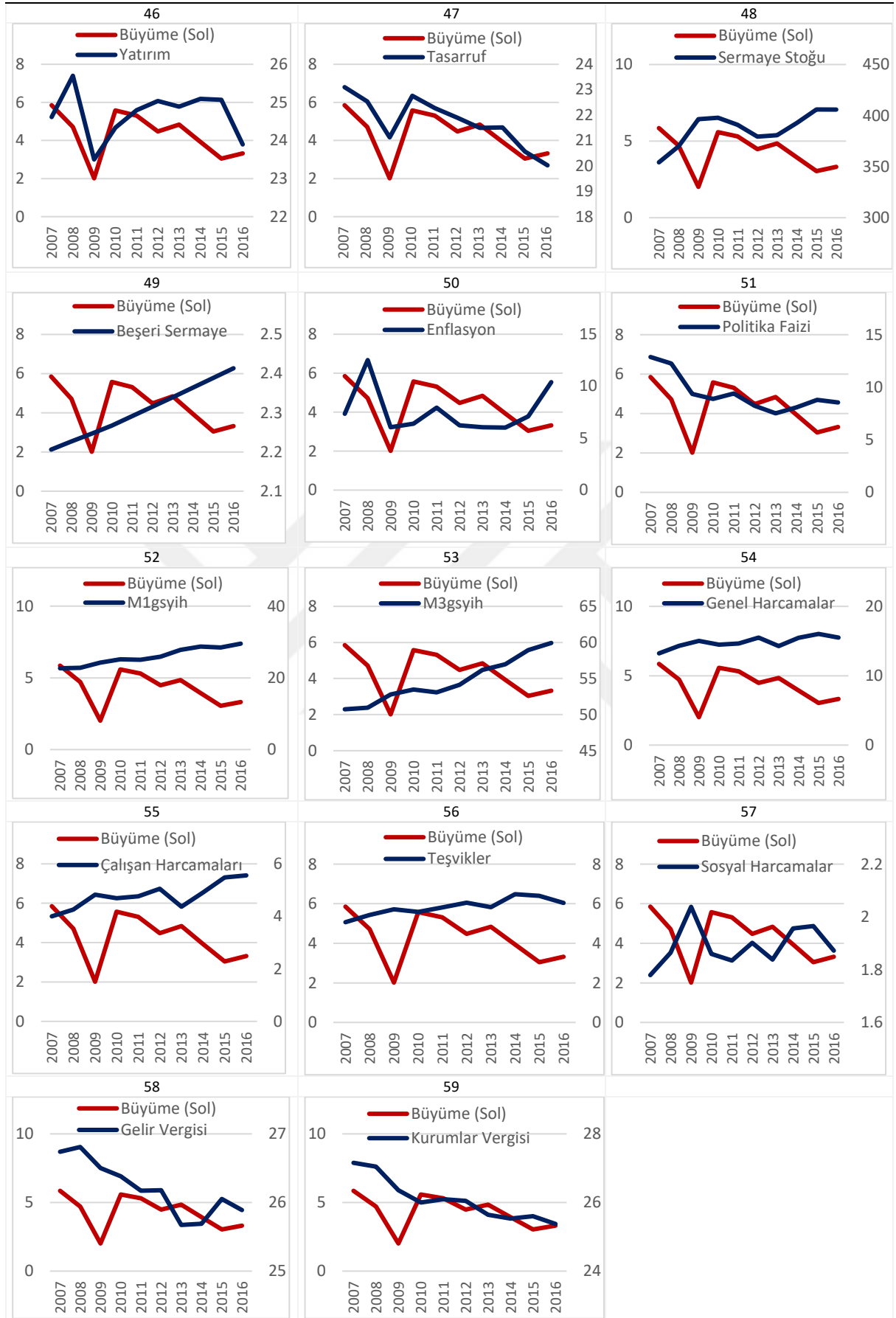
Tablo 12: Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyümeye Kısa ve Uzun Dönem Etkinin Model Sonuçları

	Model	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Uzun Dönem Toplam Etki	Değişkenler, Etki ve Sonuç
Büyüme	GOB1	L0. 0.32 (0.009) L1. 0.05 (0.21)	0.5 (0.08)	0.56 (0.06)	<i>*Büyüme değişkenleri</i> Uzun dönemde önceki büyüme, tasarruf etkisi anlamlı
	GOP2	L1. 0.21 (0.05) L2.0.06 (0.6)	0.2 (0.18)	0.04 (0.77)	<i>*Büyüme, enflasyon, faiz, M1, M3</i> Uzun dönemde enflasyon ve faiz etkisi anlamlı
	GOM3	L1.0.33 (0.0) L2.0.06 (0.4) L3.0.19 (0.0)	1.25** (0.003)	-0.05 (0.9)	<i>*Büyüme, enflasyon, genel harcama, vergi oranları</i> Uzun dönemde önceki büyüme, enflasyon, gelir vergisi etkisi anlamlı

Parantez içindeki değerler p değerleridir. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

Model sonuçlarından değişkenlerin büyüme üzerindeki etkisi incelendiğinde; büyümenin kısa dönemde önceki büyüme gerçekleştirmeleriyle ve yatırımlarla desteklendiği; faiz politikalarının katkısı belirleyici olmak üzere, gelir vergisi politikasının da olumlu yansıdığı görülmektedir. Uygulanan para ve maliye politikalarının analiz edildiği modellerde enflasyonist etki de açığa çıkmıştır. (GOP2-GOM3) Modellerdeki uzun dönem değişimlere bakıldığında enflasyon ve düşük tasarruf düzeyinin genişleyici politikalara göre daha belirgin etkiyle büyümenin yönünü değiştirdiği de gözlemlenebilmektedir. Yatırımların etkisi ise kısa vadede kalmaktadır. Bu sebeple yukarıdaki üç modelde de uzun dönemli büyüme önceki büyüme etkisi ile desteklenirken; toplulaştırılmış politikaların büyümeye yansıması uzun dönemde daha belirsizdir. Politikaların analiz dışında bırakıldığı birinci modelde uzun dönemli toplu büyüme olumlu görünümde iken; daralan dönemlerde uygulanan politikaların etkilerinin çift yönlü olması sebebiyle büyümeye yansımasının daha nötr olduğu gözlemlenebilmektedir. (Tablo 12)

Grafikler 46-59: Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme Değişkenleri, Politikaların Görünümü (2007-2016)



Tablo 13: Gelişmekte Olan Ülkelerde Değişkenlerin Kısa ve Uzun Vadeli Etkileri Özet Tablosu

		Temel Büyüme Değişkenleri						Para Politikası			Maliye Politikası		
		Önceki Büyüme	Yatırım	Tasarruf	Sermaye Stoğu	Beşerî Sermaye	Enflasyon	Faiz	M1	M3	Genel Harcamalar	Gelir Vergisi	Kurumlar Vergisi
Gelişmekte Olan Ülkeler	Kısa Vade	√ (+)	√ (+)	√ (-)	√ (+/-)	▪	√ (-)	√ (+)	▪	▪	√ (-)	√ (+)	√ (-)
	Uzun Vade	√ (+)	▪	√ (-)	▪	▪	√ (-)	√ (+)	▪	▪	√ (-)	√ (+)	▪

Gelişmekte olan ülkelerde büyüme dinamikleri ve politika analizini şu şekilde özetlemek mümkündür. Büyüme önceki dönem büyümesi ile desteklenmektedir. Yatırım gerçekleştirmeleri kısa dönemde büyümeye katkı sağlamış olup, uzun dönemde anlamsızdır. Bu durum grafiklerde de daralma dönemi sonrası görece artan yatırımların, bu dönemden önceki düzeyin de altına kademeli olarak inmesiyle de gözlemlenebilmektedir. (Grafik 46) Diğer taraftan tasarruflarda da belirgin bir gerileme yaşanmıştır ve büyümeye hem kısa hem de uzun dönemde negatif yansıması modelde de görülmektedir. (Grafik 47) Büyüme tasarruf ödünleşmesi özelinde tasarrufların büyümeye, büyümenin de tasarruflara sebep olacağına dair geniş bir literatür bulunmakla beraber; gelişmekte olan ülkelerdeki düşük tasarruf oranlarının büyümeyi olumsuz etkilediğine dair de çalışmalar bulunmaktadır. Özellikle uzun vadeli büyümede de yüksek tasarruf oranlarının yatırımları da desteklemesi ile büyüme üzerindeki önemi vurgulanmakla beraber gelişmekte olan ülkelerdeki azalan tasarruf oranlarının sürdürülebilir büyümeye olumsuz yansıması da beklentiler dahilindedir. (Modigliani, 1970; Maddison 1992, Bosworth, 1993; Carroll ve Weil, 1994; Hebbel, 1997; Hamilton ve Clemens, 1999; Öztürk, 2021; Loayza ve Habbel, 2020; Güriş ve Özkaya, 2019; Sağır, 2020: 33-40) Model sonucunda da kısa dönemde sermaye stoğunun büyümeye çift yönlü etkisi olduğu uzun dönemde ise anlamsız kaldığı da açığa çıkmıştır. Grafiklerde de

sermaye stoğunun dalgalı seyir izlediği görülmektedir. (Grafik 48) Daralma döneminde uygulanan politikalar içerisinde genişletici para politikası uygulamalarından sadece faiz politikasının hem kısa hem de uzun dönemde büyümeyi desteklediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu dönemden sonra görece artan yatırımlarda faiz politikası etkisinin belirleyici olduğu düşünülebilir. Para arzı genişlemesinin ise doğrudan büyümeye yansımadağı hem kısa dönemde hem de uzun dönemde açığa çıkmıştır. Bununla beraber genişlemeci maliye politikalarına bakıldığında, genel harcamalardaki artışın büyümeye katkısı olmamıştır. Vergi oranlarındaki gerileme incelendiğinde ise sadece gelir vergisi kaynaklı büyümenin desteklendiğı gözlemlenmektedir. Burada gelişmekte olan ülkelerde görece daha düşük olan gelirlerin vergi indirimleri ile daha fazla desteklendiğini söylemek mümkündür. Bu sebeple buradan gelen ek gelir artışının toplam talebi etkileme boyutunun daha fazla olduğu düşünülebilir. Diğer taraftan verimli iş gücünü teşvik edici etkisi de büyümeye olumlu yansımış olabilir. Tüm politikalarla beraber burada da enflasyonist etkinin büyümeyi azalttığı açığa çıkmıştır. Kurumlar vergisi oranlarındaki indirimlerin ise doğrudan büyüme ile ilişkisi olmadığı görülmektedir. Vergi indiriminin kurumların yatırım kararlarına ve dolayısıyla büyümeye bu dönemde doğrudan yansımadağı, sadece kurumlar açısından maliyet azaltıcı bir politika olduğu da gözlemlenebilmektedir. Gelişmiş ülkelerin aksine gelişmekte olan ülkelerde mevcut enflasyon düzeyinin ve uzun vadeli görünümdeki artışının daha yüksek olmasının politika etkinliğini azalttığı da model sonuçlarında açığa çıkmıştır.

Tablo 14: Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Etkisi Toplu Model Sonuçları

Değişkenler	Model 1 (GOB1)	Model 2 (GOP2)	Model 3 (GOM3)	Değişken	Uzun Dönem Etki (Model 1,2,3)	Uzun Dönem Politika Yönü
	Büyüme	Büyüme	Büyüme			
L.Büyüme	0.327** (0.009)	0.213 (0.053)	0.331*** (0.00)	Büyüme	0.5 (0.08)	Anlamlı
L2.Büyüme	0.0538 (0.219)	0.0626 (0.676)	0.0625 (0.410)		0.2 (0.18)	
L3.Büyüme			0.190*** (0.00)		1.25 (0.003)	
L.Yatırım	-0.734** (0.007)	0.0998 (0.512)	0.104 (0.485)	Yatırım	0.21 (0.5)	Anlamsız
L2.Yatırım	0.0521 (0.698)	-0.111 (0.178)	-0.115 (0.264)		-	
L3.Yatırım		0.0107 (0.855)			-	
Yatırım	0.867*** (0.00)				-	
L.Beşerisermaye	-21.92 (0.971)	-2.831 (0.958)	-20.53 (0.482)	Beşeri Sermaye	-	Anlamsız
L2.Beşerisermaye	-15.66 (0.962)	23.15 (0.791)	24.27 (0.429)		-	
L3.Beşerisermaye		-22.23 (0.592)			-	
Beşerisermaye	32.78 (0.910)				-	
L.Tasarruf	-0.0941 (0.688)	0.258 (0.346)	0.0249 (0.894)	Tasarruf	-0.20 (0.05)	Negatif Etki
L2.Tasarruf	-0.129 (0.051)	-0.0233 (0.705)	-0.0194 (0.744)		-0.42 (0.14)	
Tasarruf	-0.089 (0.660)	-0.305 (0.095)			-	
L.Sermayestoğu	0.0791 (0.098)	0.0014 (0.897)	0.0073 (0.565)	Sermaye Stoğu	0.02 (0.4)	Anlamsız
L2.Sermayestoğu	-0.0307 (0.138)	0.0201 (0.118)	0.0033 (0.683)		-	
L3.Sermayestoğu		-0.0124 (0.221)			0.02 (0.4)	
Sermayestoğu	-0.0616* (0.047)					
L.Enflasyon		-0.182* (0.021)	-0.199* (0.044)	Enflasyon		Negatif Etki
L2.Enflasyon		-0.0116 (0.881)	0.0109 (0.910)		-0.25 (0.01)	
L3.Enflasyon		0.0409 (0.546)			-0.4 (0.02)	
L.Faiz		-0.279 (0.100)		Faiz		Pozitif Etki
L2.Faiz		-0.140 (0.332)			0.29 (0.03)	
L3.Faiz		0.213*** (0.003)				
L.M1		0.0024 (0.984)		M1		Anlamsız
L2.M1		-0.116 (0.411)			-	
L3.M1		0.113 (0.336)				
L.M3		-0.026 (0.579)		M3		Anlamsız
L2.M3		0.0098 (0.868)			-	
L3.M3		-0.0150 (0.549)				

Değişkenler	Model 1 (GOB1)	Model 2 (GOP2)	Model 3 (GOM3)	Değişken	Uzun Dönem Etki (Model 1,2,3)	Uzun Dönem Politika Yönü
	Büyüme	Büyüme	Büyüme			
L.Genelharcama			0.127 (0.259)	Genel Harcama		Anlamsız
L2.Genelharcama			-0.167 (0.093)		0.30 (0.26)	
L.Kurumlarvergisi			-0.538 (0.098)	Kurumlar Vergisi		Anlamsız
L2.Kurumlarvergisi			0.350 (0.299)		-1.29 (0.11)	
L.Gelirvergisi			0.359* (0.049)	Gelir Vergisi		Pozitif Etki
L2.Gelirvergisi			-0.259 (0.144)		0.86 (0.07)	
Dum2009	-0.455 (0.811)					
Dum2010		9.536* (0.038)	5.429 (0.141)			
Dum2011	-0.704 (0.660)	3.185 (0.509)	1.282 (0.861)			
Dum2012	-1.393 (0.247)		1.350* (0.010)			
Dum2013	0.149 (0.901)	4.298 (0.162)	0.943* (0.047)			
Dum2014	-0.911 (0.455)	3.578 (0.243)				
Dum2015	-1.204 (0.466)	2.444 (0.428)	-0.666 (0.204)			
Dum2016	-0.562 (0.689)	3.026 (0.338)	-0.123 (0.880)			
_cons	20.66 (0.408)	2.053 (0.862)	-9.851 (0.243)			
N	440	385	385			
Parantez içindeki değerler p değerleridir. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.00.						
Test Sonuçları	Model 1		Model 2		Model 3	
Sargan	0.094 (35.88)		0.152 (25.27)		0.115 (27.78)	
Hansen	0.221 (31.20)		0.299 (21.70)		0.298 (22.80)	
Number of Inst.	55		52		46	
AR(1)	0.008		0.002		0.001	
AR(2)	0.622		0.502		0.578	

3.7 Bölüm Değerlendirmesi

Tablo 15: Tüm Modellerde Değişkenlerin Kısa ve Uzun Vadeli Etkileri Özet Tablosu

		Temel Büyüme Değişkenleri						Para Politikası			Maliye Politikası					
	Vade	Önceki Büyüme	Yatırım	Tasarruf	Sermaye Stoğu	Beşerî Sermaye	Enflasyon	Faiz	M1	M3	Genel Harcamalar	Çalışan Harcaması	Teşvik	Sosyal Harcamalar	Gelir Vergisi	Kurumlar Vergisi
Tüm Ülkeler	Kısa Vade	√ (+)	√ (+)	▪	√ (+)	▪	√ (-)	√ (+)	▪	√ (+)	√ (-)	▪	√ (-)	▪	√ (-)	▪
Gelişmiş Ülkeler	Kısa Vade	√ (+)	√ (+)	▪	√ (-)	▪	√ (-)	√ (+)	√ (-/+)	√ (-/+)	√ (-)	▪	▪	▪	▪	▪
Gelişmekte Olan Ülkeler	Kısa Vade	√ (+)	√ (+)	√ (-)	√ (+/-)	▪	√ (-)	√ (+)	▪	▪	√ (-)	▪	▪	▪	√ (+)	√ (-)
Tüm Ülkeler	Uzun Vade	√ (+)	√ (+)	▪	√ (+)	▪	√ (-)	√ (+)	▪	▪	√ (-)	▪	▪	▪	▪	▪
Gelişmiş Ülkeler	Uzun Vade	√ (+)	√ (+)	▪	√ (-)	▪	√ (-)	√ (+)	▪	▪	√ (-)	▪	▪	▪	▪	▪
Gelişmekte Olan Ülkeler	Uzun Vade	√ (+)	▪	√ (-)	▪	▪	√ (-)	√ (+)	▪	▪	√ (-)	▪	▪	▪	√ (+)	▪

Büyüme dinamikleri üzerinde tüm ülkeler nezdinde genel görünüme bakıldığında; büyümenin önceki dönem büyümesi, yatırımlar ve sermaye stoğu ile desteklendiği görülmektedir. Bununla beraber gelişmekte olan ülkelere uzun dönemde yatırımların büyümeyi destekleyecek kadar yeterli olmadığı, sermaye stoğunun etkisinin ise değişebildiği gözlemlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki azalan tasarrufların ise büyümeyi olumsuz etkilediği sonuçlara da yansımıştır.

Daralma döneminde uygulanan para politikaları incelendiğinde faiz kanalıyla yapılan genişletici para politikasının tüm ülke gruplarında büyümeyi desteklediği açığa çıkmıştır. Bununla beraber para arzı artışının kısa dönemde gelişmiş ülkelere büyümeye çift yönlü etkisi olduğu, tüm ülkeler nezdinde bakıldığında ise sadece M3 para arzı artışının kısa dönemli büyümeyi desteklediği görülmektedir. Bir diğer ifade ile para arzı

artışı her ne kadar büyümeyi özellikle gelişmiş ülkelerde kısa vadede olumlu etkiliyor görölse de uzun dönemde etkisi kaybolmakta ve yerini enflasyona bırakmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise para arzı artışının büyüme ile ilişkisi bulunamamıştır. Diğer taraftan hem M1 hem de M3 düzeyinde para arzı artışlarının model sonuçlarına kısa vadede bakıldığında gelişmiş ülkelerde etkinin çift yönlü olduğu da gözlemlenebilmektedir. Buradan hareketle para arzı artışlarının doğrudan büyümeyi desteklediğini söylemek de çok mümkün olmamakla beraber, kaynakların nereye aktarıldığı da önemli hale gelmektedir denilebilir. Analiz sonuçları para arzı genişlemesinin uzun vadeli büyümeyi desteklemediğini gösterirken enflasyonist etki hem kısa dönemde hem de uzun dönemde belirginleşmiştir. Para arzı artışlarının büyüme üzerindeki kısa vadeli ve belirsiz etkisi paranın içselliği ve dışsallığı tartışmalarını da öne çıkarmaktadır. Model sonuçları artan para arzının doğrudan ve uzun dönemli etkisinin olmayışını kredi talebinin aynı oranda artmayışını da göstermektedir. Para arzı ne kadar arttırılırsa arttırılsın sistemdeki talebin para arzının net etkisini belirleyeceğini de düşündürmektedir. Diğer taraftan içsellik tartışmaları talebe göre artan para arzının enflasyonist etkisinin olmayacağı üzerinde durmaktadır. Modelde parasal genişleme özelinde yapılan analizlerde enflasyonist etkinin de çıkması talebin üzerinde yapılan para arzı artışlarının enflasyonist etkisinin yanında büyüme özelinde de kısa vadeli ve belirsiz bir etkisinin olduğunu da göstermiştir. Model detaylarına bakıldığında genişlemeci para politikalarının büyümeye net etkisinin gelişmiş olan ülkelerde daha olumlu olduğu; gelişmekte olan ülkelere ise daha yüksek enflasyon etkisi, azalan tasarruflar gibi sorunlar sebebiyle daha sınırlı kaldığını söylemek mümkündür.

Daralma dönemi maliye politikaları incelendiğinde ise özellikle genel harcamalar düzeyinde yapılan harcamaların doğrudan büyümeyi desteklemediği tüm ülke gruplarında görülmektedir. Benzer şekilde bu dönem verilen teşviklerin de büyüme

yanlısı olmadığı açığa çıkmıştır. Genel bir değerlendirme yapıldığında daralma dönemi verilen teşviklerin yatırıma yönlendirmede yetersiz kaldığı sonucuna çıkılabilmektedir. Çalışan harcamaları ve sosyal harcamalar ise bireylere destek olma amacı taşıdığından doğrudan büyümeye yansımamıştır. Uygulanan maliye politikaları kadar kompozisyonun da önemli olduğuna literatürde de yer verilmiştir. Genel harcamalar özelinde çalışan harcamaları ve sosyal harcamaların büyümeyi doğrudan arttırmaktan çok mevcutta düşen alım gücünü destekleme kaynaklı olduğu değerlendirilebilir. Bu dönem yapılan harcamaların ise genel görünüme bakıldığında toplam harcamaları talep yönlü arttırarak büyümeyi destekleyecek ölçüde olmadığı sonucuna ulaşılabilir. Yapılan teşviklerin ise daralma döneminin belirsizlik etkisi ile doğrudan yatırıma aktarılmamış olması ise beklenilebilir bir sonuçtur. Diğer taraftan teşviklerin içerisinde sadece firmalara değil, kamu kurum ve kuruluşlarına, uluslararası kuruluşlara, diğer ülkelere vb yapılan yardımlar da bulunduğundan teşvik kompozisyonunun bütünsel görünümünün yatırım ve büyüme yanlısı olmadığı yorumu da yapılabilir. Bir diğer ifade ile harcama kanalının doğrudan büyümeyi desteklemek yerine mevcutta var olan daralmayı yavaşlatma etkisinin olduğu düşünülebilir. Vergi politikalarına bakıldığında gelir ve kurumlar vergisi oranlarındaki azalmanın toplam etkisinin büyümeyi desteklemediği de açığa çıkmıştır. Burada kurumlar vergisi nezdinde gerçekleşen oransal düşüşün kurumlar açısından maliyet azaltıcı bir unsur olmakla birlikte doğrudan yatırımları ya da büyümeyi destekleyici bir katkısının olmadığı da gözlemlenmektedir. Gelir vergisi oranlarının azaltılması da tüm ülkelerin toplulaştırılmış değerlendirildiği analizlerde büyüme yanlısı çıkmamıştır. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelere gelir vergisi oranlarının genelin aksine büyümeye olumlu yansımalarını, bu ülkelere gelişmiş ülkelere kıyasla görece daha düşük gelir düzeyine sahip olan bireylerin gelirlerini daha iyi desteklemesi ile açıklamak mümkündür. Burada gelişmekte olan ülkelere uygulanan gelir vergisi oranı indirimi

politikalarının selektif yapılması ve daha düşük gelirli ülkelere yönelik olma ihtimali de yüksektir. Bu sebeple analiz sonuçlarından gelişmekte olan ülkelerde toplam talebi destekleyici bir unsur olarak görülmektedir. Maliye politikalarının harcamalar ve alt kalemler nezdinde değerlendirilmesi ve çıkan sonuçların ülkeler bazında farklılaşabileceği de dikkate alınmalıdır. Bir önceki bölümde ülkelerin harcamalarının dağılımı incelendiğinde harcama kompozisyonunun değişkenlik gösterdiği, ayrılan kaynakların da farklılaştığı belirgin bir şekilde görülmektedir. Bazı ülkelerde ise bütçe sınırları nedeniyle harcamalar oldukça sınırlı kalmıştır. Burada analiz kapsamında incelenen daralma dönemi uygulanan genişletici politika kalemlerinden genel harcamaların teşvik, sosyal harcama ve çalışan harcamaları toplamına baktığı dikkate alındığında toplu etkide teşviklerin büyümeyi desteklemede yetersiz kaldığı; sosyal harcama ve çalışan harcamalarının ise toplam talebi arttırmaktan çok mevcut talep düzeyini korumaya destek olabildiği görülmektedir. Bir diğer ifade ile daralan dönemlerde yapılan analize konu harcama kalemlerinin toplam talebi arttırmada yetersiz kaldığı, bu dönemdeki teşviklerin ise büyüme yanlısı olamadığı açığa çıkmıştır.

Analiz sonuçlarından çıkan bir diğer nokta ise genişlemeci politikalar sonucunda modellerde enflasyonist etkinin de açığa çıkmasıdır. Fakat burada gelişmiş ülkelerde uzun dönemli enflasyonist etkinin politika katkısının gerisinde kaldığı, gelişmekte olan ülkelerde ise daha belirgin bir şekilde politika etkinliğine olumsuz yansıdığını söylemek mümkündür.

Özetle; bu bölümde gelişmiş ve gelişmekte olan 110 ülke, gelişmiş 55 ülke ve gelişmekte olan 55 ülke olmak üzere üç farklı veri seti; temel büyüme dinamikleri, 2007-2009 dönemi uygulanan genişlemeci para ve maliye politikaları özelinde incelenerek toplam 10 model üzerinde çalışılmıştır. Analiz kapsamında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki temel büyüme dinamikleri de belirlenmek istenirken; politika setlerinin

büyümeye etkisinde belirgin bir farklılık olup olmadığı da anlaşılmaya çalışılmıştır. Bulgular beklentiler dahilinde iki ülke grubunda temel büyüme dinamiklerinin farklılaştığını göstermektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki düşük tasarruf düzeyi ve uzun dönemli yatırımların sınırlı kalması büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Bununla beraber parasal genişleme politikalarının büyüme yanlısı katkısı gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmakla beraber; gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist etki ile beraber sınırlı olmaktadır. Para arzı artışlarının ise sadece gelişmiş ülkelerde çift yönlü etkisi çıkmış, büyümenin ise M3 para arzı artışları ile nispeten desteklendiği gözlemlenmiştir. Fakat bu sonuçlar kısa vadede etkili görünüyorken, uzun vadede etki kaybolmaktadır. Bu sebeple genişlemeci para politikaları enflasyonist etki indirgendiğinde, uzun vadede sadece faiz kanalı ile büyümeyi desteklemiştir. Maliye politikalarının ise analize konu edilen genel harcamalar düzeyinde büyüme yönlü etkisinin yetersiz kaldığı, politikaların yönünün ve aktarılan kaynağın ülkeler düzeyinde çeşitlendiği, bu sebeple de toplam talebi arttırmaktan çok mevcut talep düzeyini koruyabildiği görülmektedir. Bu dönemde maliye politikasının arz yönlü teşviklerinin ise yatırım ve büyümeyi destekleyemediği de ayrıca söylenebilir. Burada tüm ülkeler incelendiğinden bu alana toplu kaynak aktarımının yetersiz kaldığı, aktarılan kaynakların farklılaştığı da bir önceki bölümdeki ülke örnekleri ile de teyit edilmektedir. Genel harcamaların alt kalemlerinin etkisini görebilmek için çalışılan modellerde de anlamlı bir büyüme etkisi çıkmamıştır. Vergi oranlarına yönelik indirimler de ise kurumlar vergisi indirimlerinin doğrudan büyümeye yansımadağı; gelir vergisi oranlarındaki indirimin ise gelişmekte olan ülkelerde büyümeyi desteklediği açığa çıkmıştır. Sonuçlar temel büyüme dinamiklerinin, mevcut enflasyon düzeyini, tasarruf ve önceki büyüme farklılıklarının politikaların etkinliğine yansımaları da ayrıca teyit ederken; gelişmişlik düzeyinin parasal genişleme politikalarının etkinliğinde de daha belirleyici olduğunu da göstermiştir.

SONUÇ

Bu tez kapsamında GSYİH'nın küçüldüğü dönemlerde genişlemeci para ve maliye politikaları koordinasyonunun seçilmiş ülke örneklerinde büyüme üzerindeki etkisi araştırılmaya çalışılmıştır. Analiz ve sonuçları üzerinde bir değerlendirme yapılmadan önce tezde literatürdeki tartışmalarına ve verilerle desteklenen farklı ülkelerdeki politika uygulamalarına yer verilmiştir.

Tez kapsamında üç bölüm üzerinde çalışılmıştır. Birinci bölümde para kavramı, merkez bankacılığının gelişimi, paranın içselliği üzerindeki tartışmalarla birlikte literatürde genişlemeci para ve maliye politikalarının etkinliğine nasıl bakıldığına dair değerlendirmelere yer verilmiştir. Bu kapsamda para politikaları parasal genişleme, faiz politikaları ve enflasyon büyüme arasındaki ilişki özelinde tartışılırken; maliye politikaları vergi politikaları, harcamalar ve enflasyon büyüme arasındaki etkileri inceleyen literatür kapsamında incelenmiştir. İkinci bölüm daha uygulamaya dönük olarak çalışılmış ülkelerin ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde uyguladığı para ve maliye politikalarına yer verilerek daha kapsamlı bir görünüm çizilmiştir. Tüm ülkelerde ortak bir zaman dilimini inceleyebilmek için politikalar 2008 krizi sonrası dönemi baz alınarak araştırılmıştır. Bu kapsamda para politikaları geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarını içerecek şekilde ülke örnekleri incelenmiş; maliye politikaları da gelişen ve gelişmekte olan ülkelerdeki uygulamalarına da yer verilerek araştırılmıştır. Üçüncü bölümde ise 55 gelişmiş ve 55 gelişmekte olan ülkenin olduğu toplam 110 ülkeyi içeren veri setinde temel büyüme dinamikleri ile ekonomilerin küçüldüğü zaman aralığında uygulanan genişlemeci para ve maliye politikalarının etkinliğini ölçebilmek için analiz edilmiştir.

Birinci bölümde öncelikle para politikası ve gelişimi üzerinde durulmuş; para kavramı ve merkez bankacılığının gelişimine çağdaş politikaların geldiği noktayı anlayabilmek için yer verilmiştir. Ortaçağdan günümüze savaş, borçluluk, enflasyon vd. ekonomik koşulların getirdiği ihtiyaçlarla birlikte şekillenen paranın evrimi ile birlikte çağdaş merkez bankacılığının doğuşu, aynı zamanda para politikasının da oluşumuna ve değişimine sebep olmuştur. Serbest bankacılıktan merkezi bir yapının kurulmasına geçiş süreci ile merkez bankalarının doğuşu aynı zamanda sistemdeki para arzının kontrolü ve faiz politikalarına dair tartışmaların da şekillenmesine sebep olmuştur. Bu dönemlerde uygulanan politikaların ve sistemdeki para arzı artışlarının etkilerine yönelik farklı görüşlerin açığa çıkması literatürde para politikalarının içsel mi dışsal mı olduğuna dair soruların da gündeme gelmesine sebep olmuştur. Dışsal olduğunu kabul eden bakış açısı merkez bankalarının para ve faiz politikalarını doğrudan ekonomilere yansıtılabildiğini savunurken; içsellik tartışmaları piyasadaki talebe, yeniliklere ve ihtiyaçlara göre şekillenen politika etkileri üzerinde durarak para politikalarının etkinliğini de daha geniş bir alana taşımıştır. Bu sebeple bu bölümde para politikalarının etkinliğini sorgulayan içsellik ve dışsallık tartışmalarına da yer verilmiştir. Birinci bölümün devamında genişlemeci para ve maliye politikalarının etkin ya da sınırlı etkili olduğu bakış açıları ayrı ayrı değerlendirilerek iki politika setine dair çok yönlü literatür incelenmiştir. En genel hatlarıyla para politikalarının etkinliğini savunan görüşler uzun vadede belirli koşulların da sağlanması halinde büyüme yanlısı olabileceğini desteklerken; sınırlı etki alanı olduğunu açıklayan görüşler uzun vadede sebep olduğu enflasyonun büyüme döngüsünü tersini çevireceği üzerinde durmaktadır. Maliye politikası kapsamında bakıldığında da genişlemeci politikaların büyüme yanlısı olmayacağını söyleyen bakış açılarının genelinde, oluşan bütçe açıklarının sebep olduğu vergi artışları, genişleme sonrası oluşan enflasyonun kontrol altına alınması için atılan daraltıcı politikaların uzun

dönem büyüme döngüsünü tersine çevireceği üzerinde durulmaktadır. Bununla beraber bu bölümde hem para politikasının hem de maliye politikasının büyüme yanlısı olması için politika tercihlerinin nasıl olması gerektiğine dair farklı görüşlere de yer verilmiştir. Bölümde politika bileşiminin önemi, ülkelerin yapısal dinamikleri, mevcut enflasyon düzeyi, ekonomide küçülmeye sebep olan faktörlere göre politika seti tercihinin önemi gibi pekçok konu da ayrıca incelenmeye çalışılmıştır.

İkinci bölümde ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde uygulanan genişlemeci para ve maliye politikalarına detaylı yer verilmiş, birçok ülke uygulamasına bakılarak benzerlikler ve farklılıklar incelenmek istenmiştir. Ortak bir dönem seçilebilmesi için özellikle 2008 krizi ve sonrası uygulanan politikalara yer verilmiştir. Özellikle bu dönem para politikalarına bakış açısının da değişmesi ile geleneksel politikalar kadar geleneksel olmayan politikaların da geliştirildiği bir sürece girilmiştir. Bu sebeple bu bölümde hem geleneksel politikalara hem de geleneksel olmayan politikalara yer verilerek politika sonrası beklentilere de değinilmeye çalışılmıştır. Her ne kadar genişlemeci para politikalarının çok yönlü olduğu bilirse de nihai hedefte sistemdeki para miktarının ve likiditenin artırılması, faiz oranlarının ise indirilmesi yer almaktadır. Politika bileşenlerinin çoğalması ile bazı ülkeler likiditenin dağıtıldığı tüzel ya da gerçek kişileri seçmeye çalışarak ekonomik büyümenin arz veya talep kaynaklı şekillenmesini belirlemek istemiştir. Örneğin geleneksel olmayan politikalar içerisinde yer alan varlık alımlarının da ülkelerde hacimsel ve kompozisyon olarak farklılıklar göstermesi bunun bir yansımasıdır. Bu sebeple geleneksel olmayan para politikalarının para arzının artırılması kadar mevcut kaynakların dağılımını da belirlemeye çalıştığı bir politika setinin öne çıktığı görülmektedir. Genişlemeci maliye politikaları da gelişmiş ve gelişmekte olan ülke uygulamaları ile incelenmiştir. Bu dönem harcamalarda artış, vergi indirimleri, teşvik ve sübvasyonlarla ekonomilerin desteklenmeye çalışıldığı

görülmektedir. Bununla beraber bazı ülkeler bütçe açıkları sebebiyle yeterli kaynak aktaramamış, bazı ülkeler ise uluslararası kuruluşlardan borç alarak belirli alanlara harcama yapabilmıştır. Kamu harcamaları incelendiğinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde dağılım farklılaşmış, sübvansiyonlar gelişmiş ülkelerde, çalışan harcamaları ise gelişmekte olan ülkelerde daha fazla arttırılmıştır. Bununla beraber vergi indirimleri de gelişmiş ülkelerde daha belirgin yapılabilmektedir. Diğer taraftan ülke uygulamaları incelendiğinde genişlemeci maliye politikalarının arz veya talep yönlü artışları destekleyici adımlarının aynı oranda ve aynı yönlü olmadığını da söylemek mümkündür. Ülkelerin kendine özgü sektörleri önceliklendirdiği, talep arttırıcı politikaların aynı büyüklüklerde olmadığı, bazı ülkelerin ise bu dönem daha uzun vadeli alanlara kaynak aktarımını tercih ettiği görülmektedir. Bu sebeple para politikasında görülen parasal genişleme ve faiz indirimi adımlarındaki yeknesaklığın; maliye politikası tarafında daha dağınık ve ülke dinamiklerine göre değişkenlik gösterdiği de tespit edilebilmektedir.

Üçüncü bölümde ise ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde uygulanan genişlemeci para ve maliye politikalarının etkilerini ölçebilmek için 110 ülkeye ait 2007-2016 dönemi analiz edilmeye çalışılmıştır. Analiz kapsamında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler de ayrıca kendi içerisinde incelenerek; temel büyüme dinamikleri, 2007-2009 dönemi uygulanan genişlemeci para ve maliye politikası değişkenlerinin büyüme üzerindeki kısa ve uzun dönemli etkileri de araştırılarak bulgulara bakılmıştır. Arellano Bond GMM tahmincileri kullanılarak panel veri analizi yapılmış ve farklı modeller ile bulgular incelenmiştir. Temel büyüme değişkenleri yatırımlar, beşeri sermaye, tasarruf, sermaye stoğu olarak belirlenirken; para politikası araçlarına politika faizi, M1 ve M3 para arzı kalemleri, enflasyon, maliye politikasına ise kamu harcamaları ve kamu harcamalarını oluşturan teşvik, çalışan harcamaları, sosyal harcamalar ile gelir ve kurumlar vergisi oranları eklenmiştir. Bulgular büyümenin tüm ülkelerde önceki dönem büyümesi ile

desteklenirken; gelişmekte olan ÷lkelerde uzun dönemli yatırımların yetersiz kaldığı, azalan tasarrufların ise büyümeyi olumsuz etkilediğini açığa çıkarmıştır. Tüm ÷lkelerde hem kısa dönemde hem de uzun dönemde genişlemeci politikaların da etkisi ile açığa çıkan enflasyonist etki büyümeye olumsuz yansımıştır. Fakat gelişmiş ÷lkelerde bu etkinin genişletici politika etkilerinin daha gerisinde kaldığı da gözlemlenebilmektedir. Bu durum başlangıç enflasyon düzeyinin daha düşük olduğu ekonomilerde uzun dönemli enflasyonun büyüme üzerindeki negatif etkisinin daha sınırlı olabileceğini açıklayan literatürle de uyumludur. Bununla beraber para arzı artışlarının sadece gelişmiş ÷lkelerde M1 ve M3 düzeyinde kısa dönemli ve çift yönlü büyümeye etkisi olduğu açığa çıkmıştır. Bulgular para arzı artışlarının her durumda büyüme yanlısı olmayacağını ve kısa dönemli etkinliğini gösterdiğinden, bu sonuçların politikaların içselliği tartışmaları ile de uyumlu olduğunu söylemek mümkündür. Büyümenin para arzı artışlarından çok para talebi ile şekilleneceğini ve aynı ölçüde kredi ve talep kanalına yansımayacağını öne süren içsellik tartışmaları ile de uyumludur. Sonuçlar detaylı incelendiğinde genişlemeci para politikalarının büyüme üzerindeki etkinliğinin gelişmiş ÷lkelerde daha başarılı olduğunu da göstermesi açısından, geleneksel olmayan politikalar yoluyla da kaynakların daha etkin aktarıldığını gösteriyor da olabilir. Genişlemeci maliye politikaları incelendiğinde ise ekonomilerin küçüldüğü dönemde yapılan sübvansiyon, çalışan harcamaları ve sosyal harcamalardan oluşan kamu harcamalarının büyüme yanlısı olmadığı açığa çıkmıştır. Her iki grupta da büyüme yanlısı olabilecek anlamlı bir sonucun çıkmaması harcamaların talebi arttırarak ya da doğrudan arz kanalına etki ederek büyümeyi destekleyecek düzeyde olmadığını göstermektedir. Burada yapılan harcamaların büyümeyi destekleyecek kadar bir talep artışına sebep olmadığı, mevcudu korumakta ise yetersiz kaldığı sonucuna varılabilmektedir. İkinci bölümde incelenen ÷lkelerde de ayrılan kaynakların kompozisyonunun ve miktarının bütçe kısıtları ve öncelikler dahilinde farklılaşması da

sonuçları teyit eder niteliktedir. Diğer taraftan vergi oranlarındaki indirimlerde de kurumlar vergisi indirimlerinin büyüme ve yatırımı desteklemediği açığa çıkmıştır. Ekonomilerin küçüldüğü ve belirsizliğin arttığı dönemlerde sadece vergi indirimleri ile yatırımların ve büyümenin desteklenmemesi beklentiler dahilinde olup bu politikanın sektörde sadece maliyet azaltıcı bir unsur olarak yansıdığı söylenebilir. Diğer taraftan gelir vergisi oranlarındaki indirim gelişmiş ülkelerde büyümeye doğrudan yansımazken, gelişmekte olan ülkelerde büyüme yanlısı bir politika olarak açığa çıkmıştır. Literatürde de yer verilen bu durumu düşük gelir düzeyine yapılan gelir vergisi indirimlerinin daha talep arttırıcı ve büyüme yanlısı olduğu ile açıklamak mümkündür. Sonuçlar bu politikanın gelişmekte olan ülkelere daha etkin kullanıldığını da göstermektedir.

Yapılan analiz sonuçları genişletici politikaların ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre farklılaştığını, kısa ve uzun vadeli etkilerinin de değişebildiğini göstermiştir. Temel büyüme dinamiklerinin içerisinde yatırım kaleminin her iki grupta da büyümede oldukça belirleyici olması harcamaların bu dönemlerde de doğrudan yatırımlara aktarılmasının uzun dönemli büyümeyi çok daha iyi destekleyeceğini de göstermiştir. Fakat gelişmekte olan ülkelere politikaların yatırımların uzun dönemli artışını koruyamadığını da göstermektedir. Gelişmiş ülkelerin yatırımlarının uzun dönemli artması aynı zamanda bu kanaldan büyümeye gelen katkının enflasyonun olumsuz etkisinin çok daha üzerinde olduğunu da yansıtmıştır. Bu sonuçlar genişlemeci politikaların yatırımları desteklemesi halinde enflasyon büyüme ödünleşmesinin daha düşük olacağını savunan literatürle de uyumludur. Gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere kıyasla başlangıç enflasyon düzeyinin daha düşük olması aynı zamanda genişlemeci politikaların etkinliğini de arttırmıştır. Modellerde büyümeyi destekleyen politikaların etkinliğinin, gelişmiş ülkelere enflasyonun büyümeye olumsuz etkisinin daha üzerinde olması da yine başlangıç enflasyon düzeyini dikkate alan Yeni-Keynesyen ve Yeni-Konsensus

yaklaşımları da desteklemektedir. Bu sebeple genişlemeci politikaların etkinliğinde başlangıç enflasyon düzeyinin önemi de görülmüştür. Ülkelerin tasarruf düzeylerinin de uzun vadeli büyümedeki önemi analiz sonuçlarına da yansımıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki yıllar itibariyle azalan tasarruf düzeyinin politikaların uzun vadeli etkinliğini de olumsuz etkilediği gözlemlenebilmektedir. Bu sebeple, ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde uygulanan politikalarla sürdürülebilir büyümenin sağlanmasında yatırım ve tasarruf düzeyi kadar, başlangıç enflasyon düzeyinin ve uzun vadedeki enflasyon seyrinin önemi modellerde açığa çıkmıştır. Bütünleşik etkiye bakıldığında ise maliye politikalarında analiz kapsamında incelenen harcama kalemlerinin büyüme yanlısı olmaması da para politikası kadar aynı yönlü uygulanamaması ile de açıklanabilmektedir. Para politikasını araçları her ne kadar çeşitlense de temelde faiz indirimlerini ve parasal genişlemeyi hedefleyerek büyümeyi desteklemeyi amaçlamıştır. Bu sebeple toplu yapılan tüm analizlerde faiz indirimlerinin aynı yönlü ve büyüme yanlısı olduğu açığa çıkmıştır. Fakat para arzını arttırmanın sadece kısa vadede etkin olabileceği, uzun vadede ise doğrudan büyümeye gitmeyeceği de gözlemlenmiştir. İkinci bölümde de incelenen harcamalardan genişlemeci maliye politikalarında ülkelerin arz ya da talep tarafına aynı oranda kaynak aktarmadığı ve politikalarda bir yeknesaklık olmadığı da görülmektedir. Bu sonuç analizlere de yansımış, yapılan harcamaların doğrudan talep ya da arz kanalı ile büyümeyi destekleyemediği gözlemlenmiştir. Buradan hareketle maliye politikalarında doğrudan yatırımları genişletmek için aktarılan kaynakların ve temel tüketimi doğrudan arttıracak yöntemlerin daha büyüme yanlısı olacağı da söylenebilir. Diğer türlü verilen teşvik ve kurumlar vergisi indirimlerinin büyüme yanlısı olmaması, aslında bu dönemlerdeki yatırım iştahının zayıf olması sebebiyle de açıklanabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde gelir vergisi indirimlerinin büyümeyi desteklemesi de doğrudan talep arttırıcı etkisi ile olmaktadır. Post-Keynesyen literatürde de gelir vergisi

muafiyetinin tüketim eğilimi daha yüksek olan kesime yapılmasının büyüme yanlısı olacağı vurgusu bulunmaktadır. Bu sebeple gelişmekte olan ülkelerdeki tüketim eğilimin görece daha yüksek olması gelir vergisi indirimlerini doğrudan tüketime kaydırması sebebiyle büyümeyi desteklemiştir. Sonuç olarak araştırılan modeller gelişmişlik düzeyi kadar, değişkenlerin başlangıç düzeyi ve yapısal faktörlerin de büyümede belirleyici olduğunu da açıklamaktadır.

Özetle; bu tez kapsamında ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde uygulanan genişlemeci para ve maliye politikalarının ne kadar büyüme yanlısı olabileceği gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ilişkin veri setleri ile analiz edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda önce literatürdeki çok yönlü bakış açıları incelenmiş, daha sonra ekonomilerin küçüldüğü dönemlerde tercih edilen politika uygulamalarına farklı ülke setleri ile yer verilmiştir. Analiz sonuçları temel büyüme dinamiklerinin ve politikaların büyüme üzerindeki etkilerinin gelişmişlik düzeyine göre farklılaştığını, yapısal faktörlere ve başlangıç enflasyon düzeyine göre de şekillendiğini göstermektedir. İncelenen ülkeler para politikasının daha yeknesak ilerlediğini gösterirken, maliye politikasında ülke dinamiklerinin ve bütçe sınırlarının politika bileşimini de değiştirdiğini göstermektedir. Bu sebeple toplulaştırılmış sonuçlar ele alındığında para politikası ve genişletici faiz politikalarının büyüme yanlısı olduğu açığa çıkarken, maliye politikaları düzleminde incelenen harcama kalemlerinden talep arttırıcı politikaların ve arz yönlü teşviklerin yetersiz kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sebeple, maliye politikası özelinde doğrudan yatırımları ve tüketimi arttıracak harcamaların daha büyüme yanlısı olacağı değerlendirilebilir.

KAYNAKÇA

- Açıkgöz Ş., Mert M., (2014), "Sources of Growth Revisited: The Importance of the Nature of Technological Progress," *Journal of Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, vol. 17(1), pages 31-62, May, doi: 10.1016/S1514-0326(14)60002-7
- Adom A.D., Elbahnasawy N.G., (2016), "Saving-Investment Gap and Economic Growth in Developing Countries: Simulated Evidence from Selected Countries in Africa", *London Review of Education and Science*, No: 1(19), pp 89-105
- Agenor P.R., Dermott C.J., Prasad E.S., (2000), "Macroeconomic Fluctuations in Developing Countries: Some Stylized Facts", *The World Bank Economic Review*, Vol. 14, No. 2 (May, 2000), pp. 251-285
- Akerlof G.A., Dickens W.T., Perry G.L., Gordon R.J., Mankiw N.G., "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity* Vol. 1996, No. 1 (1996), pp. 1-76, <https://doi.org/10.2307/2534646>
- Allen L., (2003), *Keseden Bankaya Tezgahtan Borsaya: Küresel Finans Sisteminin Öyküsü*, Kitap Yayınevi, Özgün Adı: *The Global Financial System 1750-2000*, London 2001
- Andrés J., López-Salido J., Nelson E., (2004), "Tobin's Imperfect Asset Substitution in Optimizing General Equilibrium", *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(4), s: 665-690
- Asmundson I., Oner C., (2012), "What is Money", *Finance and Development*, September 2012, Vol. 49, No. 3, International Monetary Fund (IMF), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/09/basics.htm>
- Ball L., Mankiw G., Romer D., Akerlof G.A., Rose A., Yellen J., Sims A. C., (1988), "The New Keynesian Economics and The Output-Inflation Trade-Off", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, No. 1, pp. 1-82, <https://doi.org/10.2307/2534424>
- Baldacci E., Gupta S., Granados C.M., (2014), "How Effective is Fiscal Policy Response in Financial Crises", *Financial Crises: Causes, Consequences and Policy Responses*, Yazarlar: Mr.Stijn Claessens, Mr.Ayhan Kose, Mr.Luc Laeven, Mr.Fabian Valencia, Chapter 14, International Monetary Fund
- Bank for International Settlement (BIS) Paper, "Central bank instruments to deal with the crisis – from the perspective of the People's Bank of China", No:54, 131-132, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap54h.pdf>
- Barro R.J., (2003), "Determinants of Economic Growth in a Panel of Countries", *Annals of Economics and Finance* 4, pp: 231-274,
- Barth J.R., Song F., (2013), "Policy Issues of China's Financial Globalization", Chapter 25, *The Evidence and The Impact of Financial Globalization*, Elsevier Inc, <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-397874-5.00006-3>
- Bosworth, B. P., (1993) "Saving and Investment in a Global Economy", Washington, D.C: Brookings Institution
- Baxter M., King R., (1993), "Fiscal Policy in General Equilibrium", *The American Economic Review*, Vol. 83, No. 3, pp. 315-334, Published By: American Economic Association, <https://www.jstor.org/stable/2117521>
- Blanchard, O., Perotti, R., (2002), "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output. *Quarterly Journal of Economics*", 117(4), 1329-1368. <https://doi.org/10.1162/003355302320935043>

Bernanke B.S., (2012), "Monetary Policy Since the Onset of the Crisis", Board of Governors of the Federal Reserve System at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium Jackson Hole, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/bernanke20120831a.pdf>

Bleaney M., Gemmell N., Kneller R., (2001), "Testing The Endogenous Growth Model: Public Expenditure, Taxation and Growth Over The Long-Run", Canadian Journal of Economics, Canadian Economics Association, vol. 34(1), pages 36-57

Bordo M.D., (2011), "Exits from Recessions:The U.S. Experience 1920-2011", Rutgers University and NBER

Bordo M.D., (2018a), "Karl Brunner and Allan Meltzer: From Monetary Policy to Monetary History to Monetary Rules", Prepared for the Conference "Karl Brunner and Monetarism" Swiss National Bank, Zurich, Switzerland, October 29-30, Economics Working Paper

Brainard W., Tobin J. (1963), "Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls", American Economic Review, Vol. 53, No. 2, s: 382–400.

Brinton C., (1934), "The History of Paper Money to the War", The Journal of Modern History, Vol. 6, No. 3 (Sep., 1934), pp. 308-318, Published By: The University of Chicago Press, <https://doi.org/10.1086/236150>

Brunner K., (1983), "Has Monetarism Failed", Cato Journal, Vo.3, NNo.1

Burgess, W. R., (1964) 'Reflections on the early development of open market policy' Monthly Review New York: Federal Reserve Bank of New York, November, pp. 219-22

Campbell J.R., Evans C.L., Fisher J.D.M, Justiniano A, Caloramiris C.W., Woodford M., (2012), "Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance", Brookings Papers on Economic Activity (Spring 2012), pp. 1-80, <https://www.jstor.org/stable/23287215>

Carroll, C., David W., (1994), "Saving and Growth: A Reinterpretation." Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 40:133–92

Chaudhry I.S., Qamber Y., Farooq F., (2012), "Monetary policy, inflation and economic growth in Pakistan: Exploring the co-integration and causality relationships", Pak. J. Commer. Soc. Sci. Vol. 6 (2), 332-347

Chang C.C., Mendy M., (2012), "Economic Growth and Openness in Africa: What is Empirical Relationship?", Applied Economics Letters, Volume 19, Issue 18, <https://doi.org/10.1080/13504851.2012.676728>

Chen, H, Cúrdia, V and Ferrero, A (2012), "The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes", The Economic Journal, Vol. 122, issue 564, s: F289–F315.

Dunbar C.F., (1892), "The Bank of Venice", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 6, No. 3 (Apr., 1892), pp. 308-335, Published by: Oxford University Press, <https://doi.org/10.2307/1882461>

Dollar D., (1992), "Outward-Oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence From 95 LDCs, 1976-1985", Economic Development and Cultural Change, Vol 40, No.3, Apr 1992; 40, 3; ABI/INFORM Global, pg. 523-544, <https://www.jstor.org/stable/1154574>

Ebele I., Omotayo A., (2015), "Macroeconomic Variables and Money Supply: Evidence in Nigeria", *An International Multidisciplinary Journal*, Ethiopia, Vol. 9(4), Serial No. 39, September, 2015:288-307, <http://dx.doi.org/10.4314/afrrrev.v9i4.22>

Eggertsson G.B., Juelsrud R.E., Wold E.G., (2017), "Are Negative Nominal Interest Rates Expansionary", Working Paper 24039, National Bureau of Economic Research, <https://www.nber.org/papers/w24039>

Fasanya I.O., Onakoya A.B.O., Agboluaje M.A., (2013), "Does Monetary Policy Influence Economic Growth in Nigeria?", *Asian Economic and Financial Review*, 3(5):635-646

Fawley B.W., Neely C.J., (2013), "Four Stories of Quantitative Easing", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January/February 2013, 95(1), pp. 51-88

Federico P., Vegh C.A., Vuletin G., (2014), "Reserve Requirement Policy Over The Business Cycle", Working Paper 20612, National Bureau of Economic Research, <https://www.nber.org/papers/w20612>

Figura I.I., (2005), "Profiles of World Economists: Michal Kalecki", *BIATEC*, Volume XIII, 10/2005

Fischer S., (1992), "Macroeconomic Stability and Growth", *Cuadernos de Economia*, Ano 29, N.87, pp. 171-186, <https://www.jstor.org/stable/23830518>

Friedman, M., (1948), "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability by Milton Friedman", *American Economic Review* 38, June 1948, pp. 245-264, American Economic Association

Friedman, M., (1956a) *The Quantity Theory of Money: A Restatement*. In: Friedman, M., Ed., *The Optimum Quantity of Money*, Aldine Publishing Company, Chicago, 3-41

Friedman, M., (1968b), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review* 58, pp:1-17, American Economic Association

Friedman, M., (1969c), "Fiscal and Monetary Policy", *From The Collected Works of Milton Friedman*, *Cemla Boletín Mensual*, pp. 382-388 © Centre for Latin American Monetary Studies

Friedman M., Schwartz A.J., (1987d), "Money and Business Cycles", University of Chicago Press, ISBN: 0-226-74228-8, <http://www.nber.org/books/schw87-1>

Fullarton J., (1844), *Regulation of Currencies; Being an Examination of The Principles, on Which It is Proposed to Restrict, Within Certain Fixed Limits, The Future Issue on Credit of The Bank of England, and of The Other Banking Establishments Throughout The Country*, Library of University of California, https://openlibrary.org/books/OL6977095M/On_the_regulation_of_currencies

Gerlach, S., (2003), "The ECB's Two Pillars," CEPR discussion paper no. 3689, January 2003

Gertler M., (1982), "Imperfect Information and Wage Inertia in The Business Cycle", *Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 5 (Oct., 1982), pp. 967-987, <https://www.jstor.org/stable/1837128>

Goodfriend, M. and King, R.G., (1997), "The New Neoclassical Synthesis and The Role of Monetary Policy", *NBER Macroeconomics Annual*, Vol.12, pp. 231- 283.

Goodfriend, M., (2004a), "Monetary Policy in The New Neoclassical Synthesis: A Primer", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Volume*, 90/3 Summer 2004

Graham F.D., (1940), "The Primary Functions of Money and their Consummation in Monetary Policy", *The American Economic Review*, Vol. 30, No. 1, Part 2, Supplement, Papers and Proceedings of the Fifty-second Annual Meeting of the American Economic Association; pp. 1-16, <https://www.jstor.org/stable/1814476>

Gray, S., (2011), "Central Bank Balances and Reserve Requirements", IMF Working Paper, WP/11/36, Monetary and Capital Markets Department

Greenwald B.C., Stiglitz J. E., Hall R.E., Fischer S., (1988), "Examining Alternative Macroeconomic Theories", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, No. 1, pp. 207-270, <https://doi.org/10.2307/2534427>

Güriş S., Özkaya H.G., (2019), "Gelişmekte Olan Ülkelerde Tasarrufları Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi", *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt: 11 • Sayı: 20, ISSN: 1309-1123, ss. 93-108, doi: 10.14784/marufacd.599200

Hebbel L.S., Schmidt K., (1997), "Saving Across The World:Puzzles and Policies", doi:10.1596/0-8213-3852-8, Corpus ID: 152894750

Hamilton J.D., Monteagudo J., (1998), "The Augmented Solow Model and The Productivity Slowdown", *Journal of Monetary Economics* 42, p: 495-509, [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(98\)00036-1](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(98)00036-1)

Hamilton K., Clemens M., (1999), "Genuine Saving Rates in Developing Countries", *The World Bank Economic Review*, Volume 13, Issue 2, May 1999, p: 333–356, <https://doi.org/10.1093/wber/13.2.333>

Harrison R., (2012), "Asset purchase policy at the effective lower bound for interest rates", Bank of England Working Paper No. 444.

Harrod R.F., Blume L.E., Sargent T.J., (2015) "Harrod 1939", *The Economic Journal* Vol. 125, No. 583, 125th Anniversary Issue (March 2015), pp. 350-377

Havi E.D.K., Enu P. (2014), "The Effects of Fiscal Policy and Monetary Policy on Ghana's Economic Growth: Which Policy is More Potent?", *International Journal of Empirical Finance*, Vol. 3, No. 2, 2014, 61-75

Hawtrey R.G., (1933), *The Art of Central Banking*, Longman Green and Co.

Higgs H., (2001), "The Physiocrats Six Lectures on the French Économistes of the 18th Century", Batoche Books, Kitchener, First Edition: The Macmillan Company, 1897, <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/higgs/physiocrat.pdf>

Ilzetzki E., Enrique G., Vegh M, Vegh C.A., (2011), "How Big (Small) are Fiscal Multipliers?", *International Monetary Fund*, WP/11/52

International Monetary Fund, (2010), "How Did Emerging Markets Cope in The Crisis", Strategy, Policy and Review Department, June 15, 2010

Kaldor N., (1970), "The New Monetarism", <http://public.econ.duke.edu/~kdh9/Courses/Graduate%20Macro%20History/Readings-1/Kaldor.pdf>

Kalecki M., (1955), "The Problem of Financing of Economic Development", *Indian Economic Review*, Vol. 2, No. 3, pp. 1-22

Kalecki M., (1962a), "Observations on The Theory of Growth", *The Economic Journal*, Vol. 72, No. 285, pp. 134-153, <https://doi.org/10.2307/2228620>

Kalecki M., (1946b), "A Comment on Monetary Policy", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 28, No. 2, pp. 81-84, <https://doi.org/10.2307/1927354>

Kalecki M., (1937c), "Reviewed Work: Grundgedanken zu Einer Theorie der Störungsfreien Geldschöpfung. by F. von Hayek", *The Economic Journal*, Vol. 47, No. 188, pp. 713-714, <https://doi.org/10.2307/2225334>

Kashani B.H., Lashkary M., (2011), "The Impact of Monetary Variables on Economic Growth in Iran: A Monetarists' Approach", *World Applied Sciences Journal* 15 (3): 449-456, 2011, ISSN 1818-4952

Katz S.I., (1959), "Radcliffe Report: Monetary Policy and Debt Management Reconciled?", *Review of Foreign Developments*, Board of Governors of The Federal Reserve System Division of International Finance

Kenneth N., (1988), "Free Banking Laws and Barriers to Entry in Banking, 1838-1860", *The Journal of Economic History*, Vol. 48, No. 4 (Dec., 1988), pp. 877-889, <https://www.jstor.org/stable/2121621>

Keynes J.M., (1914), *A Treatise on Money*, Macmillan and Co Limited, St. Martin Street, London

Keynes J.M., (2010a), *Genel Teori:İstihdam, Faiz ve Pararnın Genel Teorisi*, Kalkedon Yayınevi

King R.G., (1982), "Monetary Policy and the Information Content of Prices", *Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 2, pp. 247-279, <https://www.jstor.org/stable/1830292>

Knight M., Loazya N., Villanueva D., (1992), "Testing The Neoclassical Theory of Economic Growth: A Panel Data", *IMF Working Paper*, WP/92/106

Labra R., Torrecillas C., 2018, "Estimating dynamic Panel data. A practical approach to perform long panels", *Revista Colombiana de Estadística* January 2018, Volume 41, Issue 1, pp. 31 to 52 DOI: <http://dx.doi.org/10.15446/rce.v41n1.61885>

Law J., (1760), *Money and Trade Considered: with a Proposal for Supplying the Nation with Money*, Glasgow : Printed and sold by R. and A. Foulis,

Loayza N., Hebbel K.S., Servén L., (2000), "Saving in Developing Countries: An Overview", *The World Bank Economic Review*, Vo:14, No:3, page:393-414

Lopez J.G., Assous M., (2010), *Michał Kalecki, Great Thinkers in Economics*, Series Editor: A.P. Thirlwall, Palgrave Macmillan

Lopez-Villavicencio A., Mignon V., (2011), "On the Impact of Inflation on Output Growth: Does the Level of Inflation Matter?", *Journal of Macroeconomics*, Volume 33, Issue 3, September 2011, Pages 455-464, <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2011.02.003>

Loyd S.J., McCulloch, Ramsey J., (1857), *Tracts and Other Publications on Metallic and Paper Currency*, Online Book, By the Right Hon, Lord Overstone. <https://hdl.handle.net/2027/uc2.ark:/13960/t5n875575>

Lucas R.E. (1996), "Nobel Lecture: Monetary Neutrality", *Journal of Political Economy*, Vol. 104, No. 4, pp. 661-682

Lucas R.E., Stokey N.L. (1987), "Money and Interest in a Cash-in-Advance Economy", *Econometrica*, Vol. 55, No. 3 (May, 1987), pp. 491-513, <https://doi.org/10.2307/1913597>

Maddison, A. (1992) "A Long-Run Perspective on Saving." *Scandinavian Journal of Economics* 94(2):181-96

Mamingi N., (1997), "Saving-investment correlations and capital mobility: The experience of developing countries", *Journal of Policy Modeling*, Volume 19, Issue 6, pp: 605-626, [https://doi.org/10.1016/S0161-8938\(96\)00072-5](https://doi.org/10.1016/S0161-8938(96)00072-5)

Mankiw N.G., Long J.B., Summers L.H, Romer C.D., (1988), "How Does Macroeconomic Policy Effects Output", *Brookings Papers on Economic Activity* Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1988, No. 2 (1988), pp. 433-494

Mankiw N.G., Nordhaus W.D., Ball L., (1999), "Aggregate Demand and Long-Run Unemployment", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1999, No. 2 (1999), pp. 189-251, <https://doi.org/10.2307/2534680>

Mankiw N.G., (2001), "The Inexorable and Mysterious Tradeoff between Inflation and Unemployment", *The Economic Journal*, Vol. 111, No. 471, Conference Papers, pp. C45-C61, <https://www.jstor.org/stable/2667829>

Meltzer A.H., (1987), "On Monetary Stability and Monetary Reform", Keynote Paper Presented at The Third International Conference of The Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, June 3-5

Mill J.S., (2009), "Principles of Political Economy by John Stuart Mill", By: J. Laurence Laughlin, A Text Book For Colleges, Newyork

Minsky H.P., (1957), "Central Banking and Money Market Changes", *Levy Economics Institute of Bard College*, 5-1-1957, Vol: 71, No:2, pp:171-187, https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1193&context=hm_archive

Minsky H. P., (1972), "An Evaluation of Recent Monetary Policy", *Nebraska Journal of Economics and Business*, Vol. 11, No. 4, Midwest Economics Association Papers, pp. 37-56, <https://www.jstor.org/stable/40472428>

Minsky H. P., (1990a), "Banking Reform and the Resumption of Sustained Growth", Hyman P. Minsky Archive, Paper 97

Minsky H.P., (1992b), "Stabilizing an Unstable Economy: Part V: Policy", Yale University Press, 1986, https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1308&context=hm_archive

Minsky H. P., (1995c), "Sources of Financial Fragility: Financial Factors in the Economics of Capitalism", *Levy Economics Institute of Bard College*, Hyman P. Minsky Archive, Paper 69, https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/69

Mints L.W., (1923), "Open Market Borrowing to Finance the Production of Goods Sold for Future Delivery". *Journal of Political Economy*. 31: 128–38. doi:10.1086/253494. S2CID 154699071

Mints L. W. (1945a), *A History of Banking Theory in Great Britain and the United States* (1945 ed.). Chicago & London: University of Chicago Press

Mishra P., Montiel P., Sengupta R., (2016), "Monetary Transmission in Developing Countries: Evidence from India", *Monetary Policy in India*, pp59-110

Mitreska A., Vojnovic M.K., Georgievska L., Jovanovic B., Petkovska M., (2010), Did The Crises Change It All? Evidence From Monetary and Fiscal Policy, *Economic Policies in SEE – Design, Performance and Challenges*, Bank of Albania

Modigliani, F. (1970), "The Life-Cycle Hypothesis of Saving and Intercountry Differences in the Saving Ratio." In W. A. Eltis, M. F. G. Scott, and J. N. Wolfe, eds., *Induction, Trade, and Growth: Essays in Honour of Sir Roy Harrod*. Oxford: Clarendon Press

Montoro C., Moreno R., (2011), "The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America", *BIS Quarterly Review*

Moore B.J., (1988), "The Endogenous Money Supply", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol:10, Issue 3, pg: 372-385, Published online: 4 Nov 2015, <https://doi.org/10.1080/01603477.1988.11489687>

Moore B.J., (1988a), "Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money, Cambridge University Press, ISBN 0-521-35079-4

Moursi T.A., Mossallamy M.E., Zakareya E., (2007), "Effect of Some Recent Changes in Egyptian Monetary Policy: Measurement and Evaluation", The Cabinet Information and Decision Support Center

Muth J.F., (1961), "Rational Expectations and the Theory of Price Movement", *Econometrica*, Vol:29, No.3, pp.315-335, <https://doi.org/10.2307/1909635>

Ndou E., Mokoena T., (2019), "How Does Inflation Impact the Effects of Expansionary Monetary Policy and Fiscal Policies on Real GDP Growth?", *Inequality, Output-Inflation Trade-Off and Economic Policy Uncertainty*, pp.389–398, doi:10.1007/978-3-030-19803-9_27

Nouri M.N., Samimi A.J., (2011), "The Impact of Monetary Policy on Economic Growth in Iran", *Middle-East Journal of Scientific Research* 9 (6): 740-743, 2011 ISSN 1990-9233

Öztürk N., (2013), *Maliye Politikası*, Ekin Basın Yayın Dağıtım, 4.Baskı, Ankara

Öztürk V., (2021), "Tasarruflar ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği", T.C. Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisay Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi

Pınar A., (2017), *Maliye Politikası Teori ve Uygulama*, Turhan Kitapevi, 9. Baskı, Ankara

Pollin R., (1991), "Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol:13, Issue 3, page: 366-396, <https://doi.org/10.1080/01603477.1991.11489855>

Ricardo D., (1810), "The High Price of Bullion, a Proof of The Depreciation of Bank Notes", <https://historyofeconomicthought.mcmaster.ca/ricardo/bullion>

Ricardo D., (2008a), *Siyasal İktisadın ve Vergilendirmenin İlkeleri*, Türkiye İş Bankası Yayınları, Hasan Ali Yücel Klasikler Dizisi, Çeviren: Barış Zeren

Sargent T.J., Fand D., Goldfeld S., (1973), "Rational Expectations, the Real Rate of Interest, and the Natural Rate of Unemployment", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1973, No. 2, pp. 429-480, <https://doi.org/10.2307/2534097>

Roodman D., 2009, "How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata", *The Stata Journal* (2009) 9, Number 1, pp. 86–136

Roodman D., 2014, "Xtabond2:Stata Module to Extend xtabond Dynamic Panel Data Estimator", *Statistical Software Components*

Sağır S., (2020), "Tasarruf ve Büyüme İlişkisi: Çin ve Türkiye Karşılaştırmalı Analizi", T.C. Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı

Santiago R., Koengkan M, Fuinhas J.A., Marques A.C., (2019), "The relationship between public capital stock, private capital stock and economic growth in the Latin American and Caribbean countries", *International Review of Economics* volume 67, pp: 293–317, doi: 10.1007/s12232-019-00340-x

Sargent T.J., Wallace N., (1975), "Rational" Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, Vol. 83, No. 2, pp. 241-254

Sargent T.J., Wallace N., (1981a), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, Vol:5, No:3

Sargent T.J., Hall R.E., (2018), "Short-Run and Long-Run Effects of Milton Friedman's Presidential Address", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol:32, No:1

Senbet D., (2011), "The Relative Impact of Fiscal versus Monetary Actions on Output: A Vector Autoregressive (VAR) Approach", *Business and Economics Journal*, Volume 2011: BEJ-25

Shackle G.L., (1961), "Recent Theories Concerning the Nature and Role of Interest", *The Economic Journal*, Vol. 71, No. 282, pp. 209-254, <https://doi.org/10.2307/2228764>

Shadid A., Naved A., (2010), "The Effects of Fiscal Policy on Economic Growth: Empirical Evidences Based on Time Series Data from Pakistan" *The Pakistan Development Review*, Pakistan Institute of Development Economics, vol. 49(4), pages 497-512.

Silva C.G., Vieira F.V., (2017), "Monetary and fiscal policy in advanced and developing countries: An analysis before and after the financial crisis", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 63 , pages 13–20, <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.04.013>

Smith A., (1976), *The Inquiry Into The Nature and Causes of The Wealth of Nations* by Adam Smith, Oxford University Press, Editors Cambell R.H., Skinner A.S., http://files.libertyfund.org/files/220/0141-02_Bk.pdf

Smith A., (2015a), *Milletlerin Zenginliği, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları*, Hasan Ali Yücel Klasikler Dizisi

Smith B.D., Schreft S.L., (1995), "The Effect of Open Market Operations in a Model of Intermediation and Growth", Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department, Working Paper 562, <https://doi.org/10.21034/wp.562>

Souza E.D., (2003), "What is Monetary Policy Doing?", *Economic and Political Weekly*, Vol.38, No. 8, Money, Banking and Finance (Feb. 22-28, 2003), pp. 821-823, <https://www.jstor.org/stable/4413253>

Spilimbergo A., Symansky S., Blanchard O., Cottarelli C., (2008), "Fiscal Policy For The Crises", IMF, Prepared by the Fiscal Affairs and Research Departments, SPN/08/01, <https://ssrn.com/abstract=1339442>

Starr, M., (2005), "Does money matter in the cis? Effects of monetary policy on output and prices", *Journal of Comparative Economics*, Volume 33, Issue 3, Pages 441-461, <https://doi.org/10.1016/j.jce.2005.05.006>

Stiglitz J.E., Greenwald B., (1993), "New and Old Keynesians", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, No. 1 (Winter, 1993), pp. 23-44, <https://www.jstor.org/stable/2138318>

Stiglitz J.E., Squire L., (1998a), "International Development: Is it Possible", *Foreign Policy*, No. 110, Special Edition: Frontiers of Knowledge, pp. 138-151, <https://doi.org/10.2307/1149282>

Stiglitz J.E., Furman J., Bosworth B.P., Radelet S., (1998b), "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1998, No. 2, pp. 1-135, <https://doi.org/10.2307/2534693>

Stockhammer E., Qazizada W., Gechert S., (2019), "Demand Effects of Fiscal Policy since 2008", *Review of Keynesian Economics*, 2019, vol. 7, issue 1, 57-74, page 57-74, doi: <https://doi.org/10.4337/roke.2019.01.05>

Tooke T., (1838), A History of Prices and of The State of The Circulation, From 1793 to 1837, Vol 1, Longman, Orme, Browns, Green and Longmans, <https://ia600200.us.archive.org/34/items/historyofpriceso01tookuoft/historyofpriceso01tookuoft.pdf>

Toporowski J., (2018), "Open Market Operations", <https://www.nbp.pl/badania/seminaria/29v2018-1.pdf>

Twinoburyo E.N., Odhiambo N. M., (2016), "Monetary Policy and Economic Growth in Kenya: The Role of Money Supply and Interest Rates", Unisa Economic Research Working Paper 11/2016

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), (2014), "Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı", Ekim, 2014, <https://www.tcmb.gov.tr>

Qi L., (2007), "The Relationship Between Growth, Total Investment and Inward FDI: Evidence from Time Series Data", International Review of Applied Economics, Volume 21, pg: 119-133, <https://doi.org/10.1080/02692170601035058>

Quesnay F., (1963), "Analysis of The Arithmetical Formula on The Tableau Economique of The Distribution of Annual Expenditure in an Agricultural Nation", Çeviri: Ronald L. Meek, The Economics of Physiocracy: Essays and Translations, Cambridge: Harvard University Press, 1963, Chapter III, <http://la.utexas.edu/users/hcleaver/368/368quesnaysanalysis.pdf>

Walsh C.E., Woodford M., (2003), Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Macroeconomic Dynamics, 9, 2005, 462–468. Printed in the United States of America, doi: 10.1017.S1365100505040253

Woodford M., Benigno P., (2003), "Optimal Monetary and Fiscal Policy: A Linear-Quadratic Approach", NBER Macroeconomics Annual, Vol. 18 (2003), pp. 271-333, <https://www.jstor.org/stable/3585260>

Woodford, M. (2006), "How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy?", Queen's Economics Department Working Paper, No:1104, <https://www.econstor.eu/handle/10419/189380>

Wheatley J., (1807), An Essay on The Theory of Money and Principles of Commerce, Columbia University Libraries, London : Printed for T. Cadell and W. Davies, by W. Bulmer and Co., https://archive.org/details/ldpd_8039051_001/mode/2up

Woodford M., (2012), "Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance", Brookings Papers on Economic Activity (Spring 2012), pp. 1-80, <https://www.jstor.org/stable/23287215>

Yellen J.L., (2011), "The Federal Reserve's Asset Purchase Program", At the The Brimmer Policy Forum, Allied Social Science Associations Annual Meeting, Denver, Colorado

Yong R.A., (1994), "Physiocracy: A viewpoint of the role of agricultural production in a macroeconomic system", Graduate Student Theses, Dissertations, & Professional Papers. 8674



EKLER

EK 1. Tüm Ülkelerde Politika Etkilerinin Model Detay Tabloları

Tablo 16: Model TMB1

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: c_id
Time variable : year2
Number of instruments = 51
F(38, 109) = 29.34
Prob > F = 0.000

Number of obs = 880
Number of groups = 110
Obs per group: min = 8
avg = 8.00
max = 8

buyume	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
buyume						
L1.	.0949479	.2013708	0.47	0.638	-.3041625	.4940584
L2.	-.014261	.269215	-0.05	0.958	-.5478365	.5193145
yatirim						
L1.	.3210591	.1454548	2.21	0.029	.0327724	.6093457
L2.	.1021538	.1594897	0.64	0.523	-.2139496	.4182573
baserisermaye						
L1.	6.158146	37.76903	0.16	0.871	-68.69885	81.01514
L2.	-4.047099	39.31191	-0.10	0.918	-81.96203	73.86783
tasarruf						
L1.	.0501516	.0848391	0.59	0.556	-.1179968	.2183001
L2.	-.0617997	.058521	-1.06	0.293	-.1777865	.0541871
srmystggdp						
L1.	.0084601	.0190131	0.44	0.657	-.0292232	.0461434
L2.	.0024683	.0103047	0.24	0.811	-.0179552	.0228918
enflasyon						
L1.	-.2296635	.1016783	-2.26	0.026	-.4311866	-.0281404
L2.	-.0531973	.0819203	-0.65	0.517	-.2155607	.1091661
dpfaiz789						
L1.	-.2710647	.2935569	-0.92	0.358	-.8528849	.3107555
L2.	.4632021	.1785598	2.59	0.011	.1093024	.8171018
dpM1gsyih789						
--	-.0399852	.0266893	-1.50	0.137	-.0928825	.0129121
L1.	-.0233738	.0240546	-0.97	0.333	-.0710493	.0243016
dpM3gsyih789						
--	-.0020134	.012812	-0.16	0.875	-.0274063	.0233796
L1.	.0187803	.0098492	1.91	0.059	-.0007406	.0383011
dpcalisanharc789						
--	.0052119	.1850453	0.03	0.978	-.3615418	.3719656
L1.	-.2818949	.225814	-1.25	0.215	-.729451	.1656611
dpsosyalh789						
--	-.2218096	.1537904	-1.44	0.152	-.5266173	.082998
L1.	-1.629743	1.144026	-1.42	0.157	-3.897165	.6376794
L2.	1.585007	1.21636	1.30	0.195	-.8257779	3.995792
dptesvik789						
--	-.1689581	.0950171	-1.78	0.078	-.3572789	.0193628
L1.	-.0377017	.0834632	-0.45	0.652	-.203123	.1277196
dpkurumlarv789						
--	.0885153	.0751745	1.18	0.242	-.0604782	.2375088
L1.	.0097714	.0965117	0.10	0.920	-.1815116	.2010545
dpgelirvr789						
--	.0496286	.0483513	1.03	0.307	-.046202	.1454592
L1.	.588023	.3665596	1.60	0.112	-.1384861	1.314532
L2.	-.6576436	.3747328	-1.75	0.082	-1.400352	.0850647
dumdeveloping						
dum2009	3.67243	2.156643	1.70	0.091	-.601967	7.946827
dum2010	-4.101022	2.756357	-1.49	0.140	-9.564031	1.361988
dum2011	6.771783	10.61591	0.64	0.525	-14.26861	27.81217
dum2012	-3.213187	2.701074	-1.19	0.237	-8.566629	2.140254
dum2013	-3.271781	2.637183	-1.24	0.217	-8.498591	1.955029
dum2014	-3.568859	2.760637	-1.29	0.199	-9.040352	1.902634
dum2015	-3.868276	2.811728	-1.38	0.172	-9.441029	1.704477
dum2016	-4.302453	2.917938	-1.47	0.143	-10.08571	1.480806
_cons	-14.134	11.17453	-1.26	0.209	-36.28156	8.013558

Instruments for first differences equation

Standard

D.(dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016 dumdeveloping)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L.(dpfaiz789 dpM1gsyih789 dpM3gsyih789 dpcalisanharc789 dpsosyalh789 dptesvik789 dpkurumlarv789 dpgelirvr789)

L(2/3).(buyume yatirim baserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016 dumdeveloping

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(dpfaiz789 dpM1gsyih789 dpM3gsyih789 dpcalisanharc789 dpsosyalh789 dptesvik789 dpkurumlarv789 dpgelirvr789)

DL.(buyume yatirim baserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon) collapsed

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.99 Pr > z = 0.047

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.99 Pr > z = 0.322

Sargan test of overid. restrictions: chi2(12) = 16.99 Prob > chi2 = 0.150

(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(12) = 15.96 Prob > chi2 = 0.193

(Robust, but weakened by many instruments.)

Tablo 17: Model TMB2

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: c_id	Number of obs	=	770
Time variable : year2	Number of groups	=	110
Number of instruments = 65	Obs per group: min	=	7
F(32, 109) = 26.25	avg	=	7.00
Prob > F = 0.000	max	=	7

buyume	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
buyume						
L1.	.2847714	.0617259	4.61	0.000	.1624326	.4071101
L2.	.0219541	.0619519	0.35	0.724	-.1008325	.1447408
L3.	.1688274	.0570178	2.96	0.004	.05582	.2818349
yatırım						
L1.	.0837687	.1010741	0.83	0.409	-.1165569	.2840943
L2.	-.1136531	.073258	-1.55	0.124	-.2588482	.0315419
L3.	-.0039561	.0690163	-0.06	0.954	-.1407443	.132832
biserisermaye						
L1.	19.2371	34.80937	0.55	0.582	-49.75393	88.22814
L2.	-.6952307	53.73013	-0.01	0.990	-107.1866	105.7961
L3.	-21.2042	24.07077	-0.88	0.380	-68.91168	26.50328
tasarruf						
L1.	-.0208663	.0648976	-0.32	0.748	-.1494913	.1077586
L2.	.0123736	.0383083	0.32	0.747	-.0635523	.0882994
L3.	-.0305861	.0344247	-0.89	0.376	-.0988146	.0376425
srmystggdp						
L1.	-.0058121	.0063897	-0.91	0.365	-.0184763	.006852
L2.	.0140242	.0057518	2.44	0.016	.0026243	.0254241
L3.	.001938	.0051426	0.38	0.707	-.0082545	.0121304
enflasyon						
L1.	-.1274416	.0574208	-2.22	0.029	-.2412477	-.0136356
L2.	.0025161	.061251	0.04	0.967	-.1188813	.1239135
L3.	.0952365	.0692019	1.38	0.172	-.0419195	.2323925
dpgenelharç789						
L1.	.0528077	.0762064	0.69	0.490	-.0982309	.2038462
L2.	.0124499	.0829506	0.15	0.881	-.1519556	.1768553
L3.	-.0534213	.0318854	-1.68	0.097	-.1166171	.0097744
dpkurumlarv789						
L1.	-.0379202	.1576777	-0.24	0.810	-.3504321	.2745918
L2.	.0574806	.1417084	0.41	0.686	-.2233809	.3383421
dpgelirvr789						
L1.	-.0891197	.1620456	-0.55	0.583	-.4102889	.2320494
L2.	.0795166	.1623182	0.49	0.625	-.2421928	.4012259
dumdeveloping						
dum2010	2.112775	1.748737	1.21	0.230	-1.353166	5.578715
dum2011	-2.244198	5.668887	-0.40	0.693	-13.47975	8.991351
dum2012	1.768717	.8092656	2.19	0.031	.1647787	3.372655
dum2013	.2429299	.2756936	0.88	0.380	-.3034858	.7893456
dum2015	.2559756	.2674003	0.96	0.341	-.2740031	.7859542
dum2016	-.0492	.4091246	-0.12	0.905	-.8600716	.7616716
_cons	5.397899	8.42239	0.64	0.523	-11.29501	22.0908

Instruments for first differences equation

Standard

D.(dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016 dumdeveloping)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L.(dpgenelharç789 dpkurumlarv789 dpgelirvr789)

L(2/9).(buyume yatırım beserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016 dumdeveloping _cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(dpgenelharç789 dpkurumlarv789 dpgelirvr789)

DL.(buyume yatırım beserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon) collapsed

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.01 Pr > z = 0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.71 Pr > z = 0.475

Sargan test of overid. restrictions: chi2(32) = 29.30 Prob > chi2 = 0.604
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(32) = 37.91 Prob > chi2 = 0.218
(Robust, but weakened by many instruments.)

Tablo 18: Model TMB3

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM						
Group variable: c_id			Number of obs =		880	
Time variable : year2			Number of groups =		110	
Number of instruments = 69			Obs per group: min =		8	
F(31, 109) = 70.40			avg =		8.00	
Prob > F = 0.000			max =		8	
buyume	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
buyume						
L1.	.1573776	.0887175	1.77	0.079	-.0184577	.3332129
L2.	.1423827	.1387374	1.03	0.307	-.1325903	.4173557
yatirim						
--.	.6126912	.1761831	3.48	0.001	.2635021	.9618803
L1.	-.4139535	.1377979	-3.00	0.003	-.6870644	-.1408426
L2.	-.0910527	.080968	-1.12	0.263	-.2515287	.0694233
biserisermaye						
--.	-170.9621	199.1118	-0.86	0.392	-565.5952	223.6709
L1.	333.2451	402.3126	0.83	0.409	-464.1255	1130.616
L2.	-159.6106	204.3239	-0.78	0.436	-564.5739	245.3527
tasarruf						
--.	-.0854896	.1297985	-0.66	0.512	-.342746	.1717669
L1.	.0944118	.0898911	1.05	0.296	-.0837494	.272573
L2.	-.0044616	.0459006	-0.10	0.923	-.095435	.0865119
srmystggdp						
--.	-.0370169	.0107241	-3.45	0.001	-.0582718	-.015762
L1.	.0453712	.0142442	3.19	0.002	.0171396	.0736028
L2.	.0000536	.0063305	0.01	0.993	-.0124931	.0126004
enflasyon						
--.	.0783341	.041441	1.89	0.061	-.0038006	.1604688
L1.	-.2343082	.0783325	-2.99	0.003	-.3895608	-.0790557
L2.	-.0134574	.0506159	-0.27	0.791	-.1137765	.0868618
dpfaiz789						
--.	.4177323	.1130261	3.70	0.000	.1937182	.6417463
L1.	.2689485	.168004	1.60	0.112	-.0640299	.601927
L2.	-.1569359	.1350195	-1.16	0.248	-.4245402	.1106683
dpM3gsyih789						
--.	-.0017641	.0050082	-0.35	0.725	-.0116902	.008162
L1.	.0074831	.0255781	0.29	0.770	-.0432119	.0581781
L2.	-.0064413	.0268978	-0.24	0.811	-.0597518	.0468692
dumdeveloping						
dum2009	3.620477	2.241632	1.62	0.109	-.8223643	8.063319
dum2010	-5.880372	3.158242	-1.86	0.065	-12.1399	.3791604
dum2012	-1.262168	2.349486	-0.54	0.592	-5.918772	3.394437
dum2013	-2.750535	2.451505	-1.12	0.264	-7.609338	2.108268
dum2014	-2.466326	2.531588	-0.97	0.332	-7.48385	2.551199
dum2015	-2.601364	2.423748	-1.07	0.286	-7.405155	2.202426
dum2016	-3.108814	2.388358	-1.30	0.196	-7.842463	1.624835
_cons	-3.264549	2.548099	-1.28	0.203	-8.314798	1.7857
	-8.979163	9.894994	-0.91	0.366	-28.59072	10.63239
Instruments for first differences equation						
Standard						
D.(dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016 dumdeveloping)						
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)						
L.(dpfaiz789 dpM3gsyih789)						
L(2/9).(buyume yatirim biserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon)						
collapsed						
Instruments for levels equation						
Standard						
dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016 dumdeveloping						
_cons						
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)						
D.(dpfaiz789 dpM3gsyih789)						
DL.(buyume yatirim biserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon) collapsed						
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -4.36 Pr > z = 0.000						
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.92 Pr > z = 0.055						
Sargan test of overid. restrictions: chi2(37) = 51.10 Prob > chi2 = 0.061						
(Not robust, but not weakened by many instruments.)						
Hansen test of overid. restrictions: chi2(37) = 45.21 Prob > chi2 = 0.167						
(Robust, but weakened by many instruments.)						

EK 2. Tüm Ülkelerde Değişkenlerin Uzun Dönem Etki Tabloları

Tablo 19: Tüm Ülkelerde Değişkenlerin Uzun Dönem Etkisi							
Değişken	Model	Uzun Dönem Etkiler					
Büyüme Toplu Etki	TMB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.2754488	.6730268	-0.41	0.682	-1.594557 1.043659
	TMB2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.3953376	.2033221	1.94	0.052	-.0031663 .7938416
	TMB3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.8943047	.4352146	2.05	0.040	.0412998 1.74731
Önceki Büyüme	TMB2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.6542846	.1744473	3.75	0.000	.3123742 .996195
	TMB3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.2247482	.1674026	1.34	0.179	-.1033549 .5528512
Enflasyon	TMB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.2498208	.2030064	-1.23	0.218	-.6477059 .1480644
	TMB2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.1838257	.0879953	-2.09	0.037	-.3562933 -.011358
	TMB3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.2227439	.0935061	-2.38	0.017	-.4060125 -.0394752
Yatırım	TMB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.349238	.1935146	1.80	0.071	-.0300437 .7285197
	TMB3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.2838138	.1377556	2.06	0.039	.0138178 .5538097
Sermaye Stoğu	TMB2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.0267409	.0119461	2.24	0.025	.003327 .0501549
	TMB3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.0119305	.0105019	1.14	0.256	-.0086528 .0325139

Değişken	Model	Uzun Dönem Etkiler					
Faiz	TMB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.5038567	.3254517	1.55	0.122	-.1340168 1.14173
	TMB3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.5965561	.3013698	1.98	0.048	.0058822 1.18723
M3	TMB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.0204286	.0165438	1.23	0.217	-.0119967 .0528539
Teşvik	TMB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.1837873	.1474917	-1.25	0.213	-.4728657 .1052911
Genel Harcama	TMB2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.1018622	.0541493	-1.88	0.060	-.2079929 .0042684
Gelir Vergisi	TMB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.7153641	.6381075	-1.12	0.262	-1.966032 .5353037

EK 3. Gelişmiş Ülkelerde Model Detay Tabloları

Tablo 20: Model 1 (GMB1)						
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM						
Group variable: c_id			Number of obs	=	440	
Time variable : year2			Number of groups	=	55	
Number of instruments = 50			Obs per group: min	=	8	
F(24, 54)	=	60.04	avg	=	8.00	
Prob > F	=	0.000	max	=	8	
buyume	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
buyume						
L1.	.1175449	.2284453	0.51	0.609	-.3404604	.5755502
L2.	.0433154	.1288096	0.34	0.738	-.2149323	.3015632
yatırım						
--.	.4486729	.1944511	2.31	0.025	.0588219	.8385239
L1.	-.4504165	.2760159	-1.63	0.109	-1.003795	.1029621
L2.	-.2180218	.257564	-0.85	0.401	-.7344065	.2983628
biserisermaye						
--.	-297.5194	218.4205	-1.36	0.179	-735.4261	140.3873
L1.	640.5776	429.2522	1.49	0.141	-220.0212	1501.176
L2.	-347.0691	211.1223	-1.64	0.106	-770.3438	76.20561
tasarruf						
--.	.143492	.0908745	1.58	0.120	-.0387004	.3256844
L1.	-.064409	.0994383	-0.65	0.520	-.2637708	.1349529
L2.	-.0033131	.094101	-0.04	0.972	-.1919741	.185348
srmystggdp						
--.	-.0231465	.0125476	-1.84	0.071	-.048303	.00201
L1.	.0205688	.0190105	1.08	0.284	-.0175449	.0586826
L2.	-.0018009	.0144879	-0.12	0.902	-.0308475	.0272456
enflasyon						
--.	.2940033	.3291733	0.89	0.376	-.3659494	.9539561
L1.	-.2499541	.1828578	-1.37	0.177	-.616562	.1166537
L2.	.006444	.1204352	0.05	0.958	-.235014	.2479021
dum2009	-1.746244	1.502803	-1.16	0.250	-4.759183	1.266695
dum2010	1.373667	1.376054	1.00	0.323	-1.385155	4.13249
dum2012	-.6332206	.985389	-0.64	0.523	-2.608807	1.342365
dum2013	-.0361487	1.100623	-0.03	0.974	-2.242764	2.170467
dum2014	.5231607	.8886721	0.59	0.559	-1.25852	2.304841
dum2015	1.062991	1.098855	0.97	0.338	-1.14008	3.266063
dum2016	.494271	1.149612	0.43	0.669	-1.810563	2.799105
_cons	18.16865	12.37867	1.47	0.148	-6.649087	42.98638
Instruments for first differences equation						
Standard						
D.(dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016)						
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)						
L(3/8).(buyume yatırım biserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon) collapsed						
Instruments for levels equation						
Standard						
dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016						
_cons						
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)						
DL2.(buyume yatırım biserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon) collapsed						
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.13 Pr > z = 0.033						
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.62 Pr > z = 0.104						
Sargan test of overid. restrictions: chi2(25) = 28.95 Prob > chi2 = 0.266						
(Not robust, but not weakened by many instruments.)						
Hansen test of overid. restrictions: chi2(25) = 30.26 Prob > chi2 = 0.215						
(Robust, but weakened by many instruments.)						

Tablo 21: Model 2 (GP1)

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: c_id	Number of obs	=	440
Time variable : year2	Number of groups	=	55
Number of instruments = 25	Obs per group: min	=	8
F(15, 54) = 24.18	avg	=	8.00
Prob > F = 0.000	max	=	8

buyume	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
buyume						
L1.	.1264496	.1608347	0.79	0.435	-.1960046	.4489039
L2.	.0233199	.1583902	0.15	0.883	-.2942332	.3408731
enflasyon						
--.	-.2241173	.3260496	-0.69	0.495	-.8778074	.4295728
L1.	-.1064687	.2055236	-0.52	0.607	-.5185186	.3055813
L2.	-.1786157	.0999052	-1.79	0.079	-.3789136	.0216822
dpfaiz789						
--.	.9145262	.4091783	2.24	0.030	.0941731	1.734879
L1.	-1.237818	.6828541	-1.81	0.075	-2.606858	.1312222
L2.	1.378385	.6450737	2.14	0.037	.0850903	2.67168
dum2009	-5.752314	1.968323	-2.92	0.005	-9.698564	-1.806065
dum2010	2.789827	2.038604	1.37	0.177	-1.297328	6.876982
dum2012	2.451672	2.116274	1.16	0.252	-1.791202	6.694546
dum2013	2.607682	2.254094	1.16	0.252	-1.911504	7.126867
dum2014	3.047017	2.113045	1.44	0.155	-1.189383	7.283416
dum2015	3.437726	2.190203	1.57	0.122	-.953367	7.828818
dum2016	2.429823	2.170902	1.12	0.268	-1.922573	6.782218
_cons	.1333406	2.195595	0.06	0.952	-4.268562	4.535243

Instruments for first differences equation

Standard

D.(dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L.dpfaiz789

L(3/8).(buyume enflasyon) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.dpfaiz789

DL2.(buyume enflasyon) collapsed

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.32 Pr > z = 0.020

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.79 Pr > z = 0.074

Sargan test of overid. restrictions: chi2(9) = 13.90 Prob > chi2 = 0.126
(Not robust, but not weakened by many instruments.)Hansen test of overid. restrictions: chi2(9) = 14.38 Prob > chi2 = 0.110
(Robust, but weakened by many instruments.)

Tablo 22: Model 3 (GP2)

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: c_id	Number of obs	=	440
Time variable : year2	Number of groups	=	55
Number of instruments = 31	Obs per group: min	=	8
F(21, 54) = 26.13	avg	=	8.00
Prob > F = 0.000	max	=	8

buyume	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
buyume						
L1.	.3962861	.100717	3.93	0.000	.1943606	.5982115
L2.	-.2577363	.156372	-1.65	0.105	-.5712433	.0557707
enflasyon						
--.	-.2658896	.2914887	-0.91	0.366	-.8502892	.31851
L1.	.1015198	.1895048	0.54	0.594	-.2784145	.481454
L2.	-.1187246	.1703102	-0.70	0.489	-.4601759	.2227268
dpfaiz789						
--.	.0459085	.5027847	0.09	0.928	-.9621142	1.053931
L1.	.2102591	.8109071	0.26	0.796	-1.415512	1.83603
L2.	-.1978759	.8885061	-0.22	0.825	-1.979223	1.583472
dpM1gsyih789						
--.	.0270965	.0471454	0.57	0.568	-.0674243	.1216173
L1.	.4654061	.1965469	2.37	0.021	.0713532	.859459
L2.	-.513474	.2248009	-2.28	0.026	-.9641727	-.0627752
dpM3gsyih789						
--.	-.0213563	.0181865	-1.17	0.245	-.0578181	.0151054
L1.	-.1419246	.0652252	-2.18	0.034	-.2726932	-.011156
L2.	.1516475	.0668037	2.27	0.027	.0177142	.2855809
dum2009	-2.726393	2.491698	-1.09	0.279	-7.721946	2.269161
dum2010	3.519507	1.767478	1.99	0.052	-.0240734	7.063087
dum2011	6.82494	6.98017	0.98	0.333	-7.169459	20.81934
dum2012	-.8076961	.6315213	-1.28	0.206	-2.07382	.4584279
dum2013	-.2335121	.4374035	-0.53	0.596	-1.110453	.6434291
dum2015	.3547245	.4551476	0.78	0.439	-.5577916	1.26724
dum2016	-.5139161	.2733552	-1.88	0.066	-1.06196	.0341282
_cons	2.666804	.7189826	3.71	0.000	1.22533	4.108277

Instruments for first differences equation

Standard

D.(dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L.(dpfaiz789 dpM1gsyih789 dpM3gsyih789)

L(2/7).(buyume enflasyon) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015

dum2016

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(dpfaiz789 dpM1gsyih789 dpM3gsyih789)

DL.(buyume enflasyon) collapsed

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -1.94 Pr > z = 0.053

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.58 Pr > z = 0.565

Sargan test of overid. restrictions: chi2(9) = 12.36 Prob > chi2 = 0.194
(Not robust, but not weakened by many instruments.)Hansen test of overid. restrictions: chi2(9) = 14.32 Prob > chi2 = 0.111
(Robust, but weakened by many instruments.)

Tablo 23: Model 4 (GM1)

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: c_id	Number of obs	=	385
Time variable : year2	Number of groups	=	55
Number of instruments = 22	Obs per group: min	=	7
F(16, 54) = 39.53	avg	=	7.00
Prob > F = 0.000	max	=	7

buyume	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
buyume						
L1.	.3540334	.09094	3.89	0.000	.1717096	.5363572
L2.	-.0781998	.0968307	-0.81	0.423	-.2723336	.1159341
enflasyon						
L1.	-.1040781	.1440058	-0.72	0.473	-.3927924	.1846361
L2.	.0292973	.1078193	0.27	0.787	-.1868674	.245462
L3.	.1311399	.1950361	0.67	0.504	-.259884	.5221638
dpgenelhar789						
L1.	-.089851	.1799607	-0.50	0.620	-.4506505	.2709484
L2.	.2860904	.2345544	1.22	0.228	-.1841629	.7563438
L3.	-.2549701	.0828467	-3.08	0.003	-.4210678	-.0888724
dpkurumlarv789						
L1.	.0969339	.0769186	1.26	0.213	-.0572786	.2511465
dpgelirvr789						
L1.	.0093014	.0430307	0.22	0.830	-.0769699	.0955726
dum2010	3.281817	5.911301	0.56	0.581	-8.569627	15.13326
dum2012	8.771835	7.378196	1.19	0.240	-6.020557	23.56423
dum2013	1.596252	6.347489	0.25	0.802	-11.1297	14.3222
dum2014	1.957744	6.323669	0.31	0.758	-10.72045	14.63594
dum2015	2.60639	6.472648	0.40	0.689	-10.37049	15.58327
dum2016	1.705311	6.142626	0.28	0.782	-10.60991	14.02054
_cons	-.3718813	6.599633	-0.06	0.955	-13.60335	12.85959

Instruments for first differences equation

Standard

D.(dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L.(dpgenelhar789 dpgelirvr789 dpkurumlarv789)

L(2/6).(buyume enflasyon) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(dpgenelhar789 dpgelirvr789 dpkurumlarv789)

DL.(buyume enflasyon) collapsed

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.85 Pr > z = 0.004

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.66 Pr > z = 0.506

Sargan test of overid. restrictions: chi2(5) = 9.20 Prob > chi2 = 0.101
(Not robust, but not weakened by many instruments.)Hansen test of overid. restrictions: chi2(5) = 5.46 Prob > chi2 = 0.363
(Robust, but weakened by many instruments.)

EK 4. Gelişmiş Ülkelerde Değişkenlerin Uzun Dönem Etki Tabloları

Tablo 24: Gelişmiş Ülkelerde Maliye Politikası Modellerinde Değişkenlerin Uzun Dönem Etkisi							
Değişken	Model	Uzun Dönem Etkiler					
Büyüme Toplu Etki	GMB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.5070984	.3172655	1.60	0.110	-.1147306 1.128927
	GP1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	1.030871	.455623	2.26	0.024	.1378661 1.923876
	GP2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.4155099	.2049197	2.03	0.043	.0138747 .817145
	GM1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.1367963	.2131381	0.64	0.521	-.2809466 .5545393
Önceki Büyüme	GP2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.460022	.1918019	2.40	0.016	.0840972 .8359469
	GM1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.4888841	.2217767	2.20	0.027	.0542097 .9235585
Enflasyon	GP1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.2100792	.11302	-1.86	0.063	-.4315942 .0114359
Yatırım	GMB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.534682	.3186158	1.68	0.093	-.0897934 1.159158
Sermaye Stoğu	GMB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.0275836	.0145318	-1.90	0.058	-.0560654 .0008982
Faiz	GP1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	1.24095	.4852701	2.56	0.011	.2898381 2.192062
M1	GP2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.0557989	.0470842	-1.19	0.236	-.1480822 .0364844
M3	GP2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	.0112867	.0130621	0.86	0.388	-.0143146 .036888
Genel Harcama	GM1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_nl_1	-.3520877	.1114606	-3.16	0.002	-.5705466 -.1336289

EK 5. Gelişmekte Olan Ülkelerde Model Detay Tabloları

Tablo 25: Model 1 (GOB1)						
Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM						
Group variable: c_id			Number of obs	=	440	
Time variable : year2			Number of groups	=	55	
Number of instruments = 48			Obs per group: min	=	8	
F(21, 54) = 22.98			avg	=	8.00	
Prob > F = 0.000			max	=	8	
buyume	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
buyume						
L1.	.3270321	.1208373	2.71	0.009	.084768	.5692963
L2.	.0538357	.0432824	1.24	0.219	-.0329402	.1406116
yatirim						
--.	.8671003	.1944853	4.46	0.000	.4771807	1.25702
L1.	-.7337964	.2597849	-2.82	0.007	-1.254634	-.212959
L2.	.0521296	.1336801	0.39	0.698	-.2158828	.320142
biserisermaye						
--.	32.78138	287.9121	0.11	0.910	-544.4476	610.0104
L1.	-21.91543	599.5636	-0.04	0.971	-1223.968	1180.137
L2.	-15.65763	323.2322	-0.05	0.962	-663.6993	632.384
tasarruf						
--.	-.0897876	.2029533	-0.44	0.660	-.4966845	.3171093
L1.	-.0941226	.2334283	-0.40	0.688	-.5621182	.3738729
L2.	-.1293103	.0646753	-2.00	0.051	-.2589764	.0003559
srmystggdp						
--.	-.0615575	.0303411	-2.03	0.047	-.1223876	-.0007273
L1.	.079116	.0469308	1.69	0.098	-.0149746	.1732065
L2.	-.0306937	.0204061	-1.50	0.138	-.0716055	.0102181
dum2009	-.4549159	1.897608	-0.24	0.811	-4.259392	3.34956
dum2011	-.7037846	1.591669	-0.44	0.660	-3.89489	2.48732
dum2012	-1.393496	1.189727	-1.17	0.247	-3.778755	.9917627
dum2013	.1485687	1.183244	0.13	0.901	-2.223693	2.52083
dum2014	-.9110417	1.209835	-0.75	0.455	-3.336615	1.514532
dum2015	-1.2036	1.638782	-0.73	0.466	-4.48916	2.081961
dum2016	-.562395	1.399038	-0.40	0.689	-3.367298	2.242508
_cons	20.66381	24.79822	0.83	0.408	-29.05363	70.38125
Instruments for first differences equation						
Standard						
D.(dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016)						
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)						
L(2/8).(buyume yatirim beserisermaye tasarruf srmystggdp) collapsed						
Instruments for levels equation						
Standard						
dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016						
_cons						
GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)						
DL.(buyume yatirim beserisermaye tasarruf srmystggdp) collapsed						
Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.64 Pr > z = 0.008						
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.49 Pr > z = 0.622						
Sargan test of overid. restrictions: chi2(26) = 35.88 Prob > chi2 = 0.094						
(Not robust, but not weakened by many instruments.)						
Hansen test of overid. restrictions: chi2(26) = 31.20 Prob > chi2 = 0.221						
(Robust, but weakened by many instruments.)						

Tablo 26: Model 2 (GOP2)

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: c_id	Number of obs	=	385
Time variable : year2	Number of groups	=	55
Number of instruments = 52	Obs per group: min	=	7
F(32, 54) = 46.18	avg	=	7.00
Prob > F = 0.000	max	=	7

buyume	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
buyume						
L1.	.2128439	.1075208	1.98	0.053	-.0027223	.4284101
L2.	.0626227	.1488975	0.42	0.676	-.2358988	.3611442
yatirim						
L1.	.0997721	.1511513	0.66	0.512	-.203268	.4028122
L2.	-.1110982	.0813469	-1.37	0.178	-.274189	.0519925
L3.	.0106678	.0580684	0.18	0.855	-.1057523	.127088
baserisermaye						
L1.	-2.830909	53.26559	-0.05	0.958	-109.622	103.9602
L2.	23.15274	86.79322	0.27	0.791	-150.8572	197.1627
L3.	-22.22512	41.21306	-0.54	0.592	-104.8523	60.40209
tasarruf						
--.	-.3049174	.1793717	-1.70	0.095	-.664536	.0547011
L1.	.258264	.2715587	0.95	0.346	-.2861784	.8027064
L2.	-.0232667	.0610933	-0.38	0.705	-.1457514	.0992179
srmystggdp						
L1.	.0014259	.0109461	0.13	0.897	-.0205197	.0233714
L2.	.0201242	.0126683	1.59	0.118	-.0052743	.0455227
L3.	-.0124079	.010015	-1.24	0.221	-.0324869	.0076711
enflasyon						
L1.	-.1816207	.076099	-2.39	0.021	-.3341901	-.0290514
L2.	-.0116128	.0768904	-0.15	0.881	-.1657687	.1425431
L3.	.0409121	.0672688	0.61	0.546	-.0939537	.1757778
dpfaiz789						
L1.	-.2786374	.1665666	-1.67	0.100	-.6125834	.0553086
L2.	-.1403057	.1432602	-0.98	0.332	-.4275252	.1469138
L3.	.2128313	.0686528	3.10	0.003	.0751908	.3504719
dpM1gsyih789						
L1.	.0024594	.1188635	0.02	0.984	-.2358476	.2407663
L2.	-.1161253	.140277	-0.83	0.411	-.3973638	.1651132
L3.	.1129329	.1163132	0.97	0.336	-.1202611	.3461269
dpM3gsyih789						
L1.	-.0262647	.0470187	-0.56	0.579	-.1205315	.0680021
L2.	.0098216	.0589445	0.17	0.868	-.1083549	.1279981
L3.	-.0149546	.0248114	-0.60	0.549	-.0646985	.0347894
dum2010	9.535554	4.483231	2.13	0.038	.5472172	18.52389
dum2011	3.184583	4.794471	0.66	0.509	-6.427753	12.79692
dum2013	4.298197	3.031067	1.42	0.162	-1.778726	10.37512
dum2014	3.578368	3.029511	1.18	0.243	-2.495435	9.652172
dum2015	2.444417	3.0596	0.80	0.428	-3.689711	8.578546
dum2016	3.025871	3.126873	0.97	0.338	-3.243133	9.294874
_cons	2.052676	11.73629	0.17	0.862	-21.47716	25.58251

Instruments for first differences equation

Standard

D.(dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015
dum2016)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L.(dpfaiz789 dpM1gsyih789 dpM3gsyih789)

L(2/7).(buyume yatirim baserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon)
collapsed

Instruments for levels equation

Standard

dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015
dum2016

_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(dpfaiz789 dpM1gsyih789 dpM3gsyih789)

DL.(buyume yatirim baserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon) collapsed

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.11 Pr > z = 0.002

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.67 Pr > z = 0.502

Sargan test of overid. restrictions: chi2(19) = 25.27 Prob > chi2 = 0.152
(Not robust, but not weakened by many instruments.)Hansen test of overid. restrictions: chi2(19) = 21.70 Prob > chi2 = 0.299
(Robust, but weakened by many instruments.)

Tablo 27: Model 3 (GOM3)

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

Group variable: c_id	Number of obs	=	385
Time variable : year2	Number of groups	=	55
Number of instruments = 46	Obs per group: min	=	7
F(25, 54)	avg	=	7.00
Prob > F	max	=	7

	buyume	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
	buyume						
	L1.	.3309641	.0608907	5.44	0.000	.2088857	.4530425
	L2.	.0625052	.0752004	0.83	0.410	-.0882626	.213273
	L3.	.1901012	.0454285	4.18	0.000	.0990226	.2811799
	yatirim						
	L1.	.1043707	.1483323	0.70	0.485	-.1930176	.401759
	L2.	-.1152157	.1020198	-1.13	0.264	-.3197531	.0893217
	beserisermaye						
	L1.	-20.53335	28.97663	-0.71	0.482	-78.62799	37.5613
	L2.	24.26969	30.43726	0.80	0.429	-36.75334	85.29272
	tasarruf						
	L1.	.0248503	.1850122	0.13	0.894	-.3460768	.3957775
	L2.	-.019399	.0590247	-0.33	0.744	-.1377363	.0989383
	srmystggdp						
	L1.	.0073072	.0126189	0.58	0.565	-.0179922	.0326065
	L2.	.0033743	.0082316	0.41	0.683	-.0131291	.0198777
	enflasyon						
	L1.	-.1987514	.0962395	-2.07	0.044	-.3917001	-.0058028
	L2.	.0109295	.0965021	0.11	0.910	-.1825457	.2044046
	dpgenelharç789						
	L1.	.1273915	.1115864	1.14	0.259	-.0963257	.3511087
	L2.	-.1665172	.0974462	-1.71	0.093	-.3618851	.0288507
	dpkurumlarv789						
	L1.	-.538202	.3193341	-1.69	0.098	-1.178428	.1020244
	L2.	.3500397	.3340093	1.05	0.299	-.3196088	1.019688
	dpgelirvr789						
	L1.	.3585608	.178263	2.01	0.049	.0011651	.7159566
	L2.	-.2590655	.1748274	-1.48	0.144	-.6095734	.0914424
	dum2010	5.429028	3.637722	1.49	0.141	-1.864167	12.72222
	dum2011	1.282356	7.294392	0.18	0.861	-13.34202	15.90673
	dum2012	1.349996	.507848	2.66	0.010	.331822	2.36817
	dum2013	.9433971	.4642817	2.03	0.047	.0125684	1.874226
	dum2015	-.6658187	.5179362	-1.29	0.204	-1.704218	.3725809
	dum2016	-.1232355	.8139811	-0.15	0.880	-1.755169	1.508698
	_cons	-9.851063	8.351461	-1.18	0.243	-26.59473	6.892608

Instruments for first differences equation

Standard

D. (dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015 dum2016)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L.(dpngenelharç789 dpğelirvr789 dpkurumlarv789)
L(2/6).(buyume yatırım beserisermaye tasarruf srmystggdp enflasyon)
collapsed

Instruments for levels equation

Standard

```
dum2007 dum2008 dum2009 dum2010 dum2011 dum2012 dum2013 dum2014 dum2015
```

dum2016

```
_cons
```

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.(dpge1harc789 dpgelirvr789 dpkurumlarv789)

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: $z = -3.31$ $\Pr > z = 0.001$

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 0.56 Pr > z = 0.578

Sargan test of overid. restrictions: $\chi^2(20) = 27.78$ Prob > $\chi^2 = 0.115$
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: $\chi^2(20) = 22.80$ Prob > $\chi^2 = 0.298$
(Robust, but weakened by many instruments.)

EK 6. Gelişmekte Olan Ülkelerde Değişkenlerin Uzun Dönem Etki Tabloları

Tablo 28: Gelişmekte Olan Ülkelerde Değişkenlerin Uzun Dönem Etkisi							
Değişken	Model	Uzun Dönem Etkiler					
Büyüme Toplu Etki	GOB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	.5630208	.2990911	1.88	0.060	-.0231869 1.149228
	GOP2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	.0430768	.1517878	0.28	0.777	-.2544217 .3405754
	GOM3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	-.0572593	.7711356	-0.07	0.941	-1.568657 1.454139
Önceki Büyüme	GOB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	.5282105	.3067052	1.72	0.085	-.0729207 1.129342
	GOP2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	.2937668	.2232022	1.32	0.188	-.1437015 .7312351
	GOM3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	1.251269	.4156558	3.01	0.003	.4365988 2.06594
Enflasyon	GOP2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	-.2506727	.0988382	-2.54	0.011	-.444392 -.0569534
	GOM3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	-.4772752	.2067919	-2.31	0.021	-.8825798 -.0719706
Tasarruf	GOB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	-.2088573	.1098336	-1.90	0.057	-.4241271 .0064126
	GOP2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	-.4208466	.2918878	-1.44	0.149	-.9929363 .151243
Yatırım	GOB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
		_n1_1	.2153077	.3414476	0.63	0.528	-.4539173 .8845327

Değişken	Model	Uzun Dönem Etkiler						
Sermaye Stoğu	GOB1	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
		_n1_1	.0283599	.0344346	0.82	0.410	-.0391306	.0958504
Faiz	GOP2	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
		_n1_1	.2937495	.1422702	2.06	0.039	.0149051	.572594
Genel Harcamalar	GOM3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
		_n1_1	.3059137	.2743505	1.12	0.265	-.2318033	.8436308
Kurumlar Vergisi	GOM3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
		_n1_1	-1.292421	.8293765	-1.56	0.119	-2.917969	.3331276
Gelir Vergisi	GOM3	buyume	Coefficient	Std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
		_n1_1	.8610362	.47721	1.80	0.071	-.0742781	1.796351

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı ve Soyadı : Tuğba DEMİRTAŞ

E-Posta Adresi :

İş Deneyimi :

Unvan	Görev Yeri	Yıl
Uzman	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası	2009-...
Uzman Yardımcısı	Halkbank Bölge Koordinatörlüğü	2008-2009
Müşteri Hizmetleri	Türkiye İş Bankası	2003

Akademik Bilgiler

Öğrenim Durumu:

Derece	Bölüm/Program	Üniversite	Yıl
3.91	İşletme (İngilizce)	Hacettepe Üniversitesi	2002-2007
3.94	İktisat / Ekonomi ve Mali Piyasalar Analizi (YL)	Ankara Üniversitesi	2014-2017
3.86	Maliye Bölümü (YL)	Ankara Üniversitesi	2015-2018
3.90	Maliye Bölümü (Dr)	Ankara Üniversitesi	2018-2023

Yayınlar:

2008 Krizlerinin Nedenleri Perspektifinde Maliye ve Para Politikalarının Sınırları, 2020, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi

Recommendations for Fiscal Policies in Light of the 2008 Crises Effects, 2020, European Congress on Economic Issues

Sektörel Tedbir ve Teşviklerin Üretim Faaliyetlerinde Toparlanmaya Katkısı 2017, TCMB Blog