TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN MINSKY PERSPEKTİFİNDEN DEĞERLENDİRİLMESİ

Hatice BOZKURT

DOKTORA TEZİ

ADANA / 2016

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN MINSKY PERSPEKTİFİNDEN DEĞERLENDİRİLMESİ

Hatice BOZKURT

Danışman: Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU
Jüri Üyesi: Prof. Dr. Altan ÇABUK
Jüri Üyesi: Prof.Dr. Murat DOĞANLAR
Jüri Üyesi: Prof.Dr. Fatih CİN
Jüri Üyesi: Prof. Dr. Süleyman DEĞİRMEN

DOKTORA TEZİ

ADANA / 2016

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne;

Bu çalışma, jürimiz tarafından İktisat Ana Bilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU
(Danışman)

Üye: Prof. Dr. Altan ÇABUK

Üye: Prof. Dr. Murat DOĞANLAR

Üye: Prof. Dr. M. Fatih CİN

Üye: Prof. Dr. Süleyman DEĞİRMEN

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

…/…/2016

Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
Enstitü Müdürü

NOT: Bu tezde kullanılan ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ETİK BEYANI

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde ve ortaya çıkan sonuçlarda herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim. 21 / 09 / 2016

İMZA

Hatice BOZKURT

ÖZET

TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN MINSKY PERSPEKTİFİNDEN DEĞERLENDİRİLMESİ

Hatice BOZKURT

Doktora Tezi, İktisat Ana Bilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU
Eylül 2016, 189 sayfa

Bu tez, küresel finans krizinin yeniden alevlendirdiği, ana akım iktisat politikalarının kapitalizmin doğurduğu sorunları çözme yetisine sahip olup olmadığı sorunsalının tartışıldığı heterodoks bir yaklaşıma sahiptir. Kapitalist sistem pratiği, neo-klasik iktisat politikalarının barındırdığı ideolojik çelişkiyi ortaya koymaktadır. Bu tez, ana akım iktisadi analizin katı çekirdek olarak nitelendirilen varsayımlarının yeniden sorgulandığı, devletin ekonomideki rolünün tartışıldığı ve modern kapitalizmin güdümlü kapitalizm olduğu iddiasının izlerinin sürüldüğü bir analiz içermektedir.

İktisat yazınında, kapitalist ekonomilerde yaşanan dalgalanmalar, kapitalizm ve dolayısıyla finans piyasaları geliştikçe finansal istikrarsızlıkla açıklanmaya başlanmıştır. Finansal piyasalarda yaşanan her istikrarsızlık krizle sonuçlanmaz ancak, istikrarsızlıklar ekonomik dalgalanma eğilimini ifade ederler. Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine göre, kapitalist bir ekonomide finansman-harcama ilişkisi, istikrarsızlığı artırmanın ötesinde, bizatihi istikrarsızlığın kaynağıdır. İktisadi konjonktürün genişleme döneminde, banka kredilerindeki artış ve finans dışı sektördeki borç birikimi bankaların kredi riskini ve bunun sonucunda finansal sektördeki kırılganlığı artırmaktadır. Finansal kırılganlık, istikrarsızlık yaratarak, finansal kriz riskini ve sistemik riski artırmaktadır. Ekonomik konjonktürün yükseliş aşaması, ekonomik aktörlerin iyimser beklentiler içerisinde borçlanma ve borç verme istekliliğinin arttığı bir ortamı oluşturmaktadır. Bu iyimser beklenti aşaması bir sonraki kırılganlık veya kriz döneminin tohumlarını atmış olmaktadır. Dolayısıyla Minskyen finansal istikrarsızlık yaklaşımına göre, finansal kriz esas olarak ekonominin iç dinamiklerinden kaynaklanan bir süreçtir.

Bu tezin amacı, Türkiye ekonomisindeki finansal istikrarsızlığın/kırılganlığın Minskyen finansal istikrarsızlık hipoteziyle açıklanmasıdır. Türkiye ekonomisi açısından

bakıldığında, Türkiye'nin finansal kriz yaşamış ülkeler arasında yer alması nedeniyle, ekonomik istikrarsızlık sorununu finansal piyasalar boyutuyla incelemenin ve dünya ekonomileriyle karşılaştırmalı analizinin yapılmasının faydalı olacağı düşünülmüştür. Bu kapsamda çalışmamızda iki ayrı analize yer verilmiştir. İlkinde, Türkiye ekonomisinde finansal istikrarsızlığın, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi kapsamında, varlığının tespit edilmesi amacıyla, VAR modeli 1998-2016 dönemi için tahmin edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, Türkiye ekonomisindeki istikrarsızlığın kaynağının incelenmesinde Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin açıklama gücünün yeterli olduğunu göstermiştir. İkinci analizde ise, finansal kırılganlığın veya krizlerin ortaya çıkma olasılığını ölçmek üzere geniş bir ülke yelpazesi üzerinden (toplam 23 ülke) panel probit model analizi yapılmıştır. Elde ettiğimiz sonuçlar bize, bu modelin ve açıklayıcı değişkenlerin finansal kırılganlığı yüksek ülkelerde kırılganlık veya kriz olasılığını açıklamak üzere kullanılmasının uygun olduğunu göstermektedir.

Anahtar kelimeler: Finansallaşma, finansal istikrarsızlık hipotezi, Minsky, finansal kırılganlık, VAR analizi, panel probit model.

ABSTRACT

EVALUATION OF FINANCIAL INSTABILITY FROM MINSKY PERSPECTIVE IN TURKISH ECONOMY

Hatice BOZKURT

Ph.D. Thesis, Department of Economics
Supervisor: Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU
September 2016, 189 pages

This thesis has a heterodox approach which discusses the question of whether the mainstream economic policy capable of solving the problem of capitalism that global financial crisis has rekindled. Capitalist system practice reveals the ideological contradiction of neo-classical economic policies. This thesis contains an analysis of the assumptions considered solid core of the mainstream economic analysis are questioned again, the state's role in the economy is discussed and the traces of argument that modern capitalism is driven capitalism is followed.

In the economic literature, fluctuations in the capitalist economy are began to explain by financial instability, when capitalism and hence financial markets evolved. Not every instability experienced in the financial markets results in a crisis, but instabilities express the economic fluctuation tendency. According to the Minsky's financial instability hypothesis, expenditure-financing relationship in a capitalist economy is a source of instability in itself, beyond the increasing instability. During the expansion of the economic conjuncture, increase in bank credits and accumulation of debt in non-financial sector increase the credit risk in the banking sector and the fragility of the financial sector. Financial fragility increases the risk of financial crisis and systemic risk by creating instability. The rising phase of the economic conjuncture constitutes an environment in which economic actors are increasingly willing to borrow and lend because of optimistic expectations. This optimistic phase of expectation is the seed of next fragility or crisis period. Therefore, according to Minskian financial instability hypothesis, financial crisis is mainly a process originating from the internal dynamics of the economy.

The aim of this thesis is to explain the financial instability/fragility of the Turkey’s economy with the Minskian financial instability hypothesis. When considered from the point of view of the Turkey’s economy, it was thought that it would be useful to examine financial instability problem in terms of financial markets and make a comparative analysis with the world economies because Turkey is among the countries that experienced financial crisis. In this context, our work has been included in two separate analysis. In the first analysis, in order to determine the existence of financial instability in Turkey's economy, in terms of Minsky’s financial instability hypothesis, VAR model has been estimated for 1998-2016 period. The obtained results have demonstrated sufficient explanatory power of Minsky's financial instability hypothesis to investigate the sources of instability in Turkey's economy. In the second analysis, to evaluate the probability of financial fragility or crisis, panel probit model analysis has been conducted over a wide range of countries (a total of 23 countries). The obtained results have demonstrated, this model of financial fragility and the explanatory variables are appropriate to use to describe the probability of fragility or crisis in countries which have high level of financial fragility.

Keywords: Financialization, financial instability theory, Minsky, financial fragility, VAR analysis, panel probit model.

ÖNSÖZ

Bu tez, önemli bilim insanlarının desteği ve katkıları sayesinde yazılmıştır. Tez yazım sürecinde bilgisinden, tecrübesinden, fikirlerinden, eserlerinden yararlandığım tüm değerli hocalarıma ve bilim insanlarına katkılarından ötürü minnettarım. Akademik hayatımın en zorlu dönemi olan doktora tez sürecinde benden hem bilimsel, hem de manevi desteğini ve emeğini hiç esirgemeyen çok değerli hocam sayın Prof. Dr. H. Mahir FİSUNOĞLU'na sonsuz teşekkürlerimi borç bilmekteyim. Doktora tez jürimde olan değerli hocalarım Prof. Dr. Altan Çabuk, Prof. Dr. M. Fatih CİN, Prof. Dr. Murat DOĞANLAR ve Prof. Dr. Süleyman DEĞİRMEN'e çok teşekkür ediyorum. Ayrıca zaman ayırarak tezimi inceleyen Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN'e çok teşekkür etmek istiyorum.

Doktora eğitimimin bu son aşamasında bana bilimsel olarak büyük katkıları olan ve manevi desteğini hep hissettiğim değerli meslektaşım, dostum Yrd.Doç.Dr. Selim ÇAKMAKLI'ya sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F'den çalışma arkadaşım Mehmet Fatih TIRAŞ'a en zor zamanlarımdaki desteğinden ve emeğinden ötürü çok teşekkür ederim.

Akademik maratonun en zorlu süreci olan doktora tez aşamasına bir tez, bir evlilik ve bir çocuk sığdırmak, hayatımın en büyük tecrübesi oldu. Bu dönemde beni sabrı, anlayışı ve emeğiyle hiç yalnız bırakmayan değerli eşime sonsuz teşekkür etmek isterim. Tezimi yazarken her an kıpırtılarıyla yanımda hissettiğim ve sabırla tezimin bitmesini bekleyen canım oğlum, Deniz'ime doğumuyla bana en büyük hediyeyi verdiği için çok teşekkür ederim. Hayat bana önce doktor, sonra da anne olmanın güzelliğini yaşattığın için sana minnettarım.

Doktor olma sürecimde teşekkürü hakettiğini düşünen herkese teşekkürler…

Hatice BOZKURT

Eylül 2016/ADANA

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET iv
ABSTRACT vi
ÖNSÖZ viii
TABLOLAR LİSTESİ xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ xv
EKLER LİSTESİ xvi

BÖLÜM I
GİRİŞ

1.1. Problem 1
1.2. Araştırmanın Amacı 2
1.3. Araştırmanın Önemi 3
1.4. Çalışmanın Planı 4

BÖLÜM II
FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK SORUNU

2.1. Finansal Sistemin Yapısı ve Temel Kavramlar 5
2.2. Finansal Gelişme ve Ekonomik İstikrarsızlık İlişkisi 8
2.3. Finansal İstikrar ve Finansal İstikrarsızlık 12
2.4. Finansal İstikrarsızlığı Oluşturan Koşullar 15
2.5. Sistemik Risk, Sistemik Olay ve Finansal Kırılganlık 18
2.6. Finansal İstikrarsızlığa Ulusal ve Uluslararası Ekonomi Politik Çözüm Arayışları 20

BÖLÜM III
FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK KAVRAMI ÜZERİNE TEORİK YAKLAŞIMLAR

3.1. Finansal İstikrarsızlığa Parasalcı Yaklaşım 26
3.2. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi 28
3.3. Asimetrik Enformasyon Yaklaşımı 32

3.3.1. Ters Seçim 34
3.3.2. Ahlaki Tehlike 35
3.3.3. Temsilcilik Sorunu 36
3.3.4. Kredi Tayınlaması 37
3.3.5. Özkaynak Tayınlaması 40

BÖLÜM IV
MINSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

4.1. Minsky'e Göre Kapitalist Bir Ekonominin Fiyat ve Kâr Yapısı 43
4.1.1. Üretim Malları Fiyatı ve Kâr 43
4.1.2. Makroekonomik Fiyat Düzeyi ve Devletin Modele Eklenmesi 45
4.1.3. Makroekonomik Fiyat Düzeyi Ve Dış Ticaretin Modele Eklenmesi 47
4.1.4. Makroekonomik Fiyat İlişkileri: Kardan Tüketim ve İşçi Tasarruflarının Modele Eklenmesi 48
4.2. Yatırımlar ve Finansmanı 51
4.2.1. Kapitalizmin Özellikleri ve İkili Fiyat Yapısı 52
4.2.2. Sermaye Varlık Fiyatları 53
4.2.3. Yatırımların Büyüklüğü ve Hızı 56
4.3. Finansal Yükümlülükler ve İstikrarsızlık 58
4.3.1. Nakit Akımlarının Sınıflandırılması 60
4.3.2. Üretimden Sağlanan Nakit Akımları ve Borçlar 61
4.3.3. Hedge (Güvenli), Spekülatif ve Ponzi Finansman 62
4.3.4. Güçlü Finansmandan Zayıf Finansmana Geçiş 63
4.3.5. Faizler ve İstikrarsızlık 65
4.4. Büyük Devlet Etkisi 66
4.4.1. Gelir ve İstihdam Etkisi 67
4.4.2. Bütçe Etkisi 67
4.4.3. Portföy Etkisi 69
4.5. Son Borç Veren Mercii İhtiyacı 70
4.6. Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin Düşünsel Temelleri 72
4.6.1. Marx'ın İkili Fiyat Düzeyi Analizi 72
4.6.2. Fisher'in Borç-Deflasyon Kuramı 73
4.6.3. Keynes'de Yatırım-Belirsizlik İlişkisi 75

4.6.4. Kalecki'de Bütçe Açıkları, Toplam Kârlar ve Artan Risk Prensibi 77

BÖLÜM V
FİNANSALLAŞMA KAVRAMI VE FİNANSAL YAPININ GENEL ÖZELLİKLERİ

5.1. Finansallaşma Kavramı 79
5.2. Dünya Ekonomisinde Finansallaşma Süreci ve Ekonomi Politik Değişimler 81
5.3. Türkiye Ekonomisinin Finansallaşma Süreci, Finansal Yapısının Genel Özellikleri ve Ekonomi Politik Değişimler 87
5.3.1. 1980 Öncesinde Türkiye Ekonomisinin Finansallaşma Süreci, Finansal Yapısının Genel Özellikleri ve Ekonomi Politik Değişimler 87
5.3.2. 1980 Sonrasında Türkiye Ekonomisinin Finansallaşma Süreci, Finansal Yapısının Genel Özellikleri ve Ekonomi Politik Değişimler 97

BÖLÜM VI
FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE UYGULANMASI

6.1. Türkiye Ekonomisinde Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin VAR Modeli İle Analiz Edilmesi 128
6.2. Finansal İstikrarsızlığın/Kırılganlığın Panel Probit Model İle Ülke Örnekleri Üzerinden Analiz Edilmesi 146

BÖLÜM VII
SONUÇ

7.1. Sonuç ve Öneriler 165

KAYNAKÇA 169
EKLER 184
EK 1: Makro İktisadi Değişkenlerin Yabancı Kökenli Sıcak Para Girişlerine Karşı Tepkileri (Fark alınmamış serilerle) 184

EK 2: Makro iktisadi Değişkenlerin Cari İşlemler Açığındaki Değişmelere Karşı Tepkileri (Fark alınmamış serilerle) 185
EK 3: Yabancı Kökenli Sıcak Paranın Aktarım Mekanizması (Fark alınmamış serilerle) 186
EK 4: Makro iktisadi Değişkenlerin Cari İşlemler Açığındaki Değişmelere Karşı Tepkileri (CABSA serisinin farkı alınarak yapılmıştır.) 187
ÖZGEÇMİŞ 188

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1. Gelişmiş Ülkelerde GSMH'nin Yüzdesi Olarak Kamu Harcamaları (%) ... 99
Tablo 2. Türkiye'de Kamu Harcamalarının GSMH İçindeki Payı (1924-2002) 100
Tablo 3. Temel Ekonomik Göstergeler (1991-2000) 104
Tablo 4. Özel Sektör Borçlanması (Milyon Dolar) 105
Tablo 5. Türkiye'de Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar) 106
Tablo 6. Türkiye Ekonomisi Temel Göstergeleri (2000-2013) 112
Tablo 7. Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcu(ABD Doları-Yüzde Dağılım) 113
Tablo 8. Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcunun Sektör Dağılımı (%) 114
Tablo 9. Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kısa Vadeli Kredi Borcu (Yüzde Dağılım) 115
Tablo 10. Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık Ve Yükümlülükleri (Milyon Dolar) 116
Tablo 11. Türkiye'de Finansal Kuruluşların Aktif Büyüklüğü (2015, milyar TL) ... 119
Tablo 12. Finansal Derinlik ve Aracılık Oranları (%), (2000-2013) 120
Tablo 13. Seçilmiş Ülkeler Sermaye Yeterlilik Rasyosu 125
Tablo 14. Seçilmiş Ülkeler Takipteki Alacaklar/Toplam Krediler 125
Tablo 15. Alt Gruplara Göre Takibe Dönüşüm Oranları (2002-2013) 126
Tablo 16. ADF Birim Kök Test Sonuçları 134
Tablo 17. PP ve KPSS Birim Kök Testleri 137
Tablo 18. Yabancı Kökenli Sıcak Para Akımları ile Makro İktisadi Değişkenler Arasında Granger Nedensellik Test Sonuçları 141
Tablo 19. Cari İşlemler Açığı ile Makro İktisadi Değişkenler Arasında Granger Nedensellik Test Sonuçları 143
Tablo 20. Panel Probit Modelinde Kullanılan Açıklayıcı Değişkenler 150
Tablo 21. Panel Probit Modelinde Kullanılan Açıklayıcı Değişkenlere İlişkin Teorik Beklentiler 152
Tablo 22. Tüm Ülkeler İçin Finansal Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları 153

Tablo 23. Tüm Ülkeler İçin Reel Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları 155
Tablo 24. Tüm Ülkeler İçin Hem Reel Hem Finansal Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları 157
Tablo 25. Finansal Kırılganlığı Yüksek Ülke Grubu İçin Finansal Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları 159
Tablo 26. Finansal Kırılganlığı Yüksek Ülke Grubu İçin Reel Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları 161
Tablo 27. Finansal Kırılganlığı Yüksek Ülke Grubu İçin Hem Finansal Hem Reel Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları 163

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1. Türkiye Ekonomisi'nde büyüme hızı - cari açık/GSYİH- doğrudan yabancı yatırımlar/GSYİH (1996-2014) 108
Şekil 2. Türkiye'de net sermaye hareketleri (2002-2015)..... 111
Şekil 3. Hanehalkı kredilerinin toplam krediler içindeki payı (%)..... 121
Şekil 4. Açık ekonomilerde post keynesyen finansal kırılganlık mekanizmasının işleyiş şeması..... 129
Şekil 5. Makro iktisadi değişkenlerin yabancı kökenli sıcak para girişlerine karşı tepkileri..... 140
Şekil 6. Makro iktisadi değişkenlerin cari işlemler açığındaki değişmelere karşı tepkileri..... 142
Şekil 7. Cari işlemler açığı (% GSYİH) ve GSYİH büyüme oranları arasındaki ilişki..... 144
Şekil 8. Yabancı kökenli sıcak paranın aktarım mekanizması..... 145

EKLER LİSTESİ

Sayfa

EK 1. Makro İktisadi Değişkenlerin Yabancı Kökenli Sıcak Para Girişlerine Karşı Tepkileri (Fark alınmamış serilerle) 184

EK 2. Makro iktisadi Değişkenlerin Cari İşlemler Açığındaki Değişmelere Karşı Tepkileri (Fark alınmamış serilerle) 185

EK 3. Yabancı Kökenli Sıcak Paranın Aktarım Mekanizması (Fark alınmamış serilerle) 186

EK 4. Makro iktisadi Değişkenlerin Cari İşlemler Açığındaki Değişmelere Karşı Tepkileri (CABSA serisinin farkı alınarak yapılmıştır.) 187

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1. Problem

Ekonomilerde yaşanan dalgalanmalar iktisat yazınının her daim ilgi alanında olmuştur. Ancak bu dalgalanmaları açıklamak üzere geliştirilen teoriler, finans kaynaklı istikrarsızlıkları açıklamak konusunda hem yetersiz kalmıştır, hem de teorik bakış açıları nedeniyle istikrarsızlıkların kaynağının finans kökenli olması düşüncesine uzak kalmışlardır. Ancak finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, ekonomilerin yaşadıkları dalgalanmalarla paralel hareket etmiştir. Özellikle finansallaşmanın artması ve ülke ekonomilerinde finansal derinleşmenin hız kazanmasıyla, istikrarsızlıkların kaynaklarının finans kökenli olgularda aranması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu amaçla literatürde heterodoks çalışmalar ön plana çıkmaya başlamıştır. Özellikle Keynes'i yeniden düşünmek ve yorumlamak ihtiyacı ile ortaya çıkan çalışmalar, Post-Keynesyen ekolün ayak seslerini oluşturmuştur. Post-Keynesyen gelenek içinde düşünebileceğimiz Minsky'nin çalışmaları da bu amaca hizmet etmektedir.

Finansal istikrarsızlık üzerine yapılan çalışmalarda sıklıkla bahsedilen "istikrarsızlık, kırılganlık ve kriz" gibi kavramların ayrıştırılarak tam olarak neyi ifade ettiklerini izah etmek önemlidir. Finans kökenli istikrarsızlıkların tanımlanması, finansal piyasaların yapısı göz ardı edilerek yapılamaz. Bu bağlamda, finansal istikrarsızlık kavramı finansal kırılganlık kavramı ile iç içe geçmiştir. Finansal kırılganlık olgusu kavramsal olarak finansal sistemin yapısına ait bir unsurken, kriz kavramı kırılgan finansal sistemlerin maruz kaldıkları dış şokların sonuçlarını ifade eden bir unsurdur. Finansal sistemin şoklara karşı duyarlılığını ifade eden kırılganlık ile yeterince büyük bir dışsal şoka maruz kalınca ortaya çıkan kriz kavramı birbirinden ayırt edilmelidir. Kırılgan bir ekonomi istikrarsız bir yapı sergiler ancak finansal piyasalarda yaşanan her istikrarsızlık krizle sonuçlanmaz. İstikrarsızlıklar ekonomik dalgalanma eğilimini ifade ederler. Finansal kırılganlığın artması, finansal istikrarsızlık sorununu ortaya çıkarır ve kırılganlığı artıran unsurlar yeterince büyükse krize giden süreç başlamış olur. Finansal istikrarsızlık olgusu, finansal krizleri doğuran sürecin tamamını kapsar.

Finansal istikrarsızlık sorunu, reel ekonominin performansı üzerinde dramatik negatif etkiler doğurmaktadır. Bu nedenle finansal istikrarsızlık sorunsalının kavranması,

öngörülebilir olması ve önlenebilmesi ekonomiler açısından önem arz etmektedir. Bu nedenle çalışmamızda finansal istikrarsızlık olgusu, istikrarsızlıkların kaynağını ortaya koymak amacıyla finansal unsurların reel ekonomi üzerindeki etkisini dışlamayan heterodoks bir yaklaşımla incelenmiştir.

Finansal istikrarsızlık olgusu, finansal piyasaların derinleşmesine paralel olarak yurtiçi piyasaların uluslararası finansal sisteme eklemlenmesi ve bu nedenle de iktisadi değişkenlerdeki değişimlere karşı daha duyarlı hale gelmesi nedeniyle dünya çapında artan bir iktisadi sorun haline gelmiştir. Türkiye ekonomisi de dünyada yaşanan bu gelişmelerden payını almış ve 1980 sonrası başlayan finansallaşma hareketi son yirmi-otuz yılda hız kazanmıştır. Bu nedenle Türkiye ekonomisine bu perspektiften bakan çalışmalara olan ihtiyacın arttığı düşünülmüştür. Bu çalışma bu amaca hizmet etmektedir.

Bu çalışmada, Minskyen finansal istikrarsızlık yaklaşımının teorik çerçevesinden hareketle, Türkiye ekonomisinin finansal kırılganlığının ölçülmesi olgusu ele alınacaktır. Türkiye ekonomisinde finansal derinleşmenin hız kazandığının düşünüldüğü dönem olan 1990 sonrası ele alınarak, Minskyen finansal istikrarsızlık yaklaşımının Türkiye ekonomisinin dinamikleri ile açıklanıp açıklanamayacağı VAR (vektör otoregresyon) modelleri kullanılarak test edilecektir. Ayrıca ekonomilerin finansal kırılganlık veya kriz yaşama olasılığını ölçmek üzere geniş bir ülke yelpazesi üzerinden (toplam 23 ülke) panel probit modeli kullanılarak karşılaştırmalı bir analiz daha yapılacaktır.

1.2. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, finansallaşma sürecinin giderek artan oranda ekonomileri etkisi altına aldığı koşullarda, ekonomik istikrarsızlıkların temel kaynağı olan finansal istikrarsızlıkları nedenleri ile ortaya koymak, Türkiye ekonomisinin yapısal dinamiklerini göz önüne alan bir yaklaşımla, finansal istikrarsızlık hipotezinin geçerliliğini analiz etmek ve finansal kırılganlıkların artarak oluşturduğu istikrarsız süreçlerin krize dönüşme olasılıklarını ülke ekonomileri üzerinden karşılaştırmalı bir analizle incelemektir.

Çalışmamızda, ana akım iktisat teorilerinin açıklama gücünün olmadığının düşünüldüğü, finansal unsurlarla reel unsurlar arasındaki etkileşimleri ortaya çıkarmak amacıyla heterodoks bir yöntem tercih edilmiştir. Heterodoks çalışmalar arasında

özellikle son yaşanan küresel finans krizinin ön plana çıkardığı Minskyen perspektif kullanılmıştır.

1.3. Araştırmanın Önemi

Bu çalışmada, kapitalist bir ekonomide istikrarsızlığın kaynakları, reel ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki ilişkiler ve Türkiye'de yaşanan ekonomik istikrarsızlıkların açıklanmasında Minskyen teorinin sunduğu çerçevenin kullanılabilirliği araştırılacaktır. Türkiye ekonomisinde meydana gelen finans kökenli ekonomik istikrarsızlıkların ekonominin içsel dinamikleriyle açıklanma gücü araştırılarak, alternatif bir analiz yöntemi sunulacaktır. Minskyen finansal istikrarsızlık hipotezi, çeşitli ekonomilerde görülen istikrarsızlık sorunun temel nedenini, finansal sistem nedeniyle yatırımcıların önemli ölçüde borçlanarak yatırım yapmaları olarak görmektedir. Minsky bu görüşünü, gelişmiş bir finansal sistemin bulunduğu gelişmiş ekonomilere ilişkin gözlemleri çerçevesinde ortaya koymuştur. Minsky sonrası finansal istikrarsızlık çalışmaları yapan Post-Keynesyen iktisatçılar ise, Minskyen analizi gelişmekte olan kapitalist ekonomiler üzerinde uygulamışlardır. Türkiye ekonomisinde de 1980-1989 ve 1998 dönüşümleriyle birlikte finansal sistemin giderek geliştiği ve derinlik kazandığı görülmektedir. Bu nedenle, Türkiye ekonomisi açısından finansal istikrarsızlık yaklaşımının, ekonomik istikrarsızlıkları belirli bir ölçüde açıklayabileceği düşünülmektedir.

Minskyen finansal istikrarsızlık yaklaşımına göre, kapitalist ekonominin iç dinamikleri ekonomik konjonktürün yükseliş aşamasında yatırımların finansman yapısı nedeniyle borç deflasyonu ve durgunluğa yol açacak mekanizmaları işletecektir. Bu çalışma, Minsky'nin analizinin Türkiye ekonomisinin dinamikleri ele alındığında ne ölçüde açıklayıcı olduğunu test etmek amacını gütmektedir. Ayrıca Türkiye ekonomisi ile birlikte, benzer ekonomik dinamiklere sahip ve ekonomik gelişmişlik düzeyi bakımından üstün ülkelerin de dâhil edildiği bir başka ekonomik analiz daha yapılarak, ekonomilerin istikrarsızlık veya krize sürüklenme olasılıkları test edilecektir. Böylece farklı ekonomik dinamiklere sahip ülke gruplarında ekonomik istikrarsızlığın izleri sürülecektir.

1.4. Çalışmanın Planı

Çalışmamız toplam yedi bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm giriş bölümüdür ve bu bölümde finansal istikrarsızlık olgusunun iktisat yazınında giderek artan ağırlığı ve Türkiye ekonomisi özelinde ele alınmasının gerekliliği vurgulanmış ve bu konunun incelenmesine duyulan gereksinim ifade edilmeye çalışılmıştır. Ayrıca, Türkiye ekonomisiyle birlikte farklı ekonomik dinamiklere sahip ülke gruplarının istikrarsızlığa sürüklenme dinamikleri ele alınarak karşılaştırmalı bir analiz yapılmış olmasının önemi izah edilmeye çalışılmıştır. İkinci bölümde finansal sistemin temel kavramları, finansal gelişme ve ekonomik istikrarsızlık ilişkisi, finansal istikrarsızlık olgusunu oluşturan unsurlar ve bu sorun için geliştirilen ekonomi politik çözüm arayışları ele alınmıştır. Üçüncü bölümde, finansal istikrarsızlık kavramı üzerine geliştirilen çeşitli teorik yaklaşımlar ele alınmıştır. Dördüncü bölümde Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi ve düşünsel temelleri anlatılmıştır. Beşinci bölüm, finansallaşma kavramının ve finansallaşmanın hem dünya hem de Türkiye ekonomisi özelinde geçirdiği aşamaların irdelendiği bölümdür. Altıncı bölüm finansal istikrarsızlık hipotezinin Türkiye ekonomisi üzerine yapılan uygulama ile test edilmesini içermektedir. Bu bölümde ayrıca dünya ekonomileriyle birlikte ele alınan Türkiye ekonomisinin karşılaştırmalı bir analizi de yer almaktadır. Yedinci bölüm ise finansal istikrarsızlık sorunu üzerine yapılan analizler neticesinde ulaşılan sonuç ve önerilerin yer aldığı bölümdür.

BÖLÜM II

FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK SORUNU

2.1. Finansal Sistemin Yapısı ve Temel Kavramlar

Bir ekonomide fon talep edenlerle fon arz edenler, fon akımını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallar bütünü finansal sistemi oluşturmaktadır (Tuncer, 1985, s. 3). Finansal sistem, ekonomideki fon arz ve talebini dengeleyen, fonları zaman, miktar, vade ve kişiler bakımından kullanılabilir duruma getirme fonksiyonunu gören bir sistemdir (Akdiş, 2000, s.5). Finansal piyasalar ise ekonomide tüketim fazlası olanların tasarruflarını, tüketim açığı olanların kullanımına sundukları piyasalardır. Finansal sistem genel olarak finansal piyasalar (tahvil ve bono piyasaları) ve finansal aracılardan (bankalar, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları) oluşur (Öçal ve Çolak, 1999, s. 19).

Bir finansal sistemin fon kaynağı yurtiçi tasarruflar ile ülkeye aktarılan yurtdışı tasarruflardan (dış borçlardan) oluşur. Sisteme giren bu fonlar, yine bireyler, şirketler ve kamuya sunulur. Dolayısıyla finansal sistemin tarafları en genel ifadeyle finansal hizmetleri kullananlar (fon talep edenler) ile bu hizmetleri sağlayanlar (fon arz edenler) olarak ikiye ayrılabilir (Uludağ ve Arıcan,1999, s. 118).

Finansal sistemin yapısı ve özellikleri ülkeden ülkeye değişmekle birlikte sistemin temel belirleyicileri şunlardır:

- Sisteme fon sağlayanlar (tasarruf sahipleri)
- Sistemden fon talep edenler (yatırım projesi sahipleri)
- Aracılık eden finansal kurumlar
- Fon transferinde kullanılan finansal araçlar
- Hukuki ve idari kurallar (Tuncer, 1985, s. 3-4).

Finansal piyasalar fon transferini doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki yoldan gerçekleştirirler. Doğrudan finansmanda borç alanlar menkul kıymetleri borç verenlere satarak fon sağlayabilmektedirler. Bu durumda borçlu olan ekonomik birimler borçlarını, gelecekte elde edecekleri gelirlerden ödemeyi taahhüt etmektedirler. Dolaylı finansmanda ise borç alanlarla borç verenler arasında yer alan aracı kurumlar vasıtasıyla

fon aktarımı gerçekleşmektedir. Her iki fon transferi yöntemi de finansal piyasaların borç vermek isteyenlerle alıcıların birbirlerini bulma olanağını sağlama işlevine işaret etmektedir (Öçal ve Çolak, 1999, s. 19-20).

Finansal kurumlar; bankalar, sigorta şirketleri, bankerler, tefeciler ve borsalar gibi çeşitli kurumları kapsar. Finansal araçlar ise, bozuk para, banknot, tahvil ve hisse senetleri gibi bilinen araçların yanı sıra swap gibi daha bütünsel araçların da bulunduğu geniş bir alanı içine alır (Parasız, 2001, s. 654).

Finansal fonların transferi finansal varlıklar aracılığı ile gerçekleşir. Finansal varlıklar fon fazlasına sahip ekonomik birimlerden toplanan fonların karlı yatırım yapacaklara, yatırım yapacakların riskini de yatırım girişiminde bulunanlara transfer etmek yoluyla ekonomiye hizmet sağlarlar.

Finansal piyasalar çeşitli yönleri ile farklı biçimlerde sınıflandırılabilir. Hizmet açısından finansal piyasalar, hizmet derecesine göre birincil, ikincil ve üçüncül olmak üzere bir ayrıma tabi tutulabilir. İlk kez piyasaya çıkarılan menkul değerlerin oluşturduğu piyasaya birincil, daha önce piyasaya çıkarılan yani tedavülde bulunan ve borsada işlem gören finansal varlıkların oluşturduğu piyasaya ikincil, tedavülde bulunan ancak borsa dışında aracı ile halk arasında oluşan menkul değerler ticaretine hizmet veren piyasaya da üçüncül piyasa denilmektedir. Finansal piyasalar kullanılan araçların süresine göre, para ve sermaye piyasaları olarak iki grupta incelenmektedir. Para piyasaları vadeleri bir yıl ya da daha kısa süreli menkul değerleri kapsarken, sermaye piyasaları daha uzun vadeli menkul değerleri kapsar. Biçimselliği açısından finansal piyasalar, resmi ve yasalarla belirlenmiş bir piyasa yerinin bulunup bulunmamasına göre organize ve organize olmayan finansal piyasalar olarak ikiye ayrılır (Yalta, 2011, s. 51-57). Fon kullanıcıları açısından finansal piyasalar; fon kullanan kişi ya da kurumların hane halkı, işletme ya da devlet olmasına göre konut kredileri piyasası, tüketim kredileri piyasası, tahvil piyasası, pay senedi piyasası ve devlet tahvilleri piyasası olarak gruplandırılabilir

Finansal sistemin düzenleyicisi olan hükümetler aynı zamanda bu sistemin müşterisi konumundadırlar. Sanayileşmesini tamamlamış gelişmiş ülkelerde bütçe açığı menkul kıymet satarak karşılanırken gelişmekte olan ülkelerde bütçe açığı genellikle bankalardan borçlanılarak kapatılır. Birçok gelişmekte olan ülkede hükümetler bir kredi kullanıcısıdır ve finansal sistemi harcamalarını fonlamak için kullanırlar. Aynı zamanda hükümetler devletin sahip olduğu banka ve diğer finansal kurumlar aracılığıyla kaynakların dağıtımında doğrudan etkili bir role sahip olmuşlardır. Para politikası

finansal sitemin aracılığı ile yürütüldüğünden, kamu kesiminin, ülkedeki yatırımların miktarı ve dağılımı üzerinde etkisi büyüktür (Uludağ ve Arıcan, 1999, s. 118).

İşletmeler bir diğer kredi kullanıcısıdır. Stoklarını finanse etmek için kısa vadeli, sermaye artırımı için ise uzun vadeli krediye ihtiyaç duymaktadırlar. Ayrıca finansal varlıkların önemli bir bölümünü ellerinde tutmaktadırlar. İş dünyası kamu ve özel kesim firmalarını içermektedir. Kamu kesimi genellikle sermaye yoğun işlerde faaliyet gösterdikleri için, gelişmekte olan ülkelerde imalat sanayinde faaliyet gösteren birçok büyük firma kamu mülkiyetindedir ve yatırımlarını ve iç ve dış piyasalardan borçlanmak suretiyle finanse ederler. Bazı büyük kurumlar ise gerek duydukları finansal hizmetleri kendileri karşılayabilirler ve hatta bazı finansal hizmetleri de arz edebilirler. Yani kendi hisse senetlerini, finansman bonolarını pazara sunarak, finansal piyasalara direkt bağlantı kurabilirler. Bu doğrudan finansman şekli gelişmekte olan ülkelerde çok az düzeydedir.

Hane halkları ise bireylerden ve küçük firmalardan müteşekkildir. Temel finansal ihtiyaçları ödeme hizmeti, tasarruf için likit varlıklar ve küçük çaplı tüketim kredileridir. Kendileri için gerekli yatırımı yaptıktan sonra artan kısmı ise uygun varlıklarla değerlendirmek isterler (Canbaş ve Doğukanlı, 1996, s. 111).

Finansal hizmeti sağlayan kurumlar ise; merkez bankası, mevduat ve kredi kurumları, emekli sandıkları ve sigorta şirketlerinden oluşan özel tasarruf kurumları, yatırım kurumları, hisse senedi pazarı, organize olmamış piyasalarda faaliyet gösteren kurumlar olarak sıralanabilir.

Merkez bankası yasal para birimini tedavüle sürme ve genellikle finansal sistemi denetlemenin yanında kamu kesimine ve diğer bankalara bankacılık hizmetleri sunma fonksiyonlarını yerine getirir. Farklı finansal kurumlar hem birbirlerinin tamamlayıcısı, hem de birbirlerinin rakibi olan finansal hizmetler sunarlar. Anlaşmalı tasarruf kurumları müşterilerinin uzun vadeli ihtiyaçlarını karşılayan likit olmayan tasarruf imkanı sunarlarken, mevduat toplayan kurumlar ise ödeme araçları ve likit aktiflere ilişkin kolaylıklar sunarlar. Ticari bankalar, piyasayı oluşturanlara ve piyasaya katılanlara ödeme araçları ve uygun krediler sağlayarak piyasaların işleyişini kolaylaştırırlar. Piyasalar ve farklı finansal kurumlar kıt kaynak konumundaki tasarruflar için farklı araçlar sunarlar.

Finansal sistemin temel amacı, fiyatlar düzeyinin yükselmesi gibi olumsuz sonuçları meydana getirmeyecek şekilde, ekonominin çeşitli sektörlerine maksimum

kaynak kullanımını sağlayacak fonların temin edilmesidir. Bu temel amaç bir anlamda, para politikasının aşağıdaki amaçlarını da içermektedir:

- İstikrarlı bir fiyatlar genel düzeyi,
- Elde edilebilir maksimum büyüme,
- Maksimum istihdam,
- Ödemeler dengesinin kurulması,
- Bireysel özgürlük ve karar verme açısından maksimum sınırlara ulaşılması (Parasız ve Yıldırım, 1994, s. 5).

2.2. Finansal Gelişme ve Ekonomik İstikrarsızlık İlişkisi

Finansal gelişme, finansal sistemin gerek büyüklük gerekse yapı itibariyle değişmesini ifade etmektedir. Öncülüğünü E.S. Shaw'ın yaptığı bu görüş, finans sistemindeki bu değişmeyi "finansal derinleşme" kavramı ile açıklamaktadır. Finansal derinleşme, finans sisteminin hangi ölçüde genişlediğini ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini göstermektedir. Buna göre, finans sistemi belli bir derinlik kazandığı zaman, mevduat ve kredilerin vadelerini birbirine eşitlemek suretiyle, piyasalara ilişkin bilgi toplama sürecinde ölçek ekonomilerinden yararlanarak ve riski dağıtarak işlem maliyetlerini en aza indirebilmektedir. Finansal aracılık faaliyetlerinden bu tür faydaların elde edilebilmesi için, finans sisteminin etkin bir şekilde çalışması gerekmektedir (Öçal ve Çolak, 1999, s. 272) .

Finansal derinleşme, para arzının gayri safi milli hasıla içindeki payını ifade eder. Finansal piyasaların derinleşmesi; ekonominin tasarruf kapasitesi, tasarruf sahiplerinin yatırım tercihleri, banka mevduatlarının getiri oranı ve ödeme araçlarının kullanımı gibi çeşitli faktörlerdeki değişmelerden etkilenmektedir. Finansal derinleşme düzeyinin yükselmesi, ülke genelindeki toplam tasarruf oranının ve bunun sonucu olarak finansal tasarrufların artmasına, düşük getirili fiziksel varlıklar şeklinde yapılan tasarrufların finansal varlıklara dönüştürülmesine ve fonların yüksek riskli organize olmamış para piyasalarından organize olmuş piyasalara kaymasına bağlıdır. Diğer taraftan, ülke ekonomisinin parasallaşma düzeyi ile finansal sistemin organizasyonu da finansal piyasaların derinlik kazanmasında etkili olmaktadır (Saltoğlu, 1998, s. 37).

Finansal gelişme hakkındaki iktisat yazını incelendiğinde, gelişmenin bir diğer ayağı olan finansal liberalizasyona ilişkin üç kuramsal yaklaşımın öne çıktığı

görülmektedir. Bunlar Mc.Kinnon-Shaw Yaklaşımı, Yeni Yapısalcı Yaklaşım ve Yeni Keynesyen Yaklaşım'dır.

Mc.Kinnon-Shaw Yaklaşımı'na göre, gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar kamu otoriteleri tarafından baskı altında bulundurulmakta ve faiz oranları idari nitelikteki kararlarla piyasada oluşabilecek düzeyin altında tutularak birtakım kredi tayınlamalarına gidilmektedir. Bu ülkelerde kalkınmayı sınırlayan temel faktör karlı yatırım alanlarının bulunmaması değil, tasarrufların ve yatırılabilir fonların yetersizliğidir. Söz konusu ülkeler finansal liberalizasyon sürecine girdiklerinde ise, serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf-yatırım dengesini sağlayan önemli bir değişken haline gelecek ve böylece finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge niteliğini kazanacaktır. Faiz oranlarının yükselmesi tasarrufları artırarak yatırıma dönüştürülebilecek kaynakların çoğalmasını sağlayacak ve böylece ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Diğer taraftan tasarrufların artması tüketimi daraltarak enflasyonist baskıların ortadan kalkmasını sağlayacaktır. Dahası faiz oranlarının yükselmesi daha önce üretken olmayan yatırımları karlı olmaktan çıkaracağı için, tasarruflar daha üretken alanlara yönelecek ve kaynak dağılımında etkinlik sağlanacaktır. Finansal liberalizasyon mali piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açarak finansal derinleşmeyi artıracak, buna bağlı olarak da finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır (Gemech ve Struthers, 2010, s.2-3).

Yeni Yapısalcı Yaklaşım'a göre gelişmekte olan ülkelerde piyasa biçimleri mark-up fiyatlama esasına dayandığı için faiz maliyetlerinin işletme sermayesi maliyetlerine dahil edilmesi gerekmektedir. Finansal liberalizasyon sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile üretim maliyetleri artmakta ve bu artış mark-up fiyatlama yoluyla fiyatlara yansıtılmaktadır. Yani finansal liberalizasyon, faiz oranlarının yükselmesine yol açarak enflasyonu hızlandırıcı bir etki doğurmaktadır. Bu yaklaşıma göre gelişmekte olan ülkelerde resmi mali piyasaların yanı sıra örgütlenmemiş para piyasaları da fon arz ve talebi sürecinde rol oynamaktadır. Dolayısıyla finansal liberalizasyon sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile örgütlenmemiş para piyasasından bankacılık sistemine bir fon akışı meydana gelecektir. Bankacılık sisteminde var olan kanuni karşılık tutma zorunluluğu, hem resmi mali piyasalarda, hem de örgütlenmemiş para piyasasındaki fonların yer değiştirmesi nedeniyle bu piyasada yatırıma dönüştürülebilir kaynakların azalmasına neden olacaktır. Nihai sonuç yatırımların gerilemesi, dolayısıyla büyüme hızının düşmesidir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002, s. 4).

Yeni Keynesyen Yaklaşım'a göre ise finansal liberalizasyon her zaman tasarrufları ve yatırımları artırarak büyümeyi hızlandırıcı ve enflasyonu düşürücü etki yapmamaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarsızlık sorunu önemli boyutlarda yaşanmaktadır. Yeni Keynesyen Yaklaşım'a göre gelişmiş ülkelerde görülen finansal kırılganlık bu ülkelerin iki farklı finans sisteminde de değişik etkilere neden olmaktadır. Sermaye piyasasına dayanan finans sisteminde yatırımların finansmanı büyük ölçüde ikincil menkul kıymetler piyasasındaki dalgalanmalara karşı duyarlı olacaktır. Çünkü bu piyasalarda firmalar kendi finansman ihtiyaçları için menkul kıymet ihraç etmektedirler. Öte yandan krediye dayanan bir finans sisteminde ise, firmalar yatırımlardaki artış nedeniyle borçluluk düzeylerini yükseltmek isteyeceklerdir. Bu nedenle, finansal istikrarın sağlanabilmesi için istikrarlı bir faiz oranı büyük önem taşımaktadır. Finansal liberalizasyon, faiz oranlarını yükselteceği için finansal istikrarın oluşmasına katkıda bulunmayacaktır (Öçal ve Çolak, 1999, s. 276).

Yeni Keynesyenler ayrıca belirsizlik nedeniyle farklı sektörlerdeki iktisadi karar birimlerinin aynı bilgiye ulaşmak için farklı maliyetlerle karşılaşmalarına ilişkin tespitleri çerçevesinde neoklasik iktisadın, bilginin dışsal olduğu ve ekonominin içinde mükemmel ve maliyetsiz bir dağılıma sahip olduğu ve dolayısıyla piyasada Pareto Etkinliğinin gerçekleşeceğine ilişkin görüşlerini de reddetmektedirler. Üstelik, finansal piyasalardaki belirsizliğin piyasanın arz ve talep yönünde de simetrik olmadığını öne sürmektedirler. Asimetrik bilgi olarak tanımlanan bu durum, finansal piyasalar üzerinde, hatalı seçim ve ahlaki risk olarak adlandırılan temel iki soruna neden olmaktadır. Ahlaki riskin gerçekleşmesi ise, bankaların aktif yapısının giderek bozulmasına ve finansal kırılganlığın artmasına neden olmaktadır (Pekkaya ve Tosuner, 2008, s. 11-12).

II. Dünya Savaşı sonrası dünya ekonomisindeki gelişmeler finansal piyasalardaki değişime de kaynaklık etmiştir. Değişim temelde finansal piyasaların fon, kaynak ve kullanım yapısı üzerinde olmuş ve bu durum piyasada yer alan finansal kurumlar ile bu kurumların işlem yaptığı finansal araçların sayısı ve niteliği üzerinde de önemli değişmelere gidilmesine neden olmuştur. Değişim süreci birdenbire olmadığı gibi, süreklilik de göstermemiş, kesintili bir seyir izlemiştir. Finansal piyasalar savaş sonrası ilk keskin dönüşümü 1973 Petrol Krizi ile birlikte yaşamış, 1980 yılında dış borç geri ödemelerinin yapılamamasının yarattığı ikinci bir dalgalanma ortaya çıkmıştır. 1990'lı yıllara gelindiğinde ise bankalar üç farklı şiddette dalgalanmaya maruz almıştır. Bunlardan birincisi SSCB'nin yıkılması sonrasında Doğu Avrupa ülkelerinden gelen

yoğun fon talebi, ikincisi ise 1994 yılında yaşanılan Meksika kaynaklı Tekila Krizi'dir. Bankaları bekleyen çok daha önemli boyuttaki üçüncü darbe ise, 1997 yılında başlayıp 1999 yılında etkisini gösterecek olan Güneydoğu Asya ülkelerinin içine düştükleri, Rusya Federasyonu ve yavaş yavaş Latin Amerika ülkelerini de etkisi altına alan dalgalanmadır (Obstfeld, 1998, s. 26-27). Son olarak 2007 yılında ilk semptomlarını gösteren ve 2008'de patlak veren küresel finans krizi finansal piyasaların yaşadığı en geniş çaplı sarsıntı olarak tarihte yerini almıştır.

1980'li yıllar ile birlikte dünya ekonomisinde ortaya çıkan değişim bir taraftan ülkeleri birbirine yaklaştırırken, bir taraftan da kapitalizmin egemen sistem haline geldiği bir dönemi beraberinde getirmiştir.

Finansal piyasalardaki dönüşüm, piyasaların rekabete açılması ile birlikte anlamlılık kazanmıştır. Çünkü dışa kapalı, rekabetin farklı nedenlerle mümkün olmadığı finansal sistemler derinliği olmayan piyasalardır.

İktisadi faaliyetleri azaltan ve etkinliğini düşüren gelişmelerin başlangıcında ortaya çıkan belirtileri;

- Faiz oranlarındaki yükseliş,
- Belirsizliğin artması,
- Menkul kıymet piyasasının firma ve banka bilançoları üzerine etkisi,
- Bankacılık sektöründe panik, şeklinde sınıflandırabiliriz.

Faiz oranlarındaki artışın yanı sıra ortaya çıkan belirsizlikler finansal ve finansal olmayan kurumların istikrarını olumsuz yönde etkiler. Bu da ülkede iktisadi durgunluğa, politik istikrarsızlığa ve menkul kıymetler borsasında önemli düşüşler yaşanmasına neden olur. Bilançolardaki aşınma finansal piyasalarda yer alan firmalar, özellikle de bankalar açısından ters seçim ve etik problemlere kaynaklık eder. Bu noktadan sonra da finansal piyasalar, reel sektördeki gelişmelere bağlı hale gelir. Reel ve finansal sektör arasındaki karşılıklı bağımlılık faiz oranlarının ve sorunlu kredilerin artmasına neden olur. Bu durum sorunu finansal kriz boyutuna taşır. Böylece kırılganlık düzeyi yüksek bankalara yönelik mevduat sahiplerinin paniği kaçınılmaz olmuştur. Başlangıçta sektöre yönelik korkusu olmayan tasarruf sahibi de panik havasına kapılacaktır. Dolayısıyla kendi kendini besleyen bir panik ortamı yaratılmış olacaktır. Yaratılan panik havası finansal krize girmiş birçok ülkede benzer etkiler doğurmuş,

“domino etkisi” yaklaşımının finansal krizler üzerindeki geçerliliği tartışılmaz olmuştur (Öçal ve Çolak, 1999, s. 287-288).

2.3. Finansal İstikrar ve Finansal İstikrarsızlık

İktisat yazını incelendiğinde, finansal istikrar kavramını tanımlamaya ve istikrar durumunu değerlendirmeye yönelik, henüz yaygın bir şekilde kabul görmüş model ve analitik bir çerçevenin bulunmadığı görülmektedir (Schinasi, 2004, s. 11-12).

Bir ekonomide; piyasalar, altyapı ve kurumlar finansal sistemi oluşturmaktadır. Finansal istikrar ise birbirleriyle sıkı ilişki içinde bulunan bu unsurlar arasındaki bağlantının düzgün işlemesi anlamına gelmektedir. Diğer yandan, finansal istikrar sadece finansal krizlerin olmamasını ifade etmez, iyi ve istikrarlı işleyen bir finansal sistemde kendi kendini düzeltici bir yapının parçası olarak; sağlamlığı, esnekliği sağlayan ve sistemdeki riskin büyümesini önleyen bir piyasa disiplini mekanizması olarak da ortaya çıkar. Finansal istikrarın tanımlanmasında dikkat edilmesi gereken bir diğer husus da, finansal istikrarın reel ekonomi için potansiyel sonuçları açısından ifade edilmesidir. Eğer ekonomik aktivite büyük oranda etkilenmiyorsa, finansal piyasalardaki ya da finansal kuruluşlardaki karışıklık finansal istikrar için tehdit olarak görülmemektedir. Finansal istikrarın devamlılığı ve değişmezliği prensibi ise, finansal istikrardan söz edebilmenin en temel koşuludur. Devamlılıktan kastedilen, finansal sistem istikrarın ufak tefek dalgalanmalar yaşasa da sağlamlığını ve olası risk durumları karşısında direncini koruyabilme yeteneğidir (Özcan, 2006, s. 6-7).

Çalışmanın bu kısmında, iktisat yazınında öne çıkardıkları özellikler bakımından farklılık gösteren finansal istikrar tanımlamalarına yer verilecektir.

Schinasi (2004), finansal piyasalara aktarılan kaynakların reel sektöre etkin bir şekilde tahsis edilmesi üzerinde durmakta ve kaynakları tasarruf sahibi olan iktisadi karar birimleriyle, yatırım fırsatlarını değerlendirmek isteyen iktisadi karar birimleri arasında etkin bir şekilde tahsis eden finansal sistemleri istikrarlı finansal sistemler olarak tanımlamaktadırlar.

Başka bir finansal istikrar tanımı, finansal piyasaların bünyesinde istikrarın sağlanmasına ve krizlere karşı koyma yeteneğine odaklanmaktadır. G-10 (2001) finansal istikrar kavramını, finansal krizler ortaya çıkmadan önce finansal istikrarsızlık yaratan problemlerin temizlenmesi ve krizlere karşı koyma yeteneğinin sağlanması biçiminde tanımlamaktadır. Padoa-Schioppa (2002) ise, finansal istikrara ilişkin

tanımını; katlanarak artan maliyetler olmaksızın finansal sistemin şoklara dayanabilme gücü olarak ortaya koymuştur.

Bir diğer finansal istikrar tanımı, finansal piyasaların yapısına ve bu yapıyı oluşturan unsurların istikrarına odaklanmaktadır. Crockett (1997a) finansal istikrar kavramını tanımlarken, finansal piyasaların ve bu piyasalarda etkinlikte bulunan önemli finansal kurumların istikrarından söz etmektedir.

Finansal istikrarın bir başka tanımında ise, konuya parasal istikrar ve varlık fiyatlarının istikrarı açısından yaklaşılmaktadır. Foot (2003), Caruana (2005) ve Kregel (1997) parasal dalgalanmaların yaşanmadığı sistemlerde varlık fiyatlarının istikrarlı bir şekilde hareket edeceğini belirtmekte ve bu özellikleri gösteren finansal sistemlerin kendisine duyulan güveni koruyarak, finansal istikrarı sağlayacağını savunmaktadır.

Large (2003) ise, finansal istikrar kavramını finansal sisteme duyulan güvenin sürdürülmesi biçiminde tanımlamaktadır.

Hauben, Kakes ve Schinasi (2004) ise, finansal istikrarı tanımlamaya yönelik bütün yaklaşımları kapsayan bir finansal istikrar tanımı yapmıştır. Hauben vd.'ne göre, finansal istikrar kavramı, kaynakların etkin bir şekilde dağılımı, başarılı risk yönetimi ve şokları emebilme yeteneğini yansıtmaktadır. Bununla birlikte, finansal istikrar kavramı, sadece kaynakların etkin dağılımı, vadelerin dönüştürülmesi, risk unsurlarının çeşitlendirilerek dağıtılması ve tasarrufların harekete geçirilmesi rolünü değil, aynı zamanda paranın özelliklerine ilişkin görevlerini de yerine getirmesini içermektedir. Bu yaklaşım çerçevesinde finansal istikrar, istikrarsızlık tehdidi ortaya çıkmadan önce, finansal dengesizliklerin sınırlanmasını da kapsamaktadır.

Finansal istikrar kavramının tanımlanmasında yaşanan zorluklar ve reel anlamda finansal istikrardan çok finansal istikrarsızlık durumunun söz konusu olması nedeniyle iktisat yazınında finansal istikrardan ziyade finansal istikrarsızlık kavramının tanımlanması tercih edilir olmuştur. Finansal istikrarın bulunmadığı durumu ifade eden finansal istikrarsızlık olgusunun tanımlanması da, tıpkı finansal istikrar tanımlamalarında olduğu gibi kendi içinde zorluklar taşımakta ve bu nedenle iktisat yazınında çeşitli finansal istikrarsızlık tanımlamalarına başvurulmasına yol açmaktadır.

Finansal istikrarsızlık kavramını, finansal kriz riskinin yükselmesi biçiminde değerlendiren çalışmalara örnek teşkil etmek üzere, Davis (2003)'in çalışması incelenebilir. Davis finansal istikrarsızlığı, finansal krizlerden önce ortaya çıkan olumsuz makroekonomik koşulların finansal kriz riskini derinleştirmesi biçiminde tanımlamaktadır.

Finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunların reel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerine odaklanan finansal istikrarsızlık tanımlamalarına ise Mishkin (1997), Chant (2003) ve Haldane, Hoggarth, Saporta ve Sinclair (2005)'in çalışmaları örnek gösterilebilir. Yazarlar çalışmalarında finansal piyasalarda başlayan ve reel ekonomik etkinliklere zarar veren olayları, finansal istikrarsızlık olarak göstermektedirler. Ayrıca, Bernanke ve Getrler (1990), Crockett (1997b), Eichengreen (2004) ve Moenjak, Imudom ve Vimolchalao (2004) gibi yazarlar ise, finansal istikrarsızlık kavramını, varlık fiyatlarındaki dalgalanmalardan veya finansal kurumların yükümlülüklerini yerine getirememesinden dolayı, ekonomik performansın bozulmasına neden olan ve piyasa katılımcıları üzerinde baskı yaratan bir durum olarak tanımlamışlardır. Ferguson (2003) ise finansal istikrarsızlık kavramını, reel ekonomik etkinliklere zarar verme olasılığı bulunan finansal piyasa başarısızlıkları olarak tanımlamaktadır. Finansal sistemin işleyişindeki etkinsizlikler ya da şoklar sebebiyle sistemdeki istikrarsızlıklardan dolayı optimal tasarruf yatırım planından sapmaların artabilmesi ifadesi ise Herrero ve Rio (2003) tarafından finansal istikrarsızlığın tanımı olarak ortaya konulmaktadır.

Tanımlarda kullanılan bir başka yol da, finansal istikrarsızlığa sebep olan krizlere odaklanmak olmuştur. Mishkin (1996)'e göre finansal kriz, ters seçim ve ahlaki riski daha derinleştiren ve finansal piyasaları karıştırıcı etkiye sahip olan bir durumu ifade etmekte; böyle bir durumun oluşması halinde finansal piyasalar kaynakların verimli yatırım olanaklarına etkin bir şekilde aktarılabilmesini olanaksızlaştırmaktadır.

Farklı bir finansal kriz tanımı da Bordo, Dueker ve Wheelock (2000) tarafından yapılmıştır. Tanıma göre finansal kriz, kuruluşların yeterli likidite sağlayamayacaklarını idrak etmeleri nedeniyle nakde hücum etmeleridir.

Sözü edilen finansal istikrarsızlık tanımları toplu olarak değerlendirildiğinde, finansal istikrarsızlık bulgularına ulaşılmaktadır. Buna göre, fiyatlardaki oynaklık, finansal kuruluşlardaki sıkıntılar ve çıktı performansındaki olumsuz gelişmeler ekonomide olası bir finansal istikrarsızlık sinyali taşımaktadır (Özcan, 2006, s. 13).

Finansal istikrarsızlıktan finansal istikrara giden süreçte finansal istikrar, finansal kırılganlık, dalgalanma ve finansal kriz aşamaları arasındaki geçişlerin saptanması, finansal piyasaların gittikçe karmaşıklaşan yapısı nedeniyle, imkânsızlaşmaktadır. Gelinen noktada istikrar ve istikrarsızlık girift bir hal almış, hangi durumun finansal istikrar, hangi durumun finansal istikrarsızlık olduğu dahi saptanamaz duruma gelmiştir.

Hakim iktisat yazını, istikrardan istikrarsızlığa dönüşen süreci kapitalizmin içsel problemi olarak değerlendirmemekte, istikrar ve istikrarsızlık durumlarını birbirlerinden tamamen ayırarak ele almaktadır. Oysa finansal istikrarsızlık, istikrarın sağlandığı düşünülen bir dönemde kapitalizmin doğasında var olan dinamiklerle kaçınılmaz olarak ortaya çıkan bir durumdur. Minsky (1980)'nin de belirttiği gibi, kapitalizmde finansal istikrardan istikrarsız bir yapıya geçişin nedeni, kapitalist sistemin doğasında aranmalıdır. Minsky, kapitalizmde istikrarsızlığın nedeninin finansal sisteme özgü niteliklerden kaynaklandığını vurgulamaktadır. Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, kapitalizmde finansal istikrarsızlık ve krizlerin sisteme dışsal değil, aksine içsel olduğunu ortaya koymaktadır. Ona göre, doğası gereği istikrarsız olan kapitalist sistem, finansal yapıdaki değişimlere bağlı olarak, sürdürülemez genişlemeler ve daralmalar yaratmakta ve kaçınılmaz bir biçimde istikrarlı bir durumdan istikrarsızlığa sürüklenmektedir.

2.4. Finansal İstikrarsızlığı Oluşturan Koşullar

Finansal sistemin yapısı ve işleyiş dinamikleri, finansal istikrarsızlık nedenlerinin ortaya konulmasında temel bir referans çerçevesi sunmaktadır. Finansal istikrarsızlık söz konusu olduğunda, ülkelerin makro ekonomik durumu yanında, finansal piyasaların, kurumların ve finansal altyapının yapısı, işlerliği ve zaman içinde meydana gelen dönüşümü finansal istikrarsızlığa neden olan faktörlerin belirlenmesinde öncülük yapmaktadır.

Mishkin (1996) çalışmasında, gelişmiş ekonomilerde, finansal sistemin kurumsal yapısı söz konusu olduğunda iki temel özellikten bahsedilebileceğinden söz etmektedir. İlk olarak, söz konusu ekonomiler güçlü paralara sahip olduklarından borç sözleşmeleri ulusal para ile yapılır. İkincisi, bu ülkelerde enflasyon ılımlı bir seyir izlediğinden borç sözleşmeleri uzun vadelidir. Gelişmekte olan ülkelerin finansal sisteminde ise, yüksek oranlı ve yerleşik enflasyonun hüküm sürdüğü makroekonomik koşullara bağlı olarak borçlanma süreleri kısa, risk primi yüksektir. Ayrıca sözleşmeler yabancı para ile yapılmaktadır. Genişletici para politikaları da bu duruma katkı yapmaktadır.

Mishkin (1999)'e göre ise finansal istikrarsızlığın temel nedeni, finansal sistemin düzgün çalışmasını sağlayan bilgi akışlarının dış şoklar nedeniyle işlememesi ve asimetrik enformasyon ve ters seçim (adverse selection) sorunlarının ortaya çıkmasıdır.

Mishkin finansal istikrarsızlığı başlatan dört temel faktörden söz etmektedir:

- Finansal piyasalarda önemli bir yeri olan bankaların riskli krediler nedeniyle bilançolarındaki bozulma ve banka kredilerinin hızla büyümesi, finansal istikrarsızlığın başlangıç aşamalarında gözlenmektedir.
- Buna bağlı olarak oluşan kriz, beraberinde kredi tayınlaması ve faiz oranlarında artışı getirir. Faiz oranlarındaki yükselme ile fonlar kredi tayınlamasına bağlı olarak hem yüksek faizli ve riskli kredi taleplerini karşılamaya yönelir, hem de banka bilançolarını bozarak finansal istikrarsızlığa katkıda bulunur.
- Finansal piyasalarda artan belirsizlik hem asimetrik enformasyon, hem de ters seçim sorunlarını artırır ve yatırımlarda, toplam iktisadi faaliyet hacminde azalmalar meydana gelir.
- Tüm bunların yanında finansal olmayan firmaların net varlıklarının azalarak bilançolarının bozulması ve hisse senedi piyasalarındaki çöküş, ters seçim ve ahlaki risk (moral hazard) sorunlarının ağırlaşmasına neden olur.

Bossone ve Promisel (1998), finansal kurumlardaki yetersiz risk yönetimi ile, yüksek şirket borçluluklarını istikrarsızlığın iki önemli ayağı olarak nitelendirir. Ayrıca eksik enformasyon nedeniyle piyasalar firmalar hakkındaki gerçek bilgiye zamanında ulaşamayabilir. Bu koşullar piyasada kredi tayınlaması sorunuyla sonuçlanabilir.

Brousseau ve Detken (2001), finansal istikrarsızlıkları açıklamada iki ayrı yöntem izlerler. İlkine göre, krizler psikolojik paniklerle veya kendini doğrulayan tahmin ve kehanetlerle açıklanır ki bu durumda," piyasada dolaşan her hangi bir bilgi, şayet piyasa oyuncuları tarafından o bilginin *etkili bir bilgi olduğu* şeklinde yorumlanmışsa, artık etkili bir bilgi haline gelir" şeklinde özetlenebilen "güneş lekesi" dinamikleri teorisinin alanına girmiş oluruz. Bu yaklaşıma göre, banka varlıkları yükümlülüklerine oranla daha az likit olma özelliğini haizdirler. Bankalar ile müşterileri arasında çoklu dengeye dayalı ilişkiler söz konusudur. Güven ortamı sağlandığı sürece etkin risk paylaşımı gerçekleşir. Ancak güvensizlik ortamı piyasaya hakimse, bankacılık panikleri başlayacak ve bankaya hücum gerçekleşecektir. İkincisine göre ise, krizler finansal sürtüşme sonucu ortaya çıkan durgunluklar tarafından tetiklenir ki, bu da iş çevrimleri yaklaşımıdır. Bu yaklaşıma göre, finansal istikrarsızlık dışsal şoklar yoluyla

ortaya çıkmaz, ekonomik ve finansal sistemlerde çevrimsel genişleme aşaması zirveye yaklaştıkça ortaya çıkan içsel gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkar.

Bordo ve Wheelock (1998), finansal istikrarsızlık olgusunun ortaya çıkmasına parasal ve parasal olmayan koşullar ileri sürerek açıklama getirirler. Parasalcı yaklaşım, para miktarının azalmasına neden olan bankacılık krizleri üzerinde durur. Bankaların mudilerin gözünde mevduatların likiditesi konusunda yetersizliğe düşmesi ihtimali bankaların kredibilitesini düşürerek, paniklere yol açar. Bu durum para stokunun daraltılması ve nihayetinde bankaların çökmesi ile sonuçlanır. Parasal olmayan yaklaşım ise, finansal istikrarsızlıkları iş çevrimlerinin dönüm noktalarıyla açıklamaya çalışır. Buna göre ekonomik canlanmada yaşanan aşırı ivmelenme kaçınılmaz olarak ekonomik daralma, finansal istikrarsızlık ve krizle sonuçlanacaktır. Ekonomik konjonktürün yükseldiği dönemlerde karlılık fırsatları artacağı için daha fazla yatırım ve sermaye kazancı ile ilgili spekülasyon teşvik edilir. Genellikle yatırımlar borçla finanse edildiğinden mevduatlar ve para arzı artar, fiyatlar yükselir. Artan fiyatlar mevcut borçların reel değerinde düşüş etkisi doğurur ve bu durum borçlanmayı cazip hale getirerek daha da artırır. Bu süreç bireylerin, firma ya da bankaların nakit akışında yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini anlamaya başlamasına dek devam eder. Bu noktadan sonra finansal sistemde krizlere karşı eğilim artar.

G-10 (1997) raporunda, finansal istikrarsızlığın nedenlerini kırılganlığın makroekonomik kaynakları ve kırılganlığın sektör bazlı kaynakları olarak iki kısımda incelemiştir. Kırılganlığın makroekonomik kaynaklarını; yüksek ve değişken enflasyon oranları, ekonomik faaliyetteki çıkış ve inişler, sürdürülemez mali ve dışsal pozisyonlar, liberalleşme uygulamaları ve makroekonomik politika araçlarının belirlenmesindeki başarısızlıklar oluşturmaktadır. Kırılganlığın sektör bazlı kaynakları ise, finansal kurumların idare ve yönetimindeki zaafları piyasa altyapısı ve piyasa disiplinindeki eksiklikler, sektöre yönelik denetim ve düzenleme yetersizlikleridir.

Uluslararası sermaye hareketlerindeki yoğunluğun spekülatif niteliğinin finansal istikrarsızlığa yol açtığı değerlendirmesi ise, istikrarsızlık nedenlerinin ortaya konulmasında sıklıkla başvurulan bir yoldur. Finans piyasalarındaki küresel bütünleşme; fiyat, faiz ve döviz kurlarında meydana gelen küçük çaplı değişmeler ya da değişme beklentilerine bağlı olarak yatırımcıların yeni bir portföy kompozisyonu oluşturabilmelerine neden olmakta ve yüksek miktarlarda para ülkeler arasında yer değiştirebilmektedir. Bu şekilde meydana gelen arz-talep dalgalanmaları ise istikrarsızlığa yol açmakta ve ülkeden sermaye çıkışına neden olmaktadır. Bu durum

reel ekonomiyi etkileyerek, sermayenin üretim ve birikim sürecinde değerlendirilmesi olanaklarını ortadan kaldırmaktadır.

Minsky ise, finansal sistem ve finansal ilişkileri konjonktürel dalgalanmalarla ilişkilendirirken, öncelikle özgün bir yatırım kuramı geliştirerek yatırımların finansmanı konusunun önemini ortaya koymuş, daha sonra firmaların yatırımlarında ve normal faaliyetlerinde tercih ettikleri finansal yöntemleri sınıflandırarak, bu tercihlerin ekonomide finansal kırılganlığı ya da finansal istikrarsızlığı ne yönde etkilediğini incelemiştir. Minsky, modern bir ekonomide finansal istikrarsızlığın nasıl olup da konjonktürel dalgalanmalara dönüştüğünü, bunun da ötesinde ekonomilerin içsel dinamiklerle konjonktürel dalgalanmalar ürettiğini açıklamıştır (Ergül, 2005, s. 25).

Minsky'de ekonomik birimler, rasyonel olsalar da, sistemin istikrarını tehdit edecek şekilde davranmaktadırlar. Bu birimlerin ekonomik istikrarsızlıklar üzerindeki etkisi iki yönlüdür: Öncelikle ekonomi, kâr peşinde koşan rasyonel birimlerin davranışlarıyla kendisini istikrarsız, finansal kırılgan bir sistem hale getirme eğilimine sahiptir. İkinci olarak, bu birimlerin ekonomik istikrarsızlık karşısında davranışları, ekonomik istikrarsızlığı daha da arttırma yönünde olmaktadır (Nasica, 2000, s. 29).

2.5. Sistemik Risk, Sistemik Olay ve Finansal Kırılganlık

Davis (1992)'e göre, iktisat yazınında finansal istikrarsızlık, finansal düzensizlik, finansal kırılganlık ve sistemik risk kavramları net olarak birbirlerinden ayırt edilememekte ve çoğu zaman birbirleri yerine kullanılmaktadır. Bu kavramlar genel olarak, finansal piyasalarda varlık fiyat ve miktarlarında beklenilmeyen değişmelere neden olan sapmaların (bozulmaların) ortaya çıkma olasılığı ve tehlikesi olarak tanımlanmakta, yani finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığını ifade etmektedirler. Finansal kriz kavramı ise genel olarak, finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmaların finansal kurumların performansını olumsuz etkileyerek tüm ekonomiye yayılması sonucu, ödeme sistemlerinin bozulması ve kaynakların etkin dağılımının engellenmesi olarak tanımlanmaktadır. Finansal dengesizliklerin ekonomik krize yol açıp açmaması, büyük ölçüde dengesizliklerin giderilmesinde uygulanan politikaların güvenirliğine ve ülkenin finansal sisteminin sağlıklı işlemesine bağlıdır (Işık, Duman ve Korkmaz, 2004, s. 47).

Finansal kırılganlığı ekonomik şoklara duyarlılık olarak tanımlamak mümkündür (Sundararajan ve Balino, 1991, s. 5). Bu durumda finansal kırılganlık, finansal sistemin

yapısına yönelik; kriz ise, kırılganlık ve bazı dışsal şoklar arasındaki etkileşimin sonuçları olarak değerlendirilmelidir. Örneğin kristal bir bardak, molekül yapısı itibariyle kırılgan olmasına karşın, yeterince sert bir vuruşla (şok) çarpılıp yere düşürülünceye kadar sorun (kriz) ortaya çıkmaz (Bell ve Pain, 2000, s. 124).

Francis (2003)'e göre finansal kırılganlık olgusu birbirlerini etkileyen iki yol ile ortaya çıkabilmektedir. Bunlardan ilki finansal sistemin sağlamlığı, diğeri ise finansal sistemin yatırımları finanse edebilme gücü ile ilgilidir. Sağlıklı işleyen bir finansal sistemde yatırımların finansmanı da etkin bir düzeyde sağlanmış olacaktır. Kırılganlık ise finansal sistemin zayıflığını belirlerken, aynı zamanda sistemin finansman kabiliyetindeki yetersizliğine de vurgu yapmaktadır.

Finansal kırılganlık olgusunun tam olarak ifade edilebilmesinde sistemik risk ve sistemik olay kavramlarının izahı önemli yer tutmaktadır. Sistemik risk, süreç öncesi ve süreç içi olasılıksal ilkeleri ortaya koyarken, sistemik olay süreci belirleyen başlangıç noktası olma özelliğine sahiptir. Söz konusu kavramlar, finansal sisteme yönelik doğrudan etkileri ifade ederler ve birbirleri arasında oldukça yakın bir bağ vardır (Bilgin, 2007, s. 15).

Sistemik risk ayrıca Mishkin (1996) tarafından da, 'hızlı ve beklenmedik bir anda finansal piyasalardaki bilgi akışının bozulması sonucunda banka fonlarının kârlı yatırım olanaklarına yönlendirilememesi' olarak tanımlanmıştır.

Özet olarak sistemik risk ile ilgili yapılan tanımlamalarda ortaya konulan ana tema sistemin çökme veya bozulma riski veya olasılığıdır. Yani, sistemik risk, finansal sistemin yetersiz kalma riskidir.

Sistemik riskin tanımlanmasında riskin ortaya çıkması ve işleyiş sürecinden kaynaklanan nedensel farklılıklar söz konusudur. Kauffman (2000) bu açıdan üç farklı sistemik risk tanımı yapmıştır. İlkinde bir ekonominin neredeyse tamamında eşanlı olarak olumsuzluklara neden olan büyük şoklara vurgu yapılmaktadır. Söz konusu şokun bankacılık ve finans sektörünü etkileyerek tüm ekonomiye yayıldığı ve fonların üretken yatırımlara dönüşmesinin önünde engel teşkil ettiği ifade edilmektedir. Bir diğer sistemik risk tanımı katılımcılardan birisinin yükümlülüklerini yerine getirememesi sonucunda diğer tüm kuruluşların da finansal yönden sıkıntı yaşamaya başlamaları şeklinde yapılmaktadır. Bu tanım neden sonuç ilişkisini ortaya koymakta ve kuruluşların, piyasaların, sektörlerin ve ülkelerin sıkı bir ilişki içerisinde oldukları vurgulanmaktadır. Bu ilişki ağı nedeniyle de birimlerden birinde meydana gelecek olumsuz bir koşulun domino etkisi yaratması kaçınılmaz olmaktadır. Üçüncü sistemik

risk tanımı ise, birimler arası bağlantının daha zayıf olduğu, bir birimde oluşan şokun potansiyel olarak aynı şokun etkisi altına girebilecek diğer birimlerin ekonomik değerlerinde belirsizlik meydana getirmesidir.

Sistemik riski tetikleyen en temel faktör sistemik olay olgusudur. De Bant ve Hartman (2000), bir finansal kurum ya da piyasada oluşan olumsuz olayları, sonrasında diğer kurum ve piyasalarda büyük çaplı negatif etkiye dönüşmesi nedeniyle sistemik olay olarak nitelendirmektedirler. Sistemik olayın şoklar ve yayılma mekanizması olmak üzere iki ayağı vardır. Şoklar, özel şoklar ve sistemik şoklar olarak sınıflandırılabilir. Özel şoklar sadece bir finansal kurumun durumunu etkilerken, sistemik şoklar eşanlı olarak tüm finansal kurumları yani ekonominin genelini etkileri altına alırlar. Sistemik şoklar neticesinde ortaya çıkan sistemik olay reel ve finansal değişkenlerin etkileşimlerini içeren makroekonomik yayılma özelliği gösterirler.

Sonuç olarak, sistemik risk finansal krize yol açabilecek, domino etkisi yaratacak kadar şiddetli sistemik bir olaydan kaynaklanan risk olarak tanımlanabilir. Ekonomik konjonktürde meydana gelen sapma ve bozulmalar; sağlıklı işleyen bir ekonomide olağan bir süreç olarak algılanabilmekle birlikte, kırılgan bir finansal sisteme sahip ekonomilerde ekonominin bütününe yayılma ihtimali olan negatif etkileri içermektedirler. Sistemik risk bu ihtimale işaret eden bir kavramdır. Finansal kırılganlık ise, sistemin olumsuz etkilere duyarlılığının arttığı koşullarda ortaya çıkmakta ve finansal istikrarsızlığa zemin oluşturmaktadır.

2.6. Finansal İstikrarsızlığa Ulusal ve Uluslararası Ekonomi Politik Çözüm Arayışları

Son otuz-kırk yıllık dönemde finansal piyasaların serbestleşme süreci ve finansal derinliğin artması ile birlikte finansal kırılganlıkların ve sistemik riskin önlenmesine yönelik düzenlemelerde ağırlıklı olarak finansal kuruluşların mali bünyelerinin sağlamlığını gözeten mikro ihtiyati politikalar esas alınmıştır.

2008 yılında yaşanan ve gelişmiş ülkelerden başlayarak tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finansal kriz nedeniyle sistemik riskleri ortadan kaldıracak ve böylelikle finans sisteminde yaşanan olumsuzlukların ekonominin tümünü etkilemesinin önüne geçecek politikalar üretilmesine yönelik çalışmalara ağırlık verilmiştir.

IMF'in 2013 makro ihtiyati politikalar raporuna göre, 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz, sistemik risklerin tespit edilmesinde, finansal sistemde oluşan

kırılganlıkların kontrol altında tutulmasında ve dışsal şokların sisteme olan olumsuz etkilerinin azaltılmasında, mevcut finansal düzenlemelerin, mikro riskleri azaltıcı politikaların ve mevduat güvence sisteminden oluşan finansal güvenlik ağlarının yetersiz kaldığını göstermiştir. Ayrıca, ekonomik döngülere uygun para ve maliye politikalarının finansal istikrarsızlığın engellenmesi için yeterli olmadığı ve finansal istikrarın sağlanması ve korunması hedeflerinin ekonomi politikaları açısından daha net biçimde ortaya konmasının gerekli olduğu görüşünün altı çizilmiştir. Bu bağlamda, finansal istikrarsızlık ve kırılganlıkların önlenmesi amacıyla maliye politikası araçları, para politikası araçları ve makro ihtiyati tedbirleri içeren politikaların uygulanması "ulusal ekonomi politik çözüm arayışları" içinde yer almıştır.

Maliye politikası araçları, kamunun harcama ve vergi politikaları yoluyla finansal istikrarsızlığın önlenmesi amacına hizmet etmek üzere kullanılabilirler. Maliye politikası araçları, ekonominin büyüme sürecine girdiği dönemlerde harcama artışlarının sınırlandırıldığı ve vergi oranlarının artırıldığı daraltıcı maliye politikalarını, ekonominin küçüldüğü dönemlerde ise harcamaların artırıldığı ve vergi oranlarının düşürüldüğü genişletici maliye politikalarını uygulamak üzere dizayn edilebilirler.

Ayrıca maliye politikası bünyesinde oluşturulan kaynaklar, ekonomik daralma dönemlerinde sıkıntıya düşen finans kuruluşlarına kurtarma paketleri vasıtasıyla yardım edilmesine imkân tanımaktadır. Böylece, iş çevrimlerinin ekonomik aktivite, istihdam piyasası ve finans piyasası üzerindeki etkilerinin sınırlanmasını sağlamaktadır. İkinci olarak, güçlü ekonomik büyüme dönemlerinde sıkı maliye politikası izlenmesi kredi genişleme hızını yavaşlatarak varlık fiyatlarında oluşabilecek köpükleri küçültebilmektedir. Son olarak maliye politikası finansal dengesizliklerin görülme olasılığının bulunduğu ve köpüklerin oluşmaya başladığı sektörlere yönelik olarak kullanılabilmektedir. Söz konusu sektörlere yönelik kredi genişlemesinin sınırlandırılması gibi makro ihtiyati tedbirlere ek olarak vergi politikalarının uygulanması finansal dengesizliklerin engellenmesine katkıda bulunmaktadır (TCMB, 2015, s. 16).

Finansal istikrarın sağlanması ve sistemik riskin engellenmesi amacıyla kullanılabilecek bir diğer enstrüman olan para politikasının işlevi konusunda farklı görüşler söz konusudur. Küresel kriz öncesinde literatürdeki hâkim görüş para politikasının yalnızca fiyat istikrarı hedefine odaklanması gerektiği şeklinde iken; yaşanan krizle birlikte, para politikasının finansal dengesizlikleri azaltma hedefini de gözetebileceği yönündeki görüşler ağırlık kazanmaya başlamıştır. Düşük faiz oranı

uygulamalarının kredi koşullarının gevşetilmesinde ve daha riskli kredilerin verilmesinde önemli rol oynadığı ortaya çıkmıştır. Kısa vadeli faiz oranlarının, kredi arzı ve getiri arayışı kanallarıyla risk algısını ve varlık fiyatlarını etkileyebildiği anlaşılmıştır. Dolayısıyla para politikasının varlık fiyatlarındaki köpük patlamadan önce finansal sistemdeki dengesizliklere müdahale etmesi gerektiği görüşü ön plana çıkmıştır.

Finansal istikrarın sağlanması amacına hizmet etmek üzere, söz konusu politika araçlarının yanı sıra, makro ihtiyati politikalara yönelik ihtiyaç ortaya çıkmıştır. Makro ihtiyati politikalara ilişkin çalışmalar 1970'li yıllara dek uzanmasına rağmen, ilk aşamada bankacılık sisteminin denetimini ifade etmek üzere kullanılmışlardır. Zaman içinde ekonomik konjonktürün getirdiği yeni süreçlere uyumlu bir şekilde içeriği genişletilmiştir. 1980'li yıllardan itibaren makro ihtiyati politikaların kapsamı genişletilmiş ve finansal sistemin ve ödeme sistemlerinin sağlamlığının temini için kullanılmışlardır. 2000'li yıllardan itibaren ise, finansal istikrarın sağlanması, sistemik riskin sınırlandırılması ve sistemik finansal krizlerin engellenmesi amacıyla finansal sistemin denetimi ve düzenlenmesi amacına yönelik olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Makro ihtiyati politikalar ile amaçlanan, sistemik riskin finansal sistem ve ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaktır. Bu temel amaç çerçevesinde makro ihtiyati politikaların üç hedefi bulunmaktadır (TCMB, 2014, s. 2) :

- Sistemik şoklara karşı tampon oluşturarak şokların etkisini azaltmak, finans sistemini sistemik şoklardan korumak ve ekonomiye kredi akışının sürmesini sağlamak,
- Kredi ve varlık fiyatları arasındaki çevrimsel döngüyü azaltmak, yoğun kaldıraç kullanımını sınırlamak ve sürdürülebilir olmayan kaynaklardan fonlamayı kısma yoluyla zaman içinde oluşabilecek sistemik kırılganlıkları engellemek,
- Finans sisteminde birbirine bağımlılıktan ortaya çıkabilecek kırılganlıkları kontrol etmek ve iflas etmesine izin verilemeyecek kilit kuruluşları belirlemek.

Finansal istikrarsızlık ve sistemik risklerin önlenmesi amacıyla uygulamaya konulan "uluslararası ekonomi politik çözüm arayışları" kapsamında, Basel süreçleri ele alınacaktır.

Sermayenin uluslararası hareketlerinin daha iyi yönetilebilmesi çerçevesinde Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements-BIS) bünyesinde faaliyet gösteren Basel Bankacılık Denetim Komitesi (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) 1988 yılında sermaye yeterliliğine ilişkin ilk uzlaşı olan Basel-I'i yayımlamıştır. Birçok ülkede yürürlüğe giren Basel-I, bankaların asgari sermaye gereksinimlerini ölçebilmek amacıyla oluşturulmuş kurallardır. Başlangıçta yalnızca kredi riskine yer verilen Basel-I'e 1994 Meksika krizine bir tepki olarak ortaya çıkan ve Basel Komitesi (BCBS) tarafından 1996'da yayımlanan bir dokümanla (Market Risk Amendment) sermaye yeterliliğinin hesaplanmasına piyasa riski dahil edilmiş ve ilk uzlaşı riske daha duyarlı hale getirilmiştir. Piyasa riski hesaplamasının eklenmesiyle Basel-I'in gelişim süreci ivme kazanmıştır (Yayla ve Kaya, 2005, s. 2).

2004 yılına gelindiğinde Basel-I uygulamasının eksiklikleri farkedilmiş ve Basel I içinde yer alan kredi ve piyasa riskine operasyonel riski de dahil eden Basel II kuralları benimsenmiştir. Basel-II, risklerin daha duyarlı ölçülmesi, her bankanın risk profilinin ayrı ayrı belirlenmesi, banka yönetimine düşen sorumlulukların artırılması ve finansal tabloların bankanın gerçek durumunu en iyi biçimde yansıtacak şekilde açıklanması suretiyle finans sektörü oyuncuları arasındaki asimetrik bilginin en aza indirgenmesi ve bu sayede daha rekabetçi, sağlam ve istikrarlı bir finans sektörüne erişilmesini hedeflemiştir (Yayla ve Kaya, 2005, s. 5).

2008 yılında yaşanan küresel finans krizinin ortaya çıkardığı eksiklikleri gidermek amacıyla G-20 bünyesinde 2009 yılında görüşülmeye başlanan reformlar, 2010 yılında Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından açıklanmıştır. Basel-II'ye ek olarak Basel-III düzenleme değişiklikleriyle ulaşılmak istenen hedefler şu şekilde özetlenebilir (Cangürel, Güngör, Sevinç, Kayci ve Atalay, 2010, s. 1);

- Mikro ihtiyati politikalarda yapılan düzenlemelerle bireysel olarak bankaların dayanıklılığının artırılması,
- Makro ihtiyati politikalarda yapılan düzenlemelerle finansal sistemin şoklara karşı direncinin artırılması.
- Hâlihazırda kullanılan asgari sermayenin nicelik olarak artırılması, niteliğinde değişiklikler yapılması ve mevcut uygulamaya ilaveten risk bazlı olmayan, bir asgari sermaye gerekliliği standardının getirilmesi,

- Tutulması gereken sermaye ihtiyacının ekonominin çevrim dönemlerine (cyclical) göre artırılabilmesi ya da azaltılabilmesi,
- Bankaların asgari likidite oranlarına yönelik düzenlemeler yapılması,
- Alım-satım hesaplarına (Trading Book) ilişkin sermaye yeterliliği hesaplamalarında değişiklik yapılması,
- Karşı taraf kredi riskinin (Counterparty Credit Risk) hesaplanmasına ilişkin değişiklik yapılması, Bankaların şeffaflığının ve kamuya bilgi verme özelliklerinin artırılması yönünde çalışmalar yapılmıştır.

Bahsi geçen çalışmalar kısaca Basel III olarak isimlendirilmektedir. Esasında söz konusu revizyonlar etkileri itibarıyla ciddi finansal sonuçlara yol açsa da sermaye yeterliliği hesaplama felsefesinde önemli sapmalar meydana gelmemektedir. Başka bir deyişle; Basel III, Basel II gibi sermaye gereksinimi hesaplama yöntemini tümden değiştiren bir “devrim” değil ancak Basel II’nin özellikle son finansal krizdeki gözlemlenen eksikliklerini tamamlayan bir ek düzenlemeler seti niteliğindedir.

BÖLÜM III

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK KAVRAMI ÜZERİNE TEORİK YAKLAŞIMLAR

Finansal istikrarsızlık olgusu, iktisadi düşünce içinde önemi zamanla farkedilmiş ve artarak devam eden bir ilgiyle çalışmalara konu olmuş iktisadi bir sorunsaldır. Bu nedenle finansal istikrarsızlığı nedenleri, yayılma mekanizmaları ve sonuçları bağlamında irdeleyen pek çok teorik yaklaşım ortaya atılmıştır. Davis (1995)'in çalışmasına dayanarak, bu yaklaşımları; borç yaklaşımı, parasalcı yaklaşım, finansal istikrarsızlık yaklaşımı, rasyonel beklentiler yaklaşımı, belirsizlik yaklaşımı, kredi tayınlaması, asimetrik enformasyon, aracı piyasa dinamikleri olarak sıralayabiliriz.

Davis (1995)'in çalışmasından hareketle yaptığımız sınıflandırmaya göre öncülüğünü Fisher (1932,1933)'in yaptığı klasik yaklaşım (borç yaklaşımı), finansal krizleri finansal piyasalarda meydana gelen sapmalara verilen tepkiler olarak görür. Dolayısıyla klasik yaklaşım, finansal krizleri dışsal şoklarla açıklar ve piyasaların kendiliğinden dengeye geleceğini savunur. Friedman ve Schwartz (1963), Schwartz (1987) ve Cagan (1965)'ın çalışmalarıyla şekillenen parasalcı yaklaşım, ekonomideki istikrarsızlıkları para arzındaki dalgalanmalara bağlar. Finansal krizleri ise, para arzında daralmaya neden olan bankacılık panikleriyle açıklar. Klasik yaklaşım gibi, serbest piyasa ekonomisinin geçerli olduğu sistemlerde ekonomik krizlerin geçici olacağını kabul eder. Muth (1961), Flood ve Garber (1982), Krugman (1991), Blanchard ve Watson (1982) ve Obstfeld (1986)'in öncü çalışmalarıyla şekillenen rasyonel beklentiler yaklaşımı, finansal istikrarsızlık olgusunu fiyat beklentilerini ve tüketici davranışlarını analize dâhil ederek ele alır. Rasyonel ekonomik birimler, etkin piyasalar, esnek ücret ve fiyat varsayımlarına dayanarak para ve döviz krizlerini incelerler. Bu yaklaşıma göre, rasyonel spekülatif balonlar, banka hücumları, spekülatif ataklar ve sonunda doğru öngörülemeyen sürü davranışı nedeniyle oluşan panik krizlerle sonuçlanır. Knight (1921), Meltzer (1982), Shafer (1986) ve Benink (1991)'in çalışmalarının içinde sayılabileceği belirsizlik yaklaşımına göre finansal krizler, bireylerin kitlesel olarak sapma içeren davranışları nedeniyle ortaya çıkar. Piyasalarda asimetrik bilginin geçerli olduğu durumlarda ekonomik faaliyetlerin etkin bir biçimde gerçekleştirilmesinin mümkün olamayacağını ifade eden asimetrik enformasyon yaklaşımı, Stiglitz ve Weiss (1981), Mishkin (1991) ve Mankiw (1986)'in çalışmaları ile gelişmiştir. Asimetrik

enformasyon nedeni ile piyasaların temel aracılık işlevinin işleyişinde önemli sorunlar doğmakta ve bu durum finansal kurumları ve sözleşmeleri etkilemektedir. Aracı piyasa dinamikleri yaklaşımı ise, Pratt (1988), Bingham (1992) ve Glosten ve Milgrom (1985)'un çalışmalarına dayanır. Bu yaklaşıma göre, finansal istikrarsızlıkların temelinde likidite sorunu vardır. Menkul kıymet piyasaları, likidite krizlerinin etkisini azaltacak güce sahiptir. Finansal kırılganlığı iş çevrimleri üzerinden analiz eden ve Post-Keynesyen düşünce içinde görülen finansal istikrarsızlık hipotezi ise, bu çalışmanın temel konusudur ve ilerleyen bölümlerde ayrıntılı olarak incelenecektir.

Finansal istikrarsızlık sorunsalına nedensellik yönünden yaklaşan teoriler arasında ön plana çıkanlar ise; parasalcı yaklaşım, asimetrik enformasyon yaklaşımı ve finansal istikrarsızlık yaklaşımıdır. Parasalcı yaklaşım istikrarsızlığın yayılma sürecinde parasal aktarım mekanizmalarını dikkate alan bir analiz ortaya koyar. Asimetrik enformasyon yaklaşımı, finansal piyasaların işlerliğini sağlayan bilgi aktarımının aksaklıkları üzerine odaklanır. Finansal istikrarsızlık yaklaşımı ise, istikrarsızlığın, ekonominin kendi işleyişinden kaynaklanan yapısal bir sorun olduğunu ileri sürer (Bilgin, 2005, s.25).

3.1. Finansal İstikrarsızlığa Parasalcı Yaklaşım

Finansal piyasalarda para politikalarının sahip olduğu rol göz önüne alındığında, parasal miktarda meydana gelen değişmelerin finansal piyasaların işlerliği üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Parasalcı yaklaşıma göre, parasal dalgalanmalar ekonomik istikrarsızlık sebebidir ve parasal daralmaya neden olan bankacılık panikleri finansal kriz nedenidir. Çünkü Friedman ve Schwartz (1963)'a göre para miktarındaki değişmeler iş çevrimlerini gecikmeli olarak etkileme gücüne sahiptir. Para stokunu belirleyen parasal taban, para-mevduat oranı ve rezerv-mevduat oranı ile para çoğaltanındaki değişmeler para stokunu belirlemektedir. Bankacılık sektöründe yaşanan olumsuz gelişmeler para arzı üzerinde etkili olarak, para piyasalarında dalgalanmalara sebebiyet vermekte ve böylece ekonomik faaliyetlerin seyrini değiştirmek suretiyle finansal piyasalardaki istikrarsızlığı olumsuz yönde etkilemektedir.

Kauffman (1998)'a göre bankacılık sektörünün diğer firmalara oranla daha yüksek bir yapısal kırılganlığa sahip olmasının nedenleri, nakit-varlık oranının düşük olması (kısmi rezerv bankacılığı), sermaye-varlık oranının düşük olması (yüksek

kaldıraç düzeyi) ve vadesiz mevduatın toplam mevduatlara oranının yüksek olması (bankaya hücum olasılığı)'dır. Bankacılık sisteminin sahip olduğu bu parametreler, bankaların yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri konusundaki kredibilitelerini zayıflatacak ve banka mudilerinin bankalara yönelmesine neden olacaktır. Böylece bankacılık sisteminde ortaya çıkan panik havası, finansal sistemin etkin işleyişini aksatacaktır.

Bankacılık sisteminde meydana gelen olumsuz koşullar, mudilerin bankaların finansal sağlamlığını ayrıştırabilmelerine engel teşkil etmektedir. Mudiler finansal sağlamlığa sahip bankalarla diğerlerini ayırt edemedikleri için, banka dışı paraya yönelecektirler. Banka rezervlerinde oluşan bu kayıplar merkez bankaları tarafından nihai borç verme yetkisi aracılığıyla karşılanmaz ve likidite sıkışıklığı giderilmezse, para ve kredi daralması gerçekleşecektir. Bu durum ekonomide finansal çöküşü başlatacaktır.

Finansal istikrarsızlığın parasalcı yaklaşım çerçevesinde ele alınması, parasal aktarım mekanizmasının da incelenmesini gerektirir. Parasal aktarım mekanizması, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası terimler sözlüğünde; para politikası kararlarının üretim, tüketim, istihdam gibi reel ekonomik aktiviteleri ekonominin kendi dinamikleri aracılığı ile etkilemesini sağlayan mekanizma olarak ifade edilir. Örneğin, merkez bankasının kısa vadeli faizleri değiştirerek, enflasyon beklentilerini, piyasa faiz oranlarını, bankacılık sisteminin vade uyumunu (veya uyumsuzluğunu), para - kredi büyüklükleri ile aktif fiyatlarını etkilemesi ve belli bir süre sonra bu değişmelerin reel büyüklükler üzerinde etkili olması, parasal aktarım mekanizmasının nasıl işlediğini göstermektedir. Bu açıklamalar, parasal aktarım mekanizmasının parasal ve reel değişkenler arasındaki nedensel ilişkiyi ortaya koyduğunu ifade etmektedir. Ekonomide meydana gelen istikrarsızlığın derinliği, paranın reel değişkenler üzerindeki etkisinin şiddetini de göstermektedir. Parasal şokların finansal sistem üzerindeki olumsuz etkisi, parasal aktarım mekanizmaları aracılığıyla finansal istikrarsızlık analizi yapılabileceğini gösterir.

Parasalcı yaklaşımda değişim aracı olarak hizmet gören para veya parasal taban; nominal getiri, faiz oranı sunan tahvil veya menkul kıymetler; reel getirisi olan reel sermaye malları olmak üzere üç varlık ele alınmaktadır. Parasal bir şok, para stokunu diğer varlıklara oranla değiştirdiği için, paranın marjinal faydasını da diğer finansal varlıklar ve tüketimin marjinal faydasına oranla değiştirmektedir. Portföy sahiplerinin, tüm varlıklar için marjinal faydaları göreli fiyat oranlarıyla eşitleme çabaları, çok sayıda

göreli fiyat, harcama ve varlık portföyü değişikliği yaratmaktadır (Telatar, 2002, s. 80-81). Dengenin sağlanması için marjinal faydaların fiyatlara oranının eşitlenmesi gerekir. Bu oranların eşitlenme hızı, parasal şokların etki sürelerini sınırlandırarak, dengeye yönelik uyarlamaları hızlandırır.

Parasal aktarım mekanizmasının süreç dinamikleri finansal piyasa fiyatlarıdır. Bu bağlamda özelikle kısa ve uzun dönem faiz oranları yatırım-tasarruf tercihlerini etkilemesi sebebiyle ön plana çıkarlar. Döviz kurları da harcamalar üzerindeki etkisi nedeniyle dikkate alınması gereken finansal piyasa fiyatlarındandır. Ancak parasal şokların yalnızca faiz kanalı ile reel sektöre aktarılacağını öne sürmek, makroekonomik sistem içerisindeki diğer faktörlerin göz ardı edilmesi anlamına gelebilmektedir. Aktarım mekanizmaları içerisindeki unsurlara ilişkin vurgular değiştikçe finansal istikrarsızlığa yönelik açıklamalar da farklılaşacaktır. Tobin'in q oranı teorisi, kredi kanalı yaklaşımı, bilanço yapısı kanalı gibi değişik parasal aktarım mekanizması tipleri söz konusudur. Farklı dinamiklere sahip parasal aktarım mekanizmalarının tümü parasal değişkenlerle reel değişkenler arasındaki nedensel ilişkiyi değerlendirir. Parasal şokların öncelikli olarak finansal sistem üzerindeki olumsuz etkisi finansal istikrarsızlıkla ilgili çözümlemenin parasal aktarım mekanizmaları bağlamında değerlendirilebileceğinin bir göstergesidir (Bilgin, 2005, s. 30-35).

3.2. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi

Finansal istikrarsızlık hipotezi, Minsky tarafından temelleri Marx'ın ikili fiyat düzeyi, Fisher'in borç-deflasyon teorisi, Keynes'in yatırım-belirsizlik ilişkisi ve Kalecki'nin bütçe açıkları-toplam kârlar-artan risk prensibi üzerine kurulan bir yatırım-finansman kuramıdır.

Finansal istikrarsızlık hipotezi, finansal istikrarsızlık olgusunu, kapitalist sisteme ilişkin borçlanma dinamiklerinin oluşturduğu yapısal bir problem olarak ele almaktadır. Keynesyen teori, kapitalist ekonomilerde belirsizlik altında gerçekleşen yatırım harcamalarının kapitalist büyüme sürecini yapısal olarak istikrarsız hale getirdiğini ifade etmektedir. Minsky ise Keynesyen teoriyi bir adım ileri taşıyarak, yatırımların finansmanı sorunu üzerinde durur ve yatırımların finansman yönteminin beraberinde getirdiği sonuçlar yüzünden ihmal edilemeyecek bir öneme sahip olduğunu iddia eder. Minsky, yatırımların belirsizliği kavramını iktisat literatürüne kazandıran standart

Keynesyen kuramı, kapitalist finansmanın döngüsel ve spekülatif özelliklerini ön plana çıkararak geliştirmiştir (Minsky, 1982, s. 14).

Finansal istikrarsızlık hipotezi, kapitalist ekonomilerin klasik varsayımlarda olduğu gibi daima dengeye yöneldiği ve dengeyi sürdürme eğiliminde olduğu iddiasını reddeder. Minsky, kapitalist ekonomilerin doğası gereği enflasyon ve borç deflasyonu problemleriyle karşı karşıya kaldıklarını ve bu koşullarda ekonominin enflasyonun enflasyonu, borç deflasyonunun borç deflasyonunu artıran bir sarmal şeklinde hareket eden mekanizmalara sahip olduğunu iddia eder. (Minsky,1992b, s. 1).

Minsky (1992a)'e göre, finansal istikrarsızlık hipotezi kapitalist ekonomiyi pahalı sermaye varlıklarına ve karmaşık finansal sisteme sahip bir ekonomi olarak görür. Bu ekonominin aktörleri, elde ettikleri nakit akımı ile yükümlülüklerini yerine getiren hane halkı, firmalar, bankalar ve banka dışı finansal kurumlardır.

Minskyen perspektifle ekonominin davranışı yatırımın gidişatı ile çok yakından ilişkilidir. Kapitalist bir ekonomide sermaye varlık fiyatları cari yatırımı, finansal piyasalarda sözleşme yükümlülüklerinin karşılanması konusundaki güven düzeyi de finansal olasılıkları belirlemektedir. Her iki belirleyici de ekonomide kâr oranlarının izlediği seyir ile yakından ilişkilidir. Kârlılık oranları ise genelde yatırımlar tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla beklentiler gelecekte yatırımların yüksek düzeyde olacağı yönünde ise, şu andaki yeni yatırımların borçla finanse edilebilmesi daha kolay olur. Gelecekteki yatırımların yeterince yüksek düzeyde olması, gelecek nakit akımlarının bugün düzenlenen borçların geri ödenmesini veya yeniden finansmanını mümkün kılacak düzeyde olması anlamına gelmektedir (Bilgin, 2005, s. 42).

Kapitalist ekonomide geçmiş, bugün ve gelecek birbiri ile ilişkilendirilirken, sadece sermaye ve işgücü ile değil, aynı zamanda finansal ilişkiler de dikkate alınır. Finansal ilişkiler analiz edilirken sermaye varlıkları ve bunların sahipliği, finansal ilişkiler ve bu ilişkilerin yapısındaki değişmeler birlikte değerlendirilir. Kurumsal yapı karmaşık bir karaktere büründükçe, toplum servetinin nihai sahipleri ile toplumun servetini kontrol eden ve yönlendirenler arasındaki finansal ilişkide, yeni aracı tabakalar ortaya çıkar. İş dünyasında beklenen kârlar, bir yandan iş dünyası ile gerçekleştirilecek finansal sözleşmelerin miktarını öte yandan da finansal sözleşmelerin piyasa fiyatını belirler. İş dünyasında gerçekleşen kârlar ise sözleşmelerdeki yükümlülüklerin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin bir ölçüsünü verir (Bocutoğlu, 2010, s.15)

Finansal istikrarsızlık hipotezi borçlanma dinamikleri üzerine inşa edilmiş bir teoridir. Dolayısıyla, borçlanma şekilleri finansal istikrarsızlık hipotezi içinde önemli

bir yere sahiptir. Minsky (1986)'e göre, ekonomik birimler için hedge, spekülatif ve Ponzi finansman olmak üzere üç finansman tipinden söz edilebilir. Bu finansman türleri, beklenen ve gerçekleşen gelirler ile ödeme yükümlülüklerinin büyüklüğü arasındaki ilişkilere göre belirlenirler.

Gelirleri, sözleşmelerinde yer alan ödeme yükümlülüklerini şimdi ve gelecekte aşan firmalar hedge (güvenli) durumdadırlar. Bu tip firmalar ödeme yükümlülüklerinin anapara ve faiz ödemelerini kendi nakit akımlarıyla sağlayabilen firmalardır. Firmalar ödeme yükümlülüklerini iç kaynaklardan sağladıkları ölçüde hedge finansman durumunda kalırlar. Bu firmaların belirsiz borç yükümlülükleri ise yükümlülüklerinin önemli bir kısmını oluşturmaz.

Spekülatif firmalar sözleşmelerinde yer alan yükümlülüklerinin faiz ödemelerini kendi nakit akımlarıyla gerçekleştirebilen ancak anapara ödemelerini karşılayamayan firmalardır. Bu firmalar kısa dönemde borç yükümlülüklerini yerine getiremezlerken, uzun dönemde anapara borçlarını ödemek için yeniden borçlanma yoluna giderler. Hedge durumdaki bir firmanın gelirlerindeki azalma, firmayı spekülatif duruma dönüştürebilir.

Firmaların nakit akımları sözleşmelerinde yer alan yükümlülüklerinin hem anapara hem de borç faizlerini ödemeye yetmiyorsa firma Ponzi durumda demektir. Ponzi durumdaki firma borçlarını ödemek için yeniden borçlanma, hatta varlıklarını satma yoluna gidecektir. Faiz ödemelerini karşılayabilmek için yeniden borçlanmak ve varlık satışına gitmek, firmanın öz sermayesini düşürürken, borç yükümlülüklerini artırır. Dolayısıyla bir süre sonra, gelecekteki gelir beklentisi ödeme yükümlülüklerinin altında kalabilir.

Minsky (1986)'e göre, spekülatif ve Ponzi durumda olan firmalar tamamıyla finansal piyasaların işleyişine bağımlıdırlar. Bu durumdaki firmaların piyasadaki varlıkları yeniden borçlanabilme durumlarına bağlıdır. Bu nedenle sadece faiz haddindeki değişmeler değil, borç veren kuruluşların tavır ve durumları da bu firmaların finansman durumunu etkiler. Spekülatif ve Ponzi finansmanın ağırlıkta olduğu bir sistemde var olan sürekli borçlanma ilişkisi ekonomik tüm birimleri birbirine bağlar. Ekonomideki tek bir firmanın spekülatif ya da Ponzi finansman kararı alması, önemli sonuçlara yol açmayabilir, ancak firmaların büyük çoğunluğunun bu finans türüne yönelmesi, ekonomiyi bir kumarhaneye çevirebilir.

Minsky (1986)'e göre, kapalı, gelişmiş kapitalist ekonomilerin istikrarsızlığı büyük ölçüde firmaların finansal yükümlülüğüne bağlıdır. Kapitalist bir ekonominin

büyüme dinamiği, firmaların yatırımlarını artırmak için gittikçe daha fazla borçlanmalarına neden olmaktadır. Özellikle kısa vadeli spekülatif finansmanın ağırlık kazandığı ekonomik büyüme dönemlerinde finansal kırılganlık artmaya başlamakta ve finansal kriz için gerekli koşullar oluşmaktadır.

Ekonominin istikrarlı dönemlerinde iktisadi karar birimleri güvenlik marjlarını azaltmakta, likidite tercihlerini düşürmekte ve beklenen nakit gelir akımlarına göre ödeme taahhütlerini artıracak şekilde davranmaktadırlar. Finansal kırılganlıktaki artış, firmaların genişleme dönemlerinde gittikçe artan borçlanma eğilimleri nedeniyle güvenlik marjlarındaki öngörülemez azalmanın bir sonucudur. Paradoksal olarak genişleme dönemlerinde iktisadi karar birimlerinin finansal davranışlarındaki değişmeler, ekonominin finansal kırılganlığı artarken başlangıçta algılanamaz. Çünkü konjonktürel dalgalanmaların dinamiği iktisadi karar birimlerinin algıladıkları riskin değişimine bağlıdır ve bu algılama şekli, konjonktürün farklı aşamalarında değişme göstermektedir. Kriz esnasında problematik olarak görülen güvenlik marjları, genişleme aşamasında kabul edilebilir olarak algılanmaktadır (Işık, v.d., 2004, s. 54).

Finansal istikrarsızlık hipotezinin temel kurgusunu şu şekilde ifade edilebilir: istikrarlı bir ekonomik konjonktürde kâr fırsatları oluşması, kâr maksimizasyonunu amaçlayan hanehalkı, bankalar ve iş adamlarının borçlanma ve borç verme istekliliğinin artarak finansal yenilik yapma güdüleri finansal sistemin sağlam bir yapıdan kırılgan bir yapıya dönüşmesine neden olmaktadır (Minsky, 1986, s. 220). Güvenli finansmanın yaygın olduğu konjonktürün genişleme aşamasında, artan yatırım ve değer kazanan varlık fiyatlarının neden olduğu toplam kârlar, borç taahhütlerinin ödeme taahhütlerinden daha hızlı artmasına neden olmaktadır (Minsky, 1986, s. 219). Böyle bir ortamda bankaların bilançoları büyürken kaldıraç oranlarını izlemeleri, para otoritelerinin genişlemenin ileri aşamalarında enflasyonu önlemek amacıyla rezervleri sınırlandırarak finansman arzını azaltması, kısa vadeli faiz oranlarında hızlı bir artışa neden olacaktır. Faiz oranlarının yükselmesi, firmaların sözleşme taahhütlerinin nakit akımlarına oranla artması sonucunu doğurur. Bu durumda bankalar borçların geri ödenmeme ihtimalini göz önünde bulundurarak likidite tercihlerini yükseltirler. Bankalar gelecekle ilgili kötümser bekleyişlere sahipse, likit varlıklarını artıracak ve borç vermeyi kanallarını kısacaktır. Bu durum sözleşme taahhütlerinin yeniden finansmanını zorlaştıracaktır. Bütün bu gelişmeler, ekonomiyi güvenli finansmandan spekülatif finansmana doğru sürükleyecektir. Kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarını artırması, sermaye varlıklarının beklenen getirilerinin şimdiki değerini

düşürecektir. Kâr beklentilerinin düşmesi, sermaye varlıklarının talep fiyatını azaltacak, firmaların ödeme yükümlülüklerini yerine getirme gücü düşecek ve yatırımlar azalacaktır. Bu durumda firmalar likidite tercihlerini artırma yoluna gideceklerdir. Spekülatif finansmandan Ponzi finansmana geçildiği bu süreçte sermaye varlıklarının talep fiyatı, arz fiyatının altına düşecek ve yatırımlar azalacaktır. Gelir akımlarıyla veya borçlanmayla ödeme taahhütlerini karşılayamayan firmalar, zorunlu olarak varlık satışına başlayacaktır. Varlık satışları fiyatların düşmesine ve sermaye kayıplarına neden olarak borçların geri ödenmesini engelleyecektir. Sonuç olarak yatırım patlamasıyla başlayan süreç, borç deflasyonuyla son bulacaktır (Minsky, 1986, s. 195-218).

Finansal istikrarsızlık hipotezinin temel argümanı, kapitalist ekonomilerin kapitalist finansman nedeniyle doğası gereği istikrarsız olduğu ve finansal krizlerin kapitalist ekonomilerin kaçınılmaz bir gerçeği olduğudur (Minsky, 1986, s. 219). Yani kapitalist ekonomiler yağmur ormanlarının yağmurlu ya da çok yağmurlu olarak nitelendirilmesi gibi istikrarsız ya da çok istikrarsızdırlar.

3.3. Asimetrik Enformasyon Yaklaşımı

Geleneksel finans teorisi, gerek varlık fiyatlamasına ve gerekse kurumsal finansmana ilişkin öngörülerini tam rekabetçi piyasalar varsayımına dayandırmaktadır. Piyasaların mükemmel işlediği ve bilginin tam olduğu varsayımı altında, fonların elde edilmesi ve etkin olarak kullanıcılara aktarılması sağlanmaktadır. Neo klasik iktisat teorisinin temel varsayımlarından birisi alıcı ve satıcıların piyasa hakkında tam bilgiye sahip olmalarıdır. Fakat fiilen ne finansal piyasalar tam rekabet koşullarında çalışmakta ne de alıcı ve satıcılar piyasa hakkında tam bilgiye sahip olmaktadırlar. Genellikle taraflardan birinin diğerinden daha fazla bilgiye sahip olduğu görülmektedir. Piyasada tam rekabet koşullarını ortadan kaldırarak piyasa başarısızlıklarına neden olan bu durum asimetrik bilgi sorunundan kaynaklanmaktadır.

İlk olarak George Akerlof tarafından 1970 yılında yazılan "The Market For "Lemons": Quality, uncertainty and the market mechanism" adlı makalede ortaya konularak literatüre girmiş olan asimetrik enformasyon kavramı, ekonomik birimlerden bir tarafın diğerine oranla daha fazla bilgiye sahip olması durumunu ifade etmektedir. Çalışmada teori, ikinci el otomobil piyasası üzerinden örneklenerek açıklanmıştır. Buna göre piyasada iyi ve kötü otomobiller (limon) vardır. Alıcı, otomobillerin kalitesi

hakkında bilgi sahibi olamadığı için ortalama kaliteye göre bir fiyat belirlemektedir. Bu durum kötü otomobil satıcılarını karlı çıkarırken, iyi otomobil satıcılarının fiyatı beğenmeyerek piyasadan çıkmalarına neden olur. Sonuç olarak piyasada sadece kötü otomobiller kalır. Bu durum ortalama kaliteyi düşürdüğü gibi fiyat oluşumunu da etkilemektedir.

Piyasalarda asimetrik bilginin geçerli olduğu durumlarda ekonomik faaliyetlerin etkin bir biçimde gerçekleştirilmesi mümkün olamamaktadır. Piyasa mekanizması içerisinde kaynakların verimli biçimde kullanılması için birimler arasındaki bilgi akışının tam olarak sağlanması gerekmektedir. Özer (1999), finansal piyasaların etkinliğini, piyasadaki aktörlerin piyasanın işleyişi hakkındaki bilgilere aynı ölçüde sahip olma şartına bağlamaktadır. Bilgi akışının tam olarak sağlanamaması durumunda ekonomik birimler arasında ortaya çıkan asimetrik enformasyon nedeni ile önemli piyasa aksaklıkları yaşanmaktadır. Özellikle piyasaların temel aracılık işlevinin işleyişinde önemli sorunlar doğmaktadır. Bu durum hem finansal kurumları ve sözleşmeleri şekillendirmekte hem de para politikasının ekonomiye aktarım kanalı yoluyla önemli makro sonuçlar doğurabilmektedir.

Finansal istikrar kavramı Mishkin tarafından finansal sistem çerçevesinde açıklanmıştır. Finansal piyasaların temel işlevini; "üretken yatırım fırsatlarına sahip bireylere ve firmalara fonları kanalize etmek" olarak tanımlayan Mishkin'e göre, finansal istikrarsızlığın asıl nedeni ise piyasada ortaya çıkan asimetrik enformasyon ve ahlaki riskin, doğru bilgi akışını engelleyerek yatırımların yanlış değerlendirilmesine yol açmasıdır. Finansal sistemin işlevini etkin bir şekilde yapamaması neticesinde ekonomik büyüme oranları olumsuz etkilenecektir. Hatta finansal istikrarsızlığın boyutlarının yeterince büyük olması finansal krizi de beraberinde getirecektir (Gündoğan, 2014, s. 58).

Mishkin'e göre asimetrik enformasyondan kaynaklanan ve finansal istikrarsızlığa neden olan faktörler; mali sektörün bilanço tablolarındaki bozulma, faiz oranlarındaki artış, belirsizlikteki artış ve finansal olmayan bilançolardaki bozulmadır. (Mishkin,1999, s. 6)

Mishkin (1999)'a göre, finans piyasalarının etkin çalışmasında, bilginin sağlanmasından kaynaklanan işlem maliyetleri ile asimetrik bilgi olgusu önemli rol oynamaktadır. Bilginin toplanması, işlenmesi ve aktarılmasındaki gelişmeler, söz konusu unsurlarda yarattığı olumlu etkiler ile finansal piyasalarda etkinliği artırıcı önemli katkılar sağlamıştır. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal kriz, finansal

piyasalardaki bilgi akışının aksadığı ve bu yüzden finansal piyasaların görevlerini yapamadığı bir durumdur. Finansal piyasalar, fonları en verimli yatırım fırsatlarına etkin bir şekilde kanalize edemezler. Sonuçta yatırımlarda bir azalma ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyetlerde bir daralma meydana gelir.

Scihoppa da Mishkin'in tanımına benzer bir tanım yapmıştır. Scihoppa'ya göre genel olarak finansal istikrar, güvenli ve etkin bir ödemeler mekanizmasının sağlandığı ve temel amaç olarak tasarrufların yatırımlara kanalize edildiği finansal sistemi ifade etmektedir (Scihoppa, 2002, s. 20).

Finansal piyasaların ekonomideki en bilgi yoğun piyasa olduğu göz önüne alındığında bilgi asimetrisi kaynaklı sorunların para ve sermaye piyasalarını da önemli bir şekilde etkilediği görülmektedir. Para piyasasının etkili aracılarından biri olan bankalar kredi olarak verdikleri paranın nasıl kullanıldığını bilmedikleri için asimetrik bilgi sorunu ile sürekli olarak karşı karşıya gelmektedir. Merkez bankaları ile diğer ekonomik birimler arasında bilginin eşit bir biçimde dağılmaması durumu, para piyasasında "asimetrik bilgi" sorununu ortaya çıkarmakta ve etkin para politikalarının uygulanmasında çözümlenmesi gereken önemli bir problem olmaktadır. Para politikası uygulamalarında Merkez Bankası ile kamuoyu arasında oluşan asimetrik bilgi üç durumda gerçekleşmektedir. Bunlar politikaların amacına ilişkin bilgi noksanlığı, uygulamanın isleyişine ilişkin bilgi noksanlığı ve süreç içerisindeki verilerin zamanında ve yeteri miktarda sağlanması konusundaki bilgi eksikliğidir (Karahan, 2006, s. 1).

Piyasa etkinliğinin bozulmasının ve finansal istikrarsızlığın önemli nedenlerinden biri olan asimetrik bilgi probleminin ortaya çıkardığı sorunlar; ters seçim, ahlaki tehlike ve temsilcilik sorunu olmak üzere üç başlık altında incelenmektedir.

3.3.1. Ters Seçim

Ters seçim problemi, George Akerlof'un "Kalite Belirsizliği ve Piyasa Mekanizması" başlıklı makalesinde anlatılarak literatüre girmiştir. Akerlof makalesinde, kullanılmış otomobil piyasasında bilgi edinmenin yüksek maliyetinden dolayı düşük kaliteli otomobillerin yüksek kaliteli otomobilleri piyasadan kovması nedeni ile piyasada bir dengesizlik oluşacağını anlatmaktadır. Böylece ters seçim sorunu, taraflar arasında alış veriş yapılmadan, ya da sözleşme imzalanmadan önce gizli bilgiden (hidden information) yani tarafların birinin diğerinden daha fazla bilgiye sahip olmasından kaynaklanmaktadır (Sarıkaya, 2002, s. 100).

Ters seçim sorunu, bir sözleşmeden önce oluşan, en istekli kredi müşterisinin potansiyel "kötü" borçlu (ödünç aldığı borçları zamanında ve tüm yükümlülükleri ile beraber geri ödeyemeyecek durumda olan güvensiz kredi sahipleri) olduğu asimetrik bilgi sorunudur. Dolayısıyla, ters seçim sorunu söz konusu ise finansal piyasalarda tersi (arzu edilmeyen) sonuçlar verecek (örneğin, krediyi geri ödemeyecek) müşteri seçimi yapılması olasılığı yüksektir. Finansal sistem içerisinde ters seçim sorununa örnek olarak, alacağı krediyi geri ödeme olasılığının çok düşük olduğu bilen bir banka müşterisinin bu sebeple alacağı krediye karşılık bankaya çok yüksek faiz oranını ödemeyi kabul etmesi ve dolayısıyla, krediyi ilk sırada alabilmesi gösterilebilir. Bu durumda, asimetrik bilgi sorunu sebebiyle kredinin bu müşteriye verilmesi ters seçim durumunu oluşturmaktadır (Müslümov ve Aras, 2004, s. 57).

Ters seçim problemi, finansal piyasalarda maliyeti artıran bir unsurdur. Ters seçimin iyi borçlular açısından finansal piyasalardan fon sağlama zorluğu şeklinde bir maliyeti gerçekleşirken, tasarruf sahipleri açısından da getirilerini azaltmak şeklinde bir maliyeti gerçekleşmektedir.

Asimetrik bilginin yarattığı önemli sorunlardan biri olan ters seçim problemi, finans piyasalarındaki tam rekabet koşullarını bozmaktadır. Fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki bilgi ve fon akışının bozulması nedeniyle para ve sermaye piyasalarının etkinliği kaybolmaktadır.

Fon arz edenler, fon talebinde bulunanları nitelikleri açısından ayırt edemiyorsa, ortalama bir faiz oranı belirleyerek bütün potansiyel borçlulara aynı faiz oranından borç vereceklerdir. Ancak belirlenen bu oran, kötü niyetli borçluların ödemesi gerektiğinden daha az, iyi niyetli borçluların ödemesi gerektiğinden daha yüksek bir faiz oranını içermektedir. Sonuç olarak bu durum, iyi nitelikli potansiyel borçluların piyasadan çekilmesiyle son bulacak, böylece yatırımlar da düşecektir.

3.3.2. Ahlaki Tehlike

Ahlaki tehlike, ekonomik işlemin taraflarından birinin yalnızca kendisinin çıkar sağlayacağı ahlaki olmayan faaliyetlerde bulunarak işlemin diğer tarafını zarara uğratma tehlikesine neden olan asimetrik bilgi sorunudur. Ahlaki tehlike sorunu ters seçimden farklı olarak sözleşme sonrası ortaya çıkmakta olup, ekonomik işlemin özünü tümüyle değiştirme ve taraflardan yalnızca birine menfaat sağlama tehlikesi bulunmaktadır (Diko, 2004, s. 27).

Bir diğer anlatımla ahlaki tehlike, fon arz edenler ile fon talep edenlerin sözleşme imzalanmadan önce simetrik olan bilgilerinin, sözleşme yapıldıktan sonra asimetrik hale gelmesi, yani kredi alanların aldıkları kredileri sözleşme şartlarına uyun şekilde kullanmaması ve bu durumun fon arz edenler tarafından gözlenememesi durumudur (Derindere ve Dizdarlar, 2006, s. 3).

Ahlâkî tehlike olarak ifade ettiğimiz sorun, bir sözleşmeden sonra oluşan, kredi alanın kredi verenin bakış açısına göre ahlâkî olmayan (arzu edilmeyen) faaliyetlerde bulunarak, kredi verenin çıkarını zedeleme tehlikesine neden olan asimetrik bilgi sorunudur. Bu arzu edilmeyen faaliyetler veya davranışlar, kredinin geri ödenmeme riskini önemli ölçüde artırmaktadır. Ahlâkî tehlike söz konusu ise, kredi alan yüksek riskli projelere yatırım yapmakta, yüksek getiri kazanırsa bundan kazançlı çıkmakta, sermayeyi kaybederse kaybın önemli kısmı kredi verene yüklenmektedir. Bu durumda, finansal sistem ödünç vereceği kaynağı kaybetmektense çok az sayıda güvenilir müşteriye kredi açmayı tercih etmekte; bu da finansal sistemin etkin çalışmasını engelleyerek piyasa dengesinin birinci en iyi durumundan sapmasına yol açmaktadır (Müslümov ve Aras, 2004, s. 57).

Ayrıca, borçlu elde ettiği fonları kişisel kullanımına ayırabilecek, veya projenin başarıya ulaşması için gereken çabayı göstermeyebilecektir. Dahası borçlu, karlı olmayan alanlara kendi kişisel çıkarları doğrultusunda yatırım da yapabilecektir. Bu durumlarda borç veren, borçlunun arzu edilmeyen faaliyetlere yönelmesine neden olacak eğilimlere sahip olması tehlikesi ile karşı karşıyadır (Mishkin, 1999, s. 5). Ahlaki tehlikeden kaynaklanan borçlu ve borç veren arasındaki potansiyel çıkar çatışması, borç verenlerin normal koşullarda olduğundan daha az borç vermesi anlamına geleceğinden borç verme ve yatırım optimal düzeylerin altında kalacaktır (Bilgin, 2007, s. 60).

3.3.3. Temsilcilik Sorunu

Temsilcilik ilişkisi, bir işletmenin sahibi ya da patronu olarak kabul edilen taraf ile, işletmeyi temsil eden ya da yöneten taraf arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Temsilcilik sorunu patronun temsilcisini kontrol edemediği durumlarda ortaya çıkmaktadır. Temsilcilik sorunu, iki tarafın sahip olduğu bilgilerin farklı olması (genelde temsilci daha fazla bilgiye sahiptir) ya da her iki tarafın da kendi çıkarları doğrultusunda hareket edeceği ve bundan herhangi bir iş için vazgeçme ihtimalinin çok düşük olduğu varsayımına dayanmaktadır (Karadağ, 2005, s. 19)**.**

Mikro ekonomi teorisi bireylerin elde ettikleri ürün ve hizmetlerin bütün özelliklerinin farkında olduklarını ve bir işlem yaptırmaları gerektiğinde temsilcilerinin faaliyetlerini her zaman denetleyebildiklerini varsaymaktadır. Buna karşılık, finans piyasalarında katılımcıların bilgi düzeyinin farklı olması ile sözleşmelerin kontrol ve uygulanma süreçlerinin maliyetli olması asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmaktadır (Aras ve Müslümov, 2003, s. 6-7).

Asimetrik bilginin finansal sistemin işleyişi üzerindeki etkileri, kredi tayınlama teorileri ve öz kaynak tayınlama teorileri tarafından açıklanmıştır. Bu kısımda söz konusu teorilerin işleyişi aktarılacaktır.

3.3.4. Kredi Tayınlaması

Kredi tayınlama modelleri, kolaylıkla ahlaki risk veya ters seçim etkisini temel alan modellerle ilişkilendirilebilmelerine rağmen, bunların ikamesi olarak nitelendirilmemeli ve aksine bir destekleme veya eklemede bulunma çabası olarak ele alınmalıdır.

Jaffee (1971)'e göre kredi tayınlaması; belli bir faiz oranında, borç verenlerin ödünç verilebilecek fon arzları potansiyel borçluların talep ettiklerinden daha küçük iken, borç verenlerin faiz oranlarını yükseltmek yerine, kredi miktarını kısıtlaması durumudur. Literatürde iki tür tayınlamadan söz edilmektedir. Jaffee ve Russell (1976)'ya göre, belli bir faiz oranında borç talep edenlerin hepsinin ya da bir kısmının talep ettiklerinden daha az ödünç para temin edebilmeleri durumudur. Stiglitz ve Weiss (1981)'e göre ise, borç verenlerin ödünç talep edenleri birbirinden ayırt edemediği durumda, ödünç talep edenlerin bir kısmının kredi alamaması durumudur (Mattesini, 1997, s. 30).

Piyasalarda denge, arz ve talebin birbirine eşit olduğu noktada gerçekleşmektedir. Normal koşullarda piyasadaki talep fazlası fiyatların yükselmesiyle sonuçlanmaktadır. Yeni denge talep edilen miktarın giderek azalması ve arz edilen miktarın giderek artması sonucu fiyatların daha yüksek olduğu bir noktada gerçekleşir. Fiyatlar bu şekilde davranabiliyorsa piyasada tayınlama gerçekleşmez. Ancak kısa ve uzun dönem dengesizlikleri sonucunda tayınlama gerçekleşebilir. Sermaye ve işgücü fiyatları katılık göstermekte iken ekonominin dışsal şoklara maruz kalması kısa dönemde tayınlama yaratarak geçici dengesizlik durumu oluşturur. Uzun dönemde ise, tefecilik yasaları, minimum ücret yasaları gibi kamusal uygulamalar tayınlama

yaratabilir. Bu tür tayınlamalar ise geçici nitelikte değildir. Ancak kredi piyasası literatürü, kredi piyasasını diğer piyasalardan ayıran özellikler üzerinde durmaktadır. Kredi piyasasının temel özelliği eksik bilgi ve belirsizliktir. Bu özellik piyasada kredi tayınlamalı dengeye yol açmaktadır (Stiglitz ve Weiss, 1981, s. 393).

Borç verenler, hem faiz oranlarını belirleyip, hem de bu faiz oranından talep edilen kredi miktarından daha düşük miktarda kredi arz ettiklerinde kredi tayınlaması ortaya çıkmaktadır. Faizlerin artması, düşük riskli projelerin piyasadan çekilmesi, yüksek riskli projelerin ise piyasaya hakim olması sonucunu doğurur. Zamanla, borç verenlerin beklenen getirisi azalır ve bunun sonucu olarak da borç arz eğrisi geriye döner. Böylece faiz oranları artmış olmasına rağmen, kredi arzında bir düşüş yaşanmaktadır. Bu durum iki farklı sonuç doğurur. İlk sonuç, aynı niteliklere sahip potansiyel borçluların bir kısmının istediği krediyi elde edememesi, ikinci sonuç ise, herhangi bir faiz oranından borç alamayan potansiyel borçluların varlık göstermesidir. Piyasada borç arz ve talep eğrisinin kesişmediği bu durumda, arz edilen kredi miktarı arz eğrisinin izin verdiği ölçüdedir. Bu noktada faiz oranlarında meydana gelen artışlar, yalnızca borç arzında azalma sonucunu doğuracaktır (Stiglitz ve Weiss, 1981, s. 206). Yüksek faiz oranlarında yatırımların bir kısmı karlı olmaktan çıkacaktır. Yani, faiz artışlarına neden olan parasal daralma, marjinal olarak üretken yatırımları dışarıda bırakacaktır (Mankiw, 1986, s. 468).

Kredi tayınlaması bağlamında, borç veren ve borç alan taraflar arsındaki ilişkinin niteliği üzerinde durulmalıdır. Kredi kısıtlamalarının önüne geçilmesi amacıyla, potansiyel borçluların bilançolarının izlenmesi önem arz etmektedir. Bu kapsamda yakından takip edilecek borçlularla uzun dönemli kredi ilişkisi kurulması, kredi kısıtlamaları üzerinde azaltıcı bir etkiye sahip olacaktır. Aigner ve Sprenkle (1968) bir borç verenin müşterileri hakkında bilgi toplamak için kaynak ayırarak beklenen geri ödememe oranını düşürebileceğini ve dolayısıyla bilgi edinme masraflarına karşılık belli bir kazanç elde edebileceğini ilk defa bir model çerçevesinde ifade eden iktisatçılardır.

Koskela (1976) ve Flannery (1983) borç verenin borçlular hakkındaki bilgisinin özel niteliğine dayanan bilgi-müşteri ilişkilerini bir arada bulunduran modeller geliştirmişlerdir. Koskela (1976), Jaffee ve Modligliani (1969)'nin yaptıkları çalışmalarının üzerine, eleme ve işlem maliyetlerini kredi piyasalarına içsel bir faktör olarak incelemeye konu edinerek, daha büyük bir boyut ekler. Banka kredi açma kararını alma anında farklı ama ilişkili iki karar ihtimali ile karşı karşıyadır. Bu kararlar,

“Borçlu hakkında bilgi edinilmeli midir ve eğer bilgi edinilmişse ne karar alınmalıdır?” sorularına verilecek yanıtlarda yer almaktadır. Birincisinin ikincisinin beklentisinden etkileneceği açıktır. Yeni müşteriler, bütün borç verenlerin, haklarında taşıdıkları bilgilerin simetrik olması dolayısıyla, genellikle aralarında ayırıma uğramazlar. Bir başka ifadeyle maliyet fonksiyonunun ayrıştırılamaz olduğu söylenilebilir; yani kredi açmanın marjinal maliyeti müşteriden müşteriye değişmeyecektir. Ancak eski müşteriler için ek yatırım maliyeti minimumdur. Buradan kredi vermenin marjinal maliyetlerinin farklılaşmalarına dayanılarak eski ve yeni müşteri arasında ayrım yapılabileceği sonucuna ulaşır. Yani, borç verenin maliyet fonksiyonu ayrıştırılabilirdir.

Flannery (1983), Koskela (1976)’dan farklılaşarak, farklı müşterilere hizmet sunmanın maliyet farklılaşmalarını özel olarak ele almaz. Bunun yerine analizini firmaya özel varlıklar kavramı üzerine temellendirir. Buna göre borçlu ve borç verenin bilgi alanında ortak yatırımı vardır ve bu da borçlunun düşük faiz oranına kavuşmasına ve kreditörün düşük maliyetlere erişmesine neden olacaktır. Dolayısıyla hangi nedenden olursa olsun borçlunun veya diğer tarafın süreci kesintiye uğratması bilgi varlığını değersizleştirecektir. Bu bilgi varlığını korumaya yönelik yapılan herhangi bir teşebbüs sırasında, uzun dönem düzenleme öngörüldüğünde, kreditörün kontrat teklif ettiği veri kabul edilirse, eksik kredi arzı söz konusu olabilecektir.

Devinney (1986) tipik bir bankanın karşı karşıya olduğu belirsizliğin kaynağı olarak üç unsurdan söz etmektedir. Bunlar; geri ödeme yapması beklenilen borçlunun, zaman içinde gelirinin varyansında meydana gelen büyümeler nedeniyle krediyi geri ödeyememesi durumu; yükümlülüklerini yerine getirmeyeceği belli olan ancak, bankaca belirlenemeyen borçluların geri ödeme yapmaması; ödeme gücüne sahip olan ve geri ödemesi beklenen borçlunun, geri ödememe maliyetinin geri ödeme maliyetinden daha az olması dolayısıyla, geri ödememeyi bilinçli olarak tercih etmesi durumlarıdır . Buna karşılık bankalar, bu risk unsurlarını giderme noktasında, üretim fonksiyonu (*ex ante* bilgi edinme teknolojileri; eleme (screening) işlemleri gibi...) ve teşviklere (ex post bilgiye dayanan yaptırım unsurları, borcu toplama (collection) islemleri gibi) sahiptir. Üretim fonksiyonu ilk iki risk unsuru üzerinde etkiliyken, teşvikler sadece son risk unsuru üzerinde etkilidir.

3.3.5. Özkaynak Tayınlaması

Kredi piyasasında, üreticilerin tek dışsal finans kaynağı aracılardan ödünç alınacak fonlar (krediler) değildir. Firmalar, hisse senetlerini çıkarıp satarak da yatırımlarını finanse edebilirler. Bu durumda, firmalar ne kadar ek yatırım yapılacağının yanı sıra, yatırımların nasıl finanse edileceğine de karar vermek durumundadırlar. Asimetrik bilgi sorunu bağlamında, finansal problemlerin yatırım kararlarının alınmasında önemli rolü bulunmaktadır. Hisse senedi çıkararak finansman sağlamada da asimetrik bilgi ve buna bağlı problemler önemli rol oynamaktadır. Kredi piyasasında firmaların, ödünç fon sağlarken kredi kısıtlamalarıyla karşı karşıya kalmaları, karlı yatırım fırsatlarından vazgeçmelerine yol açmaktadır. Benzer şekilde firmaların öz kaynak sermayesini artırırken asimetrik bilgi problemleri ile karşılaşmaları da, firmaları bugünkü değerle yıllık net gelir akımları toplamı pozitif olan projelerden vazgeçirebilmektedir (Mattesini, 1997, s. 61).

Modigliani ve Miller (1958) teoremlerinde, işlem maliyetlerinin ve vergilerin bulunmadığı etkin sermaye piyasalarında yatırımın finansman şeklinin önemsiz olduğunu iddia etmektedirler. Bir firmanın hisse senetlerinin piyasadaki satış değeri, hisselerin gerçek değerini yansıtacağından, firma açısından firmanın hisse senetleri nakdin mükemmel bir ikame edicisidir. Bu durumda firma, yatırımın finansman şekline bakmaksızın herhangi bir projeyi, projenin bugünkü değerle yıllık net gelir akımları toplamı pozitif olduğu sürece değerlendirmeye alacaktır. Fakat yapılan ampirik çalışmalar, firmaların finansal yapısının firma davranışlarını etkilediğini göstermiştir (Greenwald ve Stiglitz, 1990, s. 3).

Finans piyasalarının eksik bilgi modelleri, geleneksel Modigliani-Miller görüşünü iki yolla değiştirmiştir. İlk olarak finansal enstrümanların alıcı ve satıcıları arasında bilgi asimetrik olarak dağılmış ise finansal piyasalar düzgün çalışmıyor demektir. Modigliani-Miller teoremi, geçersizleşmektedir. Yani finansal piyasalar kısıtlanabilmektedir, kredi piyasasında kredi tayınlaması gerçekleşebilmektedir. Dolayısıyla firmanın finansal yapısı firma davranışını etkilemektedir. İkinci olarak kararları alan vekiller ile finansal kaynağı sağlayan asıllar arasında bilgi asimetrik olarak dağılmış iken, firmanın kararını yönlendiren amaç fonksiyonu neoklasik teoride varsayılan değer maksimizasyonu formunda olmayabilir (Greenwald ve Stiglitz, 1990, s. 3).

Genellikle firma yöneticileri, yatırım projesinin karlılığı ve firmanın varlıkları gibi değişkenler hakkında firma dışındaki yatırımcılarla paylaşılmayan gizli bilgilere sahiptir. Bu durum ters seçim problemine yol açmaktadır. Hisse senedi piyasalarında ters seçim problemini ilk olarak Leland ve Pyle (1977), Myers ve Majluf (1984), Greenwald, Stiglitz ve Weiss (1984) ele almıştır. Yatırım projelerinin finansman sürecinde, girişimciler projenin kalitesi hakkında bilgi sahibi iken kreditörler bundan yoksundur. Dolayısıyla proje finansmanı için ihraç edilecek hisse senedinin piyasa değeri ortalama proje kalitesini yansıtacaktır. Piyasada ortalama proje kalitesi düşük iken, sermayenin maliyeti yüksek olacağından finanse edilebilir nitelikteki projeler bile değerlendirilemeyecektir, yani sermaye piyasası etkinlikten uzaklaşacaktır (Leland ve Pyle, 1977, s. 371).

Finanse edilebilir nitelikteki projeler için bilgi transferi şarttır. Girişimcinin yatırım yapma isteği, kredi piyasasına kredinin gerçek kalitesi hakkında sinyal verir ve kreditörlere projenin değerini belirleme fırsatı tanır. Yatırımcılara sinyal sağlayan unsurlardan biri girişimcilerin firmdaki payıdır. Bu pay arttıkça ters seçim ihtimali azalmaktadır. Girişimcinin firmdaki hissesi arttıkça firma değeri de artar (Leland ve Pyle, 1977, s. 372). Bilginin doğrudan transfer edildiği duruma göre dolaylı finansmanda kendi firmasının projesinde daha fazla öz kaynakla yer alarak sinyal veren girişimci refah kaybına uğrar. Buna rağmen yatırım yapılan proje seti, doğrudan sinyal bilgi transferinin mümkün olduğu durumda yatırım yapılacak proje setiyle aynıdır. Bu özellik sinyal yoluyla bilgi transferinin etkin olduğunu gösterir (Leland ve Pyle, 1977, s. 380).

Myers ve Majluf (1984) ile Greenwald vd. (1984)'nin çalışmalarına göre ise, piyasaya öz kaynak (hisse senedi) çıkarılması dışarıdaki yatırımcılar için kötü bir haberdir. Çünkü etkin piyasalar, eski hisse sahiplerinin hisse değerlerinin ek hisse çıkarılmasıyla düşeceği şeklinde sinyal verir. Eğer hisselerin piyasa değeri, yeni hisse çıkarılmaması durumunda hisselerin alacağı değerin altına düşer ise, öz kaynağın piyasaya çıkarılmasının yatırımı engelleyici bir maliyeti doğar. Böyle bir durumda yöneticiler için optimal olan hisseleri piyasaya çıkarmamak ve yatırım fırsatından vazgeçmektir.

Firmanın yeni hisse çıkarmaması ile elde edeceği kâr ile yeni hisse çıkarması halindeki karı arasındaki fark negatif ise firma yeni hisse çıkaracaktır. Bu fark firmanın net nakdinin artan bir fonksiyonudur. Sadece net nakdi düşük olan firmalar yeni hisselerini satışa sunarlar ki bu durum daha yüksek iflas olasılığı anlamına gelir. Öz

kaynak piyasasına giren firmalar bundan dolayı ters seçilmiş olacaktır; yeni hisse çıkardıkları zaman piyasa bu durumu kötü haber olarak algılayacağından, piyasa hissenin değerini düşürmek şeklinde reaksiyon gösterecektir ve finansmanın maliyeti engelleyici olacaktır (Greenwald vd., 1984, s. 198).

Hisse senedi ihraç etmek firmanın piyasa değerini olumsuz etkilediğinden firma hisse ihraç etmek konusunda isteksizdir ve eğer dışsal fonlar artırılacak ise, bu fonlar içinde krediler ağırlıkta olacaktır. Fakat bu durum firmayı daha yüksek iflas riskiyle karşı karşıya bırakır. Beklenen kâr ile iflasın beklenen maliyeti arasındaki farkın maksimizasyonu ile şekillenen davranışın amacı, firmanın iflas olasılığı ve iflas maliyeti üzerine getirilen makul kısıtlamalarla dönem sonu servet maksimizasyonudur (Greenwald ve Stiglitz, 1990, s. 7).

Sonuç olarak asimetrik bilgi dikkate alındığında firmanın finansal yapısıyatırımın önemli bir belirleyicisidir. Yeni hisse çıkarılması ya firmanın varlık düzeyinin düşük olduğunun bir göstergesi, ya da firmanın iflas olasılığının arttığının bir göstergesi olarak ve genellikle piyasada yanlış algılamaya götüren negatif bir sinyal olmaktadır. Bu nedenle firmalar yeni hisse çıkararak yatırımlarını finanse etmeyi oldukça maliyetli bulmaktadır. Bu problemlerle karşılaştığı zaman firma bazı karlı yatırım fırsatlarından vazgeçmeyi karlı bulmaktadır. Bir firmanın likiditesi yani firmanın net varlık pozisyonu yatırımın, dolayısıyla toplam çıktının önemli bir belirleyicisidir.

BÖLÜM IV

MINSKY'NİN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİ

4.1. Minsky'e Göre Kapitalist Bir Ekonominin Fiyat ve Kâr Yapısı

Minsky (1986)'e göre neo-klasik teori, karmaşık finansal sisteme sahip kapitalist ekonomilerin fiyat mekanizmasını açıklamak konusunda yetkin değildir. Fiyatların piyasayı temizlemek için nasıl uyarlandığını açıklayamaz. Çünkü fiyatların işlevi kaynak dağılımı ve üretim düzeyini sağlamakla sınırlandırılmış, fiyatların finansal yükümlülüklerle olan ilişkisi ihmal edilmiştir. Büyüme dinamiği yatırımlar olan kapitalist ekonomilerde yatırımların dönemler arası finansmanı, sözleşmelere bağlı parasal ödeme yükümlülüklerine neden olur. Bu durum yatırımların sadece üretim malları fiyatına değil, aynı zamanda finansal varlıkların fiyatına da bağlı olduğu gerçeğini ortaya koyar. Özetle söylemek gerekirse, ekonomide fiyatlar kaynak dağılımı ve üretim düzeyini sağlama fonksiyonları yanında; artık değer yaratılmasını, yeni sermaye malları üretiminin sağlanmasını, işletme borç yükümlülüklerinin yerine getirilmesini ve yeni borçlanma ilişkilerinin oluşturulmasını sağlamak zorundadır. Yani kapitalist ekonomilerde fiyatlar kârların taşıyıcısıdır.

Kapitalist bir ekonomide kaynak dağılımı ve fiyat belirlenmesi, çıktıların finansmanı, sermaye varlıklarının pozisyonu ve yükümlülüklerin doğrulanması ile bütünleşmiştir. Bu nominal değerlerin önemli olduğu anlamına gelir. Kapitalist bir ekonomide ikili fiyat-üretim malları fiyatı, sermaye ve finansal varlıkların fiyatı- sistemi vardır. Sermaye ve finansal varlıkların fiyat düzeyi göreli olarak üretim malları fiyatından yüksek ise yatırım için uygun koşullar sağlanmış demektir. Sermaye ve finansal varlıkların fiyat düzeyi göreli olarak üretim malları fiyatından düşükse, koşullar yatırım için uygun değildir ve bu durum bir durgunluk veya kriz belirtisidir. Konjonktür dalgalanmaları bu iki fiyat düzeyinin dansının bir sonucudur. İktisat politikasının önemli bir sorunu, uygun miktarda yatırım yapılmasını sağlayacak bir şekilde iki fiyat düzeyinin oluşmasını sağlamaktır (Minsky, 2013, s. 145-146).

4.1.1. Üretim Malları Fiyatı ve Kâr

Minsky Keynes'den aldığı mirasla, kapitalist ekonomide ikili bir fiyat yapısının mevcut olduğunu iddia eder: "mal ve varlık fiyatları". Minsky (1993)'e göre, mal

fiyatları kâr miktarını da içerirken, varlık fiyatları gelecekteki gelir akımlarını ifade eder. Mal fiyatları ile varlık fiyatları arasındaki ilişki toplam talebi, istihdamı ve cari ücret düzeyini belirlemektedir.

Minsky (1986)'e göre, kapitalist bir ekonomide, piyasa süreçlerinin ve iktisat politikalarının fiyatları ve kârları nasıl etkilediğini soyutlamak ve tanımlamak için, basit denklemler yardımıyla Minsky'nin Kalecki'den devraldığı modeli ele alalım:

Kapalı bir ekonomik modelde devletin olmadığını varsayalım. Ekonominin tüketim ve yatırım malları üreten iki sektörden oluştuğunu, işçilerin tüm ücretlerini harcadığını ve tüm üretimin tüketildiğini varsayalım.

Bir tüketim malının temsili fiyatını P_C, miktarını da Q_C olarak yazalım. P_I yatırım malının temsili fiyatını, Q_I da yatırım malının miktarını göstersin. W_C'yi tüketim mallarının üretimindeki parasal ücret oranı ve W_I'yı da yatırım mallarının üretimindeki parasal ücret oranı olarak yazalım. N_C tüketim mallarında ve N_I da yatırım mallarında istihdamdır. $W_C.N_C$ tüketim mallarında, $W_I.N_I$ yatırım mallarında toplam ücret ödemesidir. Ekonomideki toplam üretimin parasal değeri $P_C.Q_C$ 'dir.

İşgücünün sadece doğrudan tüketim ve yatırım malları üretimi ile kar geliri elde edenlerle ilişkili olduğunu varsayalım. Ayrıca, işçilerin tüm gelirinitüketim mallarına harcadıklarını, kar geliri elde edenlerin ise harcamadıklarını varsayalım. Böylece tüketim malları talebi toplam ücret ödemeleridir, kar geliri tüketim mallarına talep yaratmaz.

$P_C.Q_C = W_C.N_C$ (Gelir-Tüketim Denkliği) olacağından,

$\Pi_C = P_C.Q_C - W_C.N_C = 0$ olur.

Yatırım sektöründeki işçiler de tüketim yaparlar. Dolayısıyla:

$P_C.Q_C = W_C.N_C + W_I.N_I$ eşitliği yazılabilir. Buradan hareketle şu denklik yazılabilir:

$\Pi_C = P_C.Q_C - W_C.N_C = W_I.N_I$ (Toplam Kâr = Toplam Yatırım)

Böylece, tüketim mallarındaki karlar, yatırım mallarındaki karlara eşittir.

Yatırım mallarına talep, P_IQ_I, yatırım mallarının üretimindeki ücret ve karlara eşittir. Yatırım mallarındaki toplam ücret ödemeleri, tüketim mallarındaki karlar olduğu için, basit aritmetik ve aşırı davranışsal varsayımlar karların yatırımlra eşit olduğu güçlü önermesine yol açar.

Bu önerme güçlü bir gerçeği ifade eder: yatırım yapan bir piyasa ekonomisinde fiyatlar ve gelir dağılımı öyledir ki yatırım için her zaman kaynak vardır. Yatırım malları üreten işçilerim doyurulması gerekir, bu da tüketim malları üreten işçilere ürettiklerinin hepsini tüketmelerine imkân vermemekle sağlanır. Ekonomide bu durum fiyat sistemi ile sağlanır.

Bu varsayımlar dikkate alındığında sonuç açıktır: gerçekleşen yatırım gerçekleşen artığa eşittir ve karlar da artık biçimde ortaya çıkar. Buna ilaveten finanse edilen yatırım, toplam talebi, ücretler ve karları, arasındaki bölüşümünü ve gerçekleşen toplam mark-up'ları belirler. Finanse edilen yatırım, fiyatları etkileyerek artığın ortaya çıkmasını sağlar.

Karların gelecek dönemler boyunca belirli bir düzeye ulaşacağı ya da aşacağı beklentisiyle yatırım yapılır ve finansman sağlanır. Ancak karlar yatırıma eşittir. Böylece, kapitalist bir ekonomide, gelecekte gerçekleşmesi beklendiği için yatırım şimdi yapılır.

Basit modelimizde kar denklemi fiyatların nasıl oluştuğunu gösterir:

$P_C = (W_C.N_C / Q_C) . (1+ W_I.N_I / W_C.N_C)$,

$W_C = W_I$, $Q_C / N_C = A_C$,

$P_C = (W_C / A_C) . (1+ N_I / N_C)$ bulunur.

Böylelikle tüketim malları fiyatını etkileyen temel bileşenler bulunmuş olunur. Fiyatları etkileyen unsurlar sırasıyla, ücretler (Wc), tüketim sektörü işçileri verimliliği (Ac) ve yatırım sektöründeki işçilerin tüketim sektöründeki işçilere oranıdır (NI / Nc). Minsky (1986)'e göre, tüketim malları fiyatını etkileyen unsurlar arasında değişkenliği en fazla olan unsur yatırım olduğundan, fiyat hareketlerini anlamanın en iyi yolu yatırım sürecini incelemekten geçer.

4.1.2. Makroekonomik Fiyat Düzeyi ve Devletin Modele Eklenmesi

Modelimize devleti de ilave ederek, kamunun harcama yapmasına ve vergi almasına izin vereceğiz. Böylece, büyük devletin varlığı nedeniyle 1930'lar gibi borç deflasyonunun ve uzun süreli derin bir kriz yaratan ekonomik ilişkilerin muhtemelen ortaya çıkmayacağı ancak, kronik ve zaman zaman hızlanan enflasyona yol açabileceği belirgin hale gelecektir. Kamu kesimi hesaba katılırsa ve işçilerin aldıklarının tümünü

tüketim mallarına harcadıkları ve kar elde edenlerin harcamadıkları abartılı varsayımı sürdürülürse, tüketim malları talebi ücret kazananların ve transfer ödemesi elde edenlerin vergi sonrası gelirlerine eşittir. Yatırım ve açık aynı kalır, karlar vergilendirilirse, vergi öncesi karlar vergi miktarı kadar artacaktır.

Modele devletin de eklenmesi ile gelir-tüketim denkliği şu hali alır:

$P_C.Q_C = W_C.N_C + W_I.N_I + W_GN_G + T_r - T_W\ (W_C.N_C + W_I.N_I + W_GN_G)$

Burada;

W_G : Kamu Sektörü İşçi Ücretleri

N_G : Kamu Sektöründeki İşçi Sayısı

T_W :Ücretlere Uygulanan Gelir Vergisi Oranı

T_π : Karlara Uygulanan Vergi Oranı

T_r : Transfer Harcamaları

W_GN_G: Doğrudan ya da dolaylı kamu ücret ödemeleri'dir.

Bütçe açığı ise:

$D_f = W_GN_G + T_r + \Pi_G - T_W\ (W_C.N_C + W_I.N_I + W_GN_G) - T_\pi\Pi$ olur.

Fiyatlar Genel Düzeyi:

$P_C = (W_C / A_C)\ .\ (1+ W_IN_I / W_CN_C + D_f - \pi_G / W_CN_{C\,+}\ T_\pi\Pi / W_CN_C)$ iken,

Tüketim Sektörü Karı: $\Pi_C = W_IN_I + D_f - \Pi_G + T_\pi\Pi$

Yatırım Sektörü Karı: $\Pi_I = I - W_IN_I$

Devlet İşletmelerinin Karı: $\Pi_G = \Pi_G$

Ekonomideki Toplam Kâr: $\Pi = \Pi_C + \Pi_I + \Pi_G = I + D_f + T_\pi\Pi$

Vergi Sonrası Kâr: $\Pi^* = I + D_f$ şeklinde ifade edilir.

Yatırım ve dolayısıyla gelir azaldığı zaman, kamu açığı artarsa, kamu açığının olmadığı duruma göre karlar azalmayacaktır. Gerçekte büyük devlet ekonomik oyunu karların sürekliliğini sağlayacak bir biçimde kurar; karlar sürdürülerek kamu açıkları, işletme borç yükünün durgunluk sırasında artışını önleyebilir. Bunun da ötesinde, açık yeteri kadar büyükse işletme borçlarının yükü durgunluk sırasında azalabilir.

Elde edilen denklemler bize stagflasyon olgusunu ifade etmektedir. Düşen yatırımlar karşısında artan bütçe açıklarıyla kârların en azından korunabileceği görülebilir. Bu aynı zamanda neden 1970'li yıllarda 1930'lardaki gibi bir bunalıma sürüklenilmediğinin bir açıklamasıdır. Çünkü büyük bir devlet vereceği büyük bütçe açıklarıyla ortaya çıkan bir krizin büyük bir bunalıma dönüşmesini, kârları arttırarak

engelleyebilir. Ancak küçük bir devletin bu tarz bir etkide bulunamayacağı açıktır. Büyük bir devletin modeldeki işlevi aynı zamanda onun ne kadar büyük olması gerektiği konusunda da fikir verir. Minsky (1986)'e göre bir devlet düşen kârları telafi edebilecek kadar büyük olmalıdır. 1929 yılındaki Büyük Buhran ile İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki krizleri birbirinden ayıran en önemli noktalardan bir tanesi budur. Çünkü 1970'li yıllarda, 1930'lu yıllardaki kadar ekonomik yönden küçük devletlere rastlamak mümkün değildir. Büyük Buhranın ardından Keynesyen politikalar nedeniyle kapitalist ekonomilerde devletin ekonomi içindeki payının artması, daha sonraki yıllarda kârların düşmesini engelleyen en önemli etken olmuştur.

4.1.3. Makroekonomik Fiyat Düzeyi Ve Dış Ticaretin Modele Eklenmesi

Dış ticaret dengesi de karları ve fiyatları etkiler. Bir dış ticaret açığı karları özümser ve yurt içi fiyat düzeyini sınırlar ya da düşürürken, dış ticaret fazlası yurt içi karları ve fiyatları artırır.

Dış ticareti de modele eklersek gelir-tüketim denkliği şu forma dönüşür:

$P_C.Q_C = W_C.N_C + W_I.N_I + W_GN_G + W_XN_X + T_r - T_W(W_C.N_C + W_I.N_I + W_GN_G + W_XN_X) - P_MQ_M$

Bu durumda dış ticaret dengesi:

$BTD_f = P_MQ_M - P_XQ_X$ olur.

P_MQ_M : İthalatın Parasal Değeri

P_XQ_X : İhracatın Parasal değeri

$P_C = (W_C / A_C) . (1 + W_IN_I / W_CN_C + D_f / W_CN_C + BTD_f / W_CN_C + T_\pi\Pi - \pi_G - \pi_X / W_CN_C)$

Vergi Öncesi Kâr: $\Pi = I + D_f + T_\pi\Pi - BTD_f$

Vergi Sonrası Kâr: $\Pi^* = I + D_f - BTD_f$ olur.

Kâr ve fiyat denklemlerinden de anlaşılacağı gibi dış ticaret dengesinin de fiyat ve kârlar üzerinde bir etkisi vardır. Dış ticaret açığı kârları düşürürken, yurt içi fiyatları sınırlar ya da azalmasına yol açar. Her yatırım ve bütçe açığı düzeyleri için dış ticaret açığı, kârların azalmasına yol açar. Dış ticaret fazlası durumunda elde edilen kârlarla, geçmiş borçlar ödenebilir ve sermaye mallarının fiyatının geçerliliği sağlanabilirken, toplam talebin yapısından dolayı (talebin bir kısmının yurt dışından sağlanmasından

dolayı) tam istihdamı gerçekleştirmek ya da korumak güçleşir. Dış ticaret açığının kârlar üzerindeki sınırlayıcı etkisi yurt içi genişlemeyi zayıflatırken, tam istihdam için gerekli olan yatırım ve bütçe açıklarının artmasına yol açar. Bir ödemeler bilançosu açığı, yurt içinde üretilmiş tüketim mallarının fiyat düzeyini kısıtlama eğilimindedir. Yurt içi gelirin bir kısmı yurt içi malların satın alınmasında kullanılmadığı ve yurt içi fiyatları oluşturmadığı için bu sonuç çok açıktır.

4.1.4. Makroekonomik Fiyat İlişkileri: Kardan Tüketim ve İşçi Tasarruflarının Modele Eklenmesi

Karların yatırıma eşit olması, kapitalist bir ekonominin nasıl çalıştığını gösterenönemli bir sezgidir. Artığın yatırım sürecinde ortaya çıktığı, gelirin ücretler ve karlar arasındaki dağılımının teknoloji tarafından değiliktisadi süreçler tarafından belirlendiği önermesine yol açar. Karların yatırıma eşit olduğu önermesine yol açan analiz, aynı zamanda fiyat düzeyinin nominal ücretler tarafından belirlendiğini ve kaynakların yatırım-tüketim-kamu arasında dağılım biçimini gösterir. Bu sonuç, tüm ücret gelirinin tüketim mallarına harcandığı, , sermaye gelirinin tüketim mallarına harcanmadığı abartılı varsayımından kaynaklanır.

Şimdi modelimizden dış ticareti çıkartıp, kârdan yapılan kapitalist tüketimleri ve isçi tasarruflarını ekleyeceğiz. Bu durumda gelir-tüketim denkliği:

$P_C.Q_C = W_C.N_C + W_I.N_I + W_GN_G + T_r - T_W(W) + c\pi^* - sW^*$ şeklinde ifade edilir.

c: vergi sonrası karın tüketim oranı

s: işçilerin tasarruf oranı

W^* : vergi sonrası ücretler

Vergi Öncesi Kâr: $\Pi = I + D_f + T_\pi + c\pi^* - sW^*$

Vergi Sonrası Kâr: $\Pi^* = I + D_f + c\pi^* - Sw$

Yukarıdaki kâr denklemine göre isçilerin tüketim oranı arttıkça kârlar artmakta; azaldıkça kârlar azalmaktadır. Bu durum Minsky (1986)'e göre, modelimizin en önemli sonuçlarından bir tanesini ortaya koymaktadır: "kapitalistler harcadıklarını geri alırlar". Bu sonucun iki bileşeni vardır. Birincisi, yatırım olarak yapılan kapitalist harcamalar (I) ve ikincisi, tüketim olarak yapılan kapitalist harcamalar $c\pi^*$. Kâr denkleminden de görülebileceği gibi, bu her iki harcama türü kapitalistlere kâr olarak geri döner.

Ekonominin genişleme dönemlerinde yatırımlar ve kapitalist ve isçi tüketimleri beraber artacağından toplam kâr da bir spiral halinde artacaktır. Ancak daralma dönemlerinde hepsi birden azalacağından toplam kârlar da yine spiral bir şekilde azalacaktır.

Sonuç olarak, genel fiyat düzeyi de kapitalist tüketim oranından ve isçilerin tasarruf oranlarından etkilenecektir.

Genel Fiyat Düzeyi:

$$P_C = (W_C / A_C) . (1+ W_I N_I / W_C N_C + D_f / W_C N_C + T_\pi \Pi / W_C N_C + c\pi^* / W_C N_C - sW^* / W_C N_C)$$

Kapitalistlerin tüketim oranı, genel fiyat düzeyini arttıran yönde etkide bulunurken; isçi tasarrufları, azaltan yönde etkide bulunacaktır.

Kar gelirlerinden yapılan tüketim harcamasının ne anlama geldiğini inceleyelim:

Karlardan yapılan tüketim harcamasının kar marjlarını geri besleyeceği ve artıracağı önermesi, bir ekonominin artığını yaratan ve dağıtan modern kurumsal bir işletmenin karmaşık maliyet yapısı ile uyumludur. İşletme maliyeti çıktının üretildiği organizasyonel ve kurumsal düzenlemeleri yansıttığı için, firmaların maliyet yapısı, ekonominin normal işlevini sağlayan piyasa fiyatlarını belirler. Başlangıçta elde edilen artık değerin sermaye varlıklarının üretiminde kullanıldığı belirtilmişti ancak, üretimden elde edilen artık değer her zaman yeni sermaye mallarının üretimine harcanmaz. Üretilen artık değer, üretimin teknik maliyetleri olarak adlandırılan alanların (sermaye malları ve ücretler)dışında da kullanılabilir.

Ekonomideki artık, ölçülmüş kar ve yatırımların gösterdiğinden daha fazladır. Artığın bir kısmı yalnızca devletin vergi gelirleri değildir. Özel birimler tarafından yapılan ücret vemaaş ödemelerinin önemli bir kısmı artığın tahsisidir. Satış, yönetim ve tanıtım için kullanılan kaynakları zorlayan kurumsal yapı ve işletme tarzı büyük bir artık gerektirir, bunların hiçbiri ölçülen karlarda gözükmez.

Kapalı bir ekonomide, satın alınan girdilerin maliyetleri üç gruba ayrılabilir: üretimin teknik olarak gerektirdiği işgücü maliyetleri, satın aınan mal ve hizmetler ve mark-up. Firmanın elde ettigi kâr, bunların dışındaki alanlardan oluşur: vergiler, kâr payları, faiz ödemeleri, kira, yönetim giderleri, brüt kazanç vs. Bu nedenle, artık deger bilinen anlamından yani yatırımlardan ve karlardan daha büyüktür. Yalnızca isçilere

verilen ücret ve maaşlar degil, aynı zamanda devlete verilen vergiler de artık değer içindedirler.

Özetle söylemek gerekirse, kârların dağılımını belirleyen, ekonomideki firmaların çalışma tarzıdır. Ekonomik sistemin isleyişi karmaşıklaşıp, bu işleyişine yeni birimler katıldıkça, kârdan pay alanların sayısı artar. Bu durum da, kaçınılmaz olarak, kârların artması gerekliliğine ve dolayısıyla fiyatların artmasına yol açar. Çünkü, fiyatlar kârların taşıyıcısıdırlar.

Kapitalist ekonomide tüketim mallarının arz fiyatı, firmaların maliyet yapılarını ve onların piyasa güçlerini yansıtır. Piyasa gücü açısından, tüketim malları arz fiyatının oluşumunda iki tür firmadan bahsedilebilir: fiyat alıcı firmalar ve fiyat yapıcı firmalar. Ancak piyasadaki firmaların bu farklılaşması Minsky (1986)'e göre, firmaların içinde bulundukları kısıtları degiştirmez. Her iki firma türü de aynı yoldan, yani ödeme taahhütlerine göre incelemeye tabi tutulurlar.

Minsky (1986)'e göre hem fiyat alıcı hem de fiyat yapıcı firmalar için fiyatlar, ödeme yükümlülüklerini ve bir güven payını kapsamalıdır. Ancak fiyat ve üretim düzeyi ilişkilerinin analizinde dikkat çekici bir nokta vardır. Kapitalist ekonomiye özgü olan bu nokta, firmaların bir özelliğini daha açığa çıkartır ki, bu da firmaların sadece daha fazla kârı hedeflemeleridir. Fiyatlar kârların kaynağı olduguna göre firmalar ekonomide üretim düzeyiyle ilgilenmezler, sadece fiyatlarla ilgilenirler. Bu sonuç, özellikle fiyat yapıcı monopol firmaların bulunduğu ekonomiler için anlamlıdır. Çünkü, fiyatlar monopolcü bir firmanın isteğini karşıladığı sürece, üretim düzeyini arttırmak onun için bir sorun degildir. Aslında bu, dolaylı olarak monopolcü firmaların istihdamı arttırmak gibi bir sorunları olmadığı anlamına gelir. Fiyatlarla istihdam arasındaki bu ilişki, ekonominin seyrini anlamak için önemlidir.

Firmaların yatırım çalışmalarına devam edebilmeleri için belirli ödeme yükümlülüklerini yerine getirmeleri gerekir. Firma için bu ödeme yükümlülükleri yatırım tamamlanmadan beklenen kâra göre öngörülür. Bu yüzden, firmalar yatırım dönemi boyunca belirli bir borç yüküyle beraber hareket eder ve bu borç yükü önceden belirlendiğinden ödemeler tamamıyla beklenen kâr gelirlerinin gerçekleşmesine bağlıdır. Kârlar daha önce belirtildigi gibi büyük oranda yatırımlara ve bütçe açıklarına baglıdır. Yatırımların düşük seyrettigi bir dönemde kârlar bütçe açıklarıyla telafi edilebilir fakat söz konusu ekonomide küçük bir devlet varsa, kârların telafi edilmesi mümkün olmayabilir.

Yeterli kar olmadığında, işletmelerin ödeme yükümlülüklerini yerine getirmelerini mümkün kılan bankacılık sistemidir. Eldeki nakitler ve borçlanma imkanı, daha önceden oluşturulmuş kredi limitleri içinde, cari nakit akımları yetersizliğinde ödemelerin yapılmasına imkan verir. Ödeme yükümlülükleri beklenen gelirler temelinde yapılır: gelirler elde edilmezse, ya eldeki nakitler kullanılır ya da kısa vadeli banka borçları artar. Eğer banka borçları artarsa, daha sonraki dönemlerde ödeme yükümlülüğü artar. Bu artışlar, bir işletmenin ödeme yükümlülüklerini karşılaması için gereken fiyatları ve çıktıları belirleyen maliyet eğrilerini yükseltir. Karlardaki şu anki eksikliğin finansal etkisi, gelecekteki fiyatları ve işletmenin sermaye varlıkları, yükümlülük yapısı ve çıktılarını artırmak şeklindedir (Minsky, 2013, s. 168-169) .

4.2. Yatırımlar ve Finansmanı

Minsky (1986)'e göre kapitalist ekonomilerde karlar işletmeleri motive ederler. Kârlar, iş dünyasının geçmişte verdiği yatırım kararlarının doğruluğunu sağlarken, gelecek dönemlerdeki yeni yatırımları da mümkün hale getirir. İşçilerin tüm gelirlerini harcadığı ve kapitalistlerin hiç tüketim yapmadığı durumu gösteren modelde kârlar yatırımlara eşittir. Modeli daha genişlettiğimizde kârları belirleyen daha birçok faktör (bütçe açıkları, dış ticaret fazlası, tasarruflar) olmakla birlikte yatırımların en önemli belirleyicisinin yine de kârlar olduğu gerçeği değişmemektedir.

Yatırım çıktılarının üretilirken finanse edilmesi gerekir. Daha da ötesi sermaye varlıklarının sahipliğinin de finanse edilmesi gerekir. Sonuç olarak, finansman koşulları sermaye varlık fiyatlarını, etkin yatırım talebini ve yatırım mallarının arz fiyatlarını etkiler (Minsky, 2013, s. 175).

Minsky (1975, 1982, 1986)'e göre yatırımın belirleyicileri bir kez anlaşıldığında, finansal istikrarsızlık teorisinin tam olarak ifade edilmesi mümkün olur. Yatırım, kapitalist bir ekonominin izlediği yolun temel belirleyicisidir. Kamu bütçesi, tüketim davranışı ve parasal ücret ikincildir. Bu ikincil faktörler, ekonomi içindeki devresel hareketlerin artmasına ve azalmasına yol açabilirler, fakat devresel hareketleri başlatan daima yatırım süreci aksaklıklarıdır. Bu nedenle ekonomideki temel devresel hareketler; kârlar, sermaye malı fiyatları, finansal piyasa koşulları ve yatırımlar arasındaki ilişkilerin belirleyiciliği altındadır.

Ekonomide ikili fiyat yapısından, dolayısıyla temel olarak iki çeşit üretimden söz etmek gerekmektedir. Bunlar sermaye malları üretimi ve tüketim malları

üretimidir. Sermaye malları, üretim içinde kullanılan mallardır ve bu malların kullanımının sonucunda daima üretimin maliyetinden daha fazla gelir beklenir. Elde edilen bu fazla, yeni sermaye mallarının alımına, dolayısıyla yeni yatırımlara yol açar. Ancak her yatırım belirli bir süreyi içerdiğinden, her sermaye alımına bir karar veriş, bir çeşit belirsiz sözleşmedir. Çünkü sermaye malından elde edilecek olan kâr, ekonominin devam eden koşullarına bağlıdır ve ekonominin koşulları yatırım süresince değişebilir.

Minsky (1986)'e göre modern ekonomide, yatırımları; emeği kiralamak, makineler satın almak ve binalar inşa etmek olarak tanımlarsak, yatırımların maliyetli ve uzun süreler alan bir süreç olduğunu söyleyebiliriz. Dolayısıyla, yatırımlar nihai sonucunu verene kadar çalışan işçilerin ve alınan sermaye mallarının finanse edilmesi gerekir. Yatırımların bu finansmanı iki şekilde olabilir: Firmanın iç kaynaklarını kullanarak, ya da dışarıdan alınan borçları kullanarak. İçinde bulunduğumuz ekonominin en önemli özelliklerinden bir tanesi, yatırımların ağırlıklı olarak dışarıdan finanse edilmesidir.

Spekülatif genişlemelerin ortaya çıkış tarzı ve krize yatkın finansal ve ekonomik sistemin nasıl geliştiği, bu ekonomiyle alakalı ekonomik sürecin tanımlanmasında özellikle önemlidir. Göreli sakin bir büyüme dönemi olarak ortaya çıkan istikrarsızlık, spekülatif genişlemeye dönüşür. Bunun nedeni firmaların ve aracı kurumların kabul edilebilir ve istenen yükümlülük yapılarının ekonominin performansına duyarlı olmasıdır. İstikrarsızlığın analizinde, tarihsel olarak spekülatif genişlemeyi ve krizler sonrası toparlanmayı takip eden spekülatif panikler, borç deflasyonu ve derin krizler, kırılgan ve istikrarsız finansal yapıların ortaya çıkmasına yol açan sürekli büyüme özelliğine sahip bir dönemdeki gelişmelerden daha az önemlidir (Minsky, 2013, s. 177)

4.2.1. Kapitalizmin Özellikleri ve İkili Fiyat Yapısı

Finansal istikrarsızlık hipotezinin temel iki önermesi vardır:

- "Kapitalist piyasa mekanizması sürdürülebilir, istikrarlı fiyatlara ve tam istihdam dengesine yol açmaz.
- Kapitalist ekonomide, ciddi konjonktür dalgalanmalarına neden olan kapitalizmin asli finansal özellikleridir (Minsky, 1986, s. 173).

Finansal istikrarsızlık hipotezi sahip olduğu bu önermeler ile, neo-klasik iktisat teorisinin, ekonominin dışsal şoklara maruz kalmadığı sürece, istikrarlı bir fiyat yapısı oluşturabileceği ve tam istihdam dengesini sağlayabileceği yönündeki savlarını reddeder. Bu iki görüş arasındaki fark Minsky'e göre finansal süreçlerin ve kurumsal yapıların ekonomiye dâhil edilip edilmemesinden kaynaklanmaktadır.

Kapitalist ekonomide üretim araçlarının özel mülkiyeti söz konusudur. Sermayeye sahip olan kişi, üretimin toplam geliriyle, işgücü maliyetleri arasındaki farka sahip olur. Bununla birlikte, kapitalist ekonomide bu sermaye mallarının ticareti yapılabilir, ya da borçlar için teminat gösterilebilir. Borçların teminat gösterilmesiyle elde edilen finansal araçlar, ya da üretimin sonunda elde edilen gelir de ticarete tabi olabilir. Çünkü tüm bu malların ve araçların bir fiyatı vardır. Sonuç olarak Minsky (1986)'e göre, kapitalist ekonomide sadece tüketim mallarının değil, aynı zamanda sermaye varlıklarının ve finansal araçların da fiyatları ve dolaşımı söz konusudur.

Sermaye mallarını ve finansal araçların fiyatları piyasada belirlenir. Her iki varlık türü de belirli bir zaman aralığı içinde gelir yarattığından, varlıklar için yapılan değerleme beklenen bu gelire göre yapılır. Sermaye ve finansal varlıklardan beklenen gelir, üretim mallarının fiyatına bağlı olarak oluşur. Bu nedenle, sermaye malına biçilen değer ile üretimin sonucunda oluşturulan malların fiyatları arasında bir ilişki vardır. Kapitalist ekonominin hareketini bu iki fiyat kümesi arasındaki ilişki belirler.

Minsky (1986)'e göre, bu iki fiyat kümesi arasındaki en önemli fark oluştukları zamanla ilgilidir. Sermaye malları yatırımın başında beklenen gelire göre fiyatlandırılırken, üretim mallarının fiyatı yatırımın sonunda belli olur. Bu nedenle sermaye mallarına biçilen değer daima bir risk ve belirsizlik taşır. Aslında belirsiz olan gelecekteki üretim malları fiyatı, dolayısıyla gelecekteki kârlardır. Bu nedenle sermaye ve finansal varlıkların fiyatı üretim malları fiyatlarının bir alt kümesidir.

4.2.2. Sermaye Varlık Fiyatları

Minsky'nin sermaye malları fiyatları üzerine yaptığı analizi, Keynes'in (1936) Genel Teori'sindeki açıklamalara dayanır. Bu nedenle Minsky, Keynes'den yararlanarak, sermaye mallarının değerini belirleyen esasen üç unsur olduğunu belirtir: Sermaye malından beklenen gelir (q), sermaye malının maliyeti (c) ve sermaye malının nakit değeri (ℓ). Sermaye malının değerini, bu üç özelliğine dayanarak matematiksel olarak şöyle tanımlayabiliriz:

$P_k = q - c + \ell$

Herhangi bir varlığın fiyatı, sahibinin elde etmeyi beklediği nakit akımları ve varlığa içerilmiş olan likiditeye bağlıdır. Bir sermaye varlığının elde edeceği nakit akımları piyasanın ve ekonominin durumuna bağlıdır. Buna karşılık, bir varlığın sahip olduğu likidite, paraya dönüştürülebilme kolaylığı ve sağlamlığına bağlıdır. Bir finansal varlığın fiyatı, tahvil ya da hatta bir tasarruf mevduatının fiyatı, bir sermaye varlığının fiyatı gibi aynı nedenlere bağlıdır. Bunlar nakit akımı ve ciro edilebilirliği, piyasanın genişliği, derinliği ve esnekliğidir (Minsky, 2013, s. 185).

Minsky (1975)'e göre, ekonominin genişleme döneminde olduğuna inanan firmalar, gelir getireceğine inandıkları sermaye malını alarak portföylerinin likit değerlerini azaltırken yani, portföylerini q ağırlıklı kurarken, daralma dönemlerinde kaynaklarını likit tutarak, portföylerini ℓ ağırlıklı kurarlar. Yani sermaye malı talep fiyatının belirlenmesi bir portföy kararıdır.

Ekonomik işleyişin gelecekte nasıl olacağı firmaların algılayışlarına bağlıdır. Bu nedenle firmalar algılayışlarına göre bu üç unsuru farklı olarak değerlendirebilirler. Bu, kapitalist ekonominin karakteristik özelliğidir ve Minsky'e göre bu özelliğinden dolayı kapitalist ekonomi daima bir belirsizlik ve spekülasyon altında işler.

Ekonomik işleyiş portföy kararlarını belirlediği kadar, portföy kararları da ekonomik işleyişi belirler. Tek bir firmanın ekonomiyi aşırı iyimser algılayışı ve ona göre davranışı, yani spekülasyon yapması, problem yaratmayabilir, fakat ekonomideki tüm firmaların böyle bir eğilim içinde bulunması ekonomiyi kumar alanına çevirebilir. Zaten krizlere yol açan patlamalar daha çok (q) değeri üzerine kurulan aşırı iyimser beklentilerden doğar. Aşırı iyimser beklentiler içinde olan firma borç yükümlülüğünü artırarak daha çok sermaye malı talebinde bulunacaktır. Borç yükümlülüğünün yarattığı faiz ödemeleri sermaye malının maliyeti (c) olarak algılanabilir. Dolayısıyla ekonomideki tüm firmaların aşırı iyimser kâr beklentisi içine girmesi (q)'ya göre maliyetlerin (c) daha çok artmasına yol açar ve ekonomideki firmaların güvenlik sınırları zayıflamaya başlar. Aşırı kâr beklentisinin sermaye mallarının maliyetini artırmasının nedeni, sermaye mallarının kapitalist ekonomide dış finansmanla sağlanmış olmasıdır. Ekonomideki tüm firmaların aşırı iyimser bir bakışa sahip olmaları, yani, borçlanma taleplerinin artması, faiz haddini artıracak ve bu nedenle sermaye mallarının maliyetleri artacaktır. Ekonomideki güvenlik sınırının düşmesinin anlamı, ekonomideki borç yükünün sermayeden beklenen gelire göre artmasıdır. Bir başka deyişle firmaların likit olmayan kaynaklara dayanarak yatırım yaparken, borçlar nedeniyle likit kaynak

ihtiyacının artmasıdır. Bu koşulların ortaya çıkması genellikle borç vadelerinin yatırımların vadelerinden kısa olması durumunda ortaya çıkar. Yatırımlara göre kısa vadeli olan borçların miktarı ne kadar fazla ise, ekonomideki güvenlik sınırları o kadar düşmüş demektir.

Bir sermaye malının alınıp satılır olması, o sermaye malının bir nakit değerinin (ℓ) olduğu anlamına gelir. Bir firma özellikle nakit sıkıntısı çektiği dönemlerde, sermaye malını satarak nakit bir gelir elde edebilir. Böyle bir durum firmanın gelir beklentisinin gerçekleşmemesi sonucu oluşur. Bu nedenle para da bir sermaye malı olarak değerlendirilebilir. Paranın sermaye malından farkı şu şekilde izah edilebilir: Paranın gelir (q) yaratmamasına rağmen, nakit değerinden dolayı elde tutulmasının daima ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmesinin bir güvencesi olması. Firmaların ellerindeki mevcut para miktarıyla borç yükümlülüklerinin oranı, onların güvenlik sınırına dair bir göstergedir. Bu nedenle ekonominin daralma dönemlerinde firmaların portföylerini ℓ ağırlıklı tutmalarının anlamı, para tutma taleplerini artırmalarıdır. Bu sebeple P_k denklemi aynı zamanda likidite tercihi için para talebi denklemi olarak yorumlanabilir. Bu durum para arzının da denkleme dâhil edilmesini gerektirir. Minsky (1975)'e göre para arzı mevcut sermaye stokuna göre artırıldığında, sermaye mallarının fiyatı da artma eğiliminde olur. Fakat ekonomide bu durumun aksine işlediği koşullar da oluşabilir. Özellikle kriz dönemlerinde ya da kriz dönemlerinin hemen sonrasında firmaların gelirleri borç yükümlülüklerini yerine getiremiyorsa, ya da firmalar ödeme taahhütlerini yerine getiremeyeceklerini bekliyorlarsa, olağan dışı bir nakit talebi ortaya çıkabilir. Bu durumda piyasaya sürülen para firmalar tarafından sermaye mallarının alımı için kullanılmaz, ya cari dönemdeki, ya da gelecek dönemdeki ödemeleri için kullanılır. Firmaların, piyasadaki güven sınırlarını düşürmemek, yani borç yükümlülüklerini yerine getirebilmek için ellerinde daha çok para tutmak istemeleri; sermaye mallarının fiyatlarının düşmesi ile sonuçlanacaktır.

Kapitalist ekonomide firmaları, yatırımlar için dışarıdan borçlanmaya zorlayan da paranın bu özelliğidir. Çünkü para, daima borç yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde bir çeşit sigorta görevi görür. Olumlu ekonomik beklentilerin oluştuğu dönemlerde sermaye malının değeri kâr beklentilerine bağlı olarak artarken sermaye malında içerilmiş olarak bulunan nakit değer göreli olarak azalır. Bu durum artan borç yükü karşısında eldeki mevcut nakit değerin sabit kalmasından kaynaklanır. Çünkü firmalar, ekonomideki olumlu beklentilere daha fazla yatırım yaparak yani daha fazla borçlanarak tepki verirler.

Bu süreç, neo-klasik iktisadın aksine sistemde içsel olarak istikrarsızlık sağlayan unsurların olduğuna dair bir işarettir. Fakat bunun daha iyi anlaşılması için, ekonomideki olumlu beklentilerin nasıl istikrarsızlık yarattığını saptamak gerekir. Minsky (1986) hızlı değişimlerin olmadığı ekonomik süreci, "dingin dönem" olarak adlandırır. Minskyen anlamda dingin dönem, genelde kriz sonralarında yatırımların, borç yükünün artırılmadan yapıldığı bir dönemdir. Yatırımcılar kriz döneminin acı tecrübeleri nedeniyle, ne aşırı kâr beklentisi içine girerler, ne de borç yüklerini artırırlar. Dolayısıyla bu, finansal piyasaların görece az aktif olduğu, fakat yeni finansal araçların ortaya çıktığı bir dönemdir. Bu dönemde firmalar, yatırımlarının finansmanını iç kaynaklardan sağlarlar. Kriz sonrası yatırımların başarıyla sonuçlanması, ekonomide tekrardan olumlu beklentilerin ortaya çıkması ve kâr beklentilerinin artması, dingin dönemin sonunu getirir. Bu son aslında finansal piyasaların tekrardan yatırımlar üstünde egemen olduğu yeni bir başlangıçtır. Çünkü geçmişte alınmış her yatırım kararının başarıyla sonuçlanması firmaların yatırım büyüklüğü ve hızı üzerinde etkide bulunacak ve büyüyen yatırımların finansmanı için dış kaynaklara başvurulacaktır. Böylece finansal süreçlerin yatırımlar üzerindeki etkisi artacaktır. Bu sonuç bizi "bütün kapitalist ekonomiler istikrarsızdır, fakat bazıları daha istikrarsızdır" tespitine götürecektir.

4.2.3. Yatırımların Büyüklüğü ve Hızı

Yatırım analizi sermaye varlıklarının fiyatlarının belirlenmesi ile başlar. Bir yatırım kararının alınabilmesi için sermaye malları talep fiyatının arz fiyatından yüksek olması gerekir. Yani, sermaye malından sağlanan gelirler (q) maliyetlerini (c) aşıyorsa, yatırıma gidilebilir. ℓ değeri sermaye malı için nakde çevrilebilme gücü olduğundan karların maliyeti aştığı her durumda sermaye malının talep fiyatı (P_K) nakit değerinin (ℓ) üzerinde olacaktır. Fakat bu durum, yatırım kararı alan bir firmanın bu koşullar altında istediği büyüklükte bir yatırım yapabileceği anlamına gelmez. Minsky (1975)'e göre, yatırımları sınırlayan bazı etkenler vardır.

İlk olarak yatırım mallarının arz fiyatı, yatırımın belirli bir eşiğinden sonra artan bir yol izleyecektir. Verili bir dönemde sermaye mallarının üretim kapasitesi sınırlı olduğundan artan yatırımlar sermaye mallarının fiyatlarını artıracaktır. Çünkü sermaye malları üreticisi elinde bulunan en son malı satacağına inanmadan yeni bir üretime geçmez. Bu, sermaye malında içerilen likit değerin (ℓ) artması ve dolayısıyla sermaye malından beklenen getirinin düşmesi anlamına gelir.

Yatırımın yatırılandan daha fazla bir gelir sağlayacağına inanan bir firma için yatırımın büyüklüğünü ve hızını belirleyen ikinci ve en önemli etken yatırımın finansmanıdır. Yatırımların finansmanı temel olarak iki kanaldan gerçekleşir: İç ve dış kaynaklar. İç kaynaklar firmanın elinde bulunan nakit paradan, eşdeğer finansal varlıklardan ve süregiden faaliyetinden elde ettiği karlardan meydana gelirken; dış kaynaklar, banka veya benzeri kuruluşlardan aldığı borçlardan ve hisse senedi ve bono gibi finansal araçlardan oluşur.

Yatırımlarını artırarak dış kaynaklara başvuran bir firma için iki çeşit risk söz konusu olur. Birincisi, her sermaye malının getirisi aynı olmayacaktır ve sermaye malları arttıkça getiri azalacaktır. İkincisi, borç yüküyle beraber artan sermaye mallarının maliyetleri de artacaktır. Bu durumda sermaye malları için beklenen gelir değerleri azalarak artarken, sermaye malının maliyetinin artarak artacaktır. Sermaye malı talep fiyatında düşmeye yol açan bu riskler, yatırımın dışarıdan finansmanından sonra ortaya çıkar. Yatırımların dışarıdan finansmanı arttığı sürece sermaye mallarının talep fiyatı düşmeye devam edecektir.

Bu risk algılamaları tamamıyla öznel değerlendirmelere dayanır ve bu riskleri herhangi bir borç sözleşmesi üzerinde görmek mümkün değildir. Dolayısıyla P_K değerlemesi için de aynı şey geçerlidir. Aslında P_K'nın değeri düşmez. Düşen sermaye malına yönelik yapılan değerlemedir, yani, sermaye malı fiyatına risk payının eklenmesidir. Sermaye malına yönelik bu algılayıştaki düşüş, artan sermaye malı miktarından ve borçlardan kaynaklanmaktadır.

Fakat Minsky (1975)'e göre, borç verenlerin riski için aynı şeyler söz konusu değildir. Borç verenler risklerini sözleşmelere; artan faiz haddi, kısalan vadeler ve gösterilmek zorunda olunan teminatlar olarak yansıtır. Firmaların borç yükümlülükleri arttıkça, riskleri firmalar üzerine yıkmak isteyen finansal kuruluşlar faiz hadlerini artırarak, vadeleri kısaltacak ve daha fazla teminat isteyecektir. Sermaye mallarının arz fiyatı, tüketim malları fiyatlarının alt kümesi olduğu için, tüketim mallarının fiyatlarını etkileyen sebepler sermaye mallarının arz fiyatını da etkileyecektir. Firmaların borç taleplerinin artması, beklenen gelir içindeki ödeme yükümlülüklerinin payını arttıracağından firmaların güvenlik sınırları düşer. Borç veren kuruluşlar, güvenlik sınırları düşen bu firmalara karşı kendi güvenlik sınırlarını korumak için artan ödeme yükümlülükleri içinden daha fazla pay almak isteyeceklerdir. Yani, borç veren firmalar faizlerin üzerine risk primlerini ekleyeceklerdir. Bu risk primi sermaye malı arz

fiyatının bir bileşeni olduğundan, bu durum kaçınılmaz olarak sermaye malları arz fiyatlarının artması olarak algılanacaktır ya da beklenecektir.

Minsky (1986)'e göre yatırımların artmasına yol açan sadece sermaye mallarının talep fiyatı ile arz fiyatı arasındaki fark değildir. Zaten bu farkın artmasına yol açan geçmiş ekonomik deneyimlerdeki başarılardır. Girişimcilerin beklentilerini gerçekleştirmesi, hem borç alanların hem de borç verenlerin risk algılayışlarını azalttığından, bir sonraki yatırım döneminde yatırımların dışarıdan finanse edilme eğilimim de artacaktır. Bu durum yatırım süreçlerine finansal piyasaların egemen olmaya başladığı anlamına gelir. Finansal araçların çeşitliliği, kurumlar ve çalışma tarzı, yatırım süreçlerine etkide bulunacaktır. Ekonomideki finansal araç ve kurumların geçerliliği yatırımların başarısına bağlıdır. Bu nedenle her kriz dönemi yani yatırımların başarısızlıklarla sonuçlanması, bu araç ve kurumların işlememesine, değişmesine yol açar.

4.3. Finansal Yükümlülükler ve İstikrarsızlık

Ekonomilerin farklı zamanlarda, farklı biçimlerde hareket etmesinin esas nedeni, finansal uygulamaların ve finansal yükümlülüklerin yapısının değişmesidir. Finansal uygulamalar, müzakere edilip imzalandığında geçerli olan piyasa koşullarını ve beklentilerini yansıtan sözleşmelerde yer alan ödeme yükümlülükleri sonucunu doğurur. Zaman geçip ödeme yükümlülüklerinin vadesi geldiğinde ve bunlar yerine getirildiğinde ekonominin hareket tarzı ve özellikle istikrarı değişir (Minsky, 2013, s. 201). Minsky (1986)'e göre, her ekonomide varolan sermaye malları ve işgücü geçmişten devir alınırken, yarınki sermaye malları ve işgücü de bugünkü ekonomik etkinlikler tarafından belirlenir. Sermaye mallarının edinilmesini sağlayan finansal yapılar ve araçlar için de aynı durum söz konusudur. Finansal araçların ve ödeme taahhütlerinin bu dönemler arası ilişkisi kapitalizme özgü bir durumdur. Ancak standart iktisadi teoride, sermaye malları üretimde işçilerin kullandıkları araçlardan başka bir şey değildir. Bu nedenle, sermaye mallarının edinilmesinde kullanılan finansal araçlar ve ödeme yükümlülükleri ekonomik işleyiş ve teori içinde kendine yer bulamaz.

Finansal taahhütlerin ekonomiyi nasıl etkilediğini anlamak için Minsky (1986) nakit akışı düzenlerine göre ekonomik birimleri incelemek gerektiğini belirtir. Ekonomide esasen üç ekonomik birimin varlığından söz edilebilir: Hanehalkı, firmalar ve devlet. Ekonomideki nakit akışları sırasında bu birimler yüz yüze gelmek zorunda

olmadığı gibi, nakit akışının aracı olarak da daima para kullanılmaz. Bu birimlere kurumsal olarak bankalar ve finansal kuruluşlar aracılık ederken, nakit akışının aracı olarak para benzeri finansal ya da gerçek varlıklar da kullanılabilir. Burada belirtilmesi gereken bir husus, Minsky'e göre incelediğimiz ekonominin karmaşık finansal ilişkilere sahip gelişmiş bir kapitalist ekonomi olduğudur.

Minsky'e göre nakit akışı düzeni en gelişmiş ve yalın haliyle bankaların işleyişinde gözlemlenir; kapitalist ekonomide ekonomik birimlerin davranışları bankalardan farklı değildir. Tüm ekonomik birimler, bankalar gibi, borçlarını ödeyebilmek için varlıklarının bir kısmını likit kaynaklarda tutmak ister. Nakit akışı düzeni açısından bankalar ile ekonomik birimlerin davranışlarını yönlendiren unsurlar aynıdır. Dolayısıyla, bir dördüncü unsur olarak bankalar, ekonomik birimlerin davranışlarını belirler. Tüm ekonomik birimler likit kalmak ve borçlarını ödeyebilmek için bankalara ihtiyaç duyarken, bankalar da aynı yolla diğer ekonomik birimlere ihtiyaç duyarlar (Minsky, 1986, s. 198-200).

Finansal faaliyet, finansal yükümlülük bakiyesi sonucunu doğurur. Yatırım sadece toplma çıktıyı, gelir dağılımını ve üretim kapasitesini etkilemekle kalmaz, finansal yapıda bir bakiye de bırakır. Bunun da ötesinde sermaye varlıklarındaki pozisyonlar, bilançoların yükümlülük tarafına giren araçlar tarafından finanse edilir. Minsky (1986)'e göre, firmaların bankalara olan ihtiyacı, sermaye malları ile ödeme yükümlülükleri arasındaki ilişkiden ortaya çıkar. Sermaye malları ne kadar pahalı ve uzun vadeli getiriye sahip ise dış finansman o kadar zorunlu olacak ve bir dış finansman unsuru olan bankalara da o kadar ihtiyaç olacaktır. Yatırımlar için gerekeli unsur olan sermaye mallarının pahalı ve uzun vadeli olması ile yatırımların finansmanının kısa vadeli oluşu ekonomik istikrarsızlığın kaynağını oluşturur. Sermaye mallarının pahalı ve uzun vadeli pozisyonlar alması kapitalizmin gelişmişlik derecesiyle alakalı bir durumdur. Sermaye malları ucuz ve basit olarak kalsaydı, kapitalist ekonominin işleyişi de göreli olarak istikrarlı olabilirdi (Minsky, 1986, s. 200). Ancak üretimin sermaye yoğunluğu arttıkça ve yatırımların olgunlaşma dönemi uzadıkça istikrarsızlıklar ağırlaşmaktadır.

Sermaye mallarının bu özelliği, Minsky (1986)'e göre dış finansmanı zorunlu kılarken dış finansmanın vadeli yapısı da dönemler arasındaki ilişkiyi zorunlu kılmaktadır. Firmalar için geçerli olan bu süreç, benzer bir biçimde hanehalkına ve devlet davranışlarına da uygulanabilir. Dolayısıyla nakit akışı yaklaşımı, hem ekonomik birimlerin ortak davranışı, hem de ekonomik birimleri birbirine bağlayan unsurdur. Bu

nedenle, finansmanın üretim gelirleri ve borçlanmayla sağlandığı bir ekonomide istikrarsızlığı anlamak için yatırımların dışarıdan finansmanını ve borçlanma biçimlerini incelemek gerekir.

Kapitalizm, sermaye varlıkları ucuz ve basit olduğunda iyi işlemiştir. Üretim daha sermaye yoğun hale geldikçe ve yatırım mallarının oluşma dönemleri uzadıkça istikrarsızlık daha fazla şiddetlenebilir, böyle bir kapitalist ekonomide finansal düzenlemeler, muhtemelen borçluların borçlarını üretimden elde edilen nakitlerle değil, borç ihraç ederek sağladıkları nakitlerle ödemelerinde ortaya çıkar. Ekonominin istikrarı için borçlanmanın sonuçlarını ve varlığını bildiğimiz tüm finansal yapıların dış finansmanını araştırmamız gerekir (Minsky, 2013, s. 204).

4.3.1. Nakit Akımlarının Sınıflandırılması

Kapitalist ekonomide nakit akımlarını üç başlık altında inceleyebiliriz: gelir, bilanço ve portföy. Gelir nakit akımları üretim sürecinin sonucudur. Gelir nakit akımı döngüsü için kullanılan araç paradır. Para gerçekte bir gelir devresinde dolaşır. Gelir devresi kısmi olarak tamamlanmış ürünler için bir işletmenin diğerine yaptığı tüm ödemeleri içerir. Bu, çıktının nihai satışlarından kaynaklanan ödemelerle sınırlı değildir.

Nakit akımları mevcut ve geçmişten gelen yükümlülükler tarafından belirleniyorsa bu nakit akımı bilanço nakit akımıdır. Hem anapara hem de faizden kaynaklanan nakit akımları, borç araçları olan sözleşmeler okunarak belirlenebilir. Bu nakit akımları bilanço nakit akımlarıdır; finansal araçların süresi kısaldıkça, her bir birim yükümlülük için bilanço nakit akımları artar.

Son nakit akımlar kümesi portföy nakit akımlardır. Bunlar sermaye ve finansal varlıkların el değiştirme işlemlerinin bir sonucudur. Bu nakit akımlar varlıkların satın alınması, satılması ya da dolaşıma yeni yükümlülükler dahil edilmesi kararının sonuçlarıdır. Herhangi bir dönemin portföy nakit akımları daha önceki yükümlülüklerin sonucudur; bu özellikle yatırım çıktısının sermaye malına dönüşmesindeki nakit akımları için geçerlidir. Yatırım malları üreticisi için satılan mallar gelir nakit akışı yaratırken, yatırımcı firma için bu durum, bir portföy düzenlemesi yaratır. Bu asimetrik durum gelecekle ilgili beklentilerin yatırım kararlarına dahil edildiğini gösterir, çünkü, sermaye malının alınmasındaki amaç kendisinden daha fazla nakit akışı yaratmasıbeklentisidir. Aynı şekilde elden çıkartılan finansal araçların da birileri tarafından alınması diğer birimlerdeki nakit akışı düzeninde bir farklılık yaratacaktır. Firmanın

yapacağı bir portföy düzenlemesi için elden çıkarttığı finansal varlıklarda, bankalar yoluyla hanehalkı tarafından alınabileceği gibi doğrudan finansal kurumlar tarafından da alınabilir.

Gelir, bilanço ve portföy ödemelerinin bir ekonomideki göreli ağırlığı finansal sistemin çalkantıya girme ihtimalini belirler. Bilanço yükümlülüklerinin karşılanmasında gelir nakit akımları ağırlığının fazla olduğu bir ekonomi finansal krizlere göreli olarak daha bağışıklık kazanmıştır. Bilanço ödemelerini yapmak için portföy işlemlerinin geniş çapta kullanıldığı bir ekonomi krize yatkın, en azından potansiyel olarak finansal anlamda kırılgandır (Minsky, 2013, s. 208).

4.3.2. Üretimden Sağlanan Nakit Akımları ve Borçlar

Bir ekonomik birimin nakit beklentileri, işlemlerine ve finansal varlıklarına dayanır. Minsky (1986)'e göre, sermaye mallarından beklenen gelir akımı, firmaları yatırım yapmaya yönlendirir. Sermaye mallarına, yarattığı bu gelir nedeniyle değer biçilir. Zaten finansal piyasalarda bir sermaye malına verimli ya da yararlı olduğu için değer biçilmez, kâr yarattığı için değer biçilir.

Bu nedenle kapitalist ekonomide, Minsky'e göre, sermaye malının sadece gelecekte yaratacağı gelire ve arz fiyatına bakılır. Bir sermaye malını yatırım için alıp almama kararı sermaye malına biçilen değer ile arz fiyatı arasındaki ilişkiyle belirlenir. Ancak kapitalizmin gelişmesiyle birlikte sermaye malının değeri yükselmiş ve yatırımların süresi de uzamıştır. Bu yüzden sermaye malının elde edilmesi için dış finansman kaçınılmazdır. Yatırım yapan firmalar bu nedenle yatırımlarının karşılığında bir ödeme yükümlülüğü içine girerler. Bununla beraber yatırım kararı firmayı bir sorunla yüz yüze getirir: Ödeme yükümlülükleri sözleşmelerle daha baştan kesin bir biçimde belirlenirken, yatırımdan beklenen gelir koşullara bağlı, öznel ve belirsizdir. İkinci bir sorun da ödeme yükümlülüklerinin vadesi ile yatırımların olgunlaşma süresi arasındaki ilişkiden doğar. Bu iki sorun firmaların portföy düzenini, dolayısıyla yatırım kararlarını belirler. Firmalar bir taraftan üretim gelirlerini sağlamak için sermaye mallarına yönelirken, diğer taraftan yatırımları tamamlanana kadar kısa vadeli borçlarını aşmak için finansal araçlara yönelirler.

Uzun ömürlü sermaye varlıklarının finansmanı nedeniyle sözleşme yükümlülüğü olan bir sistemde, kısa dönemli nakit akımları sermaye varlık değerine göre daha küçük bir gayri safi kar sağlar. Finansal sözleşmeler, sermaye varlığının rant sağlaması

beklenen döneme kadar uzun dönemli olmadıkça, ekonominin normal işleyişi yükümlülükleri yerine getirecek nakit sağlamayacaktır. Bu koşullar altında ödeme yükümlülüğü yalnızca gelir ve bilanço nakit akımları bileşimi ile karşılanabilir; özellikle en azından vadesi gemiş bazı borçlar için fonlar yeni borçlarla elde edilebilir.

4.3.3. Hedge (Güvenli), Spekülatif ve Ponzi Finansman

Borç alıp verme üzerine kurulmuş bir ekonomide firmalar Minsky (1986)'e göre daha önce de belirtildiği gibi üç tip finansman durumunda bulunurlar: hedge (güvenli), spekülatif ve Ponzi finansman. Bu finansman durumları beklenen ve gerçekleşen gelirler ile ödeme yükümlülüklerinin büyüklüğü arasındaki ilişkilerden doğar.

Sermaye malının kullanımından elde edilen gelirleri ödeme yükümlülüklerini şimdi ve gelecekte aşan firmalar hedge durumdadırlar. Bu tip firmaların mevduat borçları fazla olmadığı gibi belirsiz borç yükümlülükleri de yükümlülüklerinin önemli bir kısmını oluşturmaz. Hedge durumdaki firmalar genellikle bir kriz sonrasında görülür. Çünkü krizin ardından firmaların dış finansmana dayalı işlemleri azalırken, ödeme yükümlülükleri büyük oranda iç kaynaklardan sağlanır. Örneğin, ticari bankalar hegde durumda olamazlar çünkü, yükümlülüklerindeki vadesiz ve kısa vadeli mevduatların ağırlığı çok yüksektir.

Minsky (1986)'e göre spekülatif firmalar daha önce de değinildiği gibi, kısa dönemde borç yükümlülüklerini yerine getiremezler fakat uzun dönemde böyle bir sorunları yoktur. Borç ödemelerini anapara ve faiz olarak iki kısma ayırırsak, spekülatif durumdaki firmaların gelirleri faiz ödemelerini karşılar fakat anapara ödemelerini karşılayamaz. Firma gelecekteki gelirlerinin anapara ödemelerini de karşılayacağını iddia ederek borçlanmaya çalışır. Bu durum spekülatif firmanın borçlarını yalnızca çevirebildiği anlamına gelir. Hedge durumdaki bir firmanın gelirlerindeki azalma firmayı spekülatif duruma sürükler. Spekülatif finansman uzun vadeli pozisyonların kısa vadeli finasmanını kapsar. Ticari bankalar spekülatif duruma bir örnektir çünkü uzun vadedeki durumunu koruyabilmek için kısa vadede sürekli borçlanırlar. Ticari bankaların kredi ve mevduat vadeleri arasındaki farklar bir finansman göstergesi olarak alınabilir. Ticari bankaların kredi vadeleri mevduat vadelerine göre daha uzun olduğundan, sürekli spekülatif finansman durumunda çalışırlar. Ancak aradaki fark arttıkça finansal sistemdeki kırılganlığın da arttığı söylenebilir.

Firmanın kısa dönem gelirleri borç faizlerinin ödenmesine yetmiyorsa firma Ponzi durumda demektir. Ponzi finans, spekülatif finansın özel bir durumudur. Ancak Ponzi durumdaki firma kısa dönemde faiz ödemelerini dahi yerine getiremediği için borç yükümlülüğü giderek artar. Dolayısıyla bir süre sonra, gelecekteki gelir beklentisi ödeme yükümlülüklerinin altında kalabilir. Yani Ponzi durumdaki firma borç ödemek için borçlanır. Sadece gelirlerin düşmesi değil aynı zamanda borçlanma maliyeti olarak faiz haddinin artması da spekülatif bir firmayı Ponzi duruma sürükleyebilir. Yine tam tersi durumda faiz haddinin düşmesi Ponzi durumdaki bir firmayı spekülatif bir firmaya çevirebilir.

Spekülatif ve Ponzi finansmanla uğraşan borçlular ve bankacılar borç yükümlülüklerinin ödemelerinin yeniden finansmanla, borç artışıyla ya da finansal varlıklardaki gereksiz stokları azaltarak karşılanmasını beklerler. Güvenli finas birimleri, nakit girişleri beklentilerden az olduğunda, finansal yükümlülükleri yerine getirmedeki güçlüklere duyarlı iken, spekülatif ve Ponzi finasman birimleri finansal piyasalardaki gelişmelere duyarlıdır. Hedge finans durumundaki bir firmanın dış borçlanma miktarı az ve ödeme taahhütleri iç kaynaklardan sağlandığı için finansal piyasalardaki değişmelerden pek etkilenmezler. Spekülatif ve Ponzi finansman birimlerinin her ikisi de değişen finansal-piyasa koşullarını karşılamak zorunda iken, güvenli bir birim böyle değişikliklere karşı dayanıklıdır.

Borç yeniden yapılandırılması spekülatif finansmanı güvanli finansmana dönüştürme çabasıdır ve alıcıların finansal koşullarda sağlayacağı ayrıcalıklar Ponzi birimleri spekülatif birimlere dönüştürme çabası olabilir.

4.3.4. Güçlü Finansmandan Zayıf Finansmana Geçiş

Tarihsel süreç içerisinde yaşanan deneyimler, ekonomilerin sağlam ve kırılgan finansal yapılar arasında gidip geldiğini gösterir ve finansal krizler öncü bir kırılgan finansal yapının varlığını gerektirir. Minsky (1982,1986)'e göre, hedge pozisyonda faaliyetini sürdüren bir firmanın ya da bir ekonominin nasıl kırılgan ve güçsüz bir finansman pozisyonuna sürüklendiğini ya da tam tersi sürecin nasıl yaşandığını açıklamak gerekir.

Hedge finansmanın baskın olduğu bir ekonomide ekonomik birimlerin sahip olduğu likit kaynaklar çok ve faiz haddi düşük olduğundan kâr olanakları çok fazladır. Gerçi karların kaynağı faiz haddi değildir. Karlar büyük ölçüde yatırımların ve bütçe

açıklarının etkisi altındadır. Yatırımların ve bütçe açıklarının sağladığı karların uzun vadeli getirisi, kısa vadeli faiz haddinin üzerinde olduğunda sistem finansal açıdan sağlam bir durumdadır. Gelir beklentilerinin ve taahhüt edilen ödeme yükümlülüklerinin gerçekleştirildiği durumlarda karşılıklı iki süreç ortaya çıkar. Bir taraftan firmalar gerçekleşen beklentilerinden güç alarak daha fazla yatırıma yönelirken, bankalar da gerçekleşen gelirlrden daha fazla pay almak için firmaları daha fazla finanse etme çabası içine girerler.

Ancak kâr olanağından kaynaklı bu karşılıklı hareket ekonomide kendini bir yatırım patlaması olarak gösterir. Fakat bu hareket Minsky'e göre bir anda ortaya çıkmaz ve sistemi de bir anda kırılgan yapıya büründürmez. Sistemi finansal açıdan kırılganlığa sürükleyen süreçlerin karşısında bazı engeller vardır. İlk olarak kâr olanağının varlığı yatırımları sınırsız bir şekilde arttırmaz, çünkü borç alan ve verenlerin riskleri yatırımların büyüklüğü önünde bir engel olarak ortaya çıkar. Diğer bir neden, ekonomide hedge pozisyonun yaygınlığı genelde kriz sonrası ortaya çıktığından son krizin yarattığı tahribatları aşan yeni kurumların kurulması gerekir. Ekonominin finansal kurumlar ve araçlar açısından kendini yenileme ve yeni araç ve kurumlar yaratma hızı da yatırımların sınırsızca büyümesi önünde engel oluşturur.

Yüksek kâr olanaklarının varlığı nedeniyle yatırımların dışarıdan finanse edilerek artması spekülatif bir karardır. Ekonomideki firmalar beklentilerini gerçekleşen gelirler sayesinde kurarken, beklenilen gelirin bir garantisi yoktur, belirsizdir. Hatta yatırımlara hız verme kararı Ponzi finansman durumuna da yol açabilir. Ekonomideki borç veren kurumların spekülatif ve Ponzi finansmana başvuran firmalara tepkisi de zaman alır. Bir anda tüm firmalar finanse edilmez. Spekülatif firma davranışının bankalar ve ticari kuruluşlar tarafından kabul görmesi gerekir.

Ayrıca, kar fırsatlarının olması kırılgan finansman modellerinin derhal ortaya çıkacağı anlamına gelmez. Para ve diğer kısa vadeli finansal borçlara içerilmiş nakit akımlarına kıyasla, özel borç nakit ödeme yükümlülükleri ve sermaye varlıklarının kazanması beklenen rant benzerleri daha az temin edilecektir. Geçerli olan borçlu ve alacaklı riskleri, yükümlülük yönetimiyle kar fırsatlarından tam olarak yararlanma hızını sınırlar (Minsky, 2013, s. 216).

Yatırımların başarıyla sonuçlanması, yani beklenen karların gerçekleşmesi Minsky (1975)'e göre, firmaları başarısızlık olasılığına karşı kayıtsız yapmaya başlar. Özellikle uzun bir süre finansal açıdan sıkıntı yaşanmamışsa firmaların uzun dönemli yatırımlarının kısa vadeli borçlarla finanse edilmesi normal bir durum halini alacak ve

bu finansman tarzının spekülatif bir karar olduğu unutulacaktır. Firmaların büyük çoğunluğunun spekülatif bir durumda olması yani kısa vadeli yükümlülüklerinin gelirlerine göre fazla olması sistemi kırılgan hale getirecektir.

Bir önceki kriz uzaklaştığında, merkez bankacılarının, kamu görevlilerinin, iş adamlarının ve hatta iktisatçıların yeni bir dönemin geldiğine inanmaları gayet doğaldır. Temelde hiçbir şeyin değişmediği, derin bir krize gidecek finansal kırılma noktasının varolduğu gibi uyarılar bu koşullarda görmezden gelinir. Ne olursa olsun belirsiz bir dünyada uzun oluşma dönemine sahip sermaye varlıkları ve karmaşık finansal uygulamalar mevcutken, başlangıçta sağlam bir finansal yapı içinde başarıyla çalışan bir ekonomi belli bir süre geçtikten sonra çok kırılgan bir yapıya bürünebilecektir.

4.3.5. Faizler ve İstikrarsızlık

Spekülatif ve Ponzi finansmanın ağırlıklı olduğu ekonomilerde Minsky (1986)'e göre, istikrarsızlığı yaratan faiz haddindeki değişmelerdir. Özellikle devam eden yatırımların faiz haddi esnekliği zayıftır, çünkü bitmemiş yatırımların değeri yoktur ve yatırımlar bitene kadar yani beklenen geliri yaratana kadar sürekli finanse edilmek zorundadırlar. Aksi takdirde, hem yatırımların tamamlanmasındaki gecikme, hem de faiz haddindeki artış nedeniyle maliyetler artacaktır. Bu nedenle yatırımın sonlandırılmasıyla beraber beklenen gelirin artan faiz haddini telafi edecek kadar büyük olması gerekir.

Faiz haddinin hem yatırım projesinin maliyeti hem de sermaye mallarının fiyatı üzerinde etkisi vardır. Yatırım maliyetleri varolan ya da beklenen faiz haddi üzerinden hesaplanır. Ancak yatırım başladıktan sonra faiz haddinin düşmesi yatırım projesinin maliyetini azaltırken, artması, proje maliyetlerini artırır. Sermaye mallarının fiyatı yatırımın değerini, dolayısıyla yatırımdan beklenen geliri belirler. Yatırımdan beklenen gelir maliyetlerin üzerinde ise yatırım yapılır. Ancak faiz haddindeki artış, bir taraftan yatırım maliyetlerini arttırırken diğer taraftan sermaye mallarının fiyatını düşüreceğinden devam eden yatırımların finansmanının zora girmesi söz konusu olabilir.

Ancak Minsky (1986)'e göre yatırımlar büyük oranda içeriden finanse ediliyorsa faiz haddindeki değişmelerin yatırımlar üzerindeki etkisi sınırlı olacaktır. Bu nedenle yatırımlarını dışarıdan finanse eden firmalar için iki çeşit güvenlik sınırı söz

konusudur: Birincisi portföylerindeki nakit para miktarına göre belirlenirken, ikincisi beklenen gelirin yatırımların maliyetini aşan kısmına göre belirlenir.

Bu güvenlik sınırları, borç alan firmaların riskini, dolayısıyla yatırımların hızını ve büyüklüğünü belirler. Firmalar yatırımların sonunda sadece kâr elde etmezler aynı zamanda yatırımlarında kullandıkları sermaye mallarını da kazanırlar. Daha fazla borçlanabilmeyi sağlayan sadece faiz haddi değildir, bir firmanın piyasadaki konumu da borçlanabilmeyi belirler. Firmanın büyüklüğü ve fiyat koyucu olma özellikleri de borçlanmayı etkiler. Büyük mal ve sermaye varlıklarına sahip firmalar artan faiz haddine karşı her zaman istenilen teminatları gösterebilirler.

4.4. Büyük Devlet Etkisi

Büyük devlet, 1960 ortalarından beri geçerli olan kırılgan ve istikrarsız finansal sistemin finansal krize, borç deflasyonuna ve derin krize dönüşmemesinden büyük ölçüde sorumludur.

Minsky (1986)'e göre devlet harcamalarının ekonomi üzerindeki etkisi önemlidir. Çünkü Minsky İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra büyük bir bunalım yaşanmamasını büyük devletlerin varlığına bağlar. Minsky devletin ekonomi üzerindeki etkisini açıklamak için devlet harcamalarını dört gruba ayırır.

- Devlet istihdamı ve üretimi için yapılan harcamalar,
- Devletin özel kesime yaptırdığı işler,
- Sosyal güvenlik için yapılan transfer harcamaları,
- Borç faizi ödemeleri.

Standart teoride devlet sadece ilk iki kalem için yapılan harcamalar nedeniyle toplam talep denklemine girer. Ancak Minsky için devlet sadece ilk iki kalem yoluyla toplam talebi etkilemez. Aynı zamanda yapılan sosyal transferler de toplam talep üzerinde etkide bulunur. Diğer taraftan borç faizi ödemelerinin de ekonomi, bütçe dengesi ve portföy düzeni üzerinde etkisi vardır.

Büyük bir devletin ekonomideki gerilemeyi nasıl önlediğini anlamak için hükümet harcamalarının ekonomi üzerinde nasıl bir etkisinin olduğunu bilmek gerekir. Bu nedenle Minsky (1986) bütçe harcamaları yoluyla devletin ekonomi üzerindeki etkisini üç başlık altında toplar:

- Gelir ve istihdam etkisi
- Bütçe etkisi (Nakit akışı etkisi)
- Portföy etkisi.

Ekonomideki standart bakış sadece birinci etkiyi anlamak üzerine kurulmuştur. Fakat devletin ekonomideki etkisini anlayabilmek için diğer iki etki üzerinde de durulmalıdır. Çünkü bu aynı zamanda Minsky'e göre ekonomideki finansal süreçleri de teoriye dâhil etmeyi gerektirir.

4.4.1. Gelir ve İstihdam Etkisi

Ekonomideki standart bakış açısına göre hükümet yatırım ve tüketim harcamaları nedeniyle mal ve hizmet satın alarak toplam talebin bir parçası olur. Transfer harcamaları bu toplma dâhil edilmez. Daha doğrusu ekonomideki toplam tüketim harcanabilir gelirin bir fonksiyonu olarak gösterildiğinden; transfer harcamaları, vergiler, sosyal güvenlik kesintileri bu fonksiyonda örtük olarak bulunur. Hükümet harcamalarını ekonomideki toplam talebi etkileyen basit bir büyüklük olarak düşünmemek gerekir. Hükümet harcamalarının dağılımı ekonomideki istihdam ve gelir oluşumu üzerinde farklı etkilerde bulunabilir. Ekonominin düşüşe geçtiği dönemlerde bütçe açıkları bir araç olarak kullanılabilir.

Gelir ve istihdam azaldığında büyük devletin, talebi ve karları desteklemesi, portföyleri güvenli varlıklarla takviyesi nedeniyle ABD ekonomisi 1930'lardan sonra derin bir krizden kaçınmıştır. Buna rağmen, büyük devletin krizleri önleme süreçleri enflasyona yol açmış; durgunluklar sırasında açık finanse edilirken portföylerin kamu yükümlülükleri ile takviye edilmesi, yatırımı finanse etme gücünün sonraki bir genişleme boyunca stoklanması anlamına gelmiştir (Minsky, 2013, s. 291)

4.4.2. Bütçe Etkisi

Minsky (1986) çalışmasında şu tespiti yapmıştır:

Ekonomideki birimleri temel olarak üç ana birime ayırabiliriz: Hanehalkı, iş dünyası ve hükümet. Bu üç kesimin belirli dönemlerdeki fazla ve açıklarının toplamı daima sıfır olmalıdır. Belirli bir dönemde hükümet tarafından verilen açık, hanehalkı ve iş dünyasında kendisini fazla olarak göstermelidir.

Hanehalkı bunalım dönemleri haricinde daima fazla verir. Bazı dönemlerde hanehalkı tasarrufları fazla olabilir ve toplam talepte nispi bir düşüş yaşanabilir. Fakat her tasarruf artışı gelecek dönemlerdeki harcamaların artışına yol açacağından hanehalkının ekonomik gelişmeler karşısındaki davranışı göreli olarak istikrarlı sayılabilir. Ekonomi için hanehalkı tasarruf düzeyi çoğu zaman yakın geçmişteki ekonomik gelişmelerden etkilenir ve düzey buna göre belirlenir. Hükümet gelirleri de ekonominin yakın geçmişindeki gelişmelerden etkilenir ve ona göre bir vergi politikası düzeni uygulanır. Dolayısıyla hanehalkı ve hükümet gelirleri belli bir ilişki içerisindedir. Çünkü vergi ve benzeri kesintilerin hanehalkı davranışları üzerinde bir etkisi vardır, ya da tam tersine, hanehalkı tüketim davranışlarındaki değişme hükümeti farklı bir vergileme politikasına zorlayabilir.

Diğer taraftan hükümet harcamaları ve iş dünyasının yatırım harcamalarına yönelik tutumları yakın geçmiş ve cari dönemden pek etkilenmez, daha çok gelecek beklentilerinden etkilenir. Elbette cari dönemin yatırımlar üzerinde bir etkisi vardır, fakat yatırımların büyüklüğünü ve niteliğini belirleyen, gelecek beklentisidir. İş dünyası için iç kaynakları aşan yatırımlar açık yaratır. Böylesi bir yatırım düzeyinin ortaya çıkması için iş dünyası gelecekteki nakit akışının borçlarını karşılayacağı beklentisi içinde olmalıdır. Gelecekteki nakit akışı ise toplam talebin seyrine bağlıdır. Toplam talebin önemli bileşenlerinden birisi de hükümet harcamalarıdır. Hükümetlerin harcama programları iş dünyasının beklentilerini etkileyen önemli bir unsurdur.

Birbirine doğrudan ve dolaylı bağlı olan bu ilişkiler içinde devlet toplamının sıfır yapılmasını sağlayan bir unsur olarak ortaya çıkar. Düşen yatırımlardan dolayı azalan gelir ve artan tasarruftan dolayı azalan talep artışı bütçe açıklarına yol açar. Düşen vergi gelirlerine ekonomideki gerileyişi engellemek için artan harcamalar eklenince bütçe açığı artar. Bütçe açıklarıyla iş dünyasının hem vergi sonrası karları hem de borç taşıma kapasitesi artar.

Kapitalist ekonomilerin özelliği gereği bu ekonomilerde, iş dünyası borç yüküyle beraber hareket eder. Bu yüzden ekonomide borç yükü üzerine kurulu iki güvenlik sınırı mevcuttur. Birinci güvenlik sınırı borçtan elde edilen nakit akışının borç sağlayanların elde ettiği nakit akışına oranıdır. İkinci güvenlik sınırı gelecekte beklenen nakit akışının bugünkü değerinin varolan borçların gelecekteki değerine oranıdır. İş dünyasının borç taşıma kapasitesi bu oranlar tarafından belirlenir. Ekonomideki genişleme dönemlerinde, hem taşınan borç yükü artar, hem de borç yükünün vadesi kısalır. Kısa vadeli borçlar genellikle firmaların cari dönemdeki işlemlerinden sağlanan

iç kaynaklarından ödenir. Firmanın iç kaynakları geçmiş yatırımların bir sonucu olarak ortaya çıkar. Cari dönemdeki talep düşüşü nedeniyle firmanın yatırımdan beklediği geliri sağlayamaması durumunda borçların ödenmesinde aksaklıklar ortaya çıkmaya başlar. Bu aksaklıklarla karşılaşan bir firma, varolan sermaye ve finansal varlılarını satmaya çalışarak durumdan kurtulabilir. Bu durumun ekonomide yaygın hale gelmesinin iki anlamı vardır. Birincisi sermaye ve finansal varlıkların arz fazlası nedeniyle fiyatlarının düşmesi ve firmanın gelecek dönemdeki borçlanmasının zorlaşmasıdır. İkincisi, firma için yeni bir sermaye ve finansal varlık elde edememesinin anlamı gelecekteki kâr beklentisinin düşmesine bağlı olarak yatırım yapamaması veya yapmamasıdır.

4.4.3. Portföy Etkisi

Bütçe açıklarının verildiği dönemlerde hükümetin piyasaya sürdüğü finansal araçlar artarken fazla verildiği dönemlerde bu araçlar uygulanan politikalara göre azalabilir. Özellikle ekonomideki durgunluk dönemlerinde bankalar ve diğer finansal kuruluşlar hükümet tarafından piyasaya sürülen borç senetlerini satın alarak büyük bütçe açıklarını finanse ederler. Ekonomideki birimler-hanehalkı, iş dünyası ve hükümet-açık ve fazla verme durumlarına göre portföy düzenlerini belirlerler. Fazla veren ekonomik gruplar açık veren birimlerin açıklarını doğrudan almazlar. Hanehalkı bankaların ya da diğer finansal kuruluşların yükümlülüklerini vadeli veya vadesiz mevduat gibi biçimler altında satın alırlar. Bu yükümlülükler piyasada kendisini mevduat, bono, hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıklar olarak gösterir. Ekonomideki birimlerin açık ve fazla verme durumlarına göre bu finansal varlıklar el değiştirir.

Hükümet açıklarını finanse eden firma ya da kuruluşlar aslında varolan portföy düzenlerini değiştirmiş olurlar. Firma ve kuruluşların bu değişikliğe gitmelerinde birkaç sebep vardır. Birincisi, hükümet borçları gelişmiş tüm kapitalist ülkelerde risksizdir; ikincisi, çok rahat tekrar satılabilirler, çünkü devlet güvencesi altındadırlar. Bir başka deyişle nakit değer olarak işlem görebilirler. Piyasadaki diğer tüm finansal varlıklar için aynı özellikleri aynı kesinlikle söylemek mümkün değildir. Çünkü hükümet tarafından sunulan finansal varlıklar sistemdeki güvenlik sınırlarının düşmesini engeller. Ancak olağan koşullarda bile, firmalar ellerinde bulunan finansal varlıkların değer kaybetmesi tehlikesi altındadır, çünkü sistem sürekli bir belirsizlik altında hareket eder. Ancak tüm

firmalara ait finansal varlıkların değer kaybetmesi durumu olağandan çıkartır. Ekonomideki beklentiler için belirsizliğin arttığı koşullarda finansal varlıkların değerlerindeki oynaklık, dolayısıyla kırılganlık artar. Ancak hükümetler tarafından piyasaya sürülen finansal varlıkların riskten bağımsız durumları, sisteme güven ve belirlilik kazandırır. Bir başka deyişle, bir kriz durumunda büyük devletlerin açıklarıyla sistemdeki değersiz kağıtlarla devletin güvenli ve değerli kağıtları yer değiştirir.

4.5. Son Borç Veren Mercii İhtiyacı

Minsky (1986)'e göre, ekonomide son borç verme mercii rolünü ya büyük bir banka ya da Merkez Bankası üstlenir. Standart teoride merkez bankalarının bu rolü ve etkisi üzerinde pek durulmaz. İhmal edilen bu rolün yerine sadece para arzını kontrol eden bir rol biçilir. Çünkü standart teoriye göre sistem, müdahale olmaksızın normal çalışmasına devam edebilir ve bu normal isleyişi içinde herhangi bir istikrarsızlığa yol açmaz. Üretim malları fiyatlarına bağlı talep hareketleri ile yeni bir denge yaratılır. Ancak, ihmal edilen esas nokta, firmaların borçlanma ilişkileri ile birbirlerine olan bağımlılığıdır. Üretim malları fiyatlarındaki düşmenin talebi hareket ettirene kadar geçen sürede firmaların ödeme yükümlülüklerini nasıl yerine getireceği standart ekonomide belli değildir.

Merkez Bankaları, artan krizlere paralel olarak, özellikle gerekli durumlarda likidite yaratabilme gücüne sahip olmaları sebebiyle borç veren son mercii olarak yaygın olarak kabul edilmeye başlanmıştır. Merkez Bankası banknot çıkarımında monopoldür ve nakdin son kaynağıdır. Eğer Merkez Bankası kredi veren son merci olarak bunu yapmazsa nakit sıkıntısı doğacak, panik devam edecek hatta daha da kötüleşecek ve keskin parasal çekilmelerle birlikte banka batıkları yayılacaktır.

Schinasi (2003)'ye göre, bankacılık sisteminde kırılganlığın yüksek olduğu dönemlerde merkez bankalarının parasal aktarım mekanizması yoluyla hedeflerine ulaşmasında sıkıntılar oluşabilmektedir. Kırılganlık dönemlerinde merkez bankaları için en önemli sorun piyasanın ihtiyacı olan likiditenin tespitidir. Bu görevin başarıyla yerine getirilebilmesi için merkez bankaları finansal sistemin içinde bulunduğu durumu iyi bilmek ve duruma uygun faiz politikaları uygulayarak parasal aktarım mekanizmasının verimli bir biçimde çalışmasını sağlamak mecburiyetindedirler. Görüldüğü üzere parasal aktarım mekanizmasının çalışması ve buna uygun faiz oranlarının tespiti merkez bankalarının finansal sistem ile olan ilişkilerini ve bu nedenle

uygulayacakları para politikalarındaki süreci ciddi boyutlarda etkilemektedir. Bu noktada merkez bankalarının nihai borç verme makamı olma özellikleri ön plana çıkmaktadır. Merkez bankaları, para otoritesi olma sıfatları ve finansal istikrarı sağlama yükümlülükleri nedeniyle, sistemde ortaya çıkan fon açıklarının piyasadan karşılanamaması halinde, son başvuru mercii haline gelmektedir. Özellikle likidite sıkışıklıklarının yoğun olduğu dönemlerde merkez bankaları bu fonksiyonlarını yerine getirerek finansal istikrarsızlıkların önüne geçebilmektedirler.

Krizler sadece reel sektörler üzerinde etkide bulunmaz, finansal sektörleri de etkileyerek artan bir etki yaratır. Bu nedenle büyük devletlerin krize karşı çabaları ekonomiye nispi bir istikrar verir, ancak bu çabalar yeterli değildir. Büyük devletler verdikleri açıklarla üretim, istihdam ve karlara (dolayısıyla tüketim malları fiyatlarına) istikrar kazandıran bir etkide bulunurken, bu etkinin kalıcı bir sonuç vermesi için para piyasalarının da istikrara kavuşması gerekir. Çünkü Minsky (1986)'e göre krizler para piyasasında sermaye ve finansal varlıkların fiyatlarında düşüş olarak da kendisini gösterir.

Minsky (1982)'e göre, para piyasalarındaki akışı sağlayan bankalar için de durum farklı değildir. Bankalar da sistemdeki nakit akışını sağlayabilmek için artan oranda likit kalma çabası içine gireceklerdir. Fakat bankalardaki varlıkların (firmaların yükümlülükleri) değer kaybetmesi, bankalara olan güveni azalttığında bankalar da likit kaynak bulma sıkıntısı içine gireceklerdir. Hanehalkının banka üzerindeki değerleme ölçüsü bankaların varlıklarının değeri olduğundan, banka varlıklarının değer kaybetmesi hanehalkının bankaya para yatırmaktan imtina etmesine ya da paralarını bankadan çekmesine neden olacaktır.

Sonuç olarak sistemdeki tüm birimler için likit kalma çabası para piyasalarında ciddi bir krize yol açacaktır. Bu yüzden sistemin normal akışını sağlayabilmesi için finansal düzenlemelerin iyi işlemesi gerekir. Çünkü, sistem içinde uzun ve karmaşık borçlanma ilişkileri vardır. Zincirin herhangi bir halkasında başvurulan banka kredileri, banka ve benzeri finansal kuruluşların da sürece dâhil olmasına yol açar. Banka kredileri de özellikle hanehalkının ve iş dünyasının tasarruflarına dayandığından hanehalkı da sistemdeki nakit akışına katılmış olacaktır.

4.6. Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin Düşünsel Temelleri

Minskyen teori, Marx'ın ikili fiyat düzeyi, Fisher'in borç-deflasyon yaklaşımı, Keynes'in yatırım kuramı, Kalecki'nin artan risk prensibi ve bütçe açıklarının toplam kârlara olan etkileri hakkındaki görüşleri gibi teorileri düşünsel temel alarak geliştirilmiştir. Minsky söz konusu teorileri temel alarak, özgün bir finansal istikrarsızlık hipotezi ortaya koymuştur.

4.6.1. Marx'ın İkili Fiyat Düzeyi Analizi

Ekonomideki dengesizliklerin kaynağını içsel süreçlerde arayan ilk çalışma Karl Marx tarafından yapılmıştır. Meşhur eseri Kapital'de Marx, klasik ekonomi politiğin iddia ettiği gibi, ekonomideki birimlerin kâr maksimizasyonu peşinde koşmasının toplumsal faydayı artırmanın çok ötesinde, üretim anarşisi ve istikrarsızlıkların müsebbibi olacağını iddia etmiştir.

Bir ekonomide ikili fiyat düzeyinin varlığına ve bunun sonuçlarına ilk dikkat çeken yazar Marx'dır. Buna göre bir ekonomide fiyatları maliyetler tarafından belirlenen standart mallar ve fiyatları konjonktürel dalgalanmalarla şekillenen standart olmayan mallar olmak üzere iki tür mal vardır. Marx'a göre sermaye mallarının fiyatı spekülatiftir ve ekonomik konjonktüre göre değişmektedir. Dolayısıyla sermaye mallarından elde edilecek kârlar da konjonktüreldir. Minsky (1993) ise, sadece Marx'tan değil, Keynes ve Kalecki'den de devraldığı mirasla kapitalist ekonomide ikili bir fiyat yapısından söz eder: "mal ve varlık fiyatları". Minsky'e göre ekonomide farklı dinamiklerle belirlenen iki ayrı grup mal fiyatı söz konusudur. Mal fiyatları kâr miktarını içerirken, varlık fiyatları gelecekteki gelir akımlarını ifade eder.

Minsky'ye göre girişimcileri yatırıma teşvik eden başlıca unsur ikili fiyat düzeyinin varlığıdır. Minsky de Marx gibi sermaye mallarının fiyatlarının konjonktüre ve kâr beklentilerine bağlı olduğunu savunmuştur (Minsky, 1986, s. 194). Marx'ın piyasalardaki ikili fiyat düzeyi analizi, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi için mikro temel oluşturmaktadır. Eğer tüketim mallarının fiyat düzeyi, yatırım mallarının fiyat düzeyine oranla daha yüksek ise, bu durumun, girişimcileri yatırım yaparak kâr elde etme yönünde uyaracağı açıktır. İşte girişimcilerin bu davranışları, Minsky'nin hipotezinde ekonomik genişleme sürecini başlatan unsurdur.

Marx'ın üretim anarşisi yaklaşımının temelinde bir kısmı borçla sağlanan para yatmaktadır. Bu para kapitalist ekonomilerde tüketim malları üretmek üzere yapılan

yatırım harcamalarında kullanılır. Daha fazla kâr daha fazla yatırım harcaması yapılarak elde edilebilir. Ancak yatırım harcamalarının bir kısmı borçlanılarak gerçekleştirilebildiği için, ekonomideki tüm girişimciler daha fazla kâr saikiyle daha fazla üretim için giderek artan oranda borçlanma ilişkisine girerler. Ekonomide yaşanan bu gelişme plansız bir şekilde uzun borç zincirlerinin oluşmasına neden olur. Tüketim malları fiyatı beklenen fiyatlardan düşük olduğunda ve satılamadığında borç geri ödemeleri gerçekleşemeyecektir. Zincirleme şekilde gerçekleşen iflaslar firmalardan borç veren kreditörlere aktarılacak, finansal varlıkların kağıt üstündeki değeri düştükçe ellerinden çıkarmak isteyen kesim de yangının ateşini körükleyecektir. Süreç ekonominin çöküş aşamasına girmesi ile sonuçlanacaktır.

Minsky, ortak bir iktisadi temel bakış açısına sahip olduğu Marx'ın, kapitalist ekonomilerin kriz yaratan özelliği ile ilgili düşüncesini hipotezinde sık sık vurgulamakta ve kapitalist ekonomik sisteminin doğası gereği istikrarsız bir süreç içinde hareket ettiğine inanmaktadır. İktisat yazınında hâkim görüş olarak kabul edilen, ekonomide zaman zaman sapmalar olsa da müdahaleye gerek kalmaksızın ekonominin kendiliğinden dengeye geleceği yönündeki ortodoks iktisadi teorileri eleştirerek, heteredoks bir kuram geliştirmiştir.

4.6.2. Fisher'in Borç-Deflasyon Kuramı

Fisher (1932), kriz analizinde reel sektör kadar finansal sektöre de sistematik olarak yer veren ilk yazardır. Fisher (1933) tarafından ortaya atılan "Borç-Deflasyon Teorisi", 1929 Büyük Buhranı'nın neden olduğu durgunluğun 1921-1922 yıllarında yaşanan durgunluktan neden daha uzun süreli ve etkili olduğunu açıklamak amacı taşımaktadır.

1929 buhranının başlangıcında, ABD ekonomisindeki aşırı borçlanma olgusunu tespit eden ve bunalımı buna bağlayan Fisher, ortaya koyduğu kuramsal çerçevede, aşırı borçlanmanın nedenleri üzerinde durmamış, varlık fiyatlarına oranla, tüketim malı fiyatlarındaki artışları, parasal büyümeye bağlamıştır (Işık, 2004, s. 54).

Fisher (1932)'in kriz analizi aşırı borçluluk kavramıyla başlar. Aşırı borçlanma durumunun idrakiyle beraber borçlular sahip oldukları finansal varlıkları elden çıkarmaya başlarlar. Bu durumun tüm ekonomiye yayılmasıyla birlikte fiyatlar genel seviyesi düşme eğilimine girer. Satışlardan kaynaklanan likiditasyon süreci kaydi para miktarının azalmasına yol açar ve para arzı daralır. Azalan para arzı fiyatlar genel

seviyesinin düşmesiyle sonuçlanır. Fiyatlardaki düşüş ödemelerde gelirlere göre nispeten düşük bir azalmaya neden olduğu için kârlar azalır. Kârlardaki düşüş üretim ve istihdam hacminin daralmasına neden olur. Bütün bu süreç ekonomide güven kaybıyla sonuçlanır ve ekonomiye kötümser bir hava hâkim olur. Ekonomideki kötümser ortam ekonomik aktörleri sahip oldukları paraları elde tutma eğilimine sürükleyeceği için paranın dolanım hızı düşer. Fiyatların düşmeye devam etmesi üretimdeki daralmanın boyutunu artırır. Ekonomideki daralma konjonktürü borçlanma eğilimini de törpüleyeceğinden faiz oranları da düşüş seyri izler. Faiz oranlarındaki düşüş ekonomideki kötümser havanın dağılmasıyla birlikte, ekonomiyi yaşanan tüm bu sürecin en başına çevirecek domino etkisini başlatır.

Borç deflasyonu, aşırı borçluluğun varlık satışı ve parasal daralmaya yol açarak finansal sistemin işleyişini bozması ve bu yolla talebi azaltarak deflasyonu pekiştirmesidir. Burada kritik nokta borçlanmanın neden olduğu deflasyonun, borç üzerinde yeniden etkili olmasıdır. Deflasyon paranın satın alma gücünü artırdığı için borçlunun aleyhine, alacaklının lehine işleyen bir süreci başlatacaktır. Yani deflasyonist süreç içerisinde ödenmemiş olan borcun değeri giderek büyüyecektir. Buradaki çelişki, ekonomik aktörlerin borçlarını azaltma çabalarının sahip oldukları borcu artırmasıdır. Fisher bu durumu kayık benzetmesiyle özetlemiştir. Eğer aşırı borçlanma yeteri kadar büyükse ekonomi kayığın gittikçe yan yatarak batması gibi çöküş sürecine girecek, aşırı borçlanma yeteri kadar büyük değilse ekonomi kayığın birkaç kez sallanmasından sonra durulması gibi denge noktasına gelecektir.

Fisher (1932) tarafından geliştirilen ve iş çevrimlerinin oluşumunu ekonominin reel ve finansal unsurları arasındaki etkileşimle açıklayan borç-deflasyon teorisi Minsky (1982)'nin çalışmalarıyla geliştirilmiştir. Minsky (1982), Fisher (1932)'in teorisinden yola çıkarak, ekonominin büyüme sürecinde aşırı kredi genişlemesi ve borçluluğun artması nedeniyle finansal krizlerin ortaya çıktığını iddia etmektedir (Işık, 2004, s. 54). Minsky'e göre zorunlu satışlar varlık fiyatlarını düşürür ve borçlular bu nedenle önemli kayıplar yaşarlar. Bunun sonucunda ise tüketim ve yatırımlar düşerken, deflasyon derinleşir.

Minsky Fisher'in teorisini, Keynes öncesi bir girişim olarak niteler. Fisher'in borç-deflasyon ilişkisindeki boşluğu doldurarak kendi teorisini inşa ettiğini ve Keynes'in teorisinin de ötesine geçtiğini iddia eder. Minsky'e göre Fisher'in iddiasının aksine, paranın varlık fiyatlarına bağımlılığı üretim fiyatlarına ve ücretlere göre daha fazladır (Minsky, 1994, s. 39).

Minsky, özellikle spekülatif finansman ve Ponzi finansman durumunda olan piyasa analizlerini Fisher'in tespitlerine dayandırarak geliştirmiştir. Fisher'e göre, ekonomide başlayan çöküş esnasında ve sonrasında, ekonomik birimlerin davranışları rasyonellikten uzak, sürü psikolojisi içinde ve panik ortamında gerçekleşmektedir. Minsky, Fisher'in analizlerini takiben ekonomideki çöküşün son dönemini inceler. Minsky'e göre varlık satışlarının giderek artması, varlıkların fiyatlarının sürekli azalarak sarmal halinde dibe vurmasına neden olmaktadır. Ekonomideki toplam talep seviyesi toplam arzın altına indiğinde, fiyat deflasyonu ekonomiye hâkim olmuş demektir (Roubini ve Mihm, 2011, s. 59). Tüm bu gelişmeler neticesinde ekonomi çöküş sürecine girmektedir. Ancak Minsky Fisher'in aksine ekonomideki borçlanma eğiliminin, devletin genişletici politikaları sayesinde bir deflasyonla sonuçlanmayabileceğini de ifade etmektedir.

4.6.3. Keynes'de Yatırım-Belirsizlik İlişkisi

Minsky, John Maynard Keynes adlı eserinde pek çok ekonomistin Keynesyen ekonominin ne olduğuna dair düşüncelerinin Keynes'in "Genel Teori"sindeki majör noktalarla çeliştiğini iddia etmektedir. 1929 Büyük Buhranı sonrası yıllar, ortodoks iktisat teorilerine karşı devrim niteliğinde etki bırakan Keynesyen paradigmanın hâkim olduğu ve Keynes'in kendinden sonra gelen iktisatçılara önemli bir miras bıraktığı yeni bir dönemi temsil eder.

Keynes ve teorisini Keynes'ten miras aldığı görüşlere dayandıran Minsky ekonomiye nüfuz eden "belirsizlik" kavramının ihmal edilebileceğini reddederler. Keynesyen paradigma, kapitalist ekonomilerde dengesizlik yaratan unsurları belirsizlik, beklentiler ve Keynes'in iktisat bilimine yaptığı önemli katkılardan biri olan likidite tercihi gibi kavramlar ile izah etmiştir. Keynes'e göre belirsizlik kapitalist ekonomilerde parayı spekülatif bir varlık haline dönüştürerek yatırım harcamalarında ve likidite tercihinde dalgalanmalara neden olur. Keynes, likidite tercihi ile sermaye malları fiyatı arasında ters yönlü ilişki olduğunu ileri sürmüştür. Buna göre, likidite tercihi arttığı zaman sermaye mallarının fiyatı düşecek ve yatırım malları üretimi azalacaktır. Dolayısıyla süreç ekonomide toplam gelir ve istihdamın daralmasıyla sonuçlanacaktır.

Keynesyen teori, ana akım iktisat teorilerinin görmezden geldiği ekonominin reel kesimi ile parasal kesimi arasındaki ilişkiye vurgu yaparak, kapitalist ekonomilerin parasal ve reel değişkenlere bağlı dengesizlikler yaşayarak kriz sürecine girdiğini iddia

eder. Keynes'in çalışmalarının temel dayanağı, kapitalist ekonomilerde belirsizlik altında gerçekleşen yatırım harcamalarının kapitalist büyüme sürecini yapısal olarak istikrarsız hale getirmesidir. Keynesyen konjonktür teorisine göre, yatırımcıların gelecekle ilgili beklentileri konjonktür dalgalarının oluşmasında önemli rol oynar. Yatırım kararı, yatırım harcamaları bugün yapılırken, olası getiriler gelecek dönemde elde edileceği için belirsizlik içermektedir.

Keynes (1936)'in yatırım kuramı, iktisat bilimine yaptığı bir başka katkı olan sermayenin marjinal etkinliği kavramına dayanmaktadır. Buna göre, yatırım kararı, sermayenin marjinal etkinliği ile faiz oranı arasındaki ilişkiye göre şekillenir. Sermayenin marjinal etkinliği, paranın alternatif kullanma alanı olan faiz oranlarından yüksek olduğu sürece yatırım kararı alınacaktır. Sermayenin marjinal etkinliği ve faizler arasındaki ilişki ise, ikili fiyat düzeyi analizinin Keynesyen analizde de kendine yer bulduğunu göstermektedir. Yatırım malları fiyatları ile finansal varlıkların fiyatlarının belirlenmesi ayrı dinamiklere sahiptir. Yatırım mallarının fiyatları, söz konusu malların üretim maliyetleri tarafından belirlenirken, faiz oranları likidite tercihi tarafından belirlenecektir (Keynes, 1936, s. 166-168). Dolayısıyla, yatırım kuramının izahı beklenti ve belirsizliklerin analize dâhil edilmesini gerekli kılmaktadır.

Minsky, Keynes'in analizini bir adım ileri taşıyarak, kapitalist ekonomilerdeki istikrarsızlığın kaynağını yatırım harcamalarının finansman biçiminde aramıştır. Yatırım kararları üzerindeki belirsizliğin etkilerini, istikrarsızlığa neden olan finansal yükümlülüklerin yerine getirilememesi ile yatırım kararları arasındaki ilişki bağlamında ele almıştır. Ayrıca Minsky, Keynes'in analizlerinde yatırım kararlarında beklentilere verilen öneme odaklanmış ve bunu kapitalizmin dinamik finansal yapısıyla bir arada ele almıştır (Dymski ve Pollin, 1992, s.31). Minsky'nin Keynes'in çalışmalarına katkısı, Keynesyen yatırım teorisini finans teorisi ile destekleyerek geliştirdiği "yatırımın finansal teorisi"ni oluşturması olmuştur. Minsky'e göre Keynes, üretim için bir yatırım teorisi, yatırım için de bir finans teorisi geliştirmiştir. Minsky, Keynesyen temel bakış açısıyla, kapitalist ekonomilerin belirli dönemlerde enflasyon ve borç deflasyonu sürecine girerek istikrarsızlık sergileme potansiyeline sahip olduğunu ileri sürmektedir (Minsky,1992a, s. 1).

4.6.4. Kalecki'de Bütçe Açıkları, Toplam Kârlar ve Artan Risk Prensibi

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine temel oluşturan görüşlere sahip olan bir diğer iktisatçı, Post Keynesyen iktisadın öncü temsilcilerinden biri olarak kabul edilen Michal Kalecki'dir. Kalecki, Keynes'le aynı dönemde fakat bağımsız olarak, toplam talebin önemini vurgulayan bir iktisadi dalgalanmalar teorisi geliştirmiştir. Kalecki, Marksist düşünceye yakın bir iktisatçı olarak, sermaye birikimi, büyüme ve bölüşüm hakkındaki görüşlerini ön plana çıkarak, konjonktürel dalgalanmaların kapitalizmin yapısından kaynaklandığını ileri sürmektedir (Özel, 2004, s. 16).

Kalecki (1971) devletin bütçe açıkları yoluyla toplam kârlar ve dolayısıyla ekonomik faaliyet düzeyi üzerindeki etkisine vurgu yapmıştır. Bütçe açıklarının gerektiğinde konjonktürel dalgalanmaları önlemek amacıyla kullanılabileceğini ileri sürmüştür. Kalecki'ye göre ekonomide verilen bütçe açıkları firmaların kârlarını artırıcı etkide bulunmaktadır.

Kalecki'nin bütçe açıkları ile toplam kârlar arasında kurduğu ilişkiyi ekonomik dalgalanmalar çerçevesinde yorumlayan Minsky, 1970'lerde yaşanan krizlerin Büyük Bunalım çapında bir ekonomik krize dönüşmemesini devletin ekonomi içindeki payının büyüklüğüne bağlamıştır. Ekonomide devletin büyüklüğünün, özel kesimin kârlarının devamlılığını sağlayacak çapta olması gerektiğini ifade etmiştir. Dolayısıyla ekonomide yatırımların azalmasından dolayı bir durgunluk ihtimali söz konusu ise, devlet bütçe açıkları ile özel kesimin kârlarının azalmadan devam etmesine yardımcı olmalıdır. Özetle söylemek gerekirse, devletin büyüklüğü en az özel kesim yatırımlarına eşit ya da daha fazla olmalıdır (Minsky, 1986, 297).

Minsky'e göre kapitalist bir ekonomide iş dünyasını yatırımlara sevk edecek unsur kârdır. Kâr beklentileri, gelecekteki yatırımlara dayanmaktadır ve elde edilen kâr, yatırımlar tarafından belirlenmektedir. Bu nedenle kârlar, bir taraftan iş dünyasının geçmişte verdiği yatırım kararlarının doğruluğunu sağlarken diğer taraftan gelecek yeni yatırımları mümkün kılmaktadır (Minsky, 1992b, s.4).

Keynes yatırımların efektif talep ve üretim üzerindeki etkisini vurgularken, Kalecki; tüketim, kamu harcamaları, ticaret fazlalığı ve yatırımların kârlar ve konjonktürel dalgalanmalar üzerindeki etkisine dikkat çeker. Kalecki'ye göre yatırım harcamalarındaki değişime bağlı olarak kapitalistlerin kârlarında meydana gelen değişimler ile üretim düzeyi arasında pozitif yönlü ilişki vardır. Çünkü üretim kapitalistlerin kârları ve işçilerin tüketimleri toplamına eşittir.

Kalecki (1972)'nin yatırım tartışmalarına önemli bir katkısı, yatırımlar ile finans arasındaki ilişkiyi ortaya koymasıdır. Kalecki'nin yatırım kuramı neo-klasik iktisadın yatırım kuramından farklı unsurlar içermektedir. Kalecki'ye göre yatırımlar; neo-klasik iktisadın iddia ettiği gibi tasarruflar tarafından değil, finansman tarafından gerçekleştirilmektedir ve yatırım düzeyi finansal unsurlar tarafından kısıtlanmıştır. Yatırımları kısıtlayan unsur, yatırım ile birlikte alınan riskin de artıyor olmasıdır. Kalecki'ye göre, yatırımcıların yatırımlara ayıracakları finansman miktarı, sermaye-borç oranlarına bağlı olan beklenen kârlarının bir fonksiyonudur (Dymski, 1996, s. 127). Kalecki'ye göre, ekonomide yatırımların artması borçlanmayı artıracak, borçlanma arttıkça da borçlanmanın getirdiği riskler artacaktır. Borçlanmadaki artışa bağlı olarak borç verenler artan risk yükünü yatırımcılara yüklemek isteyeceklerdir. Bu süreç faizlerde artış ile sonuçlanacaktır. Belli bir borçlanma düzeyinden sonra risk, girişimcilerin yeniden borçlanarak yeni yatırımlar yapmalarını engelleyecek seviyeye erişecektir. Kalecki bu süreci artan risk prensibi olarak adlandırmıştır. Dolayısıyla yatırımlar finansal unsurlar tarafından kısıtlanmış olmaktadır.

Minsky, Kalecki'nin yatırımların tasarruflar tarafından değil, finansman yoluyla borçlanarak yapıldığı, borçlanma nedeniyle ortaya çıkan artan risk prensibi ve dolayısıyla yatırımların finansman tarafından sınırlandırıldığı görüşünü benimsemiş ve kendi yatırım modeline dâhil etmiştir. Aynı zamanda Kalecki'nin bütçe açığının toplam kârları arttırdığına dair görüşleri de Minsky'nin hipotezinde kendisine yer bulmuştur. Minsky'ye göre bütçe açıkları ile toplam kârlar arasındaki bu ilişki, konjonktürel dalgalanmaların krizle sonuçlanmasının önüne geçecektir (Minsky, 1989, s. 400).

BÖLÜM V

FİNANSALLAŞMA KAVRAMI VE FİNANSAL YAPININ GENEL ÖZELLİKLERİ

5.1. Finansallaşma Kavramı

Dünya ekonomisinin son otuz- kırk yıllık dönemdeki gelişimine, yeni bir sermaye birikimi biçimi olan finansallaşma olgusu damgasını vurmuştur. En genel anlamıyla finansallaşma, finansal alanın reel üretimden ayrışması, kendi iç işleyişiyle çalışır hale gelmesi ve son aşamada da finansal sermayenin sanayi sermayesi üzerinde egemenlik kurma çabası olarak tanımlanabilir (Mıhcı, 2015, s. 9). Finans kesiminin rolü hem yerel hem de uluslararası boyutta giderek artmıştır. Bu süreçte merkez kapitalist ülkelerde finansal sermaye birikiminin başat önem arz etmeye başlaması ve çevre ülkelerde yerel piyasaların uluslararası sermaye hareketlerine açılması ile ulusal ve uluslararası borçlanma dinamiklerinde yaşanan önemli artışlar önemli değişmelerin yaşanmasına sahne olmuştur. Finansal işlem hacmindeki yükseliş, firma ve hanehalkları davranışlarında yaşanan değişim üzerinden mikro düzeyde, ekonomilerin tümü açısından makro düzeyde büyük çaplı bir dönüşümün belirleyicileri olmuştur. Finansallaşma sürecinin ulusal sınırların ötesine geçmesi, finansal sermaye akımlarının ülkeler arasında ulaştığı dramatik niceliksel boyut, finansallaşma olgusunun küresel çapta ele alınmasını gerektirmektedir. Finansallaşma olgusunun ekonomilerdeki etkinliğinin yaşadığı ivmenin ardından finansallaşma literatürü de hızla gelişmiştir. Finansallaşma olgusunu farklı boyutlardan ele alan çalışmalar incelendiğinde, farklı finansallaşma tanımlarıyla da karşı karşıya kalınmaktadır.

Epstein (2005), dünyanın değişen çağdaş ekonomik yapısını şekillendiren süreci üç kavram üzerinden betimlemektedir. Bu kavramlar; neo-liberalizm, küreselleşme ve finansallaşmadır. Epstein ’e göre finansallaşma, finansal güdülerin, finansal piyasaların, finansal aktörlerin ve finansal kurumların ulusal ve uluslararası ekonomik arenada rolünün artması anlamına gelmektedir.

Krippner (2005), finansallaşmayı, ticaret ve mal üretiminden ziyade, daha çok finansal kanallarla kâr yaratma ve biriktirme durumu olarak tanımlamaktadır.

Aglietta ve Breton (2001), hisse senedi piyasalarını finansal sistemin baskın gücü olarak kabul etmişlerdir. Birikim rejiminde yaşanan dönüşümün en önemli kurumsal faktörü olarak finansal serbestleştirmeyi ele almışlardır.

Froud, Haslam, Johal ve Williams (2001), finansallaşma olgusunu mikroekonomik boyutuyla ele almışlardır. Finansal piyasaların, firmaların ve bireylerin davranışları üzerindeki etkisi üzerine odaklanmışlardır.

Palley (2007), finansallaşmayı, finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal aktörlerin, ekonomi politikasında ve ekonomik çıktılar üzerinde daha fazla etkide bulunmaları olarak tanımlamıştır. Finansallaşmanın ana etkilerini, finansal sektörün önemini reel sektör kârşısında göreli olarak yükseltmek; reel sektörden finansal sektöre gelir transfer etmek, ücret durgunluğuna katkıda bulunmak ve gelir eşitsizliğini yükseltmek olarak göstermektedir. Palley aynı zamanda, finansallaşmanın ekonomide borç deflasyonunu yükselttiğini ve resesyonun uzama riskini artırdığını kabul etmek için yeterli sebepler bulunduğunu ileri sürmektedir. Palley'e göre, finansallaşma neticesinde, finansal piyasaların yapısı, finans dışı kurumların davranışları ve ekonomi politikasının seyri değişir. Ortodoks iktisat teorisi, reel sektör ile finans sektörü arasındaki ilişkiye kördür. Her piyasa kendi kısmi dengeleri ile işlemektedir. Ancak Palley, reel sektör ile finans sektörü arasında birebir bir ilişki olduğunu düşünmektedir. Ayrıca, finansal liberalizasyonun finans sektörünü bağımsızlaştırması, finansallaşma kavramının önemini artırmıştır.

Aalbers (2008) finansallaşmayı, sermaye hareketlerinin birincil, ikincil, üçüncül yada daha fazla piyasalardaki dönüşümü olarak tanımlamaktadır.

Kotz (2008), Epstein'in tanımını kullanmakla birlikte bu tanımı, birikimin sosyal yapıları (Social Structure of Accumulation) ile ilişkilendirmiştir. Yazar, birikimin sosyal yapılarını kârı maksimize etmeye çalışan uzun süreli kapitalist kurumsal yapılar olarak tanımlamıştır. Kotz'a göre finansallaşma, finans dışı faaliyetler ile finansın ayrımını daha da büyütmüştür.

Stockhammer (2004), Crotty (2005), Skott ve Ryoo (2008), finansallaşma olgusunu makroekonomik boyutuyla ele almışlardır. Finansal piyasalarla finansal olmayan piyasalar arasındaki ilişkinin dönüşümü üzerine odaklanmışlardır.

Arrighi (2003), Harvey (2007) ve Lapavitsas (2009) ise, eleştirel yaklaşımlarıyla, finansallaşmanın kökenini sermaye birikim sürecinde aramakta, küresel krizin nedeni olarak aşırı sermaye birikimini göstermektedirler. Lapavitsas ayrıca finans kapitalin sömürücü yönlerine ve finansal sistemin geçirdiği dönüşüme işaret etmekte,

özellikle de günümüz kapitalizminin aracı kurumları olan bankalara ve onların değişen rollerine odaklanmaktadır.

Painceira (2009), finansallaşma sürecinin hızlanmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye akışıyla ilgili geçirdikleri dönüşümü iki dönemde incelemektedir. Birinci dönemde, cari açık veren söz konusu ülkelerin finansal krizler ve döviz krizleri ile kârşılaştığı dönemdir. İkinci dönem ise, döviz kurlarındaki değer kayıplarına kârşı korunmak ve küresel finans piyasalarına daha aktif bir şekilde katılmak amacıyla, bu ülkelerin uluslararası rezervlerini artırmak zorunda kaldıkları dönemdir. Rezerv birikimlerinin sonucunda, gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülkelere sermaye transferleri artmış ve ulusal kamu borçlarında büyük artışlar olmuştur.

Yeldan'a (2010) göre sermayenin 1990'lardan itibaren giderek finansallaşması sonucu olarak finansal gelirlerin ücret gelirlerine göre göreceli payının artması söz konusudur. Yeldan (2010) finansallaşmayı, sermaye birikimi önceliklerinin giderek reel ekonomiden uzaklaşması ve kısa dönemde yüksek getirili, fakat yüksek riskli finansal varlıklarda yoğunlaşması açısından ele almaktadır.

Foster (2007), finansallaşmayı kapitalizmin ağırlık merkezinin sanayiden finansa doğru kayması olarak tanımlamıştır.

5.2. Dünya Ekonomisinde Finansallaşma Süreci ve Ekonomi Politik Değişimler

Yirminci yüzyılın başlarında kapitalist dünyanın hegemonik gücü İngiltere'den ABD'ye geçmiştir (Arrighi, 2000, s. 22). 1944 yılında Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı ardından imzalanan Bretton Woods anlaşması ile ABD dolarının uluslararası ödeme aracı haline getirilmesi ile hegemonik gücünü iyice artıran ABD, 1970'li yıllara kadar elde ettiği bu gücü sürdürebilmiştir. 1960'lardan itibaren sinyallerini vermeye başlayan ve 1973'te Bretton Woods sisteminin çökmesiyle son bulan bu dönem, iktisat politikalarında yeni bir paradigmanın doğmasına neden olan süreci başlatmıştır.

1960'ların ortalarından itibaren imalat sanayindeki kârlılık düşerken, finansal kârlarda artış eğilimi başlamıştır. Küresel ekonomide 1970'lerde yaşanan, başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki ciddi artışlar, döviz kurlarındaki dalgalanmalar, sabit sermaye yatırımlarındaki düşüşler, işsizlik oranlarındaki artışlar, maliyetlerden kaynaklanan enflasyonist baskı ve nihayetinde çevre ülkelerde görülen borç krizleri; Neo-Klasik Sentez'in iktisat politikalarının, sorunu çözme gücünün olmadığının

anlaşılması ile yeni bir ekonomi politik paradigmanın oluşturulması gerekliliğini ortaya koymuştur. 1970'lerde yaşanan bu stagflasyon krizinin ardından önemli bir değişimi işaret eden finansallaşma olgusu, 1980'li yıllardan itibaren yaşanan finansal serbestleşme hareketleri ile hız kazanmış; finansal hareketler, kârlar, birikim ve finansal varlıklar reel sektör büyüklükleriyle kıyaslanamayacak hızda artmıştır. Aynı zamanda, finansal kurumların ve piyasaların hacmi açısından önemli bir gelişim seyri gözlenmiştir.

1980'li ve 1990'lı yıllarda kârlılığın imalat sektöründen finansal sektöre aktarımı devam etmiştir. 1980'li yıllarla birlikte ABD ve İngiltere'deki finans piyasaları spekülatif kazançlar için tüm dünyanın çekim merkezi haline gelmiştir. 1980'li yılların sonuna doğru uluslararası finans kapitalin çıkarlarını esas alan "Washington Uzlaşısı" içinde yer alan hükümler, yasal ve idari düzenlemeler olarak, IMF ve Dünya Bankası aracılığıyla tüm çevre ülkelere "Yapısal Uyum Programları" şeklinde dayatılarak uygulama küresel bir boyut kazanmıştır. Devletin ekonomiden elini çekmesi söylemi altında, aslında devletin tam olarak finansallaşma sürecine dâhil olması sağlandı. 1990'lı ve 2000'li yıllarda ise, üretim merkez kapitalist ülkelerden küresel "üretim-meta zinciri" oluşturan ucuz işgücünün sağlandığı Uzakdoğu Asya ülkelerine kaymıştır. Başta Çin ve Hindistan olmak üzere, çoğu Uzakdoğu Asya ülkesinde üretim maliyetleri içinde en önemli etkeni oluşturan işgücüne ödenen ücretlerin, sosyal güvenlik ve diğer başka maliyet unsurlarının göreli olarak çok düşük olması bu ülkeleri dünyanın üretim üssüne dönüştürmüştür. Dolayısıyla sanayi kapitalizminin yarattığı fabrika sistemi adeta doğuya taşınmıştır. Doğu Bloku'nun çökmesiyle kapitalizm adeta alternatifsiz bir sistem haline gelmiş, 1990'lı yıllara kadar çift kutuplu olan yeni dünya düzeni ABD'nin başını çektiği küresel kapitalizmin egemenliği altına girmiştir. (Koç, 2015, s. 120-122).

Finansallaşmanın dayattığı devletin yeniden yapılandırılması süreci, ulusal sınırların ötesine geçerek küresel düzeyde gerçekleşmektedir. Ulus-devlet yapıları önemini tamamen yitirmemekle birlikte, finansal sermaye akımlarının ülkeler arasında ulaştığı niceliksel boyut finansallaşmanın da küresel düzeyde ele alınıp değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır (Mıhcı, 2015, s. 10).

Finansallaşma, beraberinde ekonomik ilişkiler ve ağlarda bir dizi dönüşümü de beraberinde getirmiştir. Devlet ve ekonomi arasında yaşanan dönüşüm, finansallaşmanın getirdiği yeniliklerden biridir. Merkez bankalarının önemi artmış, temel hedefleri fiyat istikrarının sağlanmasına indirgenmiş ve enflasyon hedeflemesi politikası dünya çapında temel para politikası haline dönüşmüştür. Bunun yanı sıra

gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ekonomik ilişkide yaşanan dönüşüm, finansallaşma sürecinin küresel çapta oluşturduğu bir diğer yeniliktir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik aşırı sermaye hareketi, bu ülkeleri uluslararası rezerv birikimine zorlamış, bu olgu ise ABD cari işlemler açığının finanse edilmesine hizmet etmiştir. Yabancı sermayeyi ülke içine çekmek için araç olan yüksek reel faiz oranlarına bağlılık kritik bir unsur olmuştur. Bu süreçten en fazla yarar sağlayan ise uluslararası ödemeler aracının ihraççısı olarak ABD olmuştur. Bunun sonucu ise dünya ekonomisinde yoksulun zengine borç vermesi olmuştur. Harvey (2007)'in tanımıyla bu durumu hegemonyasız hâkimiyet olarak nitelendirmek mümkündür. Finansallaşma aynı zamanda finansal sektörün kuralsızlaştırılması, yeni finansal araçların yaygınlaşması, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve döviz piyasalarında istikrarsızlığın artması gibi bir takım yeni olguları da içermektedir. (Ergüneş, 2009, s. 300).

Gelişmekte olan ülkelere yapılan yüksek miktardaki sermaye girişleri bir yandan belirsizlik ve istikrarsızlığa yol açarken, öte yandan söz konusu ülkelerin cari işlemler açığı yaşamalarına neden olmuştur. Bu bileşim, 1990'ların sonu ile 2000'lerin başında gelişmekte olan ülkelerin ağır finansal krizler yaşamalarına neden olmuştur. Bu dönemde öne çıkan krizler 1994-95 Meksika, 1997-98 Güney Kore ve diğer Asya ülkeleri, 1998 Rusya, 1999 Brezilya, 2000-2001 Türkiye ve 2001-2002 Arjantin krizleridir. Krizlere neden olarak her ülkenin kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan kurumsal ve yapısal sorunlar gösterilse de gelişmekte olan ülkelerin ortak özelliği çıpalı döviz kuru rejimini benimsemiş olmalarıydı. Bu ülkeler için dış finansmanın kesintiye uğraması, kendilerine özgü sorunların da ağırlaştırıcı etkisiyle büyük döviz krizlerine neden olmuştur. Bu krizlerin belirgin özellikleri sermaye akımlarının aniden tersine dönmesi ve çıpalı döviz kuru rejimlerinin çökmesiydi. Özetle, 1990'larda finansal serbestleşmenin genel olarak döviz ve finans krizlerinde katalizör görevi gördüğünü, gelişmekte olan ülkeler arasında hızlı bir bulaşmayı teşvik ettiğini söyleyebiliriz (Painceira, 2009, s. 262-263). Bu dönemde gelişmekte olan ülkeler ani sermaye çıkışları nedeniyle bir istikrarsızlık ya da kriz durumuyla karşı karşıya kalmamak için yüksek düzeyde rezerv biriktirmek zorunda kalmışlardır. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülkelere net bir sermaye akımı yaşanmıştır.

1990'ların sonu ile 2000'lerin başında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizleri açıklamak üzere pek çok teorik yaklaşım geliştirilmiştir. En önemli savunucusunun Asya krizini inceleyen Krugman olduğu, ortodoks iktisadi geleneğe bağlı olan asimetrik enformasyon teorisine dayanan yaklaşım, gelişmekte olan ülkelerin özel sektörü içinde

var olan dengesizliklere, finans piyasası başarısızlıklarını ve müdahaleci devlet politikalarını da dâhil eden bir analiz sunmuştur. Bu yaklaşıma göre kriz, hükümetin finansal aracı kurumların yükümlülüklerini örtülü olarak garanti altına almasının yol açtığı ahlaki çöküntüden kaynaklanmıştır. Bu durum, finansal aracı kurumların aşırı riskli krediler vererek piyasaların canlandırılması görevi yapmalarına ve piyasada olumlu beklentilere neden olarak bir sarmal halinde döngünün devam etmesine neden olmuştur. Sonuç sermaye varlık fiyatlarındaki aşırı artışlar olmuştur. Finansal piyasalar, fonları en verimli yatırım fırsatlarına etkin bir şekilde kanalize edemedikleri için, yatırımlarda bir azalma ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyetlerde bir daralma meydana gelmiştir.

Söz konusu krizleri açıklamaya yönelik heteredoks yaklaşımlar ise ana akım açıklamalara karşı çıkmışlardır. Chang ve diğerlerine göre, Güney Kore krizinin nedeni, sanayi politikası ile finansal düzenleme arasında eşgüdümü sağlayan hükümet mekanizmalarının tasfiye edilmesiydi. Benzer bir anlayışla Taylor Doğu Asya finansal krizinin başlıca sebebinin hükümetin reel ekonomiyi, finans piyasasını ve özellikle de sermaye hesabını düzenlemekten vazgeçmesi olduğunu savunur. Son olarak Wade'e göre finansal serbestleştirme, devletin ve özel kesimin dışardan borçlanmasını düzenleme gücünü ciddi ölçüde etkilemişti. Yaptırıma yönelik fon akımlarını kontrol etmek giderek karmaşıklaşıp zorlaştığı için Asya gelişme modelinin sürdürülebilirliği azalmıştı (Painceira, 2009, s. 264).

Minsky'nin finansal istikrarsızlık teorisine göre ise, finansal istikrarsızlık, iş çevrimleri sırasında firmalar ve finans kesiminin getirilerle ilgili beklentilerinin birbirine yaklaştığı içsel bir süreçtir. Çevrimin başlangıcında sermaye varlıklarının finans kurumları aracılığıyla yeniden finanse edilmesine gerek yoktur. Ancak çevrimin yükseliş döneminde ekonomi, yeniden finansman ihtiyacının arttığı, vadenin sürekli kısaldığı spekülatif konuma doğru yavaş yavaş ilerler. Süreç borçlanma ilişkisinin, kısa vadeli, aşırı kaldıraçlı pozisyonların, zaten kapasite fazlasının olduğu sektörlerde sonuçlanma süresi uzun olan yatırım projelerini finanse etmek için kullandığı Ponzi türü borçlanmaya evrilmesiyle son bulur.

Heteredoks yaklaşımların ortak noktası, krizlerin ortaya çıkmasında finansal serbestleştirmenin önemli rol oynadığının vurgulanmasıdır. Aralarındaki başlıca fark, ilk akımın devletin ekonomiyi düzenleme gücünü kaybetmesine odaklanırken, Minsky'ci akımın yurt içi finans sisteminin ve sermaye hesabının açılmasının spekülatif sonuçlarına odaklanmasıdır (Painceira, 2009, s. 264-265) .

Gelişmiş ülkelerde içsel bir süreç olarak ortaya çıkmış olan finansallaşma, gelişmekte olan ülkeleri de içine alarak küresel bir sürece dönüşmüştür. Gelişmekte olan ülkeler sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ardından, finansallaşmanın etkilerini yoğun bir şekilde yaşamışlardır. Bu ise, doğrudan yabancı sermaye ve portföy hisse senedi yatırımları biçiminde tezahür eden olağanüstü boyutlardaki sermaye girişleri biçiminde olmuştur. Gelişmiş ülkelerden kaynaklanan kârlı pazar arayışındaki aşırı miktardaki uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmiştir. Gelişmekte olan ülkelere özel sermaye girişleri 2000'de 74,8 milyar dolar iken bu rakam 2007'de 605 milyar dolara yükselmiştir (Ergüneş, 2009, s. 301).

1997-98 Asya krizinin ardından, döviz kuru krizlerine önlem olarak döviz rezervi biriktirmek zorunda kalan gelişmekte olan ülkeler, ABD'deki düşük faiz oranlarına karşın ABD devlet tahvilleri satın almak zorunda kalmışlardır. 2004'ten sonra ABD ekonomisi için temel ödünç verilebilir dış fon kaynağı ileri kapitalist ülkeler değil, gelişmekte olan yoksul ülkeler olmuştur. Üstelik bu fonları sağlayanlar, ticari kararlar alan özel sektör kapitalistleri değil, bu ülkelerin para politikası otoriteleri olmuştur. 2001-2007 balonu ABD'ye dışardan gelen ödünç verilebilir fonlarla beslenmişti. Bu balonu besleyen asıl unsur, ABD'de izlenen gevşek para politikasına dayanan ucuz yurtiçi krediler olmuştur. Balonu besleyen kredilerin kullanıcıları kapitalist şirketler değil, bankaların daha önceden ilgi göstermediği bireysel işçiler olmuştur. Amerikan işçilerinin borçları hızla artarak 2007'de harcanabilir gelirin %130'unu aşmıştır. Bankaların herkesin konut sahibi olmasının önünü açtığı düşünülen kredilerdeki bu "demokratikleşmeye" açık finans piyasalarında gerçekleştirilen menkul kıymet işlemleri eşlik etmiştir. Bankalar borcu "menkul kıymetleştirmiş", yani piyasada alınıp satılabilir parçalar halinde paketleyip satmışlardır. Kârlar ipoteklerin faizlerinden çok, ticaretlerinden alınan hizmet ücretleri ile komisyonlardan elde edilmişti. Dolayısıyla, kredileri menkul kıymetleştirmek için konut kredilerini sürekli artırmak bankalar açısından oldukça cazip hale gelmişti. Bankalar menkul kıymetleştirmeyi finanse etmek için giderek daha fazla fona ihtiyaç duymuşlardır ve bunu da para piyasalarından elde etmeye çalışmışlardır. Bu döngünün ilelebet devam edemeyeceği daha o zamandan belli olmuştur. İpotek menkul kıymetleştirilmesinden sağlanan kârların son tahlilde kaynağını oluşturan işçi ücretleri balon sırasında fiilen değişmeden kalmıştır. "İkinci kalite" borçlanıcıların büyük bir kısmının ödeme yükümlülüklerini karşılama şanslarının kesinlikle olmadığı daha en başından belli olmuştur. Faiz oranlarının 2004'ten sonra yavaş yavaş artmaya başlamasıyla artan finansal baskı

sonucu borçlarını ödeyemeyenlerin sayısı giderek artmaya başlamıştır. 2006'ya gelindiğinde ABD konut balonu sona ermiştir (Lapavitsas, 2009, s. 10-12). Küresel ekonomide son otuz-kırk yıllık dönemde yaşanan finansallaşma eğilimi, 2007-2009 arasında yaşanan ve etkileri hala devam eden yakın tarihin en büyük finansal krizine yol açmıştır.

Krizi tetikleyen ana unsur, balonu besleyen kredi mekanizmalarının çözülüp dağılması olmuştur. Likiditenin giderek azalmasıyla ve ödeme gücünün tehlike arz etmeye başlamasıyla bankalar açtıkları kredileri hızla azaltma yoluna gitmişlerdir. Kredilerin buharlaşması yüzünden büyük şirketlerle küçük ve orta ölçekli işletmeler ücret giderlerini bile karşılamakta zorlanmaya başlamışlardır. Üretim düşürülüp stoklar eritilirken, işçi çıkarmalar başlamıştır. Panik şoku, tüketimdeki düşüşleri şiddetlendirerek işçilerin borçlarını sınırlandırma çabalarına hız kazandırmıştır. Çöken tüketici talebi, üretimi olduğu kadar ihracatı da olumsuz etkilemiştir. Böylece kriz hızla önde gelen ihracatçı ülkeler olan Almanya, Japonya, Çin ve gelişmekte olan diğer ülkelere sıçramıştır. Üretim 2008'in sonu ile, 2009'un başında dünya genelinde eş anlı olarak inanılmayacak bir hızla gerilemiştir. ABD konut balonunun patlaması, küresel bir durgunluğa dönüşmüştür (Lapavitsas, 2009, s. 12-13).

Özel sektör sermayesini ve sermaye piyasalarını kurtarmayı amaçlayan kararlı ve kapsamlı devlet müdahalesi sayesinde telafisi olmayan bir felaketten kaçınılabilmiştir. Bu durumun taşıdığı ideolojik çelişki muhtemelen bundan daha çarpıcı olamazdı. 1970'lerin sonundan bu yana süregelen neo-liberal egemenliğin "piyasa iyidir, devlet kötüdür" anlayışı, 2007-2009 krizinin kısıtlanmayan finans piyasalarının felakete yol açtığının kesin bir şekilde ortaya konmasıyla alt üst olmuştur. Bu kriz sayesinde, devletin müdahalesi olmadan günümüz kapitalizminin işlemesinin neredeyse imkânsız olduğu açıkça ortaya serilmiştir. İdeolojik bir sis perdesi işlevi gören serbest piyasalar, liberalizm ve özel teşebbüsün kendi kendini düzeltme özellikleri gibi söylemlerin perde arkasına bakıldığında, modern kapitalizmin aslında güdümlü bir kapitalizm olduğu görülmektedir (Lapavitsas, 2009, s. 13-14).

5.3. Türkiye Ekonomisinin Finansallaşma Süreci, Finansal Yapısının Genel Özellikleri ve Ekonomi Politik Değişimler

Bu bölümde, Türkiye ekonomisinin kat ettiği yolun panaromik bir görüntüsü kısaca sergilenecek ve finansallaşma sürecinde yaşadığı dönüşümler ortaya konmaya çalışılacaktır.

Türkiye ekonomisinde finansal sistemin yapılanmasına bakıldığında 1923-1980 döneminde devletin düzenleyici-denetleyici rolünün ağırlıkta olduğu ve bunun yanısıra finans sektöründe öncü bir rol üstlendiği görülmektedir. Mali sistemin yurtdışına kapalı olduğu bu dönemde, dış ticaret politikası ve ayarlanabilir sabit döviz kuru uygulaması çerçevesinde kambiyo rejimi Hazine Müsteşarlığı ve Merkez Bankası tarafından yürütülerek döviz giriş-çıkışı kontrol altında tutulmuştur. Dolayısıyla bu dönemde finansal piyasaların gelişiminin yavaş bir seyir izlediği söylenebilir. Bu dönemde ulusal bir bankacılık sektörü oluşturulması çalışmaları çerçevesinde, kamu sermayesinin ağırlıkta olduğu bir bankacılık sistemi bulunmaktadır. 1980'li yıllardan itibaren mali serbestleşme süreciyle bankacılık dâhil bütün finansal sistemde yapısal değişiklikler uygulanmaya konmuş, faiz oranları ve döviz kurlarındaki sınırlamaların kalkması, bu yapısal değişikliklerin hızla yerleşmesinde önemli rol oynamıştır. Söz konusu yapısal değişiklikler, bankacılık sektörünün ve mali sistemin gelişmesini ve büyümesini sağlamıştır (TCMB, 2015, s. 20).

Türkiye ekonomisinin finansallaşma serüveni, devletçi-korumacı ekonomi politikaları izlenmeye gayret gösterilen 1980 öncesi ve dışa açılımın başladığı, finansallaşma sinyallerinin verildiği 1980 sonrası şeklinde iki ana başlık altında incelenecektir.

5.3.1. 1980 Öncesinde Türkiye Ekonomisinin Finansallaşma Süreci, Finansal Yapısının Genel Özellikleri ve Ekonomi Politik Değişimler

Cumhuriyetin kuruluş yıllarının en belirgin iki özelliği, yeni Türk devletinin dünya içinde nasıl bir yer kaplayacağını belirleyen Lozan Antlaşması ile 1929 yılında patlak veren kapitalist dünya ekonomisini derinden sarsan büyük buhrandır. İlginç bir tesadüf sonucu, Lozan Antlaşması'nın hükümlerine göre uygulanan ekonomik sınırlamaların kalkacağı, Osmanlı borçlarından Türkiye Cumhuriyeti'ne düşen borç taksitlerinin ödenmeye başlanacağı yıl da büyük buhranın başlangıç yılı olan 1929 yılıdır. Oldukça ağır iktisadi sonuçları bulunan kapütülasyonlar kaldırılarak büyük bir

başarı sağlanmıştır. Ancak, Osmanlı borçlarının önemli bir bölümünün devralınması, beş yıl süreyle gümrük gelirlerini artırmaya veya sanayiyi dış rekabetten korumaya dönük politikaların dondurulmasına neden olan Ticaret Sözleşmesi'nin imzalanması ülkeyi dar boğaza sokmuştur (Boratav, 2008, s. 43-46).

Dönemin önemli kilometre taşlarından biri olan İzmir İktisat Kongresi, kurulacak devletin izleyeceği iktisat politikalarına ve iktisadi sisteme ışık tutmak ana başlığıyla toplanmış ve kalkınmacı, yerli üretimi teşvik edici ve ekonomik kalkınmaya katkısı olmak koşuluyla yabancı sermayeyi özendirici, ekonomik hayatın denetiminin milli unsurlara geçmesini kolaylaştırıcı ve ılımlı bir korumacılığın benimsendiği bir yol haritası sunmuştur.

İzmir İktisat Kongresi kararları, 1923-1929 döneminde takip edilecek kalkınma politikasının temel ilkelerini belirlemiştir. Ülke kalkınmasının sanayileşmeden geçtiği kabul edilince, geriye sanayileşmenin nasıl ve kimin eliyle sağlanacağı konusu kalmış, kongre sonrası ülkedeki eğilim, özel girişimin desteklenmesi, kalkınmanın özel kesim eliyle sağlanması olmuştur. Devlet ilke olarak, özel girişim aracılığı ile serbest piyasa koşullarında sanayileşme politikası ve milli burjuvazinin ekonominin kontrolünü ele almasını sağlayacak ılımlı bir koruma politikası izlemiştir. Devletin özel girişimi desteklemesi ve özel girişimcinin gücünün yetmediği veya karlı bulmadığı alanlarda bu açığı kapatması düşünülmüş, böylece 1923'ten 1980'lere kadar kalkınma ve ekonomi politikalarında etkisinin sürdüren karma ekonomi politikası benimsenmiştir (Üzümcü, 2008, s. 71).

Sermaye birikiminin milli hasılaya oranının %9,1'de kalmasına, dış ticaret açığının toplam yatırımların %40'ından daha yüksek bir seviyeye ulaşmasına rağmen, kayda değer bir büyüme hızının (dönemin milli gelir büyüme hızı %8,6'dır) yakalanmasının ancak atıl kapasitelerin kullanılmasıyla izah edilebileceği açıktır. Yani, büyüme dinamik bir sanayileşme temposundan değil, bir yeniden inşa sürecinden kaynaklanmıştır (Boratav, 2008, s. 50-51).

İzmir İktisat Kongresi'nde yeni kurulan cumhuriyetin ekonomik kalkınmasını desteklemek amacıyla finansal sistemin ivedilikle kurulması ve geliştirilmesi yönünde de karar alınmıştır. Burada alınan kararlar doğrultusunda 1924 yılında Türkiye'nin ilk özel sermayeli mali kuruluşu sayılan Türkiye İş Bankası hükümetin de ortak olduğu özel kesim bankası olarak kurulmuş, görevi gayrimenkul alım-satımı yapmak, her türlü sınai, ticari işlerle uğraşmak ve bu alanda çalışan işletmelere kredi açmak olarak belirlenmiştir (TCMB, 2015, s. 21). Bu dönemde Sanayi ve Maadin Bankası ve Milli

Sigorta Şirketi gibi kurumlar özel teşebbüse destek vermek amacıyla kurulmuş diğer kurumlardır.

1923-1929 döneminde büyümenin sektörel gelişimine bakıldığında (TÜİK istatistik göstergeleri baz alınarak), tarım kesiminin ortalama %45'i aşan ve büyük dalgalanma gösteren pay ile ilk sırayı aldığı, tarıma oranla daha az dalgalanan hizmetler sektörünün ortalama %45'e yaklaşan payla ikinci olduğu, sanayinin payının ortalama %10 olduğu görülmektedir. Tarım sektörü, tarımsal hasılanın bu dönem boyunca ortalama %16'ya yaklaşan büyüme performansı sergilemesi ile, cumhuriyet tarihi boyunca rekor sayılabilecek gelişmeyi sürükleyen sektör olmuştur. Bu dönem tarımdaki yüksek performansa karşın, diğer iki sektörün ortalama %8 civarında büyüme gösterdiği, hizmetler üretiminin dönem boyunca arttığı, buna karşılık sınai hasılanın dönem içinde iki kez küçüldüğü (1924 ve 1928 yıllarında) bir dönem olmuştur. Sanayi üretiminde beklenen gelişmenin ortaya çıkmamasının nedenleri arasında alt yapı, fiziki sermaye, teknoloji, teknik eleman ve girişimci yetersizliği gibi faktörlerin yanında, sınai yatırım alanındaki risklere karşılık iç ve dış ticaretin karlı olması sayılabilir (Üzümcü, 2008, s. 73-74).

Türkiye'nin bu dönem dış ticaret politikası dünyada birçok ülkede görülmeyen biçimde liberaldi ve dünya sistemine eklemlenmiş, oldukça dışa açık ve bağımlı bir hammadde ekonomisi durumundaydı. İhtiyaç duyulan sınai malların ithalatı işlenmemiş tarım ürünleri ve madenlerin ihracatına bağlıydı. İhracat ve ithalatın bileşimine bakıldığında, ihracatta tarım ürünlerinin payı %86,3, sanayi ürünlerinin payı %8,6 civarındaydı. İthal edilen ürünler içinde %50'yi aşan payla tüketim malları ağırlık taşıyordu (Alkin, 1982, s. 5-6)

1923-1929 döneminde ihracatın ithalatı karşılama oranı, 1929 yılı dışında yükselmiş ve ortalama %73'e ulaşmıştır. Gümrük tarifelerinin 1929'dan sonra yükseleceğini bilen ithalatçılar stokçuluğa başvurunca 1929'da dış ticaret açığı yaklaşık iki katına çıkmıştır (Tokgöz, 1997, s. 50)

1930'lu yıllara gelindiğinde, dünya ekonomisi büyük buhran içindeyken, Türkiye ekonomisinin dışa kapanarak, devlet eliyle bir milli sanayileşme içine girdiği görülmektedir. Bir önceki dönemde, özel sektörü destekleyen politikaların yetersiz kalması ve devletin ekonomik faaliyetlere katılımının sınırlı olması nedeniyle sanayileşmeden beklenen performans sağlanamamıştır. Bu durum hem 1929 Büyük Buhranının olumsuz etkilerinin Türkiye ekonomisine yansıması ile dışsal faktörler üzerinden, hem de ülkedeki fiziki-beşeri sermaye yetersizliği ve milli burjuvazinin

oluşmaması ile içsel faktörler üzerinden neden-sonuç ilişkisine bağlanmıştır. Tüm bu gelişmeler, ekonomide devlet müdahaleciliğinin gerekliliği konusunda birçok ülkeyle birlikte Türkiye'yi etkisi altına almış ve liberal politikaların yerini devletçi sanayileşme hareketi almıştır.

Türkiye'nin 1930'lu yıllarda dünya ekonomisindeki yeri, hammadde ihracatçısı ve sınai ürün ithalatçısı bir ülke olarak gerçekleşmiştir. Türkiye 1930'lu yılları 1929 buhranıyla hızla artan ve acilen çözüm üretilmesi gereken bir dış açık sorunuyla karşılamıştır. Bu doğrultuda belirlenen esas strateji, temel ihtiyaç maddelerinin ülkede üretimine öncelik veren ithal ikameci sanayileşmedir. Böylece döviz tasarrufu sağlanarak dış açığın azaltılması hedeflenmiştir.

Bu dönemde amaçlanan dış ticaret fazlası, ithalatta yaşanan göreli büyük daralma yoluyla gerçekleşebilmiştir. 1930-1938 döneminde ihracatın ortalama olarak bir önceki dönem ortalamasının gerisinde kaldığı (ortalama 82 milyon dolardan 78 milyon dolara gerilemiş) , ancak ithalattaki daralmanın çok daha fazla olduğu (ortalama 112 milyon dolardan 71 milyon dolara gerilemiş) ve böylece yılda ortalama 7 milyon dolarlık dış ticaret fazlasının oluştuğu görülmektedir. İthalattaki hızlı gerilemede, ithalata getirilen sıkı kontroller ve miktar kısıtlamaları, içerde üretilen malların ithal ikamesin sağlamak için bu malların ithalatının engellenmesi ve devletin ihracat geliri kadar ithalata izin vermesi etkili olmuştur (Üzümcü, 2008, s. 86-87).

Ayrıca, büyük buhranın hammadde fiyatlarını sınai fiyatlardan çok daha fazla düşürmesi nedeniyle, ihracatın reel alım gücündeki düşmeye paralel olarak ithalat kapasitesinde önemli daralmalar yaşanmıştır. İhraç gelirlerindeki daralmadan kaynaklanan gerilemeyi önlemenin tek yolu dış ticaret açıklarının kapitalist merkezlerden kaynaklanan sermaye ihracıyla kapatılması olmuştur. Ancak büyük buhran sermaye hareketlerini de geniş çapta daralttığı için, bu yöntem de sorunu çözmekte yetersiz kalmıştır. 1929 buhranı, sistemin bağımlı ve az gelişmiş çevresini oluşturan ülkelerde ilk kez kendi öz dinamikleriyle ulusal bir sanayileşmeye yönelme fırsatı yaratmıştır. 1930-1939 yılları Türkiye'nin sanayileşme doğrultusunda ilk ciddi adımlarını attığı yıllar olarak nitelendirilebilir (Boratav, 2008, s. 63- 65).

Milli gelirin bu dönemdeki büyüme hızı ortalaması %5,9'dur. Tarım sektörü bu dönemde büyük dalgalanmalara rağmen ortalama %6,3 ve hizmetler sektörü %5,6 oranında büyümüştür. GSMH içindeki payı %90'a ulaşan paya sahip iki sektörden tarım sektörünün bir önceki döneme göre büyüme performansının azaldığı ve hizmetler sektörü büyüme oranının GSMH artışının gerisinde kaldığı dikkate alındığında, bu

dönem GSMH artış oranını sanayi sektörünün sürüklediği rahatlıkla söylenebilir (Üzümcü, 2008, s. 84).

Bütün dünya ekonomilerinin büyük buhran içinde bulunduğu, reel gelirlerde çok önemli düşmelerin yaşandığı bir dönemde ortalama %6'ya yaklaşan bir büyüme temposu yakalanması ve büyümenin itici gücünün sanayi sektörü olması çok önemli bir başarı olarak değerlendirilebilir.

Büyük buhran sonrasında ekonomik kalkınmaya devletin öncülük etmesi görüşünün benimsenmesiyle, genç cumhuriyette özel sektör sermaye birikiminin henüz yeterli olmaması nedeniyle bu tarihten itibaren bankacılık sektöründe kamu ağırlığının arttığı görülmektedir. Dolayısıyla, bankacılık sektörü, sermaye birikiminin kamu bankaları aracılığıyla sağlandığı ve biriken sermayenin kamunun belirlediği sektörlere yönlendirildiği bir yapıya bürünmüştür. Bu dönemde finansal sistemin kurulması adına bankacılık alanında atılan en önemli adım, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanun'unun kabul edilmesidir. Ülkenin ekonomik kalkınmasının desteklenmesi temel amacıyla banka, temel politika aracı olan reeskont oranlarını belirlemeye, para piyasasını ve para dolaşımını düzenlemeye, hazine işlemlerini yerine getirmeye ve Türk parasının istikrarına yönelik önlemleri almaya yetkili kılınmıştır. Bu dönemde uygulanan sabit döviz kuru rejimi altında döviz kurlarını belirleme yetkisi hükümete ait olmuştur (TCMB, 2015, s. 21).

İkinci Dünya savaşı yılları savaşa fiilen katılmamış olmasına rağmen Türkiye için yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. Türkiye savaş yıllarında tarafsızlık politikası izlemiş olmasın rağmen, savaşın yıkıcı etkilerinden korunmak için izlediği savunma politikası ve savaş ekonomisi koşulları savunma harcamalarını artırmıştır. Kamu harcamalarının %60'ına ulaşan savunma harcamaları nedeniyle kamu harcamaları içinde yatırım harcamaları azaltılmak zorunda kalınmıştır. Çalışma çağındaki önemli bir nüfusun üretimden çekildiği bu ortamda, tarımsal üretim ve gıda malları arzı azalırken, tüketim malları talebi hızla artmıştır (Tokgöz, 1997, s. 68).

Savaş koşulları nedeniyle dış ticaret de büyük ölçüde aksamış, bu aksamalar ihtiyaç duyulan hammadde, ara malı ve yatırım malları ithalinde daralmaya yol açınca sınai üretim olumsuz etkilenmiş, tüm üretken sektörlerde sermaye birikiminde gerileme ve milli gelirde daralma yaşanmıştır.

Dönem boyunca yaşanan küçülme nedeniyle, dönem başındaki GSMH'nın dönem sonunda sadece %65'i üretilebilir hale gelmiştir. Bu dönemde sektörlerin GSMH payları ortalama olarak tarımda %43,5, sanayide %15,5 ve hizmetler sektöründe %41,4

olmuştur. Ancak dönem sonları itibariyle bakıldığında, sektörlerin payı sırasıyla %39, %15,6 ve %45,4 olmuştur. Bu durum tarım sektörünün bu dönemde daha fazla dalgalanma ve diğer sektörlere göre daha fazla gerileme gösterdiği anlamına gelmektedir. Türkiye bu dönemde ihracatını artırmak istemiş ancak bu isteğini yeterince gerçekleştirememiştir. Yılda ortalama 36 milyon dolarlık dış ticaret fazlası verilmiş ancak, bu fazlanın verilmesi ihracat artışından değil, ithalatın savaş koşullarının da kolaylaştırması ile baskı altında tutulmasından kaynaklanmıştır. Yaşanan dış ticaret fazlasına rağmen, dış ticaretin GSMH'ya oranı 1923-1945 dönemi baz alındığında, sürekli bir düşüş yaşamış ve 1943 yılında en düşük değerini (%5) görmüştür (Üzümcü, 2008, s. 93-95).

Türkiye savaş yıllarında önceki dönemlere göre dış kaynak kullanımını artırmıştır. Tarafsızlık politikası sayesinde savaşan her iki taraftan da borçlanabilen Türkiye, bu bağlamda 1938-1945 döneminde 127 milyon doları iktisadi, 187 milyon doları askeri kredi ve hibe olmak üzere toplam 314 milyon doları bulan dış kredi kullanmıştır (Karluk, 2005, s. 163).

Savaş sonrası yıllar, gerek ülkenin iç dinamikleri, gerekse uluslararası konjonktür nedeniyle Türkiye'nin hem politik hem de ekonomi politik anlamda bir dönüm noktasına geldiği yılları temsil eder. Bu dönemde, tek parti rejiminden çok partili parlamenter rejime geçiş söz konusudur. Bu dönem, 1930'lardan bu yana uygulanan kapalı, korumacı, içe dönük iktisat politikalarının yavaş yavaş tasfiye edilmeye başlandığı bir dönemdir. Türkiye, savaş sonrasında kapitalist dünyanın hegamonik gücü olan ABD'nin etkisi altında kalmış ve yeni doktrinin savaş sonrası kurulan üst organlarına (IMF, Dünya Bankası, Avrupa İktisadi İşbirliği Örgütü, NATO) üye olmuştur. Dünya ekonomisinde serbest ticaret politikaları yeniden etkinleşmiş, sermaye hareketleri üzerine konan engeller hafifletilmiş ve dış yatırımlar, dış yardım ve krediler bu genişleme sürecinin önemli enstrümanları olmuştur.

İkinci dünya Savaşı'nın sona erdiği 1945 yılından itibaren, ticari etkinliklerin önemli ölçüde genişlemesi ve sermaye hareketleri önüne konan engellerin hafiflemesi özel bankaların kurulması ve gelişmesi için uygun bir ortam yaratmış ve banka sayısında hızlı bir artış olmuştur.

Bu dönemde askeri yardım alma baskısıyla şekillenen Truman Doktrini (1947), beraberinde ekonomik yardım baskısını da gündeme getirerek bir yıl sonra v Marshall Yardımı adı altında dışa açık büyüme denemesi olarak nitelendirilebilecek bir süreci başlatmıştır (Kazgan, 1988, s. 261).

1930'dan beri dış ticaret açığı vermeden ayakta durabilmiş bir ekonominin birdenbire dış ticaretteki liberalizasyona paralel olarak dış açık vermeden yaşayamaz hale gelmesi kapitalist dünya ekonomisinin savaş sonrası konjonktürü tarafından belirlenen bir dönüşüm olarak görülmelidir (Boratav, 2008, s. 96-97).

Uzun yıllar kesintisiz bir şekilde sürdürülen dışa kapalı, korumacı, iç pazara yönelik sanayileşme ve dış dengeye önem veren bir iktisadi model savaş sonrası yıllarda terkedilmiştir. Uygulamaya konulan yeni model, ithalatın serbestleştirilerek hızla artırıldığı ve dış açıkların kronikleşmeye başladığı, dış yardım, dış kredi ve yabancı sermaye bağımlılığının ortaya çıktığı, dış pazara dönük, sanayiden çok tarım, madencilik, inşaat ve altyapıya öncelik veren bir iktisadi modeldir (Taş, 1995, s. 367).

1945-1950 yılları arasında GSMH (1968 fiyatlarıyla) 23,2 milyar TL'den 38,6 milyar TL'ye yükselmiştir. Sektörler itibariyle baktığımızda, tarım kesiminde elde edilen gelir artışının GSMH içindeki payı %41'e yükselirken, sanayinin payı %13,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu artışların kaynağı tarımda makineleşme sürecine girilmesiyle birlikte verimliliğin artması ve tarımsal ihracatta artış yaşanmasıdır. Dönemin dış ticaret gelişmelerine bakacak olursak, 1946'daki devalüasyonun etkisiyle birlikte ithalatta gözle görülür bir artış meydana gelirken, dış ticaret dengesinde özellikle 1947'den 1948'e geçerken önemli ölçüde açık meydana gelmiştir (Dikkaya ve Özyakışır, 2008, s. 109-110).

1950-1960 döneminde Türkiye'deki ekonomik sistem, özel girişimler ve yabancı yatırımlara dayalı bir şekilde modellenmiştir. Söz konusu dönem, dışa açıklığın ön plana çıktığı, tarımsal üretim genişlemesi ve ihracı yoluyla sanayileşmenin sağlanmaya çalışıldığı ve Batı merkezli küresel ekonomik bütünleşme çabalarının yoğunluk kazandığı bir dönemdir.

1950-1960 yılları dış ticaret açığının başladığı ve boyutlarının giderek artarak ekonominin geleneksel sorunu haline geldiği bir dönemi temsil etmektedir. 1950-1952 döneminde ithalat %100'lük bir artış kaydederken, ihracat %37 oranında artabilmiştir. Dolayısıyla dış ticaret açığı aynı yılın ihracat gelirlerinin %50'sini aşmış ve sonuçta yoğun bir ödemeler dengesi bunalımına girilmiştir. Bütün bu gelişmeler 1947'den beri uygulanan liberal dış ticaret politikasının terk edilerek korumacı nitelikteki politikaların benimsenmesini zorunlu kılmıştır (Sönmez, 2004, s. 82-83).

1950-1960 dönemi boyunca ihracat rakamları 300 milyon dolar civarında seyrederken, ithalat 500 milyon doları geçmiştir. Buna bağlı olarak da dış ticaret

dengesi sürekli açık vermiştir. Bu dönemde ekonomik büyüme yıllık ortalama %6,3 olarak gerçekleşmiştir (Dikkaya ve Özyakışır, 2008, s. 119).

1950 sonrası sanayi üretimi, tarımsal üretime göre daha hızlı artmıştır. 1950'de sanayinin GSMH içindeki payı %12 iken, 1960'ta %14,3'e yükselmiştir. Fakat mevcut dönemde imalat sanayinin toplam içindeki payı sabit kalmıştır (Sönmez, 2004, s. 85).

1954-1961 yılları savaş sonunun genişleme konjonktürünün ve liberal dış ticaret politikalarının son bulduğu, ekonominin göreli bir durgunluk içinde dalgalanmalara tabi olduğu, ihraç mallarına yönelik talepteki düşme ve dış kaynakların belli bir düzeyi aşması yüzünden doğan dış tıkanmaya tepki olarak, ithalat sınırlamalarına gidildiği bir dönem olarak nitelendirilebilir. Bu dönem milli gelir büyüme hızının belirgin bir biçimde düşük olduğu bir dönemdir. Milli hasılanın ortalama yıllık büyüme oranı bu dönem için %4,4'tür. Ekonominin artık tabi olduğu birikim biçiminin ve büyüme hızının temel belirleyicisi dış kaynaklardır. 1954 yılında başlayan dış tıkanma ve göreli durgunluk konjonktürüne karşı uygulanan istikrar ve uyum politikaları 1961 yılıyla son bulmuş ve ekonomi yeni bir genişleme sürecine hazır bir duruma getirilmiştir (Boratav, 2008, s. 107-111).

1950'lerin sonunda yaşanan mali ve dış ödemeler dengesizlikleri kaynaklı piyasa olumsuzlukları iktisadi plan konusunu gündeme getirmiştir. ABD ve dış yardım kuruluşlarının çevre ülkelerin içe dönük sanayileşme modelinin işleyebilmesi için planlamanın gerekli olduğu yönündeki telkinleri, dış yardımların tehlikeye düşme ihtimali karşısında Türkiye'yi planlı ekonomik model uygulamak konusunda alternatifsiz bırakmıştır. Verilen borçların geri alınması açısından dış borçlanma ve yabancı sermaye girişi ekonominin belli programlara göre düzenlendiği, güvenilir ve açık bir ortamı gerektirmektedir (Erdal ve Dilek, 2008, s. 125).

Bu dönem 1945-1960 yılları arasında uygulanan ve göreli olarak serbest piyasa olarak adlandırılabilecek politikaların terk edildiği ve ekonomiye kalkınma planları ile yön verildiği bir dönem olmuştur. Bankacılık sektörü önemli ölçüde devlet kontrolü altında kalırken mevduat ve banka kredilerine uygulanacak faiz oranları, banka komisyon oranları ve kredi limitleri izlenen politikalar doğrultusunda belirlenmiştir. Bu çerçevede bankaların temel işlevi kalkınma planlarında yer alan yatırımların finansmanlarının sağlanması olarak tanımlanmıştır (TCMB, 2015, s. 22).

1950-1960 döneminde ödemeler dengesi bunalımı nedeniyle izlenen korumacı dış ticaret politikası sonucu oluşan ithal ikameci sanayileşme, planlı döneme geçişle birlikte büyümeyi hızlandırmak amacıyla sistemli biçimde uygulanan bir politika olarak

ele alınmış, dış ticaret politikası da bu amaca bağlı olarak biçimlenmiştir (Sönmez, 2004, s. 106).

1960'lar planlama çerçevesinde ithal ikameci sanayileşme stratejisinin temel hedefleri doğrultusunda kısmen başarılı sayılabilecek uygulamaların yaşandığı yıllar olmuştur. Birinci beş yıllık kalkınma planının devreye konulmasıyla, ithal ikameci sanayileşmede yeni bir evreye girilmiştir. Sıkı maliye ve para politikaları, kaynakların tam olarak kullanımına ve en iyi biçimde tahsisine engel olan enflasyonist ve deflasyonist eğilimlerin gelişmesini önleyecek biçimde tespit edilmiştir. Kamu yatırımlarının vergiler, kamu teşebbüslerinin yaratacağı fonlar ve dış alemden sağlanacak kaynaklar gibi gerçek tasarruflarla finanse edilmesi öngörülmüştür. Ayrıca para ve kredi politikaları özel sektör yatırımlarının gerçek kişi ve kurum tasarrufları ile finansmanını mümkün kılacak biçimde tespit edilmiştir (Erdal ve Dilek, 2008, s. 126-127).

Aşırı ithal bağımlılığı ve ihracattaki göreli durgunluğa rağmen 1962-1976 arasında düzgün ve yüksek bir büyüme performansı yakalanmıştır. Bunun temel nedeni, ekonomiye önemli boyutlarda dış kaynak transfer edilmesidir. Cari işlem dengesini destekleyen bir diğer dış kaynak ise, Avrupa'daki Türk işçilerin gönderdiği dövizlerdir. Kronik dış açıklara dayanan gelişme süreci, 1961 yılında OECD bünyesinde kurulan Türkiye'ye yardım konsorsiyumuyla dış denetim altında tutulmuştur. 1968'den itibaren dış çevrelerin IMF aracılığıyla dayattıkları devalüasyon yapılması ve dış ticaret rejiminin liberalleşmesi yönündeki telkinleri ertelenerek, 1971 sonrasında zorunlu olarak gerçekleştirilmiştir (Boratav, 2008, s. 119-128).

Devalüasyondan sonra hızlanan ihracat ve işçi dövizi girişi nedeniyle döviz rezervleri artmış, fakat daha sonraki yıllarda özellikle petrol fiyatlarındaki yükselme sonucu artan döviz gereksinimleri ve ihracatın gerilemesi nedeniyle rezervler kısa sürede erimiş ve ithalatı karşılamak için aşırı bir şekilde borçlanmaya gidilmiştir. Türkiye ekonomisi 1970'li yıllarda da ithal ikameci politikalar uygulamaya devam etmiştir (Erdal ve Dilek, 2008, s. 130). İthal ikamesi kapsamında yürütülen korumacı ve popülist politikalar, ülkeyi üretmeden tüketir hale getirmiştir. Özel kesim daha karlı bulduğu iç pazara yönelmiş, ithalata bağımlılık giderek artmış ve ithal ikamesinden beklenen dışarıyla rekabet edebilecek ve ihracata yönelebilecek bir sanayi yapısı kurulamamıştır. 1977 yılında dış ticaret göstergeleri şiddetle bozulmuş, ihracatın ithalatı karşılama oranı %30'a düşerken dış ticaret açığı 4 milyar doları aşmıştır. Dönem içinde işçi dövizleri, dövize çevrilebilir mevduat ve kolay bulunabilen kısa vadeli dış borçlar

söz konusu yapıyı 1979'a kadar taşımıştır. Dönem sonunda krizin kapıyı çalmasının nedeni de ithal ikameci yapının işçi dövizleri ve dövize çevrilebilir mevduat gibi dış kaynaklar bulunduğu sürece sürdürülmesi, üretken alanlara yönelinmemesi ve aslında çok daha önce kapıyı çalmış olan krizin bu şekilde geçiştirilmesidir (Pamuk, 1987, s. 37-69). Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 kararlarıyla başlayan yeni iktisadi düzene bu şartlar altında girmiştir.

1980 öncesi dönemde Türkiye ekonomisi finansallaşma olgusu üzerinden değerlendirilecek olursa, bu dönem Türkiye'si için bugünkü anlamıyla bir finansal yapıdan söz etmenin mümkün olmadığı görülür. Bu dönem, finansal kurum olarak sadece bankaların var olduğu ve banka mevduatları dışında da herhangi bir finansal araçtan söz etmenin imkânsız olduğu bir dönemdir. Bu itibarla finans sistemimizin gelişmiş en önemli kurumları olan bankalar, yıllardır reel kesime kaynak yaratmada, mevcut yatırımların finansmanında ve yeni üretim kapasitelerinin yaratılmasında etkin roller üstlenmişlerdir. Türkiye finans sisteminde, tasarrufları bankacılık sistemine çekmede en önemli finansal araç mevduat olmuş, yüksek enflasyon ve kamunun borçlanma gereği nedeni ile ulaşılabilen yüksek maliyetli fonlar, yüksek aktarma maliyeti ile reel kesime aktarılmaya çalışılmıştır (Öztürk ve Özyakışır, 2008, s. 315-316).

1980 öncesi Türkiye'nin finansal yapısında denetleme mekanizması etkin rol üstlenmiştir. Bu dönemde faiz oranları ve kredi miktarları kamu denetimine verilmiş, finansal işlemlerden elde edilen gelirler vergiye tabi tutulmuş, aracılık maliyetleri ile rezerv ve likidite oranları oldukça yüksek düzeylerde gerçekleşmiştir. 1980 öncesi dönemde firmalar ihtiyaç duydukları finansmanı menkul kıymet piyasasının yokluğundan ötürü, hisse senedi veya borç senedi gibi finansal araçlar yerine, doğrudan banka kredileri ile karşılamışlardır. Yabancı finansal kurumların yurt içi piyasalara girişlerine engeller konulmuş, böylece dış finansal işlemlere ve yabancı aktif tutmaya çeşitli sınırlamalar getirilmiştir. Bu gelişmeler nedeniyle sermaye piyasaları gelişememiştir. Ayrıca, dış ticaret ve döviz giriş-çıkışları kontrol altına alınmış ve para-kredi sistemleri baskı altında tutulmuştur (Oksay, 2000, s. 3)

Tüm bu gelişmeler, Türkiye'de gerçek anlamda finansallaşma olgusundan söz edilebilmesi için 24 Ocak 1980 kararları ile karakterize edilen yeni bir ekonomik düzene geçiş döneminin beklenmesini zorunlu kılmaktadır.

5.3.2. 1980 Sonrasında Türkiye Ekonomisinin Finansallaşma Süreci, Finansal Yapısının Genel Özellikleri ve Ekonomi Politik Değişimler

1980 sonrası Türkiye'deki finansallaşma süreci üç alt döneme ayrılarak ele alınmıştır (Koç, 2015, s. 124): birinci alt dönem, finansallaşmanın alt yapısının oluşturulduğu 1980-1988 yıllarını kapsamaktadır. İkinci alt dönem, uluslararası finans piyasalarına eklemlenme, finansal olmayan firmaların finansallaşma sürecine katılımı ve bulaşıcı etkisi olan finansal krizlerin yaşandığı 1989-2001 yıllarıdır. Üçüncü alt dönem ise yeniden yapılanma dönemi olarak da adlandırılabilecek, 2002'den başlayıp küresel likiditenin nispeten bollaştığı, dolayısıyla küresel konjonktürün avantajlarından yararlanılan 2013'e kadar geçen süreci ve sonrasını kapsamaktadır. 2012 yılında büyümede yaşanan sert düşüş devam eden yılları da kapsamış, o güne kadar sürdürülen politikaların faturası ve reçeteleriyle meşgul olunan bir konjonktüre geçilmiştir.

1980-1988 Dönemi: 24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe konan ve sonraki yıllara damgasını vuracak olan neo-liberal "istikrar kararları" Türkiye ekonomisinin kapitalistleşme ve liberal ekonomiye geçiş sürecinde bir kırılma noktasına işaret etmektedir. 24 Ocak kararlarıyla Türkiye ekonomisinin temel paradigması değişmiştir. 24 Ocak istikrar programı aslında, ana paradigması IMF ve Dünya Bankası güdümlü olan, ortodoks bir programdır.

24 Ocak 1980 kararları, neo-liberal politikaların ekonominin merkezine oturtulması kararıdır. Bu kararlar doğrultusunda serbestleşme ve dışarıdan dayatmalı yapısal dönüşümler uygulanmaktadır. Dolayısıyla, serbest piyasa ekonomisiyle birlikte dışa açılma yönündeki ekonomi politikaları, IMF ve Dünya Bankasının gelişmekte olan ülkeler için zorunlu kıldığı politikaların dayatması olarak devreye girmiştir. 24 Ocak 1980 kararları reel devalüasyonların yaşandığı, liberasyona doğru giden ithalat rejimi uygulamalarının devreye sokulduğu, emek gücünün gelirinin baskılandığı bir dizi liberalleşme dönemini vurgulamaktadır (Kazgan, 2008, s. 195-196).

24 Ocak 1980 Kararları'nın en önemli özelliği; sadece Türkiye'nin 1980 öncesi içine düşmüş bulunduğu ekonomik istikrarsızlığı gidermeyi amaçlıyor olması değil, bunun yanında yıllardan beri izlenmekte olan kalkınma stratejisini değiştirerek, ekonomik dengelerin oluşumunda piyasa mekanizmasının rolünü arttırmayı hedefliyor olmasıdır. Ekonominin dış rekabete açılması, kamu kaynaklarının alt yapı yatırımlarına yönelmesi ve mali piyasaların serbestleştirilmesi piyasa ekonomisi adına atılan adımların başında gelmektedir (Bayramoğlu ve Tüleykan, 2016, s. 410). Program ilke

olarak faizlerin yükseltilmesi, sıkı para ve maliye politikaları, emek ücretlerinin baskı altında tutulması, kamunun piyasadan çekilerek özel sektörün önünün açılması gibi ekonomi politik uygulamaları savunur.

Ekonomi politikalarında dışa açılma ve piyasa ekonomisine geçiş sürecinden en çok etkilenen sektörlerden biri bankacılık sektörüdür. Bankacılık sektörüne ilişkin düzenlemelerin amacı, finansal serbestleşmeyi sağlamaktır. Piyasa mekanizması güçlendirilmeye ve bankacılık kesiminde rekabeti sınırlayan koşullar azaltılmaya çalışılmıştır.

Bu süreçte bankacılık sektöründe izlenecek yeni yol haritası şöyle sıralanabilir: Seçici kredi politikalarının kaldırılması, vadeli mevduata ve kredilere uygulanan faiz oranlarının serbest bırakılması ve reel olarak pozitif düzeye erişmesinin yolunun açılması, sektöre yeni banka girişlerinin kolaylaştırılması, yabancı bankaların Türkiye'de faaliyet göstermeleri için uygun bir ortamın hazırlanması, bankacılık sektörünün uluslararası piyasalardan fon tedarik etmesinin serbest bırakılması, sektörde yer alan bankaların yabancı para cinsinden işlem yapmalarına izin verilmesi, bankaların uluslararası kriterlere uygun yapılanma içerisine girmesine yönelik yasal düzenlemeler yapılması (Boyacıoğlu, 2011, s. 524).

1983 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) faaliyete başlaması ile, çeşitli finansal araçlar hızlı bir şekilde gelişmeye başlamış ve tasarruf sahiplerinin tasarruflarını değerlendirebileceği seçenekler artmıştır. 1986 yılında TCMB bünyesinde, atıl tasarrufların mali sisteme girişini hızlandırmak, farklı yatırım olanakları sunmak, finansal piyasalarda fiyatların serbestçe oluşumunu ve bankaların fon yönetimini kurmalarını sağlayabilmek amacıyla para piyasasının çeşitli alt piyasaları [bankalararası para piyasası (1986), açık piyasa işlemleri (1987), döviz piyasası (1988) ve altın piyasası (1989)] faaliyete geçirilmiştir (TCMB, 2015, s. 23). 1985'te Merkez Bankası kamu kağıtları ihalelerine başlamış ve 1986'da Merkez Bankası İnterbank para piyasasını açmıştır. Buradan hedeflenen amaç, bankacılık sisteminin kısa vadeli likidite gereksinimini karşılamak ve böylece Merkez Bankası kaynaklarına olan talebi azaltmaktır (Öztürk ve Özyakışır, 2008, s. 335).

Finansal liberalizasyon politikalarının hız kazandığı 1980'li yılların başlarında, hâlihazırda zayıf bir gelişme kaydeden ve bu yüzden kırılgan bir yapı sergileyen finans sisteminin krize doğru evrildiğinin işaretleri de yavaş yavaş ortaya çıkmıştır. Zira Türkiye bu süreçte, istikrar ve finansal liberalizasyon politikalarını eş zamanlı uygulamıştır. Bu kapsamda mevduat ve kredi faizleri serbest bırakılırken, bu faizleri

belirleme gücü birkaç bankanın eline geçmiştir. Ayrıca sıkı para politikaları ve bankerlerden gelen rekabet, küçük bankaların faiz yarışına girmelerine neden olmuştur (Öztürk ve Özyakışır, 2008, s. 336). Mevduat sertifikalarını ve (anapara ve faiz kuponları ayrı ayrı sunulan) holding tahvillerini kendi borç senetleriyle birlikte pazarlayan ve sonunda sadece kasaya giren yeni parayla eski taahhütlerini karşılamak zorunda kalan yani "Ponzi finansman" yöntemini kullanan bu küçük grup, büyük bankaların baskısına uğramış ve nihayet 1982'de Türkiye liberalizasyon sonrası ilk finansal krizini yaşamıştır (Boratav, 2008, s. 151).

Dış ticaret politikasında ana yöneliş, dışa açılma doğrultusundadır. İhracata yönelik sanayileşme modeli çerçevesinde, 1983'te %62 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 1988'e kadar sürekli büyüyerek %81,4'e ulaşmıştır. Tarımsal üretimin yerini sanayi ve hizmetler sektöründeki genişleme almaya başlamış, sanayi ürünlerinin toplam ihracat içindeki payı, 1987'de %79'a ulaşmıştır. Bu büyümeye ülkeye fiili olarak gelen doğrudan yabancı yatırımlar da eşlik etmiş ve 1989'da 663 milyon dolara ulaşmıştır (Dikkaya ve Özyakışır, 2008, s. 144).

Gelişmiş ekonomilerde gözlemlenen kamu harcamalarının milli hâsıla içindeki paylarındaki artış trendi, Türkiye ekonomisi için söz konusu değildir. Türkiye ekonomisinde, aşağıdaki tablodan da izlenebileceği üzere, ekonominin kendi iç dinamikleri, politik süreçler ve istikrar politikalarına uyum konusunda yaşanan koordinasyonsuzluk nedeniyle, kamu harcamalarının milli hâsıla içindeki payı dramatik olmayan iniş-çıkışlar yaşamıştır. 1980'den sonra istikrar politikalarına bağlı kalma mücadelesi içinde, düşme eğilimi içine girdiği söylenebilir.

Tablo 1

Gelişmiş Ülkelerde GSMH'nin Yüzdesi Olarak Kamu Harcamaları (%)

	1870	1913	1920	1937	1960	1980	1996
ABD	3,9	1,8	7	8,6	27	31,8	33,3
Japonya	8,8	8,3	14,8	25,4	17,5	32	36,2
Almanya	10	14,8	25	42,4	32,4	47,9	49
İngiltere	9,4	12,7	26,2	30	32,2	43	41,9
İtalya	11,9	11,1	22,5	24,5	30,1	41,9	52,9
Fransa	12,6	17	27,6	29	34,6	46,1	54,5
İsveç	5,7	6,3	8,1	10,4	31	60,1	64,7

Kaynak: Jessua, C., Kapitalizm, Çev: Işık Ergüden, Dost Yayınları, 80-81,Ankara, 2005.

Tablo 2

Türkiye'de Kamu Harcamalarının GSMH İçindeki Payı (1924-2002)

Yıllar	Kamu Harcamalarının GSMH İçindeki Payı (%)	Yıllar	Kamu Harcamalarının GSMH İçindeki Payı (%)
		1965	20,1
1924*	11,7	1970	16,7
1930*	15,7	1975	16,3
1935*	23,1	1980	20,3
1937*	20,1	1985	15,3
1940*	26,5	1990	16,9
1945*	13,5	1995	21,7
1950	20,1	1996	26,3
1955	18,6	2000	37,4
1960	16,6	2002	42,6

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2006), Kamu Finansmanı
* değerleri için Öner, E., Türkiye'de Bütçe Harcamalarının Genel Bir Değerlendirmesi (1924-1993), 30, Ankara, 1993

Kamu harcamaları, 1985-1986 yıllarında artış kaydetmiş, 1987'ye kadar süren bir genişleme konjonktürünün de başlamasına katkı yapmıştır. Ancak 1988 yılında gerçekleştirilen ilk ve son ciddi istikrar politikası denemesiyle, kamu açıklarında gerçekleştirilen daralmaya rağmen enflasyon hızının yükselmesi bu girişimin başarısızlıkla sonuçlanması anlamına gelmiştir.

1980'li yılların liberal havası içinde devlet, sanayileşmede ve ekonomik büyümede üstlendiği lokomotif olma rolünü özel sektöre devretmiştir. Hükümet artan borçları finanse edebilmek için yoğun şekilde borçlanmaya başvurmuştur İç borçlanma 1985'ten itibaren ivme kazanmıştır. Türkiye ekonomisinde finansallaşma serüveninin başlangıcı devlet iç borçlanma senetleri yoluyla gerçekleşmiştir.

Türkiye'de uygulanan istikrar programının, benzeri paketleri kabul eden pek çok ülkenin aksine, ekonomide daralmaya yol açmadan yürütüldüğü söylenebilir. 1980-1988 yılları arasında milli gelirde yıllık %4,9'luk bir büyüme hızı elde edilmiştir. 1980 yılında ithalatın bir önceki yıla göre % 56 oranında arttığı (dünyanın her yerinde istikrar programları ithalat hacmi frenlenerek başlatıldığı halde), cari işlemler açığının 2.8 misli yükseldiği, dış borç toplamının Türkiye'nin bir borç krizi yaşadığı önceki yıllara göre

%200 oranında arttığı, dış borç yükünün ise, %37'ye ulaştığı gözlemlenmiştir. Hızlı ihracat artışlarına rağmen ithal bağımlılığı azaltılamamış, dış açıklar daraltılamamıştır. Bu yapıdaki bir ekonominin gelişimi, ancak kesintisiz ve yüksek düzeyli bir dış kaynak akımına bağlıdır. Türkiye ekonomisi bu yıllarda bol miktarda dış kaynak sağlayarak, yani dış borçlarını artırarak büyüyebilmiştir. Ancak buradaki başarı, uygun ve doğru politikaların uygulanması değil, dış açıkların kapatılmasında uluslararası finans çevrelerinin olağanüstü desteğini kazanmaktadır. Bu dönemde dış borç stokunun artmasına yol açan temel etken, hala cari işlem açıklarının finansmanıdır (Boratav, 2008, s. 159-161).

1989-2001 Dönemi: 1980'lerde başlayan neo-liberal istikrar politikaları beklentiyi tam olarak karşılamayınca, yapısal uyum politikalarında bir adım daha ileri gidilerek, 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlar kaldırılmıştır. Türkiye ekonomisi giderek artan boyutlarda sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların etkisi altına girmiş, sık sık tekrarlanan finansal istikrarsızlık ve krizlerin yaşandığı bir dönemece girilmiştir.

1990'da %9,4 ile son drece büyük bir büyüme hızına erişen Türkiye ekonomisi, körfez savaşının da etkisiyle 1991 yılında neredeyse hiç büyümemiştir. 1993 yılında yine yüksek bir büyüme hızına ulaşan ekonomi 5 Nisan kararlarının alındığı 1994 yılında büyük bir çöküşe geçmiş ve büyüme hızı %-6,1 olarak gerçekleşmiştir (Işık vd., 2006, s. 244).

1990'larda giderek artan kamu açıklarının finansmanı, ağırlıklı olarak yurtiçi mali piyasalara borçlanma yoluyla gerçekleşmiştir. Artan iç borçlanma gereksinimi nedeniyle faiz oranları yükselmiş ve bu da faiz ödemelerinin ve kamu sektörü açıklarının artmasına neden olmuştur. İç borç faiz ödemelerinin GSMH'ya oranı 1980'lerde %1,1 iken, bu oran 1990'larda ciddi şekilde artarak %6,3'e ulaşmıştır. Ayrıca iç borçlar çoğunlukla kısa vadeli olmuştur (TCMB, 2002, s. 31-32)

1989'u izleyen yıllarda yüksek faizli iç borçlanma, sonunda faiz yükümlülüklerinin de giderek ek borçlanma ile karşılanmasına ve "Ponzi finansman" olarak adlandırılan borç tuzağının ağırlaşmasına yol açtı. "İç borçların döndürülmesi", bir noktadan sonra maliye politikasının tek hedefi haline gelmiş ve özellikle 1999 sonrasında IMF programlarının "faiz dışı bütçe fazlası" hedefleri ile hayata geçirilmiştir (Boratav, 2008, s. 180).

1990 sonrası dönem, bankaların açık pozisyonlarını artırarak, risksiz yüksek faiz geliri sağlayan kamu kağıtlarına yatırım yaptığı ve gerçek bankacılık faaliyetlerinden

uzaklaştığı bir dönem olmuştur. 1994 krizi ve daha sonraki yıllarda bankalar devamlı yüksek riskli bir ortamda faaliyetlerini sürdürmüşlerdir. Ekonomik faaliyetin önemli ölçüde daralması özel sektör kredi talebinin düşmesine, aktif kalitesinin bozulmasına ve likidite gereksiniminin artmasına sebep olmuştur. Bankacılık sistemi 1998 yılının ikinci yarısından itibaren sürekli olarak merkez bankasından yüksek miktarda ve maliyetle likidite sağlamak zorunda kalmıştır. Bu gelişmeler bağlamında 2000'li yıllara giren Türkiye'de, finansal yapıda (özellikle bankacılık sektöründe) ortay çıkan sorunların göz ardı edilemeyecek boyutlara ulaştığını söylemek mümkündür (Öztürk ve Özyakışır, 2008, s. 337).

1989'da sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinden sonra, 1991 yılındaki Körfez krizi dönemi, 1994 finansal krizi ve 1998 Rusya krizi dönemleri hariç, Türkiye 1990'lar boyunca cari işlemler hesabını finanse etmek için ihtiyacı olandan daha fazla yabancı sermaye girişi sağlamıştır (TCMB, 2002, s. 24). 1989'da yurt içi faiz oranlarındaki artışın da etkisiyle sıcak para olarak nitelendirilen kısa vadeli sermaye girişleri artmaya başlamıştır. Böylece TL değer kazanmış, ithalat artarken, ihracat giderek daha durağan bir hal almıştır (Işık vd., 2006, s. 245).

Özetle söylemek gerekirse, 1990'lı yıllarda hızla artan kamu açıkları ve bu açıkların gerek içerden, gerekse dışardan aşırı borçlanmayla finanse edilmesi, yerli paranın aşırı değerlenmesi sonucu dış ticaret açığındaki artış, vergi gelirlerinin iç borçları bile karşılayamaması, faiz oranlarının aşırı sıcak para girişine yol açacak kadar yüksek olması mevcut sistemin tıkanmasına neden olmuştur (Dikkaya ve Özyakışır, 2008, s. 150).

Tıkanmanın veya krizin başlıca sebebi, Türkiye'nin ulusal mali piyasalarında yeterince derinleşme ve olgunluk sağlanmadan uluslararası spekülatif sermayenin çıkar alanına çekilmiş olması ve buna bağlı olarak reel ekonomik faaliyetlerdeki dalgalanmalardır (Yeldan, 2004, s. 142-143).

Türkiye ekonomisi, 1990'lı yıllardan 2000'li yıllara istikrarsızlığa sürüklenmiş makro dengeleri ve bozulan gelir dağılımı ile, yeni bir istikrar programının arayışı içinde girmiştir (Yeldan, 2004, s. 157). 1998 yılında IMF ile yapılan Yakın İzleme Anlaşması ile başlayan, Aralık 1999'da Niyet Mektubu ile somutlaşan 2000 enflasyonu düşürme programı ile devam eden süreç, 2002 yılı sonuna kadarki 3 yıllık bir evreyi kapsamaktadır. IMF'in desteğiyle hazırlanan ve 1999 yılı sonunda 2000-2002 yılları için uygulamaya konulan dezenflasyon programının bazı aksaklıklar içermesi, Kasım ve Şubat krizlerine katkıda bulunmuştur (Eren ve Süslü, 2001, s. 670). 2000 ve 2001

ekonomik krizlerinin arka planında kırılgan bir bankacılık sektörü ve ekonomiyi yapısal anlamda tetikleyen faktörler yer almıştır (Özatay ve Sak, 2002, s. 25).

Şubat 2001 krizinden önce 28 milyar dolar civarında olan döviz rezervi, Mayıs 2001'de 18 milyar dolara gerilemiştir (Çelebi, 2001, s. 23). Bu bağlamda iç borç stokunun milli gelire oranı 2001 yılı sonunda %68'e yükselmiştir. iç borç faiz ödemelerinin GSMH'ya oranı ise 1990'ların başında %2 civarında iken, artan iç borçlanma temposuna bağlı olarak 2001'de %22'ye kadar çıkmıştır (Voyvoda ve Yeldan, 2002, s. 2)

1988'den beri uygulanan politikalarla Türkiye ekonomisinde kronikleşen kamu borcu ve zayıf, kırılgan bankacılık sistemi gibi iki temel problemi olmasaydı, 2001 yılında devalüasyonun yarattığı ekonomik daralma ve buna bağlı olarak gelişen refah kaybı sürecinden çıkmak mümkündü (Somçağ, 2002, s. 12).

Kriz sonrasında ekonomide yapısal bir dönüşüm süreci başlamıştır. Uygulamaya konan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)" ile mali sistemin iyileştirilmesi ve yapısal reformların hızlanarak devam ettirilmesi temel öncelik olmuştur. Programın temel amaçları (TCMB, 2015, s. 25):

- Kriz nedeniyle ortaya çıkan makroekonomik istikrarsızlığı gidermek,
- Enflasyonu düşürmek,
- Sürdürülebilir bir büyüme ortamı sağlamak,
- Bankacılık sektörünü aracılık faaliyetlerini etkin biçimde yerine getirebilecek şekilde yapılandırmak,
- Kamu maliyesini güçlü bir dengeye oturtmak,
- Yapısal reformlara imkân verecek yasal çerçeveyi oluşturmak, şeklinde belirlenmiştir.

Merkez Bankası finansal piyasaların daha etkin bir şekilde çalışmasına katkıda bulunmak üzere, nihai kredi verme mercii işlevinin gereği olarak, bankalara limitsiz bir şekilde teminat karşılığında likidite penceresi uygulamasının yürütüleceğini ilan etmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2007, s. 393).

Türkiye ekonomisinin bu döneme ait ekonomi politik performansını genel olarak değerlendirecek olursak, makroekonomik göstergelerde dönem boyunca ciddi bozulmalar ve belirsizlikler ortaya çıktığı gözlenebilir. Büyümenin düzensiz bir seyir

izlediği ancak, 1993'te 8,1 büyüme sağladığı, 1994 kriz döneminde -6,1 oranında küçüldüğü görülmektedir. İç borç stoku, dönemin başında yaklaşık 19 milyar dolar iken, 2001 itibariyle yaklaşık 85 milyar dolara ulaşmıştır (Dikkaya ve Özyakışır, 2008, s. 154-155).

Dış ticaret dengesi dönem boyunca açık vermiştir. Bu dönemde Türkiye, dış borçlarını hızla artırmış, gelişmekte olan ülkeler arasında dış borç düzeyi ve göstergeleri bakımından ilk sıralara yerleşmiştir. Aşağıdaki tablolar bu durumu özetler niteliktedir. Tablo 3 1990'lı yıllardan 2000'li yıllara kadar olan dönem için dış borç göstergelerini içermektedir. Dış borçların GSYİH'ya oranının 1990'lı yıllardan 2000'lere gelinceye dek neredeyse iki katına yakın bir artış gösterdiği görülmektedir. Tablo 4 ise, özel sektör borçlarının toplam borçlar içindeki payının da kriz yılları istisna tutularak, söz konusu dönemde dramatik bir biçimde arttığını göstermektedir.

Tablo 3

Temel Ekonomik Göstergeler (1991-2000)

Yıllar	**Dış Borç (Milyon Dolar)**	**Kısa Vadeli**	**Uzun Vadeli**	**Dış Borç/ GSYH**
1991	53623	9117	44506	26,7
1992	58595	12160	45935	27,8
1993	70512	18473	52039	29,6
1994	68705	11187	57518	38,8
1995	75948	15500	60448	33,6
1996	79299	17072	62227	32,6
1997	84356	17691	66665	33,2
1998	96351	20774	75577	35,6
1999	103123	22921	80202	41,7
2000	118602	28301	90301	44,7

Kaynak: www.hazine.gov.tr (Erişim Tarihi: 10.08.2016)

Tablo 4

Özel Sektör Borçlanması (Milyon Dolar)

Yıllar	Özel Sektör Borcu	Toplam Borç	Özel Sektör Borcu/Toplam Borç(%)
1989	6637	41755	15,8
1990	10770	49035	21,9
1991	11128	50489	22
1992	15390	55592	27,6
1993	23579	67356	35
1994	17186	65601	26,1
1995	21774	73278	29,7
1996	26725	79356	33,6
1997	33523	84215	39,8
1998	42027	96417	43,5
1999	48011	103027	46,6
2000	54431	118806	45,8
2001	42112	113901	36,9

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 15.08.2016)

Tablo 5'te sermaye hareketlerinin seyrine bakarsak; 1991 Körfez krizi; 1994 Türkiye, 1998 Asya ve Rusya, 2001 Türkiye krizi yıllarında sermaye hareketlerinin, pozitif değerlerden negatif değerlere doğru çok dramatik düşüşler yaşadığı görülmektedir. Portföy yatırımlarındaki artış eğilimi, kriz yıllarına doğru birden düşmekte ve kriz yıllarında negatif değerler almaktadır. Bu dönemlerde Türkiye'den 1991 yılında çıkan net sermaye miktarı yaklaşık olarak 2,4 milyar dolar, 1994 yılında 4,3 milyar dolar, 1998 yılında ise 840 milyon dolardır. 1999 ve 2000 yıllarında ise sermaye girişlerinde artışlar yaşanmış ve 1999 yılında ülkeye giriş yapan net yabancı sermaye yaklaşık 4,9 milyar dolar iken, 2000 yılında 9,6 milyar dolara yükselmiştir. 2001 yılında ise krizlerin etkisiyle ülkemizden 14,6 milyar dolar civarında sermaye çıkışı yaşanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin de kriz dönemlerine gösterdiği ciddi duyarlılık tablodan gözlenmektedir. 1991'de 3 milyar dolar, 1994'te 5 milyar dolar ve 2001'de 12 milyar dolar civarında kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve portföy yatırımlarının krizlere olan duyarlılığının ne kadar yüksek olduğunu tablo ortaya koymaktadır.

Tablo 5

Türkiye'de Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

Yıl	Toplam Sermaye Hareketleri	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1990	4,037	700	547	-210	3000
1991	-2,397	783	623	-783	-3,02
1992	3,648	779	2,411	-938	1,396
1993	8,903	622	3,917	1,37	2,994
1994	-4,257	559	1,158	-784	-5,19
1995	4,565	772	237	-79	3,635
1996	5,483	612	570	1,636	2,665
1997	6,969	554	1,634	4,788	-7
1998	-840	573	-6,711	3,985	1,313
1999	4,829	138	3,429	344	918
2000	9,584	112	1,022	4,276	4,174
2001	-14,557	2,855	-4,515	-1,131	-11,766

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 10.08.2016)

Finansal sistemde bu yılların en çarpıcı yeniliği, dış dünya ile Türkiye arasındaki sermaye hareketlerinin serbest bırakılması, öncelikle sermaye kaçışlarını önlemeye dönük kambiyo kontrollerinin kaldırılması olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı bir ortamda yeni finansal kurumların ve araçların ortaya çıkması ve 1980'lerin sonu ve 1990'ların başında kamu kesimi açıklarının artması sonucu hazinenin iç ve dış borçlanmayı artırmasının da etkisiyle faiz oranlarının kontrolü zorlaşmış ve bankacılık sektörü bazı sorunlarla karşı karşıya kalmıştır. Finansal serbestleşme, 1990'ların başından itibaren kamu açıklarının giderek büyümesine yol açmış ve buna bağlı olarak ihraç edilen yüksek faizli hazine bonoları ve devlet tahvilleri bankaları kolay yoldan para kazanmaya yöneltmiştir. Faizlerin yükselmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, faiz-kur makasının açılmasına ve Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişinin artmasına yol açmıştır (Günal, 2007, s. 178).

Sonuç, finansal krizlerin potansiyel bir tehdit olarak ortaya çıkması ve 1994 ve 2001'de ağır, 1998-1999'da ise hafif üç krizin ekonomiyi sarsması olmuştur. Her üç krizin de belirleyici nedeni sermaye hareketlerinden kaynaklanan bir çevrimin sert bir

iniş aşaması içermesidir. Sözü edilen çevrimin "çıkış" aşaması, yüksek arbitraj beklentisi ile gelen, dövizi (enflasyonla karşılaştırıldığında) ucuzlatıcı katkılar yaparak parasal genişlemeye ve talep artışlarına yol açan sermaye girişleriyle başlar. Giderek büyüyen cari işlem açıkları, bankalar sisteminde artan riskler ve belirsizlikler, dış borç göstergelerinde bozulmalar sonunda finans kapital ve rantiye beklentileri olumsuzlaşır ve sermaye çıkışlarını tetikleyecek bir "iniş" aşamasının ön koşulları böylece oluşur. Önce sıcak paranın, sonra da diğer sermaye türlerinin ekonomiyi terk etmesi ile başlayan bu ikinci aşama, döviz piyasalarında ve bankalar sisteminde istenmeyen boyutta şoklar ve çöküntülere yol açtığı zaman kriz patlak vermektedir. 1994, 1998 ve 2001 yıllarında yabancı kökenli sermaye hareketlerini bir önceki yılla karşılaştırırsak, sözü geçen "tersine dönüş" ün kriz öncesi yılın milli gelirine oranı % - 11,9, % -4 ve %-15,1'e ulaşmaktadır (Sermaye girişlerinin tersine dönüşü negatif bir değer verdiği için, bu oranların işaretleri eksi olmaktadır). 1994 ve 2001 yılında ekonomiyi hızla gerilemeye sokan bu ağır şok, kriz patlak verdikten sonra Türkiye'ye giren IMF kaynaklarıyla bir miktar hafiflemiştir. IMF kredileri özellikle 2001'de yabancı bankaların Türk bankalarından alacaklarını tahsil için ve yabancı sermayenin kaçışının finansmanı için devlet olarak bankaların dış borçlarının üstlenmesi için kullanılmıştır (Boratav, 2008, s. 182-183).

Dış borçlarla ilgili faiz yükümlülüklerinin karşılanması tek başına çok ağır bir sorun değildir. Asıl sorun, bu boyutlara ulaşmış olan dış borcun anaparasını vadesi geldiğinde ödemekte, yani stokun döndürülmesinde yatmaktadır. Uluslararası piyasalara ve bankalara olan borçların anaparaları, ekonominin sakin olduğu dönemlerde vadelerinde yeniden borçlanılarak döndürülür. Ancak ekonomide risk artar, finansal istikrarsızlık ve hatta kriz olma ihtimali oluşursa, vadesi gelen borçlar yenilenmez, anapara ödemeleri gerçekleştirilemez. Bu durumda hedge finansmandan spekülatif ve hatta Ponzi finansmana doğru bir mecburi istikamet başlar.

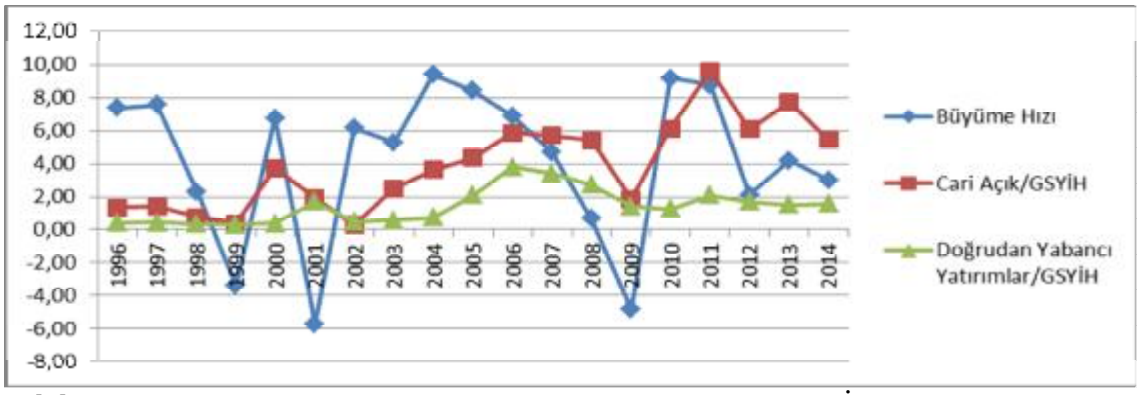
Boratav (2015)'e göre, Türkiye ekonomisinin kısa dönemli genişleme-durgunlaşma-daralma seyri, sermaye hareketlerinin denetlendiği 1989 öncesinde ekonominin kısa dönemli hareketlerinin başlangıç noktası ulusal ekonominin içindedir. Kamu harcamalarındaki veya vergilerdeki değişmeler iç talebi doğrudan etkiler. Merkez Bankası'nın para politikasındaki değişmeler özel kesimin veya bireylerin yatırım, tüketim harcamaları üzerinde etkili olur. Döviz kuru politikaları ihracata dönük veya ithalata rakip üretim kollarının genişlemesini, daralmasını etkiler. Nihayet, girişimciler kendiliğinden iyimserliğe veya kötümserliğe sürüklenip yatırımlarını yükseltir ya da

azaltırlar. Zaman zaman da bireylerin tüketim alışkanlıklarında otonom oynamalar meydana gelir. Örneğin tüketici kredilerinin veya kredi kartı uygulamalarının yaygınlaşması tüketim eğilimini yukarı çeker. İç talebi genişleten veya daraltan bu değişmeler öncelikle dış ticareti ve dolayısıyla cari işlem dengesini etkiler. Talep genişlemesi halinde cari işlem açığı büyür; artan açığın finansman gereksinimi yabancı sermaye girişlerini, özellikle de dış borçlanmayı, gerekli kılar. 1989 öncesinde genişleme konjonktürü içerisindeyken Türkiye ekonomisinin kısa dönemli uyum mekanizmasının işleyiş şeması şöyledir:

"İç talep genişlemesi →Reel büyüme (atıl kapasitede) → İthalat →Cari açık → Dış kaynak → Yabancı sermaye girişleri (belli oranlarda dış borçlanma) ".

Sermaye hareketlerinin serbestleştiği 1989 sonrasında ise, IMF denetimindeki Türkiye ekonomisinde kısa dönemli genişleme sürecinin lokomotifinin ulusal ekonomi kaynaklı olma olanağı azalmıştır. Bu dönemde büyümeyi hızlandırmak için genişleyici maliye politikaları uygulanmaktadır. Merkez Bankası sadece enflasyonu düşürmekle görevlidir ve kurumsal olarak daraltıcı para politikaları uygulamaktadır. Kamu politikalarından kaynaklanmayan genişleme sürecini başlatan en etkili değişken yabancı kökenli sermaye girişidir. Yabancı sermaye girişi, her koşulda talep genişlemesine yol açan bir süreç başlatır. Böylece başlayan talep genişlemesi (kısa dönemli büyüme), dış ticaret dengesinden başlayarak cari işlem açıklarını artırır. 1989 sonrasında genişleme konjonktürü içerisindeyken Türkiye ekonomisinin kısa dönemli uyum mekanizmasının işleyiş zinciri şöyledir:

"Otonom sermaye girişleri → İç talep genişlemesi → Reel büyüme (atıl kapasitede) → İthalat → Cari Açık (belli oranlarda dış borçlanma)".



Şekil 1. Türkiye Ekonomisi'nde büyüme hızı - cari açık/GSYİH- doğrudan yabancı yatırımlar/GSYİH (1996-2014)

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 03.09.2016).

Şekil 1 bize Türkiye ekonomisinin büyüme dinamiklerini inceleme fırsatı vermektedir. Türkiye ekonomisinin GSYİH'sının arttığı dönemlerde cari açığın da büyüme grafiği ile birlikte hareket ettiği görülmektedir. Türkiye ekonomisi cari açık vererek büyüyen bir ekonomidir. Aynı şekilde Türkiye ekonomisine doğrudan yabancı sermaye girişlerinin yaşandığı yıllar da yine büyüme grafiğinin artış eğilimine girdiği yıllardır. Türkiye'nin büyümesi cari açık ve yabancı sermaye girişine bağımlı görünmektedir.

Bu süreçte uygulanan yüksek düzeyli faiz oranları, yabancı sermayeyi yoğun bir şekilde ülke içerisine çekmiş, döviz miktarındaki artış Türk lirasının aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Düşük döviz kuru ithalatta önemli düzeyde bir artışa neden olmuştur. Şaşırtıcı bir şekilde, bu süreçte ithalata göre görece düşük kalmakla birlikte, ihracatta da artış yaşanmıştır. Türk lirasının aşırı değerlenmesi sonucunda, ithalatta yaşanan artış cari işlemler açığına neden olmuştur. Diğer gelişmekte olan ülkelerle benzer bir biçimde, Türkiye'nin uluslararası rezervleri artmıştır. Nihayetinde dış borçlarında da artış yaşayan Türkiye ekonomisi için artık 2000-2001 krizine sürüklenmek kaçınılmaz olmuştur.

Türkiye ekonomisinin finansallaşma sürecinde, 1980'lerde başlayıp 2000'lerde en yüksek düzeye çıkan küresel ekonomiyle bütünleşme çabaları, diğer orta gelir düzeyindeki gelişmekte olan ülkelerle paralel seyretmiştir. Bu süreçte ekonomi; üretim yapısında, büyüme dinamiklerinde, para politikalarında, borçlanma dinamiklerinde, bankacılık sektöründe ve reel sektör, finans sektörü ve bireyler arasındaki bütünleşme biçimlerinde birçok yapısal dönüşüm geçirmiştir. Finansallaşma süreci; reel sektörü, finans sektörünü ve nihayet bireyleri finansallaştırarak finansal derinliğini artırmıştır.

1980-2000 döneminde sabit fiyatlarla bankacılık sektöründe, toplam aktifler %400, toplam krediler %200 ve toplam mevduat %660 artarken, GSMH artış oranı %85 düzeyinde kalmıştır. Mevduat faizlerinin serbest bırakılması ve döviz cinsinden tasarruf yapabilme olanaklarının genişlemesi finansal sistemin büyümesini hızlandırmıştır (TCMB, 2015, s. 23).

2002'den Günümüze: Türkiye ekonomisinde 2002'den sonraki dönem, uluslararası konjonktür açısından cari açık veren, dolayısıyla yabancı sermaye girişlerine bağımlı olan ülkeler açısından nispeten şanslı geçen bir dönem olmuştur. Bu dönemde düşen faiz oranları nedeniyle iç borçlanmadaki faiz giderlerinin azalması ve düşen bütçe açıklarından sağlanan tasarruflar, 2001 yılından sonra "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" nedeniyle başlatılmış olan maliye politikasındaki disiplin kararlılıkla

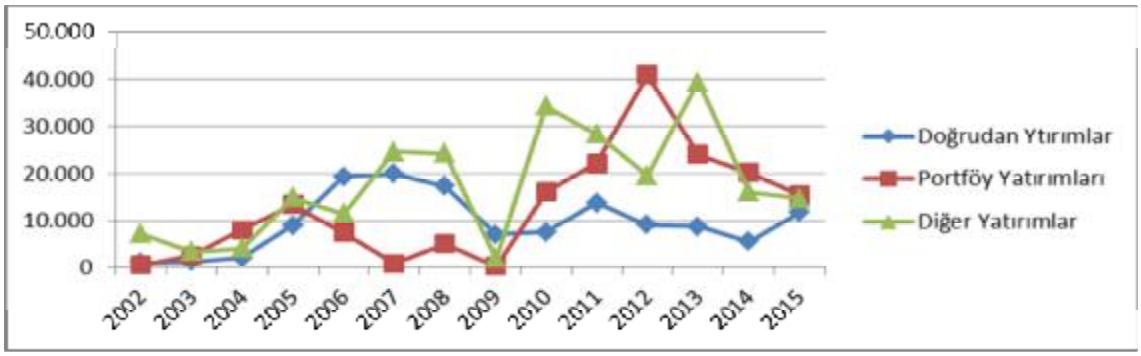
devam ettirilmiştir. Yeniden büyüme sürecine giren Türkiye ekonomisinde, 2001 krizinden sonra alınan önlemlerle alt yapısı güçlendirilerek yeniden yapılandırılan finansal sistemin yarattığı cazibe, büyüyen iç pazar, özelleştirilmesi gündemde olan önemli kamu işletmeleri kârlılık peşinde koşan küresel sermayenin ilgisini çekmiştir. Sıcak paraya dayalı yabancı sermaye girişlerine ek olarak, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında da bir artış yaşanmıştır. 2001 kriz döneminde finans sektöründeki ciddi daralma birkaç yıl sürdükten sonra yeniden artarak, küresel krizin etkisini gösterdiği 2009 yılına kadar sürmüştür (Koç, 2015, s. 130).

2000-2001 krizinin ardından enflasyon hedeflemesi programını ve yapısal reformları hayata geçiren Türkiye'nin hızlı bir büyüme sürecine girdiğini izah etmiştik. Ancak, bu büyüme istikrarsız olmuş ve ekonominin kırılganlığı artırmıştır. Yeldan (2009)'a göre, ulusal gelir 2002 sonundan 2008'e değin birikimli olarak, sabit fiyatlarla, % 26 artış göstermiştir. Ancak söz konusu dönemde işgücü istihdamında benzer bir başarı yakalanamamıştır. 2001 krizi öncesinde % 6.5 dolayında olan işsizlik oranı, kriz sonrasında hızla yüzde 10 platosuna yükselmiş ve yüksek büyümeye rağmen bu noktada direnç göstermiştir. Bütün bu özelliklerinden dolayı Türkiye'nin 2001 sonrasında yaşadığı süreç "istihdamsız büyüme" olarak anılmıştır. Uluslararası ülke deneyimleri istihdamsız büyüme kavramının Türkiye'ye özgü olmadığını ve aslında sıcak para akımlarıyla ve dış borçlanma ile "finanse edilen" spekülatif büyümenin ayrılmaz bir parçası olduğunu vurgulamaktadır.

2008 çöküşü sonrasında Türkiye'ye net sermaye girişi sıfırlanmıştır. Bu dönemde portföy yatırımları ülkeyi terk ederken, doğrudan yabancı yatırım girişlerinde de ciddi düşüşler yaşanmıştır. Bu dönemde merkez ülkelerde uygulanan para politikası ekonominin imdadına yetişmiştir. Kredi piyasasının işler kılınması amacı, faizleri tarihsel düşüklükte seviyelere çeken merkez bankalarının uygulamaları yüksek getiri arayışındaki sermayenin yeniden geç kapitalistleşen ülkelere girişine yol açmıştır. Türkiye de bu gelişmelerden payına düşeni almıştır (Akçay ve Güngen, 2015, s. 223).

Net sermaye akımlarını en genel hatlarıyla üç tip yatırım olarak olarak incelemekte yarar vardır. Bunlar doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardır. Doğrudan yatırımlar uzun-vadeli bir yatırım olması hasebiyle kırılganlığı artırmazlar. Portföy yatırımları ve diğer yatırımların önemli bir kısmı "sıcak para" olarak da bilinen kısa-vadeli, risk algısı arttığında hemen kaçabilen ya da kısa-vadeli olduğundan sürekli yenilenmesi ve çevrilmesi gereken borçları içerdiğinden, kırılganlık göstergeleri olarak ön plana çıkmaktadırlar. Bu açıdan, gelişmekte olan ülkeler için

portföy yatırımları ve diğer akımların çekim merkezi olmak, her zaman değilse de, genelde kırılganlık göstergesi olarak görülebilir. Şekil 2'den de izlenebileceği gibi, Türkiye'ye gelen net doğrudan yatırımların net sermaye akımları içindeki payı özellikle 2008'den itibaren giderek azalırken, daha kısa vadeli ve oynak olan portföy yatırımları ve diğer yatırımların ağırlığı 2009 sonrası giderek artmıştır. Bu göstergelerin ima ettiği, Türkiye'nin yabancı sermaye akımları içinde riskli grupta yer alan portföy akımlarını kendine çekebildiğidir. Çoğunlukla bankaların, diğer finansal şirketlerin ve özel sektörün aldığı kredilerden oluşan diğer yatırımların GSYİH'ya oranı ise Türkiye için 2002-2014 döneminde ortalama yüzde 2,7 civarında gerçekleşmiştir. Türkiye için genelde en büyük yabancı finansman kaynağını diğer yatırımlar kategorisi oluşturmaktadır. Bu bulgular kendi gelir grubu içinde ciddi kırılganlığa sahip ülkelerden birinin Türkiye olduğunu göstermektedir (Benlialper ve Cömert, 2016, s. 13-14).



Şekil 2. Türkiye'de net sermaye hareketleri (2002-2015)
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, www. hazine.gov.tr (Erişim Tarihi: 03.09.2016).

2000'li yıllarda Türkiye'de üretim ve ticarette radikal bir yapısal dönüşüm yaşanmasa da, önemli bazı değişiklikler olmuştur. Tablo 6'dan da izlenebileceği üzere, Türkiye ekonomisinin temel göstergeleri incelendiğinde, örneğin dış ticaret hacminin önemli ölçüde arttığı görülmektedir. Türk lirasının aşırı değerlenmesinin Türkiye ihracatının temel kalemi olan imalat sanayinin ihracat performansındaki olumsuz etkisine rağmen, ihracat düzeyi belli bir seviyede kalmayı başarmış, 2000'de toplam ihracatın GSYİH'ya oranı %10,5 iken, bu oran 2007'de %16,5'e yükselmiştir. İthalatın GSYİH'ya oranı ise, 2000'de %20,5 iken, 2007'de 26,2 olmuştur. Bu dönemde ara ve tüketim malları üretimde hala önemli bir yere sahip olmakla birlikte, teknoloji yoğun yatırım mallarının üretimi ağırlık kazanmaya başlamıştır. İhracatta yaşanan kapasite artışın ithalattaki artışı da beraberinde getirmesi, dönem boyunca cari açığın yüksek seyretmesine ve ekonominin dış şoklara karşı kırılganlığının artmasına neden olmuştur.

2008 krizinin etkisiyle ithalatta yaşanan düşme, 2009 yılında cari açığın düşmesi ile sonuçlanmıştır. Ancak cari açık sonrasında artmaya devam etmiştir.

Tablo 6

Türkiye Ekonomisi Temel Göstergeleri (2000-2013)

	2000	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
GSYİH büyümesi	6,8	-5,7	6,2	5,3	9,4	4,7	0,7	-4,8	9,2	8,8	2,1	4,0
İşsizlik Oranı (%)	6,5	8,4	10,3	10,5	10,8	10,3	11,0	14,0	11,9	9,8	9,2	9,7
İhracat/İthalat	51,0	75,7	69,9	68,1	64,8	63,1	65,4	72,5	61,4	56,0	64,5	60,3
İthalat/GSYİH	20,5	21,0	22,4	22,7	25,0	26,2	27,2	22,9	25,3	31,1	30,0	30,6
İhracat/GSYİH	10,5	15,9	15,6	15,5	16,2	16,5	17,8	16,6	15,5	17,4	19,3	18,5
Cari Açık/GSYİH	-3,7	1,9	-0,3	-2,5	-3,6	-5,8	-5,4	-2,0	-6,2	-9,7	-6,2	-7,9

Kaynak: Karaçimen (2015), s. 164.

Türkiye ihracatı tüketim mallarından yatırım mallarına doğru bir dönüşüm geçirmiştir. Reel sektör girdi ihtiyacını ülke içinden sağlamak yerine daha ucuz olduğu için dışardan sağlamayı tercih etmiştir. Bu anlamda uygulanan döviz politikası ulusal sermayenin uluslararası sermaye ile bütünleşmesini hızlandırmıştır. Üretimin yapısında gerçekleşen bu dönüşüm, reel sektörün finansmanında da önemli değişimleri beraberinde getirmiştir (Ergüneş, 2009, s. 309-314).

Özel sektörün yurtdışından sağladığı uzun vadeli kredi borcunun yüzde dağılımını gösteren aşağıdaki tablo incelendiğinde, 2002'den 2016'ya kadar geçen dönemde finansal kesimin kullandığı uzun vadeli kredi borcunun %23,60'tan %52,70'e doğru dramatik yükselişini görebilmekteyiz. Bankaların bu kullanımın ne kadarını gerçekleştirdiğine bakarsak, 2002'de %10,49'dan neredeyse beş kat artarak 2016'da %52,70'e tırmandığını görmekteyiz. Finansal olmayan kesimin kullandığı uzun vadeli kredi borcunun ise %76,40'tan % 47,30'a gerileyerek, yerini finansal kesime bıraktığını görmekteyiz.

Tablo 7

Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcu(ABD Doları-Yüzde Dağılım)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
I- Finansal	23.60	24.64	29.13	41.99	45.75	42.75	36.71	35.19
i- Bankalar	10.49	10.76	16.12	24.76	27.03	25.54	21.46	21.92
- Krediler	10.44	10.76	16.12	24.76	27.03	25.54	21.46	21.92
- Tahvil	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ii- Bankacılık Dışı Finansal FKuruluşlar	13.11	13.88	13.01	17.23	18.73	17.21	15.25	13.27
- Krediler	12.35	13.21	12.61	17.03	18.63	17.00	14.91	13.17
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	0.75	0.67	0.40	0.20	0.10	0.20	0.34	0.10
- Tahvil	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
II-Finansal Olmayan	76.40	75.36	70.87	58.01	54.25	57.25	63.29	64.81
- Krediler	73.29	71.89	66.62	54.78	51.88	54.47	59.64	59.96
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	2.37	2.65	3.43	2.58	1.94	2.44	3.24	4.44
- Ticari Krediler	0.74	0.82	0.82	0.65	0.43	0.33	0.41	0.41
- Tahvil	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2010	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2016**
I- Finansal	34.35	37.72	40.50	46.41	50.20	53.55	52.72	52.70
i- Bankalar	24.01	27.49	29.71	34.94	39.08	43.92	43.10	43.17
- Krediler	23.17	24.89	22.30	24.72	26.30	32.46	31.97	31.58
- Tahvil	0.84	2.60	7.41	10.22	12.78	11.46	11.13	11.59
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	10.34	10.23	10.80	11.46	11.12	9.63	9.62	9.53
- Krediler	10.24	10.03	10.59	10.28	8.95	7.58	7.26	7.21
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	0.10	0.20	0.21	0.23	0.33	0.31	0.29	0.28
- Tahvil	0.00	0.00	0.00	0.95	1.85	1.74	2.07	2.05
II-Finansal Olmayan	65.65	62.28	59.50	53.59	49.80	46.45	47.28	47.30
- Krediler	60.14	57.61	53.94	47.49	43.60	40.46	41.43	41.44
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	4.83	4.27	4.26	3.76	3.05	2.84	2.83	2.85
- Ticari Krediler	0.51	0.24	0.29	0.21	0.19	0.21	0.20	0.21
- Tahvil	0.17	0.16	1.00	2.13	2.96	2.94	2.83	2.81

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 18.07.2016)

Özel sektörün yurtdışından sağladığı uzun vadeli kredi borcunun sektörel dağılımını görmek için Tablo 8'i inceleyebiliriz. Finansal kesimde bankaların zamanla artan baskın yapısını görürken, finansal olmayan kesimde sınai ve hizmetler sektörünün dönem boyunca paylaştıkları kredilerin zamanla sınai sektörde %45'lerden %19'lar civarına düştüğünü, hizmetler sektöründe ise % 31'lerden %28'lere düştüğünü yani, kredilerin sınai sektörlerden hizmetler sektörüne doğru kaydığını farketmekteyiz.

Tablo 8

Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcunun Sektör Dağılımı (%)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
I- Finansal	23.60	24.64	29.13	41.99	45.75	42.75	36.71	35.19
i- Bankalar	10.49	10.76	16.12	24.76	27.03	25.54	21.46	21.92
II- Finansal Olmayan	76.40	75.36	70.87	58.01	54.25	57.25	63.29	64.81
Tarım Sektörü	0.29	0.25	0.45	0.41	0.29	0.23	0.31	0.37
Sınai Sektörler	44.78	43.78	40.47	32.38	29.29	25.83	28.67	29.65
Hizmetler Sektörü	31.32	31.32	29.95	25.22	24.67	31.19	34.31	34.79

	2010	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016Q1**	**2016-04**
I- Finansal	34.35	37.72	40.50	46.41	50.20	53.55	52.72	52.70
i- Bankalar	24.01	27.49	29.71	34.94	39.08	43.92	43.10	43.17
II- Finansal Olmayan	65.65	62.28	59.50	53.59	49.80	46.45	47.28	47.30
Tarım Sektörü	0.52	0.56	0.51	0.39	0.31	0.22	0.21	0.20
Sınai Sektörler	30.29	28.22	27.65	24.79	22.24	18.83	18.64	18.53
Hizmetler Sektörü	34.84	33.50	31.34	28.42	27.26	27.40	28.44	28.57

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 01.07.2016)

Özel sektörün yurtdışından sağladığı kısa vadeli kredi borcunun yüzde dağılımını gösteren aşağıdaki tabloya bakarsak, finansal kesimin kullandığı kısa vadeli kredilerin 2004'te %39'dan 2014'te % 55'lere yükseldiğini görmekteyiz. Kısa vadeli kredi borcunun 2015 ve 2016 yıllarında ise düşme eğilimine girdiği tablo verilerinden anlaşılmaktadır. Bu kredilerin kullanımının çok büyük bir kısmı yine bankalar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde finansal olmayan kuruluşların kullandığı

kısa vadeli ticari kredilerin payının 2004'te %55'lerden 2009'da %76 seviyesine çıktığı ve sonra düşüş eğilimine girdikten sonra 2015 ve 2016'nın başlarında tekrar yükseldiğini görmekteyiz.

Tablo 9

Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kısa Vadeli Kredi Borcu (Yüzde Dağılım)

	2004	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
I- Finansal	38.95	42.93	35.17	25.68	28.64	21.39	43.05
i- Bankalar (*)	36.94	40.60	32.53	24.10	27.45	20.44	40.60
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	2.01	2.33	2.64	1.58	1.19	0.95	2.44
II- Finansal Olmayan	5.76	4.05	4.46	3.24	3.91	2.40	2.46
Finansal Olmayan Kuruluşlar - Ticari Krediler	55.29	53.02	60.37	71.08	67.45	76.21	54.49

	2011	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016-Q1**	**2016-04**
I- Finansal	46.69	49.32	52.63	54.59	34.41	30.91	30.84
i- Bankalar (*)	44.11	46.06	49.43	51.95	30.51	26.62	26.38
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	2.58	3.26	3.20	2.63	3.90	4.29	4.46
II- Finansal Olmayan	2.81	4.37	3.49	3.50	3.85	5.19	5.60
Finansal Olmayan Kuruluşlar - Ticari Krediler	50.51	46.31	43.88	41.92	61.74	63.91	63.57

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 03.07.2016).

İthalata bağımlı yatırım malları üretimi, reel sektörün finansmanında yaşanan değişimin temel nedenidir. Bu üretim biçimi reel sektörü ucuz kredi bulmaya zorlamış, bu ise reel sektörün yurt dışından borçlanması anlamına gelmiştir. Dış borçlanmanın önemli bir kısmını oluşturan özel sektör ve özellikle de finans dışı kesimlerin borçlarındaki artış, hem kısa hem de uzun dönemli borçlanmalarda yaşanmıştır. Uzun dönemli borçlanmalarda yaşanan bu artış, reel sektörün yatırımlarının finansmanındaki dönüşümün göstergesidir (Ergüneş, 2009, s. 319-320).

Finansal kesim dışındaki firmaların döviz varlık ve yükümlülüklerini gösteren aşağıdaki tabloya göre söz konusu firmaların varlıkları 2002-2015 yılları arasında dört katına çıkarken, yükümlülükleri neredeyse dokuz katına çıkmıştır. Bu firmaların net döviz pozisyonuna baktığımızda, ele aldığımız dönem boyunca açık verdiği ve 2002-2015 (üçüncü çeyrek) yılları arasında dramatik bir şekilde yükselerek -6,5 seviyesinden -176,6 seviyesine tırmandığı görülmektedir. Finansal kesim dışındaki firmaların döviz varlık ve yükümlülük oranlarını incelediğimizde ise, 2002 itibariyle firmaların varlıkları ile yükümlülüklerini karşılama oranının %79'dan 2015'in üçüncü çeyreğinde %38'e düştüğünü söyleyebiliriz. Bu durum reel kesimin yabancı kökenli yükümlülüklerini yerine getirme konusunda zaman içinde artarak kötüleşen bir bilanço yapısını ortaya koymaktadır.

Tablo 10

Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık Ve Yükümlülükleri (Milyon Dolar)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
Varlıklar	25,100	30,202	37,671	45,393	62,659	76,132	80,465	80,385
Yükümlülükler	31,638	48,623	56,616	67,086	91,152	129,718	151,067	147,135
Net Döviz Pozisyonu	-6,538	-18,421	-18,945	-21,693	-28,493	-53,586	-70,602	-66,750

	2010	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015-03**	**2015-06**	**2015-09**
Varlıklar	87,379	82,183	89,402	94,038	102,004	101,192	107,500	109,371
Yükümlülükler	176,246	200,423	225,784	265,438	281,693	273,577	283,470	286,016
Net Döviz Pozisyonu	-88,867	-118,240	-136,382	-171,400	-179,689	-172,385	-175,970	-176,645

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 12.07.2016).

Bu dönemde sabit yatırımların miktarı ve ekonomik büyümeye olan katkısı artmıştır. Gayri safi sabit sermaye oluşumu 1987 fiyatları ile 2001'de 22.783 bin YTL iken, 2007'de 46.373 bin YTL'ye yükselmiştir. Özel sektör, özellikle de imalat sanayi, artan dış finansman olanaklarını kullanarak sabit yatırımlarını artırmıştır. Ekonomideki hızlı büyümeye en büyük katkı tüketimle sağlanmıştır. Özel tüketim harcamalarındaki bu büyüme, kredi hacmindeki genişlemeden, özellikle de kredi kartları ve kredili alışlardan kaynaklanmıştır. Sermaye hareketlerindeki artış aynı zamanda tüketimdeki

patlamayla ilişkili olmuş, hanehalkı tasarrufları azalırken, borçluluğu arttırmıştır. Ekonomide gözlenen bu eğilimler Türkiye ekonomisinin finansallaşmasının can alıcı unsurları olmuştur (Ergüneş, 2009, s. 317-318).

2010-2011 yıllarında ise, Türkiye ekonomisi sırasıyla 9,2 ve 8,8'lik büyüme rakamlarıyla dünyada en hızlı büyüyen ekonomiler arasına girmiştir. İç talebin yeniden canlandırılmasında tüketici kredilerindeki genişleme etkiliyken, yakalanan büyüme oranları cari açık sorununu daha vahim hale getirmiştir. Cari açığın finansmanı büyük oranda kısa vadeli sermaye girişleri ile olmuştur. Bu dönemde iç tüketimin kredi mekanizmasıyla daha fazla teşvikinin engellenmesi için TCMB ve BDDK yeni düzenlemelere gitmiştir.

2002-2007 arası, küresel kriz öncesi dönemde sürekli büyüme yaşayan Türkiye ekonomisi 2008'deki %0,7'lik çok küçük büyüme ve 2009'daki %4,8'lik küçülmeye rağmen, 2002-2014 arasında ortalama % 4,91'lik bir büyüme hızını yakalayabilmiştir. Ancak bu büyüme oranlarına rağmen işsizlik oranları azalmamıştır. 2002-2014 arasında işsizlik oranı ortalama olarak % 10,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu durum dönemin büyüme şeklinin istihdam yaratmayan büyümeye olarak nitelendirilmesine neden olmuştur.

Büyüme oranı 2012'de sert bir şekilde düşmüştür. Bu gelişmede 2012'de dünya ekonomisindeki yavaşlama, Avro Bölgesi'nde daralma ve kredi genişlemesinin sınırlandırılarak cari işlem açığına karşı alınmaya çalışılan önlemler etkili olmuştur. Türkiye ekonomisinde 2012 ile başlayan %2,2'lik düşük tempolu büyüme, 2013'te 4,0 olmuş, 2014'te 3,0 ile devam etmiş ve 2015'te yine 4,0 olmuştur. 2014 ve 2015 yıllarında, finansal derinleşme, istikrar ve yapısal reform çerçevesi içindeki ekonomi politikası yürütülmeye devam edilmiştir. Bu politika çerçevesinde, bir yandan makro ihtiyati tedbir anlayışı, öte yandan özel sektöre destek ve yatırım ortamının iyileştirilmesi şeklinde reformist uygulamalar devreye sokulmuştur (Akçay ve Güngen, 2015, s. 229).

2002-2014 dönemindeki cari açık/GSYİH oranının ortalaması % - 4,96'dır. Bu düzey önceki dönemlerle karşılaştırıldığında oldukça yüksektir. Buradaki en dikkat edilmesi gereken husus cari açık/GSYİH oranı için yüksek seyrin süreklilik kazanmış olmasıdır. Bu durum gelecek dönemler açısından çok önemli risk faktörü oluşturmaktadır. Cari açık/GSYİH oranı kriz öncesi dönemlerde dramatik yükselmeler yaşamış ve kriz sonrası yıllarda da yükseliş trendi devam etmiştir. Bu duruma reçete bulunması hiç kolay olmamış, etkileri uzun yıllar kalıcılığını korumuştur.

Cari açık/GSYİH oranında yaşanan kalıcı yüksek seyir, ekonominin sıcak paraya olan bağımlılığını artırmakta, ekonomide oluşan bu kırılganlık, herhangi bir nedenle döviz çıkışının yaşanması durumunda döviz kurlarında ciddi artışların yaşanmasına yol açmaktadır. Döviz kurlarında yaşanan ani ve ciddi artışlar açık pozisyon içinde olan finansal ve reel sektörde iflaslara yol açmakta, ödenemeyen borçlarda, işsizlik ve yoksullukta artışlara neden olmaktadır (Koç, 2015, s. 131).

Özellikle 2010 yılı sonrasında Türkiye'ye yönelen sermaye akımları, Türk lirasının (TL) değerlenmesine ve kredilerde artışa neden olarak cari dengede bozulmayı beraberinde getirmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri ve küresel risk iştahında gözlenen hızlı değişimler, TCMB'nin fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözeten ve ekonomide oluşabilecek kırılganlıkları önlemeye olanak tanıyan daha esnek bir politika tasarlamasını gerektirmiştir. TCMB, krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebilmek ve makro finansal riskleri sınırlandırabilmek amacıyla, eski politika çerçevesinde kullanılan politika faizinin yanı sıra faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve 2011 yılı sonlarında uygulamaya konulan rezerv opsiyon mekanizması gibi birbirini tamamlayıcı araçları bir arada kullanmaya başlayarak birden fazla amaca aynı anda ulaşmayı hedeflemiştir (TCMB, 2014, s. 4)

2002-2014 dönemindeki enflasyon rakamları, enflasyon hedeflemesi politikalarına uygun olarak sürekli düşme trendi sergilemektedir. Ancak, hedeflenen enflasyon oranı olan %5'in altına inememiştir. 2002-2014 tüketici fiyatlarıyla enflasyon oranı ortalaması %12,79 olmuştur.

Bu dönemde, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması, makroekonomik istikrarın sağlanması açısından zorunluluk olarak görülmüştür. Türkiye'de finansal sistemin gelişimi ve finansal istikrarın sağlanması süreçlerinin incelenmesi, finansal sistem içinde finansal aracılık işlevini yerine getiren en büyük kesim olan bankacılık sektörünün gelişiminin ayrıntılı biçimde incelenmesini gerektirmektedir. Türkiye ekonomisinde 2015 itibariyle finansal sektörün bilanço büyüklüğünün dağılımı tablosuna bakarak, bankacılık sektörünün finansal sistem içerisindeki ağırlığı, sahip olduğu %81'lik payından anlaşılmaktadır. Aşağıdaki tablo finansal sektörün bilanço büyüklüğünün dağılımını göstermektedir.

Tablo 11

Türkiye'de Finansal Kuruluşların Aktif Büyüklüğü (2015, milyar TL)

Sektör	**Tutar**	**Toplam İçindeki Pay (%)**
Bankalar	2357	81
Portföy Yönetim Şirketleri	99	3
İşsizlik Sigortası Fonu	93	3
Sigorta Şirketleri	96	3
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	52	2
Emeklilik Yatırım Fonları	48	2
Bireysel Emeklilik Fonları	37	1
Finansal Kiralama Şirketleri	41	1
Faktöring Şirketleri	27	1
Finansman Şirketleri	27	1
Aracı Kurumlar	15	1
Reasürans Şirketleri	3	0
Girişim Sermayesi	1	0
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	0,4	0
Toplam	2896	100

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği, www.tbb.org.tr (Erişim Tarihi:18.08.2016).

2001 krizinden sonra bankacılık sektörü hızlı bir şekilde büyümüş. Finansal derinleşme ve aracılık göstergeleri de hızla artmıştır. Aşağıda finansal derinlik ve aracılık oranlarını gösteren tablo kriz esnasında finansal sektörde yaşanan ciddi daralmanın 2004 yılı itibariyle telafi edildiğini ve sonrasında da finansal varlıklar, krediler ve mevduatların GSYİH'ya oranının hızla arttığını göstermektedir. Bu finansal genişlemeyle birlikte, finansal derinleşme de artmış, kredilerin varlıklara oranı 2004 ve 2013 yılları arasında yaklaşık olarak %34'ten %62'ye, aynı dönemde kredilerin mevduata oranı ise %64'ten %110'a yükselmiştir. İlgili literatürde 2001 krizi sonrası finansal alanda yaşanan gelişmeler bankaların kamu açıklarını finanse etmektense geleneksel finansal aracılık rollerine geri dönmelerinin bir göstergesi olarak yorumlanmıştır. Bankacılık sektörü faaliyetlerinde yaşanan yeni gelişmeleri göz ardı eden bu tarz yaklaşımlarda, genel olarak finansal aracılığın artmasının şirketlere daha çok kredi verilmesinden kaynaklandığı varsayımından yola çıkılmaktadır. Oysaki Türkiye'de 2001 sonrası dönemde finansal aracılık faaliyetindeki yaşanan artışın önemli

bir nedeni de bankaların giderek tüketici kredisi arzlarını artırmalarıdır. Kriz sonrası dönemde tüketici kredilerinde şirketlere açılan kredilerden daha yüksek bir büyüme performansı gözlenmiştir (Karaçimen, 2015, s. 185).

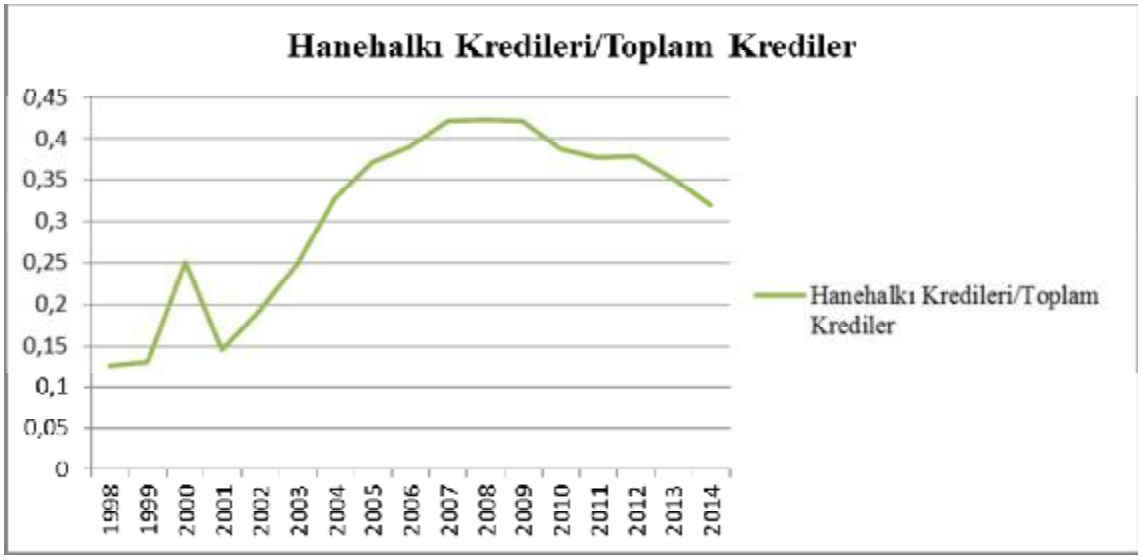
Tablo 12

Finansal Derinlik ve Aracılık Oranları (%), (2000-2013)

	Varlıklar/ GSYİH	**Krediler/ GSYİH**	**Mevduat/ GSYİH**	**Krediler/ Varlıklar**	**Krediler/ Mevduat**
2000	62,4	20,5	41,1	32,9	62,6
2001	69,3	17,1	48,8	24,6	35,0
2002	60,7	16,1	40,6	26,5	44,2
2003	54,9	15,4	35,4	28,0	51,0
2004	54,8	18,5	35,3	33,7	64,1
2005	61,2	23,6	39,1	38,6	70,9
2006	63,9	28,8	41,2	45,0	78,0
2007	65,7	32,9	41,8	50,0	86,2
2008	74,3	38,6	47,7	52,0	86,2
2009	83,8	40,0	53,2	47,7	77,1
2010	87,5	46,3	55,7	52,9	85,0
2011	89,4	51,2	53,9	57,2	98,1
2012	91,6	54,3	54,3	59,2	104,4
2013	104,7	65,0	60,4	62,1	109,9

Kaynak: Karaçimen (2015), 185

Bankaların tüketici kredileri ve kredi kartları kullanımını cazip hale getirmesinin sonucu hanehalkı borçlanmasındaki artış olmuştur. Hanehalkı borcunun hanehalkı harcanabilir gelirine oranı hızlı bir şekilde yükselmiştir. Gelirlerinin üzerinde harcama yapmaya özendirilen insanlar kendilerini borçlarını ödeyemez durumda bulmuşlardır. Faiz ödemeleri, hanehalkının harcanabilir gelirinden finansal sisteme akan doğrudan gelir aktarımının miktarını yansıtmaktadır. Aşağıdaki grafik hanehalkı kredilerinin toplam krediler içindeki payını göstermektedir. Hanehalkı kredilerinin toplam krediler içindeki payının 2000-2001 yıllarından itibaren çok ciddi bir yükseliş trendine sahip olduğu görülmektedir. Kriz dönemleri olan 2000-2001 ve 2007-2008 yıllarındaki artış ivmesi grafikten izlenebilmektedir.



Şekil 3. Hanehalkı kredilerinin toplam krediler içindeki payı (%)
Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu verilerinden elde edilmiştir.(www.bddk.org.tr, Erişim Tarihi: 09.09.2016).

Bankacılık sektörünün yeniden yapılanma sonrasında daha güçlü hale gelmesi, yabancı bankaları teşvik eden unsurlardan biri olmuştur. Türkiye bankacılık sektörü özellikle 2005'ten itibaren yabancı bankalar için cazip pazarlardan biri haline gelmiştir. Pazar potansiyelini varlıkların GSYİH'ya oranlarından izlemek mümkündür. 2007 yılı için AB ülkeleri ortalamasında varlıkların GSYİH'ya oranı %300 dolaylarında iken, Türkiye'de bu oran %76 gibi oldukça düşük bir düzeydedir. Yabancı bankalar faaliyetlerini yüksek potansiyele sahip tüketici pazarında yoğunlaştırırlarken, yerli bankalar da sanayi sektöründen ziyade hanehalkına yönelmişlerdir. Ev, otomobil, eğitim gibi tüketici kredilerinin arzı hızla yükselmiştir. Yerli bankalar yabancı bankalar karşısındaki rekabet güçlerini artırmak için, tüketici kredilerini çeşitlendirmek ve teknolojik yenilikler yapmak yoluna gitmişlerdir (Ergüneş, 2009, s. 317-318).

Türkiye ekonomisinin 2002 yılı ve sonrası performansı, kriz dönemi ve sonrası da dahil olmak üzere, genel olarak çok başarılı olarak değerlendirilmektedir. Özellikle 2002-2007 sırasında yaşanan görece yüksek büyüme, dünya krizi sırasında finansal bir çöküş yaşanmaması gibi gelişmeler bu gözlemi destekler niteliktedir. Ancak, aynı dönemde dünyanın değişik bölgelerinde ve farklı gelir gruplarındaki ülkelerde de benzer gelişmeler yaşandığı göz ardı edilmektedir.

Ekonomilerin performanslarını ve kırılganlıklarını ölçmek maksadıyla kullanılan, genel kabul görmüş temel makroekonomik göstergeler; büyüme, borçlanma dinamikleri, yatırım oranları, rezerv yeterlilikleri, cari açık, sermaye hareketlerinin

kompozisyonu, işsizlik oranı ve enflasyon olarak sıralanabilir (Benlialper v.d., 2016, s. 68). Bu değişkenlerde özellikle son dönem gelişmeleri hiç de iç açıcı bir görüntü sunmamaktadır.

Bir ülke için en temel makroekonomik göstergelerin başında, kuşkusuz, milli gelirdeki büyüme gelmektedir. Bir ülkenin kalkınması, refah düzeyinin artması tek başına yeterli olmamakla birlikte, yurtiçi üretimin artmasına bağlıdır. 2002-2014 yılları arasında Türkiye ekonomisi yılda ortalama % 4,9 gibi bir oranla büyümüştür

İşsizlik oranı, Türkiye ekonomisinin sergilediği yüksek büyüme performansına ayak uyduramamış, 2002-2014 arasında yılda ortalama % 10,5 dolaylarında seyretmiştir. Yeldan (2010)'ın iddia ettiği gibi istihdam yaratmayan bir büyüme olgusu ortaya çıkmış, bir anlamda, istihdamın büyümeye olan duyarlılığı azalmıştır.

Enflasyon, bir ülkede alım gücünün istikrarı, gelecek dönem sözleşmelerinin oluşturulması, borçlanma ve kredi verme kararları açısından en kritik göstergelerden biridir (Benlialper v.d., 2016, s. 70). 2002-2014 ortalamasına göre tüketici fiyatlarıyla enflasyon oranı, % 12,7 olarak hesaplanmıştır. Bu durum enflasyon hedeflemesi stratejisinin çok uzağında gerçekleşmiştir.

Yatırım oranları da bir ülke için önemli bir makroekonomik değişkendir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için, makine/teçhizata ve teknolojik gelişime yapılan yatırımlar, gelişmiş ülkelerdeki üretkenlik ve refah seviyesine ulaşmak açısından hayati önemdedir. Yatırımlar konusunda, Türkiye, genel olarak parlak bir tablo çizmemektedir ve 2002-2014 dönemi de bu açıdan bir istisna değildir. Dönem boyunca % 20'ler seviyesinde bir yatırım oranında kalan Türkiye, özellikle Asya ülkelerinin domine ettiği yüksek yatırım oranına sahip gelişmekte olan ülkelerin çok gerisindedir (Benlialper v.d., 2016, s. 70).

Borçlanma dinamikleri ekonomik kırılganlığın tespitinde önemli yer tutmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için ise daha hayati olan borçlanma şekli dış borçlardır. Kamunun ve özel sektörün dış dünyaya olan borcunun toplamının milli gelire oranı, Türkiye için 2002'den 2005 yılına kadar % 56'dan % 36'ya düşerek hızlı ve olumlu değişim sergilemişse de, sonraki dönemde tekrar yükselerek % 40 ile 45 aralığında dalgalanmış ve son olarak 2013 yılında 2003 yılındaki değerine geri dönerek % 47 olmuştur.

Döviz rezervleri de dışsal şokların çok yaygın olduğu ve gelişmekte olan ülkelerin kendi parası cinsinden borcunu ödeyemediği bir dünyada dayanıklılık göstergesi olarak düşünülmektedir. Döviz kurundaki aşırı dalgalanmalara karşı

koymak, olası sermaye kaçışları durumunda yerli paranın değerini korumak, dış borçlarının çevrilemediği ya da ödenemediği durumlarda devreye girebilmek için yüksek rezerv varlığına sahip olmak krizlere karşı dayanıklılık açısından hayati öneme sahiptir. Rezervler finansal akımların yavaşladığı veya tersine döndüğü dönemlerde özellikle cari açık veren ülkelerde kısa dönemli borçların zamanında ödenmesi için hayati önem taşımaktadır. 2002-2014 arasında, bütün ara dönemler de dâhil olmak üzere Türkiye'nin rezerv varlıklarının yurtiçi hasılaya oranı yaklaşık olarak %10-12 dolaylarındadır. Bir yıl veya daha kısa-vadeli dış borçların rezervlere oranına baktığımızda ise, 2002- 2007 ve 2008-2009 arası bu oran % 67-68 dolaylarında iken 2010-2013 arası % 91'e çıkmıştır (Benlialper v.d., 2016, s. 72).

Cari denge, genel olarak iki açıdan önemli bir göstergedir. Birincisi, ülkenin yaptığı net ihracatı yansıtıyor olduğundan, o ülkenin uluslararası alandaki rekabetçiliğini gösterir. Cari denge, ikinci olarak da, dış borcun gidişatını belirleyen bir faktör olarak önemlidir. Ekonomik büyümenin yavaşladığı dönemlerde cari dengenin genellikle toparlanması beklenir ve Türkiye'de 2001 ve önceki kriz yıllarında cari fazlalar verilmiştir; fakat, Türkiye 2002 ve sonrası dönemde kriz yılı olan 2009 yılı dâhil hiçbir yıl cari fazla vermemiştir. Bu kadar büyük bir cari açığın yıllar yılı devam etmesi, biriktirdiği ve getireceği tehlikeler bir yana, Türkiye ekonomisinde ciddi yapısal bozukluklar olduğu anlamına gelmektedir (Benlialper v.d., 2016, s. 73-74).

Tablo 13 ve Tablo 14'te verilen IMF'in finansal sağlamlık göstergelerine göre, Türkiye'nin sermaye yeterlilik rasyosunun ortalama olarak %15'ler civarında olduğu ve bankacılık sektörünün sağlamlığının yıllar itibariyle düştüğü görülmektedir. Türkiye'nin sermaye yeterlilik rasyosuna göre sağlamlığının seçili diğer ülkelerle mukayeseli incelemesi yapıldığında ise, Arjantin, Brezilya, Hindistan, Malezya ve Peru gibi Dünya Bankası ülke sınıflandırmasına göre orta gelir grubu içinde yer alan ülkelerden Brezilya ve Malezya'ya göre görece kötü, Arjantin, Peru ve özellikle Hindistan'a göre görece iyi olduğu söylenebilir. Türkiye'nin sermaye yeterlilik rasyosunun görece yüksek seyretmesine rağmen, sistemik önemli bankalar için ek sermaye yükümlülüklerinin devreye girecek olması, Basel III kurallarına tam uyumun sermaye yeterliliği üzerindeki etkisi ve karlılık beklentisinin düşük seyretmesi nedeniyle sermaye yeterliliğinin gerilemeye devam etmesi beklenmektedir. Yunanistan'ın sermaye yeterlilik rasyosunun son iki çeyrekte toparlanma içerisine girdiği, öncesinde düşük seyrettiği görülmektedir. Portekiz'in sermaye yeterlilik rasyosu ise ortalama %13'ler seviyesinde seyrederek seçili ülke grubu içindeki en düşük gelir düzeyine sahip olan Hindistan'la paralel

hareket ettiği anlaşılmaktadır. Polonya'nın sermaye yeterlilik rasyosu Malezya ile benzerlik göstermekte ve seçili ülke grubu içindeki gelir düzeyi en yüksek olan Danimarka'nın sermaye yeterlilik rasyosu ise, istikrarlı bir şekilde güçlü kalmaya devam etmektedir.

Türkiye'de ortalama %3'ler seviyesinde bulunan takipteki alacakların toplam kredilere oranı ise; Arjantin ve Malezya'ya göre göreli kötü, Brezilya, Hindistan ve Peru'ya göre göreli iyi seyrettiği söylenebilir. Polonya ve Danimarka'nın takipteki alacaklarının toplam kredilere oranı Hindistan dışındaki diğer orta gelir grubu ülkelerle kıyaslandığında göreli yüksek seyretmektedir. Burada en dikkat çekici husus, Portekiz ve özellikle Yunanistan'ın durumudur. Bu ülkelerde takipteki alacakların toplam kredilere oranı hem sürekli artış trendine sahip hem de çok yüksek seviyelerde gerçekleşmektedir. Özellikle Yunanistan'da ortalama % 30-35'lerde seyreden takipteki alacakların toplam kredilere oranı bu ülkenin çok ciddi borç ödeyememe durumu ile karşı karşıya olduğunu göstermektedir.

Tablo 13

Seçilmiş Ülkeler Sermaye Yeterlilik Rasyosu

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Türkiye	17,4	16,3	15,7	15,3	15,7	16,3	15,9	16,3	15,5	15,4	14,6	15,6	15,5
Arjantin	14,3	14,2	13,3	13,6	13,5	14,1	14,4	14,7	14,9	14,7	14,5	13,3	15,9
Brezilya	17,0	16,9	17,1	16,1	15,4	15,5	16,5	16,7	15,5	16,3	15,5	16,4	16,2
Hindistan	13,6	13,3	12,6	12,3	12,9	12,6	12,7	12,5	12,8	12,6	12,9	12,7	13,2
Malezya	14,7	14,3	14,7	14,6	14,6	14,5	15,7	15,4	15,3	15,5	15,0	16,3	16,7
Peru	14,8	14,8	14,0	13,9	14,6	14,4	14,7	14,2	14,5	14,4	14,3	14,3	14,6
Yunanistan	10,7	11,6	11,7	13,5	15,7	16,2	15,4	14,1	12,7	10,3	11,2	16,5	16,2
Portekiz	13,0	13,1	13,4	13,3	12,3	12,0	13,0	12,3	12,0	12,5	12,5	13,3	13,0
Polonya	15,4	15,2	15,7	15,7	14,6	14,8	14,9	14,7	14,9	15,3	15,6	16,0	16,7
Danimarka	19,0	20,0	18,3	19,2	17,7	18,0	18,3	18,2	17,8	18,3	19,1	19,6	19,7

Kaynak: IMF, Financial Soundness Indicators,2016

Tablo 14

Seçilmiş Ülkeler Takipteki Alacaklar/Toplam Krediler

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
Türkiye	2,8	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,7	2,7	2,8	2,8	3,0	3,2
Arjantin	1,8	1,9	1,8	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8
Brezilya	3,4	3,2	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	3,3	3,6
Hindistan	3,2	3,6	3,8	4,0	3,8	4,0	4,1	4,3	4,2	4,6	4,8	5,9	7,4
Malezya	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Peru	3,4	3,5	3,5	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,0	3,9	4,1
Yunanistan	27,9	29,4	31,3	31,9	33,5	34,2	34,3	33,8	34,4	33,4	34,7	36,6	37,0
Portekiz	10,4	10,6	11,2	10,6	10,8	10,8	11,2	11,9	12,3	12,6	12,8	11,9	12,2
Polonya	5,2	5,2	5,0	5,0	4,9	4,8	4,9	4,8	4,7	4,7	4,7	4,3	4,4
Danimarka	4,7	5,2	4,8	4,6	4,8	4,5	4,5	4,4	4,4	4,4	4,3	3,6	3,4

Kaynak: IMF, Financial Soundness Indicators,2016

Tüketici kredileri ve kredi kartlarıyla ilgili sorunlar, borçlarını ödeyemeyenlerin sayısındaki artışla beraber giderek ön plana çıkmaktadır. Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi istatistiklerine göre bireysel kredi borcunu ödememiş kişi sayısı hızla artarak 2013 yılı itibariyle 644 bine, bireysel kredi kartı borcunu ödememiş kişi sayısı ise 915 bine ulaşmıştır. Özellikle 2008 krizinden sonra takibe dönüşen kredilerin toplam kredilere oranındaki hızlı artış dikkat çekicidir. Alt gruplara göre takibe dönüşüm oranlarını gösteren aşağıdaki tabloya göre, 2001 yılı sonrasında düşüş eğiliminde olan takibe dönüşüm oranı, özellikle kredi kartlarında 2008 krizinin etkilerinin Türkiye'ye yansımasıyla birlikte 2009 yılında hızla yükselmiştir. Her ne kadar 2008 küresel krizi bankacılık sektörünü görece yüksek sermaye yeterlilik oranlarının da etkisiyle çok etkilememiş olsa da krizin üretken sektörde ciddi bir daralmaya neden olması ve beraberinde reel ücretlerde yaşanan düşüş ve artan işsizlik, kredi geri ödemelerini oldukça olumsuz etkilemiştir. Bu durum Türkiye'de yüksek hanehalkı borcunun iç ve dış gelişmelere bağlı olarak hızlı bir şekilde sorun yaratacak bir olguya dönüşebileceğini göstermesi açısından önemlidir.

Tablo 15

Alt Gruplara Göre Takibe Dönüşüm Oranları (2002-2013)

	2002	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Toplam Kredi	21,2	11,5	6,0	4,7	3,7	3,5	3,7	5,3	3,7	3,7	2,9	2,8
Tüketici Kredileri	2,9	1,7	0,8	0,7	0,9	1,5	2,6	4,5	2,9	1,9	2,2	2,0
Kredi Kartları	5,1	3,8	4,6	7,8	8,0	6,8	7,0	11,6	8,7	6,2	5,3	5,7

Kaynak: Karaçimen (2015, s. 180).

Palley (2007)'e göre tüketiciler, 1960'lardan itibaren giderek banka ve finans sisteminin içine belli kaygılarla çekilmiştir. Yeni finansal ürünlerin kullanımı, özellikle kredi kartları, tüketici kredileri, mortgage bazlı ürünler, POS'lar, ATM'ler ve diğerleri tüketicileri finans sisteminin içine itmiştir. Keza, şirketler de üretim bazlı faaliyetlerden daha çok finans bazlı faaliyetlerle kârlarını artırmaya başlamışlardır. Bankalararası Kart Merkezi'nin (BKM) 2015 yılı verilerine göre, banka kartı ve kredi

kartı ile yapılan işlem hacmi 1.041 milyar TL (352 milyar dolar), GSYİH'ya oranı ise % 53 olmuştur. Sadece kredi kartları ile yapılan işlem hacminin artış hızı %15'tir.

Bütün bu gelişmeler neticesinde, daha fazla neo-liberalizm anlayışı Türkiye ekonomisi için hala geçerlidir. Dünya ekonomisindeki durgunluk ihtimali ve Türkiye ekonomisinin kırılganlıkları, yeni bir istikrarsız döneme sürüklendiğimize işaret etmektedir.

BÖLÜM VI

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK HİPOTEZİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE UYGULANMASI

6.1. Türkiye Ekonomisinde Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin VAR Modeli İle Analiz Edilmesi

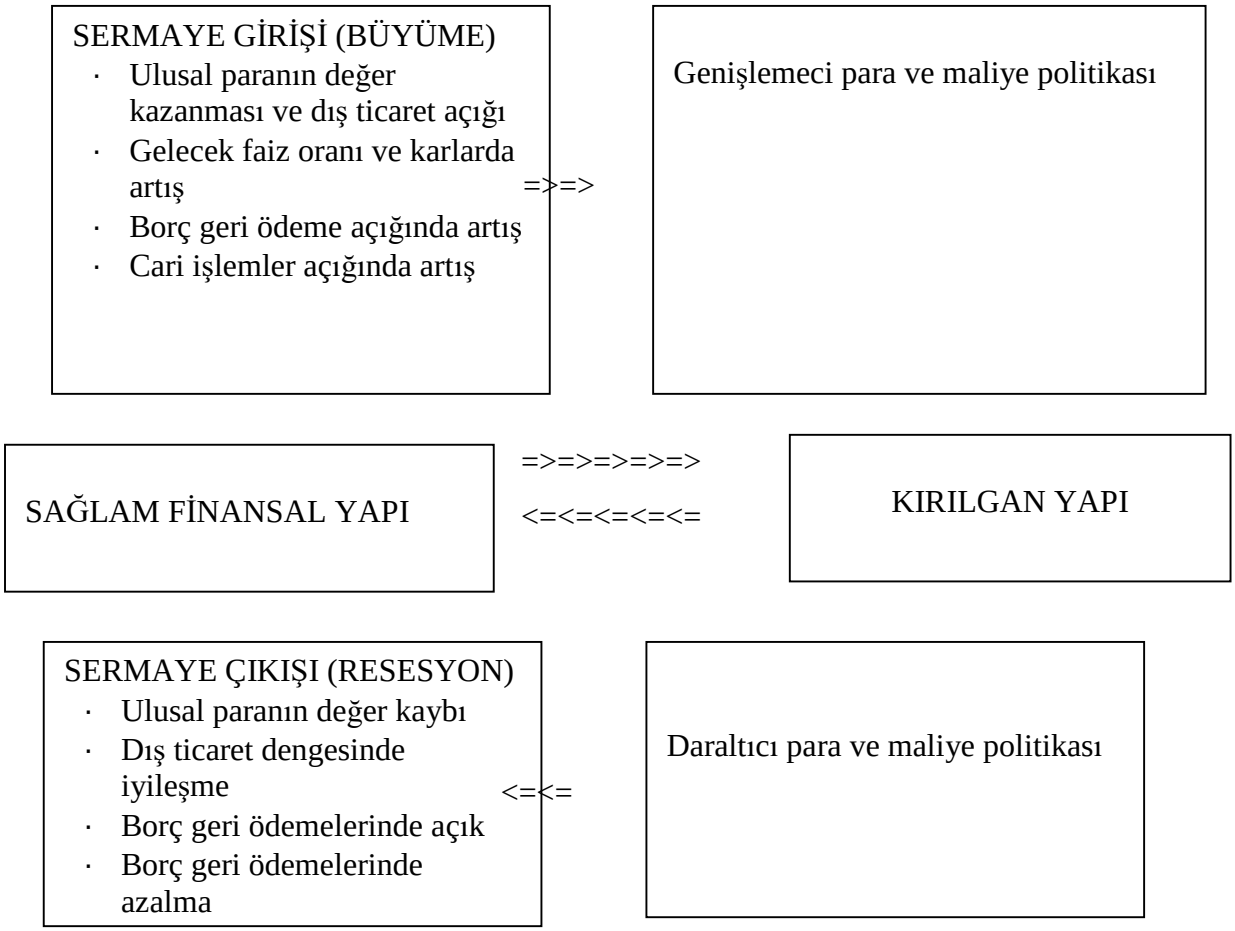
Minskyen finansal kırılganlık yaklaşımına göre finansal krizler kapitalist bir ekonominin kırılganlığı ve istikrarsızlığından kaynaklanmaktadır. Çünkü kapitalist bir ekonomi doğası gereği krize eğilimli, istikrarsız ve kırılgan finansal yapılara dönüşmektedir. Kapitalist bir ekonomide finansman-harcama ilişkisi, istikrarsızlığı artırmanın ötesinde, bizatihi istikrarsızlığın kaynağıdır. Borç birikimi, aşırı borçluluk, finansal kırılganlık, borç deflasyonu ve sistemik risk gibi kavramlar finansal kırılganlık yaklaşımının temel unsurlarıdır. İktisadi konjonktürün genişleme döneminde, banka kredilerindeki artış ve finans dışı sektördeki borç birikimi bankaların kredi riskini ve bunun sonucunda finansal sektördeki finansal kırılganlığı arttırmakta; finansal kırılganlık da istikrarsızlık yaratarak, sistemik risk ile finansal kriz riskini arttırmaktadır. Dolayısıyla, Minskyen finansal kırılganlık yaklaşımına göre bir finansal kriz esas olarak kredi patlamasından kaynaklanmaktadır.

Minskyen finansal kırılganlık yaklaşımına göre kapalı ekonomilerin büyüme dinamiği, firmaların yatırımlarını artırmak için gittikçe daha fazla borçlanmalarına neden olmaktadır. Ekonomik dalgalanmalar ve finansal krizler, büyük ölçüde firmaların yatırımlarını finanse etme biçimlerinden kaynaklanmaktadır. Özellikle kısa vadeli spekülatif finansmanın ağırlık kazandığı ekonomik büyüme dönemlerinde finansal kırılganlık artmaya başlamakta ve finansal kriz için gerekli koşullar oluşmaktadır.

Finansal kırılganlık yaklaşımı; finansal sistemin sağlam bir yapıdan (güvenli finansman), kırılgan bir yapıya (spekülatif ve Ponzi) dönüşmesini ve böylece finansal krizin ortaya çıkmasını şu şekilde açıklar: sistemin içinde veya dışsal olarak ortaya çıkan bir şok varlık fiyatlarının gelecekteki beklenen değerleri hakkında mevcut bekleyişleri etkileme potansiyeline sahiptir. Gelecekle ilgili iyimser bekleyişler krediyle finanse edilen varlık fiyatlarında ciddi yükselmelere neden olacaktır. Borçlanma oranı arttıkça finansal sistemin yapısı, sistemik riske neden olacak şekilde güvenli finansmandan spekülatif ve Ponzi finansmana dönüşecektir. Varlık fiyatlarındaki ansızın bir çöküş likidite krizine ve finansal kurumların çökmesine neden olacaktır.

Finansal kurumların çökmesi firmaların üretimi finanse edecek kredi miktarını sınırlandırarak, üretim ve istihdam üzerinde reel etkiye sahip olacaktır.

Minsky'nin kapalı ekonomiler için geliştirdiği finansal kriz modeline dayanan Post Keynesyen yaklaşım son dönemlerde gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin yaygınlaşmasıyla, dışa açık gelişmekte olan kapitalist ekonomileri de kapsayacak şekilde geliştirilmiştir. Dışa açık ekonomiler üzerinden yapılan çalışmalar finansal krizlere yol açan nedenler bakımından farklılık arz etse de, bu çalışmalar, Minskyen finansal kırılganlık yaklaşımı ile yakın zamanlardaki finansal krizler arasındaki benzerliği teorik ve ampirik olarak desteklemektedir. Bu konuda geniş bir literatür vardır. Dymski (1999), Arestis ve Glickman (2002), De Paula ve Alves (2000), Alves, Ferrari ve De Paula (1999), Kregel (1998), Wolfson (2000-2002), Foley (2003), ve Felix (1999)'un çalışmaları örnek olarak gösterilebilir. Açık bir ekonomide Post Keynesyen finansal kırılganlık mekanizmasının işleyişi şu şekilde gösterilebilir:



Şekil 4. Açık ekonomilerde post keynesyen finansal kırılganlık mekanizmasının işleyiş şeması

Kaynak: Jessua (2002); Akt. Işık (2004).

Dymski (1999), dışa açık gelişmiş veya gelişmekte olan bir ekonomide ülkeye giren büyük sermaye akımlarını üretken yatırımlara dönüştürebilecek kurumsal mekanizmalar yetersizse, bunun ekonomide dengesizliğe neden olacağını ileri sürmektedir. Büyük sermaye akımlarının üretken yatırımlar yerine, spekülatif yatırımlara dönüşmesi, finansal varlık fiyatlarının aşırı derecede artmasına neden olmaktadır. Dymsky'e göre finansal varlık piyasasındaki bu aşırı fiyat artışları, ekonomideki aşırı genişleme döneminde firmaların finansman yapılarındaki değişmeden kaynaklanan temel istikrarsızlık nedeni dışında yeni bir Minskyen kriz nedenidir. Finansal kriz, finansal yatırımcıların piyasayla ilgili güvenlerindeki azalma sonucu ülkeye giren sermayenin yavaşlaması veya tersine dönmesiyle patlak vermektedir. Sermaye hareketlerinin yavaşlaması veya tersine dönmesi finansal varlık piyasasının çökmesine ve böylece zayıflayan döviz kuru ile borç deflasyonuna neden olmaktadır. Dymsky'e göre finansal krizler büyük ölçüde gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarını üretken yatırımlara yöneltecek kurumsal mekanizmaların yetersiz olması durumunda ortaya çıkmaktadır.

Daha önce de izah edildiği gibi Boratav (2015)'e göre, sermaye hareketlerinin serbestleştiği 1989 sonrasında, IMF denetimindeki Türkiye ekonomisinde kısa dönemli genişleme sürecinin lokomotifinin ulusal ekonomi kaynaklı olma olanağı azalmıştır. Bu dönemde büyümeyi hızlandırmak için genişleyici maliye politikaları uygulanmaktadır. Kamu politikalarından kaynaklanmayan genişleme sürecini başlatan en etkili değişken yabancı kökenli sermaye girişidir. Yabancı sermaye girişi, her koşulda talep genişlemesine yol açan bir süreç başlatır. Böylece başlayan talep genişlemesi (kısa dönemli büyüme), dış ticaret dengesinden başlayarak cari işlem açıklarını artırır. 1989 sonrasında genişleme konjonktürü içerisindeyken Türkiye ekonomisinin kısa dönemli uyum mekanizmasının işleyiş zinciri şöyledir:

"Otonom sermaye girişleri → İç talep genişlemesi → Reel büyüme (atıl kapasitede) İthalat → Cari Açık (belli oranlarda dış borçlanma)".

Tam da bu noktada söz konusu zincirin Türkiye ekonomisinde yarattığı etkinin test edilmesi mümkündür.

Bu çalışmada Türkiye ekonomisinin istikrarsızlığa sürüklenme sürecinin analizi için oluşturduğumuz modelde hem Türkiye ekonomisinin kendine özgü dinamikleri dikkate alınmış, hem de Dymsky'nin çerçevesini oluşturduğu yöntem takip edilmiştir.

Modelde kullandığımız değişkenler; GSYİH büyüme oranı, mevduat bankaları yurtiçi kredi hacminin GSYİH'ya oranı, yurtiçinde yerleşik hanehalkı tüketim

harcamalarının GSYİH'ye oranı, gayri safi sermaye oluşumunun GSYİH'ya oranı, cari işlemler dengesinin GSYİH'ya oranı ve yabancı kökenli sıcak para akımlarının GSYİH'ya oranı değişkenleridir. Minsky'nin finansal kırılganlık hipotezinin Türkiye ekonomisine uygulanmasında Türkiye ekonomisinin büyüme dinamiklerinin önemli faktörleri olan yabancı sermaye girişleri (özellikle de yabancı kökenli, kısa vadeli sıcak para akımları) ve cari işlemler açığı değişkenleri göz önüne alınarak model oluşturulmuştur. Ülkeye giren yabancı kökenli sıcak para akımları arttıkça banka mevduatları ve dolayısıyla bankaların verdiği krediler artmakta, bu durum tüketim ve yatırım harcamalarını teşvik etmektedir. Bu süreç ekonomik konjonktürün yükseliş aşamasını ifade etmekte ve ekonomik aktörlerin iyimser beklentiler içerisinde borçlanma ve borç verme istekliliğinin arttığı bir ortamı oluşturmaktadır. Bu iyimser beklenti aşaması bir sonraki kırılganlık veya kriz döneminin tohumlarını atmış olmaktadır. Benzer şekilde Türkiye ekonomisine özgü büyüme dinamiklerinden bir diğeri olan cari işlemler dengesinin finansal kırılganlık olgusu üzerindeki etkilerinin de yine Minskyen analiz çerçevesinde değerlendirilmesinin uygun olacağı düşünülmüştür.

Bu çalışmada analize tabi tutulan dönem 1998Q2-2016Q1 dönemidir. Bu dönemin tercih edilmesinin sebebi, Türkiye ekonomisinde finansal derinleşme hareketlerinin esas olarak 1998 yılında IMF ile yapılan "Yakın İzleme Anlaşması" sonrasında hız kazandığının düşünülmesidir. 1998 yılı, tıpkı Türkiye ekonomisinin liberalleşme ve kapitalist ekonomiye geçiş sürecini temsil eden 24 Ocak 1980 ya da Türkiye'nin sermaye hareketlerine tam serbestlik tanınan Ağustos 1989 tarihleri gibi, yakın iktisadi tarihimizde önemli bir dönemeçtir. Yeldan (2013)'e göre "1998 yılında Türkiye artık IMF, Dünya Bankası (DB), Dünya Ticaret Örgütü ve uluslararası finans ve derecelendirme kuruluşlarının denetim ve gözetiminde ekonomik ve siyasal kurumlarını neo-liberal koşullandırmaların biçimlendirmesini kabullenmiş ve uluslararası işbölümünde kendisine biçilen yeni rolü üstlenmiştir. Bu rolün ana özelliklerini şu şekilde özetleyebiliriz:

- "Uluslararası ve yerli finans sermayesine sermaye hareketleri üzerine sınırsız serbestlik güvencesi sağlayarak yüksek finansal getiri sunmak;
- Üretimde ithal girdi kullanma ve ithal mal tüketme eğiliminin kuvvetlenmesine izin vererek finansmanı esas itibariyle spekülatif sermaye tarafından sağlanan bir ucuz ithalat cennetine dönüştürmek."

Tüm bu gelişmeler, seçilen dönemin finansallaşma anlamında yaşanan ilerlemeyi içermesi nedeniyle tercih edildiğini ortaya koymaktadır.

Minsky'nin finansal kırılganlık hipotezinin Türkiye ekonomisine uygulanmasında değişkenlerin aşamalı olarak birbirleri üzerindeki etkilerini göstermesi nedeniyle VAR modeli kullanılması uygun görülmüştür. VAR analizi sonucu elde edilen etki-tepki fonksiyonları ile değişkenlerden birine gelen bir şokun diğer değişkenler üzerinde oluşturduğu tepkiler izlenebilecektir.

Ekonometrik Yöntem: Var Modeli: İktisadi ilişkiler arasındaki etkileşimin karmaşıklığı ve çok yönlülüğü, eş anlı denklem sistemlerinin kullanılmasını zorunlu hale getirmektedir. Eşanlı ya da yapısal denklem modellerinde, bazı değişkenler içsel, bazıları da dışsal ya da önceden (dışsal artı gecikmeli içsel) belirlenmiş olarak alınır. Böyle modelleri tahmin etmeden önce, modeldeki denklemlerin (ya tam ya da aşırı) belirlenmiş olması gerekir. Bu belirlenme de sıklıkla önceden belirlenmiş değişkenlerin bazılarının yalnız bazı denklemlerde bulunduğu varsayılarak yapılır. Bu karar çoğunlukla öznel olur ve Christopher Sims (1980) tarafından ciddi biçimde eleştirilmiştir. Sims'e göre bir değişken takımı arasında gerçekten eşanlılık varsa, hepsi eşit biçimde ele alınmalıdır; içsel ve dışsal değişkenler arasında önsel bir ayırım yapılmamalıdır (Gujarati, 2010, 746-747). Eş anlı denklem sistemlerinin içerdiği bu karmaşık tablonun çözümüne yönelik olarak Sims tarafından geliştirilen Vektör Otoregresif Modeller (VAR) ile söz konusu sorun ortadan kaldırılmaktadır. Bir VAR modeli, tek değişkenli otoregresyonu, çoklu zaman serisi değişkenlerine genişletmekte ve bir anlamda bu tek değişkenli otoregresyonu zaman serisi değişkenleri "vektörü" haline getirerek genişletmektedir (Stock ve Watson, 2011, s. 646).

VAR modelleri, yapısal modele herhangi bir kısıtlama getirmeksizin dinamik ilişkileri verilebildiği için zaman serileri açısından sıklıkla tercih edilmektedir (Keating, 1990, 453-454). Model, herhangi bir iktisat teorisinden yola çıkarak, değişkenlerin içsel–dışsal ayrımını gerektirmediği için, bu yönüyle eş anlı denklem sistemlerinden ayrılmaktadır. Ayrıca VAR modellerinde bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin yer alması, geleceğe yönelik güçlü tahminlerin yapılmasını da mümkün kılmaktadır (Kumar, Leona ve Gaskins, 1995, s. 365).

Bir VAR modeli k tane serinin gecikmeli değerlerinin açıklatıcı değişkenleri oluşturduğu k tane zaman serisi regresyonlarının bir kümesidir. Bir VAR modeli tek değişkenli otoregresyonu zaman serisi değişkenlerinin bir vektörüne genişletir. Denklemlerin her biri için gecikme uzunluğunun p'ye eşit ve aynı olduğu denklemler

sistemi VAR(p) olarak adlandırılır. İki zaman serisi değişkeni Y_t ve X_t olduğunda, VAR(p) iki denklemden oluşur (Stock ve Watson, 2011, s. 647):

$$Y_t = \beta_{10} + \beta_{11}Y_{t-1} + \ldots\ldots + \beta_{1p}Y_{t-p} + \gamma_{11}X_{t-1} + \ldots\ldots. + \gamma_{1p}X_{t-p} + u_{1t}$$
$$X_t = \beta_{20} + \beta_{21}Y_{t-1} + \ldots\ldots + \beta_{2p}Y_{t-p} + \gamma_{21}X_{t-1} + \ldots\ldots. + \gamma_{2p}X_{t-p} + u_{2t}$$

Burada, β'lar ve γ'lar bilinmeyen katsayılar, ve u_{1t} ve u_{2t} ise ortalaması sıfır, kendi gecikmeli değerleriyle olan kovaryansları sıfır ve varyansları sabit, normal dağılıma sahip, rassal hata terimleridir. VAR modelinde hataların kendi gecikmeli değerleriyle ilişkisiz olması varsayımı, modele herhangi bir kısıt getirmemektedir. Çünkü değişkenlerin gecikme uzunluğunun artırılmasıyla otokorelasyon sorunu ortadan kaldırılabilmektedir. Hataların, zamanın belli bir noktasında birbiriyle ilişkili olması durumunda yani aralarındaki korelasyonun sıfırdan farklı olması durumunda ise, hatalardan birindeki değişim, zamanın belli bir noktasında diğerini etkilemektedir. Ayrıca hata terimleri, modelin sağındaki tüm değişkenlerle ilişkisizdir. Modelin sağ tarafında, sadece içsel değişkenlerin gecikmeli değerleri yer aldığı için, eşanlılık sorunuyla karşılaşılmamaktadır. VAR varsayımları her bir eşitliğe uygulanan zaman serisi varsayımlarıdır. Bir VAR'ın katsayıları her bir eşitliğin OLS ile tahmin edilmesiyle elde edilir (Özgen ve Güloğlu, 2004, s. 96).

Değişkenler arasındaki ilişkilerin VAR modeli ile ortaya konması için uygulanacak VAR modeli aşamaları şöyledir:

- Modele dâhil edilecek bütün değişkenlere ilişkin durağanlığın, birim kök testleri ile araştırılması,
- Optimal gecikme uzunluğunun (otokorelasyonu ortadan kaldıracak) bilgi kriterleri kullanılarak tespit edilmesi,
- Değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkilerinin koentegrasyon ve Granger nedensellik testleri ile belirlenmesi,
- VAR modelinin tahmin edilerek, yapısal testlerin gerçekleştirilmesi,
- Değişkenler arasındaki aktarım mekanizmalarının tespit edilmesini sağlayan etki-tepki fonksiyonlarının elde edilmesi,

Veri Seti ve Bulgular: Türkiye ekonomisinde finansal istikrarsızlığın varlığının tespit edilmesi amacıyla, VAR modeli üç aylık verilerle 1998Q2-2016Q1 dönemi için tahmin edilmiştir. Kullanılan veriler; GSYİH büyüme oranı (GRR), Mevduat Bankaları Yurtiçi Kredi hacminin GSYİH'ya oranı (CRTSA), Yurtiçinde Yerleşik Hanehalkı Tüketim Harcamalarının GSYİH'ye oranı (CONSSA), Gayri Safi Sermaye Oluşumunun GSYİH'ya oranı (INSSA), Cari İşlemler Dengesinin GSYİH'ya oranı (CABSA) ve Yabancı Kökenli Sıcak Para Akımlarının GSYİH'ya oranı (YABSA)'dır[1]. Verilerin tamamı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'den elde edilmiştir. Tüm seriler Moving Average Method'a göre mevsimsellikten arındırılmıştır.

Çalışmanın ilk aşamasında ele alınan zaman serilerinin karakteristiklerinin belirlenmesi amacı ile birim kök testleri uygulanmıştır. Bu amaçla Augmented Dickey Fuller (ADF), Phillips-Perron (1988) ve Kwiatkowski- Phillips-Schmidt-Shin (1992) (KPSS) birim kök sınamaları uygulanmıştır.

Tablo 16

ADF Birim Kök Test Sonuçları

	ADF							
	Model A			Model B			Model C	
Seriler	k	ρ	ϕ_3	k	ρ	ϕ_1	k	ρ
CRTSA	6	-2.163899	5.313458	4	0.031777	1.250629	4	1.166820
CONSSA	4	-2.435900	3.708668	4	-2.588826	3.352408	3	0.112824
CABSA	1	-3.167684	5.162487	1	-2.563955	3.311422	1	-1.315817
INVSSA	1	-3.181728*	5.346855	1	-2.880026*	4.173000*	1	-0.489180
YABSA	1	-4.736895***	11.23116***	1	-4.739579***	11.26122***	1	-3.590802***
GRR	1	-3.812228**	7.300415**	1	-3.837597**	7.384354***	1	-2.830287***

Tabloda ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde boş hipotezin kabul edilemediğini göstermektedir. ϕ_3 ve ϕ_1 testlerinde kullanılan kritik değerler Hamilton (1994)'dan alınmıştır

1 Yabancı Kökenli Sıcak Para Akımlarının GSYİH oranı (YABSA) serisi ödemeler dengesi III-2.2.1, III 2.2.2.2.1, III 3.2.2.4.1 ve III 3.3.2.2.1 kalemlerinin toplamı olarak hesaplanmıştır.

Tablo 16 seçilen zaman serilerine ilişkin ADF birim kök testi sınamasının sonuçlarını göstermektedir. ADF birim kök testi 3 model üzerinden yapılmıştır. Bu modeller aşağıda belirtilmiştir.

Model A: $\Delta Y_t = \phi_1 + \rho Y_{t-1} + \phi_3 t + \sum_{i=1}^{m} \alpha_i \Delta Y_{t-i} + u_t$

Model B: $\Delta Y_t = \phi_1 + \rho Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{m} \alpha_i \Delta Y_{t-i} + u_t$

Model C: $\Delta Y_t = \rho Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{m} \alpha_i \Delta Y_{t-i} + u_t$

Sınamaya en geniş model olan ve deterministik bir trend bileşeni ve sabit terim içeren Model A ile başlanmıştır. Sınamada öncelikle tabloda ρ ile gösterilen otoregresif terimin sıfıra eşit olduğunu yani serinin birim kök içerdiğini iddia eden boş hipotez sınanmıştır. Sınamada kullanılan ve modellerin hata teriminde görülecek olası otokorelasyon problemini ortadan kaldırmak için eklenen gecikme terimleri (k) Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir. Bu bilgi kriterinin sıfır gecikme önermesi durumunda ise en az bir gecikme modellere eklenmiştir. Bu boş hipotezin reddedilememesi durumunda ise birim kök varlığı altında deterministik trend katsayısının sıfıra eşit olduğunu iddia eden ve tabloda ϕ_3 ile gösterilen hipotez sınamasına geçilmiştir. Başka bir anlatımla, bu aşamada ρ=0 ve $\phi_3 = 0$ hipotezi eşanlı olarak sınanmıştır. F dağılımı gösteren test istatistiğinin karşılaştırıldığı kritik değerler Hamilton (1994)'dan alınmıştır. Serinin birim kök içerdiği varsayımı altında trendin sıfıra eşit olduğunu iddia eden bu hipotezin reddedilememesi durumunda modelden trend düşürülmüş ve Model B ile ADF birim kök sınamasına devam edilmiştir. Model B üzerinden birim kök sınamasında da yukarıda anlatılan süreç sabit terim için izlenmiş ve ρ=0 ve $\phi_1 = 0$ hipotezinin reddedilememesi durumunda modelden sabit terim düşürülerek Model C'ye geçilmiştir.

Bu bilgiler ışığında yapılan ADF birim kök testi sonuçlarına göre CRTSA ile gösterilen ve mevduat bankaları kredi hacminin GSYİH'ye oranını ifade eden değişken Model A'ya göre birim kök içermektedir. Daha açık bir ifade ile CRTSA değişkeni için hesaplanmış test istatisiği ρ -2,16 değeri ile seride birim kök olduğunu iddia eden boş hipotezi yaygın olarak kullanılan herhangi bir anlamlılık düzeyinde reddedememektedir. İkinci olarak tabloda ϕ_3 ile gösterilmiş olan ρ=0 ve $\phi_3 = 0$ hipotezi test edilmiş ve bu hipotezin de herhangi bir geçerli anlamlılık düzeyinde reddedilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda modelden trend değişkeni çıkarılmış ve Model B'ye

geçilmiştir. Model B de genel olarak CRTSA değişkeninin birim kök içerdiği yönünde bulgulara işaret etmektedir. Model B'de de hesaplanmış olan ρ test istatistiği 0,03 değeri ile serinin birim köklü olduğunu iddia eden hipotezi reddedememektedir. Benzer olarak serinin birim köklü olduğu varsayımı altında modeldeki sabit terimin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olduğunu iddia eden ϕ_1 hipotezi reddedilememektedir. Bu bulgu ADF birim kök sınaması sürecinin ne bir sabit terimin ne de trend değişkeninin yer aldığı Model C üzerinden testin sürdürülmesi gerekliliğine işaret etmektedir. Model C üzerinden yapılan ADF birim kök sınamasında, hesaplanan test istatistiğinin 1,17 değeri ile seride birim kök olduğunu iddia eden hipotez reddedilememekte ve serinin birim kök içerdiği ve durağan olmadığı nihai sonucuna ulaşılmaktadır.

Yurt içinde yerleşik hanehalkı tüketim harcamalarının GSYİH'ye oranı (CONSSA) değişkeninin ADF birim kök testi sonuçları da serinin durağan olmadığını göstermektedir. Model A üzerinden yapılan ADF testine göre seride birim kökün varlığını sınamak için hesaplanmış olan test istatistiği ρ -2,44 değeri ile herhangi bir anlamlılık düzeyinde boş hipotezi reddedememektedir. Yine bu modelde birim kökün varlığı altında trend anlamsız bulunmuştur. Bu bilgiler ışığında ADF testi Model B üzerinden sürdürülmüştür. Model B'de ρ istatistiği -2,59 değeri ile birim kökün varlığını savunan boş hipotezi reddedememekte ve bu varsayım altında sabit terimin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olduğuna ilişkin yeterli ampirik kanıta ulaşılamadığını göstermektedir. Sınama sürecinin verdiği bilgiler doğrultusunda ele alınan Model C'de ise serinin birim köklü olduğunu iddia edilen boş hipotez hesaplanmış olan 0,11 test istatistiği ile reddedilememekte ve serinin birim kök içerdiği sonucuna ulaşılmaktadır.

Durağanlık durumu değerlendirilen bir diğer seri cari işlemler dengesinin GSYİH'ye oranı olan CABSA'dır. ADF birim kök sınaması sonuçlarına göre serinin birim kök içerdiğini savunan boş hipotez -3,17 test istatistiği ile herhangi bir anlamlılık düzeyinde reddedilememektedir. Yine Model B ve Model C de serinin durağan olmadığına yani birim kök içerdiği yönünde ampirik bulgulara işaret etmektedir.

Durağanlık durumu incelenen bir diğer seri ise gayri safi sabit sermaye oluşumunun GSYİH'ye oranı olan INVSSA'dır. Tablo 16'da verilen ADF birim kök testi sonuçlarına göre INVSSA serisi en geniş model olan Model A'da -3,18 olarak hesaplanmış olan test istatistiği değeri ile %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu bulunmuştur. Yine aynı değişken için Model B'de hesaplanmış test istatistiği -2,88 değeri ile değişkenin %10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 16'de YABSA olarak gösterilen yabancı kökenli sıcak para akımlarının GSYİH'ye oranı değişkeninin ADF birim kök test sonuçları Model A'ya göre -4,74 olarak hesaplanmış ve %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifade ile YABSA serisinin ADF birim kök sınaması sonuçlarına göre %99 güvenle durağan olduğu söylenebilmektedir. Bu bulgu Model B ve Model C için hesaplanmış olan sırası ile -4,74 ve -3,59 test istatistikleri ile de teyit edilmektedir.

Son olarak, GRR olarak gösterilen GSYİH'nın büyüme oranı değişkeninin ADF birim kök sınamasında Model A'da %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Model B ve Model C'de GRR için hesaplanan test istatistikleri de -3,84 ve -2,83 değerleri ile Model A'da bulunan sonuçlarla paralellik göstermektedir.

Tablo 17

PP ve KPSS Birim Kök Testleri

	PP						**KPSS**	
	Model A		Model B		Model C			
Seriler	Bandwith	ρ	Bandwith	ρ	Bandwith	ρ	η_τ	η_μ
CRTSA	10	-2.35	4	1.67	5	3.62	0.27***	1.02***
CONSSA	20	-6.07***	19	-6.21***	14	0.28	0.31***	0.34
CABSA	2	-3.09	3	-2.57	4	-1.23	0.11	0.76***
INVSSA	1	-3.46**	1	-3.20**	6	-0.67	0.07	0.16
YABSA	4	-6.37***	4	-6.33***	4	-5.29***	0.11	0.15
GRR	1	-3.45**	1	-3.44***	1	-2.70***	0.08	0.12

Tabloda ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde boş hipotezin kabul edilemediğini göstermektedir. Diğer testlerden farklı olarak KPSS testinde boş hipotez serinin durağan olduğu yönündedir.

Tablo 17'de serilere ilişkin PP ve KPSS birim kök sınaması sonuçları görülmektedir. PP birim kök testi yine 3 model üzerinden gerçekleştirilmiştir. PP birim kök testinde boş hipotez serinin birim kök içerdiği yönündedir. PP birim kök sınamasında bandwith olarak gösterilen bant genişliği seçimi Newey-West yöntemi ile belirlenmiştir. KPSS birim kök testi ise iki model üzerinden gerçekleştirilmiştir. Bu modellerden η_τ ve η_μ sırasıyla en geniş model olan ve hem sabit terim hem de trend değişkeni içeren model ile sadece sabit terim içeren modeli ifade etmektedir. Diğer birim kök testlerinden farklı olarak KPSS birim kök testinin boş hipotezi serinin durağan olduğu yönündedir.

CRTSA için yapılan PP birim kök sınaması sonuçları serinin tüm 3 modelde de -2,35, 1,67 ve 3,63 olarak hesaplanmış test istatistiği değerleri ile durağan olmadığı sonucunu göstermektedir. CRTSA serisi için ulaşılmış olan bu bulgu KPSS testi sonuçları ile de doğrulanmaktadır. KPSS birim kök testi sonuçlarına göre serinin durağan olduğunu iddia eden boş hipotez hem η_τ hem de η_μ modellerinde sırasıyla 0,27 ve 1,02 değerleri ile %1 anlamlılık düzeyinde reddedilebilmektedir.

CONSSA için yapılan PP birim kök sınamasına göre değişken en geniş model olan Model A'ya göre -6,07 test istatistiği değeri ile %1 anlamlılık düzeyinde durağan bulunmuştur. Bu bulgu sadece sabit terim içeren Model B için -6,21 olarak hesaplanmış olan test istatistiği ile de desteklenmektedir. CONSSA'ya ilişkin bu bulgular ADF birim kök testi sonuçları ile çelişmektedir. Bu belirsizliği ortadan kaldırmak amacı ile KPSS birim kök testinin en geniş modeli olan η_τ'nin test istatistiği dikkate alınmıştır. İlgili istatistik 0,31 değeri ile %1 anlamlılık düzeyinde serinin durağan olduğunu ileri süren boş hipotezi reddetmektedir. Bu bulgular doğrultusunda CONSSA serisinin durağan olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

CABSA serisine ilişkin PP birim kök sınaması her üç model için de serinin birim kök içerdiğine işaret etmektedir. CABSA serisi için PP birim kök testinde hesaplanan test istatistikleri Model A, Model B ve Model C için sırasıyla -3,09, -2,57 ve -1,23'tür. Hesaplanan bu test istatistikleri serinin birim kök içerdiğini iddia eden boş hipotezin reddedilememesi sonucunu doğurmaktadır. Aynı değişken için sabit terimli ve trendli KPSS birim kök testi ise, değişkenin düzeyde durağan olduğunu göstermektedir.

Durağanlık durumu değerlendirilen bir diğer seri olan INVSSA için yapılan PP testi sonuçları serinin Model A ve Model B'de %5 anlamlılık düzeyinde -3,47 ve -3,20 test istatistiği değerleri ile durağan bulunmuştur. Buna paralel olarak KPSS testi de her iki modelde ilgili serinin durağan olduğunu iddia eden boş hipotezi 0,06 ve 0,16 test istatistiği değerleri ile reddedememektedir.

Tablo 17'de sunulan PP birim kök testi sonuçlarına göre YABSA serisi her üç modelde de -6,37, -6,33 ve -5,29 test istatistiği değerleri ile %99 güvenle durağan bulunmuştur. Aynı sonuçlar KPSS birim kök testi sonuçları ile desteklenmiş ve 0,11 ve 0,15 test istatistiği değerleri ile serinin düzeyde durağan olduğu boş hipotez reddedilememiştir.

Son olarak, ele alına serilerden bir diğeri olan GRR değişkeni PP birim kök testinin her 3 modelinde de durağan bulunmuştur. GRR PP birim kök testinde Model A'da -3,45 test istatistiği değeri ile %5 anlamlılık düzeyinde durağan bulunurken,

Model B ve Model C'de sırasıyla -3,44 ve -2,70 istatistik değerleri ile %1 anlamlılık düzeyinde durağan bulunmuştur. Bu sonuçlar KPSS birim kök testi sonuçları ile de uyumlu çıkmış ve 0,09 ve 0,12 test istatistiği değerleriyle GRR serisi düzeyde durağan bulunmuştur.

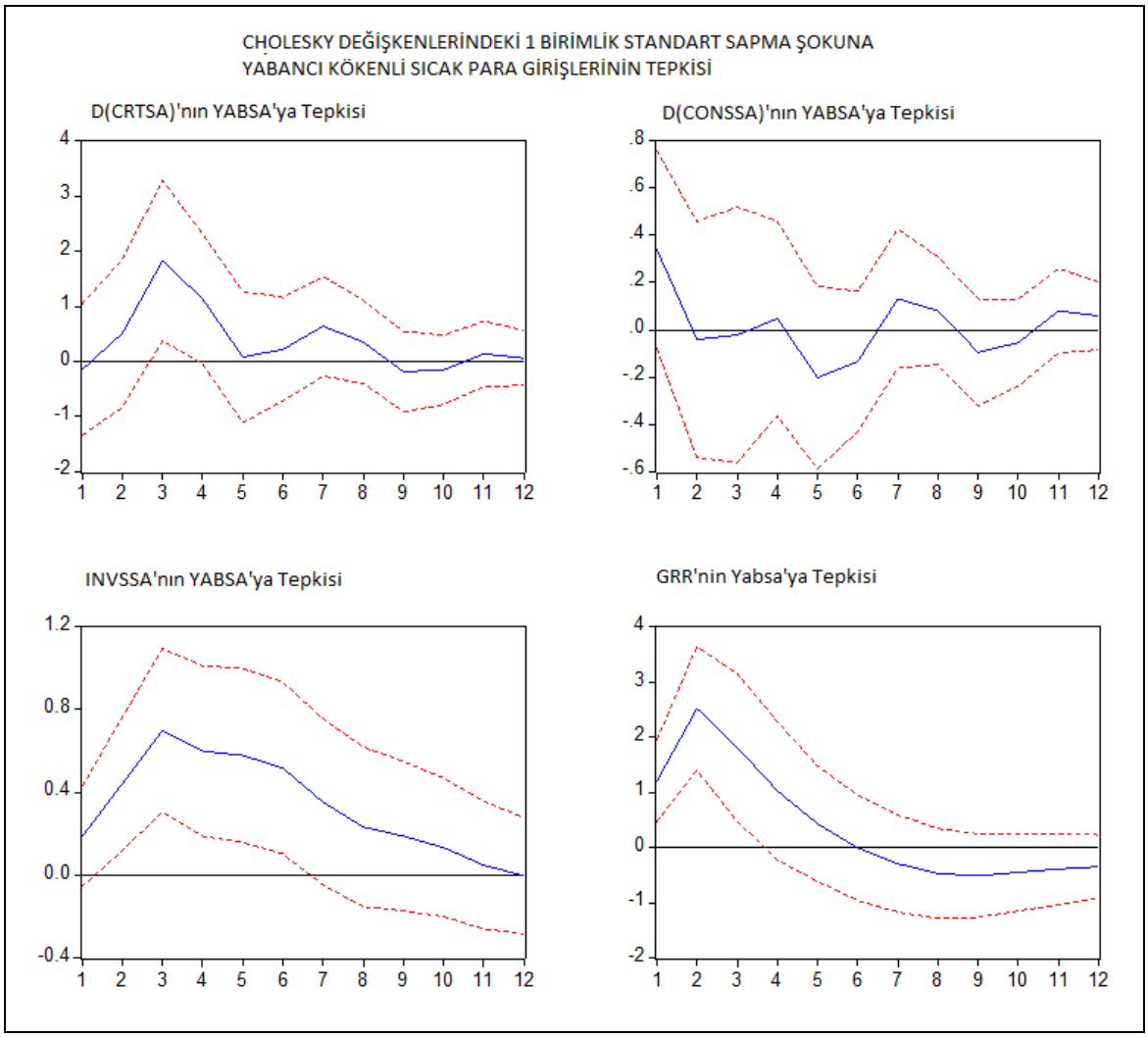
Çalışmada kullanılan değişkenlerin zaman serisi karakteristiklerinin belirlenmesini takiben seriler arasındaki etkileşim ve nedensellik ilişkilerinin belirlenmesi aşamasına geçilmiştir. Seriler arasındaki etkileşimlerin saptanması amacı ile VAR modelinin bir uzantısı olan etki-tepki fonksiyonlarından yararlanılmıştır. VAR analizinde bir önceki aşamada durağan olmadığı belirlenen serilerin birinci farkları alınarak analize devam edilmiştir[2]. Seriler arasındaki nedensellik ilişkilerinin varlığı ve yönü üzerine yapılan çıkarımlar ise Granger nedensellik testine dayandırılmıştır.

VAR modellemesinden elde edilen sonuçlar aşağıda verilmiştir.

İlk olarak, yabancı kökenli sıcak para girişlerinde yaşanan bir şokun diğer değişkenler üzerindeki etkisini analiz eden etki-tepki analizi ve Granger nedensellik testi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

yabsa → crtsa → conssa → invsa → grr

2 Uygulamada serilerin tamamının düzeyde durağan bulunmadığı çalışmalarda VAR analizi yapılması için iki ayrı yöntem belirlenmiştir. Durağan olmayan serilerin farklarını alarak VAR analizi yapmak yöntemlerden biridir. İkincisi ise serilerin farklarını almadan analize devam etmektir. Çalışmamızda her iki yöntem de takip edilmiş, ilk olarak fark alınarak VAR analizi yapılmıştır. Daha sonra fark alınmamış serilerle de analiz tekrar edilmiş ve bu ayrımın sonuçları etkilemediği görülmüştür. Fark alınmamış serilerle yapılan VAR analizi sonuçları ekte verilmiştir.



Şekil 5. Makro iktisadi değişkenlerin yabancı kökenli sıcak para girişlerine karşı tepkileri

Şekil 5'te verilen VAR modeli tahminlerine göre mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacmi (CRTSA), yabancı kökenli sıcak para hareketlerine (YABSA) verilen şoka karşılık ilk üç dönemde hızlıca olumlu bir tepki vermektedir. Hanhehalkı tüketim harcamalarının (CONSSA) tepkisi ise beklentilerin aksine negatif olmaktadır. Gayri safi sabit sermaye oluşumu (INVSSA) ise ilk üç ayda en yüksek tepkiye erişmekte ve şokun ortadan kalkması üç yıl sürmektedir. GSYİH'nın büyüme oranının (GRR) yabancı kökenli sıcak para girişlerine tepkisi 2. dönemde en yüksek değere ulaşmakta ancak 6. dönemden sonra negatife dönmektedir.

Tablo 18

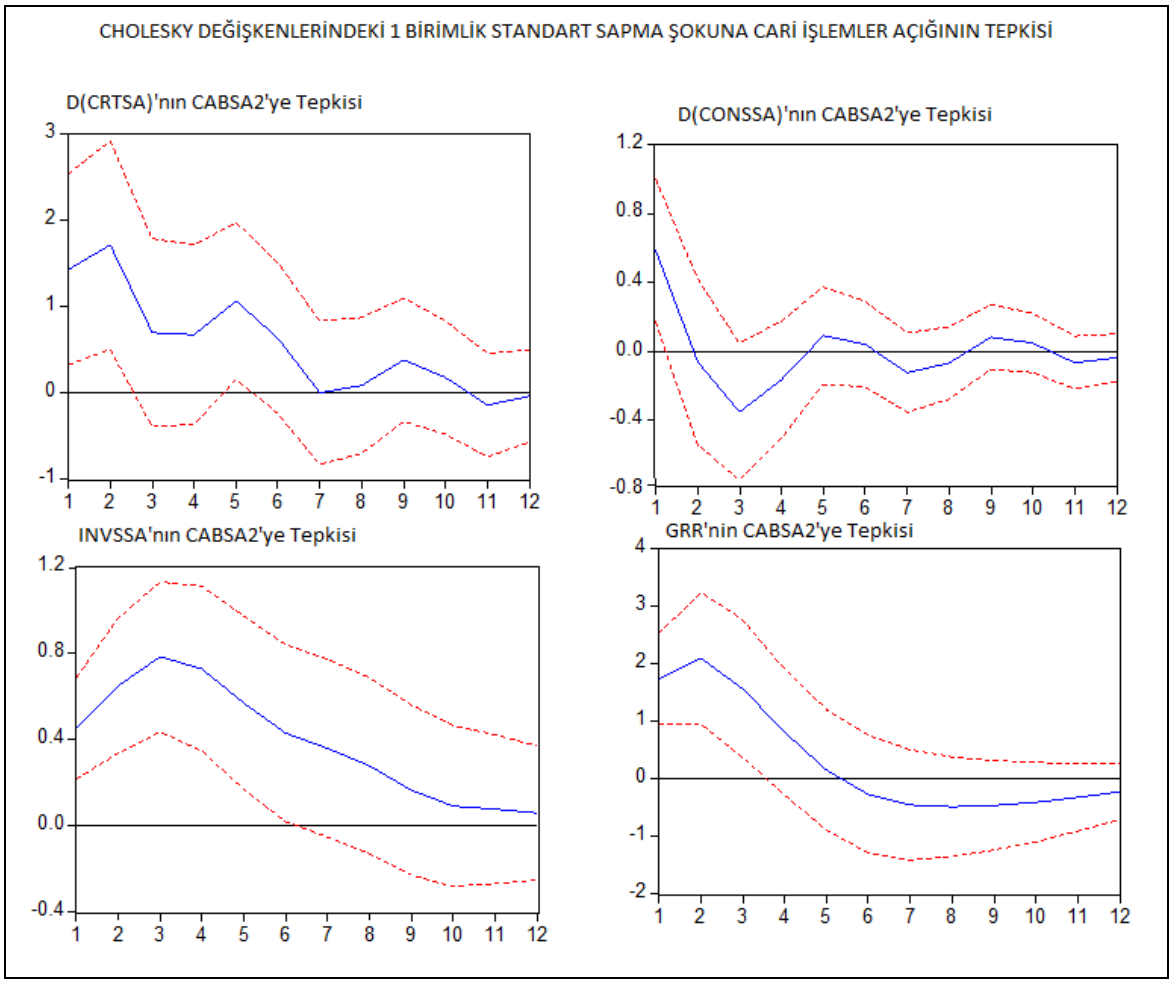
Yabancı Kökenli Sıcak Para Akımları ile Makro İktisadi Değişkenler Arasında Granger Nedensellik Test Sonuçları

Boş Hipotez	χ^2	Prob.	Karar
Yabancı Kökenli Sıcak Para Mevduat Bankaları Yurtiçi Kredi Hacminin Nedeni Değildir.	5.598	0.06	Red
Mevduat Bankaları Yabancı Kökenli Sıcak Paranın Nedeni Değildir.	0.239	0.88	Kabul
Yabancı Kökenli Sıcak Para Hanehalkı Tüketim Harcamalarının Nedeni Değildir.	1.375	0.50	Kabul
Hanehalkı Tüketim Harcamaları Yabancı Kökenli Sıcak Paranın Nedeni Değildir.	2.161	0.33	Kabul
Yabancı Kökenli Sıcak Para Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumunun Nedeni Değildir.	6.376	0.04	Red
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu Yabancı Kökenli Sıcak Paranın Nedeni Değildir.	2.091	0.35	Kabul
Yabancı Kökenli Sıcak Para Büyüme Oranının Nedeni Değildir.	12.369	0.00	Red
Büyüme Oranı Yabancı Kökenli Sıcak Paranın Nedeni Değildir.	1.284	0.53	Kabul

Tablo 18 Granger nedensellik test sonuçlarını vermektedir. Boş hipotezimiz açıklayıcı değişkenin bağımlı değişkenin Granger anlamda nedenseli olmadığı şeklindedir. Bu boş hipotezin reddedilmesi açıklayıcı değişkenin bağımlı değişkenin Granger anlamda nedenseli olduğunu ortaya koymaktadır. Tablo sonuçlarına göre yabancı kökenli sıcak para akımları (YABSA) , mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacmi (CRTSSA), Gayri safi sabit sermaye oluşumu (İNVSSA), ve GSYİH'nın büyüme oranı (GRR)'nin Granger anlamında nedenselidir.

İkinci olarak cari işlemler dengesinde yaşanan bir şokun diğer değişkenler üzerindeki etkisini analiz eden etki-tepki analizi ve Granger nedensellik testi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Cabsa ⟶ crtsa ⟶ conssa ⟶ invsa ⟶ grr



Şekil 6. Makro iktisadi değişkenlerin cari işlemler açığındaki değişmelere karşı tepkileri

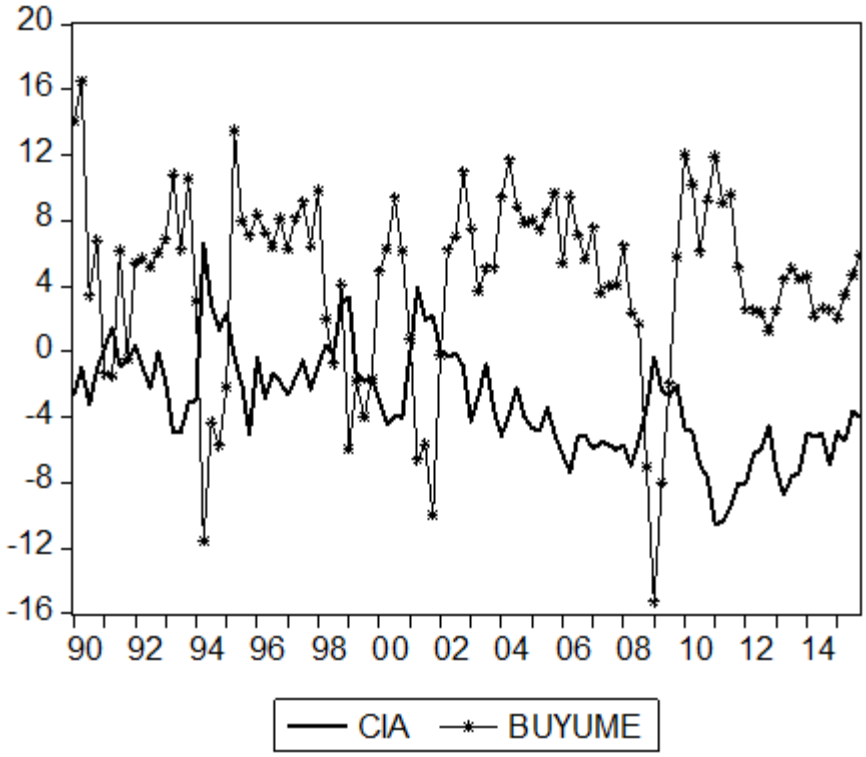
Şekil 6, bu defa yabancı kökenli sıcak para girişleri yerine cari işlemler açığındaki değişmenin yer aldığı durumdaki sonuçları vermektedir. Cari işlemler açığı (CABSA)'ya gelen bir şokun (bu cari işlemler açığının azalması anlamına gelmektedir) mevduat bankaları yurtiçi kredi hacmi(CRTSA)'ne etkisi ikinci dönemi takiben negatiftir. Benzer biçimde en dikkat çekici sonuç cari işlemler dengesine gelen bir şokun yerleşik hanehalkı tüketim harcamaları(CONSSA) üzerindeki etkisidir. Tüketim harcamaları ilk dönemden itibaren önemli ölçüde azalmakta ve etki 3. dönemde en yüksek düzeye çıkmaktadır. Cari işlemler açığına gelen şokun yatırımlar üzerinde etkisi ilk üç dönemde pozitif iken üçüncü dönemden sonra negatife dönmektedir. Cari işlemler açığındaki şokun büyüme üzerindeki etkisi de 2. dönemden sonra negatife dönmekte ve şokun ortadan kalkması uzun bir dönem sürmektedir.

Tablo 19

Cari İşlemler Açığı ile Makro İktisadi Değişkenler Arasında Granger Nedensellik Test Sonuçları

Boş Hipotez	χ^2	Prob.	Karar
Cari İşlemler Açığı Mevduat Bankaları Yurtiçi Kredi Hacminin Nedeni Değildir.	12.032	0.00	Red
Mevduat Bankaları Cari İşlemler Açığının Nedeni Değildir.	4.405	0.11	Kabul
Cari İşlemler Açığı Hanehalkı Tüketim Harcamalarının Nedeni Değildir.	0.331	0.84	Kabul
Hanehalkı Tüketim Harcamaları Cari İşlemler Açığının Nedeni Değildir.	4.591	0.69	Kabul
Cari İşlemler Açığı Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumunun Nedeni Değildir.	5.449	0.06	Red
Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu Cari İşlemler Açığının Nedeni Değildir.	0.439	0.80	Kabul
Cari İşlemler Açığı Büyüme Oranının Nedeni Değildir	0.595	0.742	Kabul
Büyüme Oranı Cari İşlemler Açığının Nedeni Değildir	0.728	0.69	Kabul

Tablo 19 Granger nedensellik test sonuçlarını vermektedir. Boş hipotezimiz açıklayıcı değişkenin bağımlı değişkenin Granger anlamda nedenseli olmadığı şeklindedir. Bu boş hipotezin reddedilmesi açıklayıcı değişkenin bağımlı değişkenin Granger anlamda nedenseli olduğunu ortaya koymaktadır. Tablo sonuçlarına göre cari işlemler açığı (CABSA); mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacmi (CRTSSA) ve gayri safi sabit sermaye oluşumu (İNVSSA)'nın Granger anlamında nedenselidir.



Şekil 7. Cari işlemler açığı (% GSYİH) ve GSYİH büyüme oranları arasındaki ilişki
Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilmiştir. (www.tcmb.gov.tr, Erişim Tarihi: 03.09.2016).

Şekil 7'de (CIA) cari işlemler açığı (% GSYIH) ve büyüme de GSYİH'daki yüzde değişimi göstermektedir. Grafik 1990 sonrası dönemde cari işlemler açığı ile büyüme arasındaki negatif ilişkiyi ortaya koymaktadır. Türkiye ekonomisi büyüme oranlarının pozitif olduğu yıllarda cari işlemler açığı vermektedir.

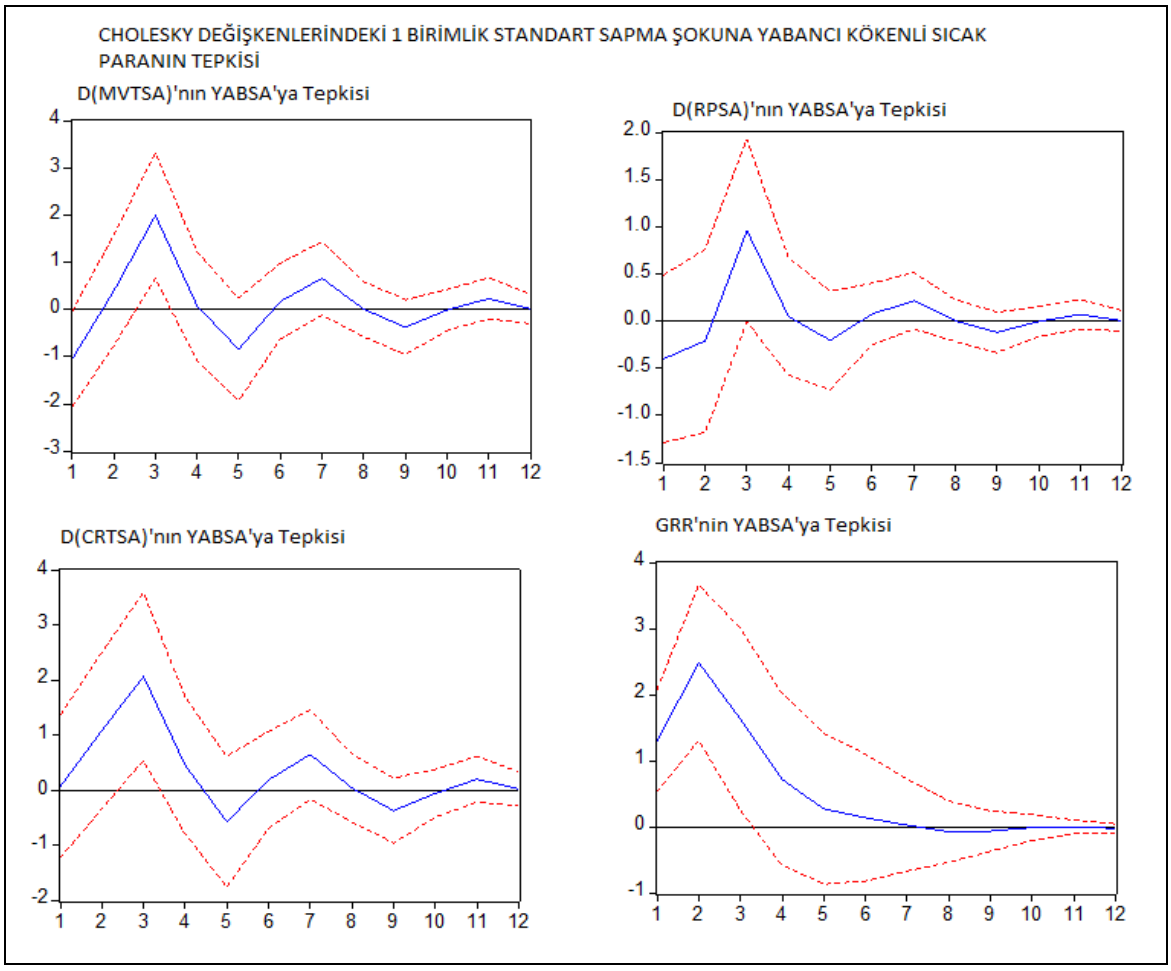
Şengönül ve Değirmen (2012) kısa süreli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini sermaye piyasası ve bankacılık kanalı üzerinden incelemiştir. Kısa süreli banka yükümlülüklerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemek için kurulan VAR modeli şu şekildedir;

Kısa Süreli Banka Yükümlülükleri → Rezerv Para → Mevduat Bankaları Toplam Mevduatı →Mevduat Bankalarının Özel Sektör Toplam Kredileri →Sanayi Üretim Endeksi

Bu tahmin sonuçlarına dayanarak Şengönül ve Değirmen (2012;12) bankacılık kanalıyla gelen sermayenin sanayi üretimini kısa süreli artırmasının nedeninin, sermaye girişlerinin çoğunlukla, talebi canlandırıcı etkisi bilinen, tüketici kredilerine yansıması olarak belirtmişlerdir. Şengönül ve Değirmen (2012)'yi takip ederek benzer bir analiz yapılmıştır. Tahmin edilen VAR modelinin değişkenlerinin sıralaması şu şekildedir;

Kısa Süreli Yabancı Sermaye Girişleri → Rezerv Para → Mevduat Bankaları Toplam Mevduatı →Mevduat Bankaları Yurtiçi Kredi Hacmi → GSYİH Büyüme Oranı

Bu modelden elde edilen etki tepki fonksiyonları Şekil 8'de verilmiştir[3]. Kısa süreli yabancı sermaye girişlerine gelen bir şoka rezerv paranın gösterdiği tepki ilk iki dönem kısıtlı kalmış ve 3. dönemde en yüksek değerine ulaşmıştır. Şokun etkisi dört dönem sonra ortadan kalkmaktadır. Mevduat bankaları toplam mevduatının kısa süreli yabancı sermaye girişlerine gelen bir şoka etkisi üç dönem boyunca artış biçiminde olmuştur. Şokun etkisinin ortadan kalkması ise 12 dönem sürmüştür. Mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacminin kısa süreli yabancı sermaye girişlerine gelen bir şoka etkisi üçüncü dönemde en yüksek değerine ulaşmıştır. Şokun büyüme oranı üzerinde 5 dönem süren pozitif etkisi olmuştur. Burada ulaştığımız sonuçlar Şengönül ve Değirmen (2012)'in ulaştığı sonuçlarla paralellik göstermektedir.



Şekil 8. Yabancı kökenli sıcak paranın aktarım mekanizması

3 Benzer şekilde analiz 1998Q2-2016Q1 dönemi için gerçekleştirilmiştir. Veriler TCMB EVDS'den elde edilmiştir. Büyüme oranı dışındaki seriler GSYİH oran olarak tanımlanmış ve mevsimsellikten arındırılmıştır.

6.2. Finansal İstikrarsızlığın/Kırılganlığın Panel Probit Model İle Ülke Örnekleri Üzerinden Analiz Edilmesi

Bir önceki bölümde, Türkiye ekonomisinin tarihsel gelişim süreci ve kendine özgü dinamikleri göz önünde bulundurularak finansal kırılganlığı veya krizleri ölçmek üzere VAR analizi yapılmıştır. Çalışmanın bu bölümünde finansal kırılganlığın veya krizlerin ortaya çıkma olasılığını ölçmek üzere geniş bir ülke yelpazesi üzerinden (toplam 23 ülke) yeni bir analiz yapılmıştır. Söz konusu ülkeler Dünya Bankası'nın 2016 yılına ait ülke sınıflandırması kriterleri göz önüne alınarak çalışmaya dâhil edilmiştir. Bu çalışmada, ilgili yazında kırılganlık olgusunu doğrudan yansıttıkları düşünüldüğü için yaygın olarak kullanılmakta olan panel probit modeli tercih edilmiştir. Modelde kullanılan değişkenlere ait veri seti ise, dünya ölçeğinde yaşanan finansallaşma hareketleriyle beraber, iktisat literatüründe daha görünür ve tartışılır hale gelen finansallaşma olgusunu ve finansal kırılganlığı değerlendirmek amacıyla IMF tarafından oluşturulmuş, benzer çalışmalarda yaygın olarak kullanılmış temel makroekonomik göstergeleri içeren bir veri setidir. Çalışmada kullanılan panel probit modeli ile ekonomilerin finansal kırılganlık ve krizlerle karşılaşma olasılığı ölçülmeye çalışılmıştır. Modele konu olan analiz dönemi 1996-2014 yıllarını kapsayan dönemdir. Bu dönem, hem seçili ülke örnekleri için verilerin bulunabilirliği göz önünde bulundurularak, hem de Türkiye ekonomisi için daha önce yapılan analiz dönemine uyum sağlaması açısından tercih edilmiştir.

Ekonometrik Yöntem: Panel Probit Model: Probit ve logit regresyon, özellikle ikili bağımlı değişkenler için tasarlanmış doğrusal olmayan regresyon modelleridir. İkili Y bağımlı değişkenin bulunduğu bir regresyon, Y = 1 olasılığını modellediği için, kestirilen değerlerin zorunlu olarak 0 ile 1 arasında kalacağı bir doğrusal olmayan formül oluşturmak oldukça mantıklıdır. Birikimli olasılık dağılım fonksiyonları 0 ile 1 arasında olasılıklar ürettiği için, logit ve probit regresyonlarda kullanılabilirler. Probit regresyon standart normal birikimli olasılık dağılım fonksiyonlarını kullanır.

Tek bir açıklayıcı değişkeni olan probit regresyon aşağıdaki gibidir:

$$Pr\,(Y = 1/X) = \Phi\,(\beta_0 + \beta_1 X),$$

Burada bağımlı değişken Y ikilidir. X açıklayıcı değişkendir. Burada Φ birikimli standart normal dağılım fonksiyonudur. Probit katsayıları β_0 ve β_1'i doğrudan doğruya yorumlamak zordur. Katsayılar, olasılıklar veya olasılıklardaki değişmeler hesaplanarak, dolaylı biçimde yorumlanır.

Birden çok açıklayıcı değişkenli probit model, tek açıklayıcı değişkenli probit modelin daha başka açıklayıcı değişkenler ilave edilerek genişletilmiş halidir.

Birden çok açıklayıcı değişkeni olan kitle probit modeli aşağıdaki gibidir:

$$Pr\ (\ Y = 1/\ X_1, X_2, \ldots.., X_k) = \Phi\ (\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \ldots\ldots + \beta_k Xk)$$

Burada bağımlı değişken Y ikilidir. $X_1, X_2, \ldots.., X_k$ açıklayıcı değişkenlerdir. Φ birikimli standart normal dağılım fonksiyonudur. Probit katsayıları $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \ldots\ldots$βk'nın basit yorumları yoktur. Kestirilen olasılıkların ve açıklayıcı değişkendeki bir değişmenin etkisinin hesaplanması ile söz konusu model en iyi şekilde yorumlanır.

Panel veri modellerinin genel hali aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$y_{it} = a_{it} + b_{1it}\, x_{1it} + \ldots..+ b_{kit}\, x_{kit} + u_{it}\ -\quad i= 1,\ldots\ldots,n\ \ t= 1,\ldots..,T_i$$

Pazarlıoğlu ve Gürler (2007) ve Tüzüntürk (2007)'ye göre, panel veri modellerinde katsayılar farklı birimler için farklı zaman dönemlerinde farklı değerler alırlar. Dolayısıyla tahmini yapılacak katsayıların sayısı, gözlemlerin sayısını aştığından model tahmin edilemeyecektir. Modelin tahmin edilebilmesi için yeniden yapılandırılması gerekmektedir. Bu sorunu aşabilmek için panel veri modelleriyle yapılan tahminlerde, hata terimlerinin özellikleri ve katsayıların değişebilirliği ile ilgili çeşitli varsayımlara dayanan farklı modeller kullanılmaktadır. Bunların en bilinenleri; sabitlenmiş etki modelleri ve tesadüfi etki modelleridir.

Panel logit ya da probit modelleri, şayet bağımlı değişkenin özel yapısı sayılmazsa temel panel veri modellerine çok benzerler. Bu tür modellerde bağımlı değişken iki uçludur, yani 0 ve 1 gibi değerler almaktadır. Konumuz itibariyle bir finansal istikrarsızlık veya krizin olma durumu 1, olmama durumu ise 0 ile tanımlanabilir. Bu şekilde oluşturulacak gölge değişken serisi bağımlı kabul edilerek panel veri anlayışı içinde modellenecek olursa, panel logit veya probit modellerine ulaşılmış olur. Söz konusu modellerin genel yapısı şu şekilde gösterilebilir:

$$Pr(y_{it}) = b\Phi x_{i,t} + e_{i,t}$$

Finansal kırılganlık analizlerinde zaman ve kesit boyutları olan veriler söz konusu olduğundan, gerek ulusal gerekse uluslararası yazında panel veri tekniklerinin kullanılması son derece yaygındır. Bu bağlamda, panel veri regresyonu ve panel logit modelleri sıkça kullanılmaktadır. Ahumada ve Budnevich (2002), Yeyati ve Micco (2003) ile Pesola'nın (2005 ve 2007) çalışmaları panel veri; Jones ve Krause (2006), Beck, Demirgüç-Kunt ve Levine (2006) ve Ruiz-Porras'ın (2008) ve Komulainen ve Lukkarila (2003) çalışmaları ise panel logit yöntemiyle kırılganlık analizinin önemli örnekleridir. Panel logit ve probit modelleri kırılganlık olgusunu doğrudan yansıttıklarından ilgili yazında yaygın olarak kullanılmaktadır

Panel veri modellerinin sıradan zaman serisi ve/veya kesit modellere göre önemli üstünlükleri vardır. Bu modellerde gözlem sayısı kesit ve zaman serilerine göre daha fazla olacaktır ve böylece elde edilecek parametre tahminleri daha güvenilir hale gelecektir. Ayrıca tahmin edilen modeller daha az kısıtlayıcı varsayımlara dayanacaktır. Panel veri modelleri diğer yöntemlere nazaran daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve test edilmesine olanak verir. Çeşitli nedenlerle dışlanan değişkenler, zaman serisi veya kesit verisine dayalı model tahminlerinde, sonuçlarda sapmaya yol açmaktadır. Oysa; model dışında tutulan değişken veya değişkenlerin birimlere veya zamana göre değişmeyen değişkenler olması durumunda, panel veri kullanımı sapmanın kontrol altına alınmasını sağlamaktadır. Bunun büyük bir üstünlük olduğuna kuşku yoktur. Panel veri kullanmanın bir başka üstünlüğü de; sadece birimler arası farklılıkların araştırılabildiği kesit verileriyle yapılan tahminlerin aksine, gerek birimler gerekse bir birimin içerisinde zamana göre meydana gelen farklılıkların birlikte incelenebilmesine olanak vermesidir (Baltagi, 2001, s. 3-5).

Veri Seti Ve Bulgular: Bu çalışmada ekonomilerin kırılganlık veya kriz dönemlerine girme olasılıklarını tahmin etmek amacıyla Panel Probit Model kullanılmıştır. Modelde kullanılan bağımlı değişken, GSYİH'nin büyüme oranının negatif ve 1'den küçük olduğu yıllarda 1, 1'den büyük olduğu yıllarda ise sıfır değerini alan ikili değişkendir. Bu bağımlı değişken, ekonominin kırılganlık veya kriz yaşama olasılığını ölçmektedir. Bağımlı değişken 1 ile 0 arasında değerler almaktadır. Bağımlı değişkenin 1veya 1'e yakın değerler alması, ekonominin kriz yaşama olasılığını ifade ederken, 0 veya 0'a yakın değerler alması ekonominin kriz yaşama olasılığının düşük olduğunu ifade etmektedir.

Çalışmada kullanılan Panel Probit Model, değişkenler arasındaki ilişkileri daha derinlemesine incelemek amacı ile 1996-2014 yıllarını kapsayan yıllık değerler dikkate alınarak oluşturulmuş örneklem için birkaç farklı boyutta kullanılmıştır. Çalışmada odaklanılan ilk boyut ülke örnekleri üzerinedir. Çalışmaya konu olan ülkeler; gelir ve gelişmişlik düzeyleri çok farklı olan Avustralya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, İsrail, İtalya, Japonya, Hollanda ve Amerika Birleşik Devletleri, Şili, Yunanistan, Portekiz, Güney Kore, Polonya, İspanya, Arjantin, Brezilya, Çin, Hindistan, Güney Afrika, Malezya, Peru ve Türkiye'dir. Bu bağlamda çalışmada kullanılan panel probit model öncelikle tüm ülkeler için tahmin edilmiştir. Daha sonra aynı model Dünya Bankası ülke sınıflandırmasına göre yüksek gelir grubunda bulunan ve finansal kırılganlığı düşük olan ülkeler çıkarılarak, bir alt grup oluşturmak suretiyle yeniden tahmin edilmiştir. Sözü edilen alt grup, çalışmanın konusu bağlamında ortak özelliklere sahip oldukları düşünülen kırılganlığı yüksek, orta gelir grubuna ait olan Arjantin, Brezilya, Çin, Hindistan, Güney Afrika, Malezya, Peru, ve Türkiye ile; ele alınan örneklem döneminde kriz yaşamış, hali hazırda kırılganlığı yüksek, olgunlaşmış kapitalist ekonomilere sahip olmayan ve finansal risklere açık olduğu düşünülen Şili, Yunanistan, Portekiz, Güney Kore, Polonya, İspanya'dır.

Çalışmada yapılan bir diğer ayrım modele dâhil edilen açıklayıcı değişkenlerin doğası temellidir. Çalışmada kullanılan açıklayıcı değişkenler iki gruba ayrılmıştır. Bu gruplardan ilki finansal değişkenleri içermektedir. İkinci grup veri ise, reel değişkenleri içermektedir. Kullanılan panel probit modeli farklı ülke grupları bazında hem finansal hem de reel değişkenler ile tahmin edilmiştir.

Minsky'nin finansal kırılganlık hipotezi, gelişmiş veya dışa açık gelişmekte olan kapitalistleşmiş ülkelerin finansal kırılganlığını ölçmek üzere geliştirilmiştir. Gelişmiş ülkelerde finansal derinleşmenin çok yüksek seviyelere çıkması nedeniyle, gelişmekte olan dışa açık ülkelerde ise, ekonomilerin dışa bağımlılığının artmasıyla doğru orantılı olarak, kapitalist yatırım-finansman ilişkileri sonucu finansal kırılganlık olgusu ortaya çıkmakta ve hatta finansal piyasalarda ortaya çıkan kırılganlığın reel sektöre aktarılması sonucu finansal krizler yaşanmaktadır.

Gelişmekte olan, dışa açık, kapitalistleşmiş ve/veya finansal kırılganlığı yüksek olan ekonomilerde büyüme için gerekli olan kaynak gereksinimi yurtiçi tasarruf yetersizliği nedeniyle dış kaynaklar aracılığıyla giderilebilmektedir. Ülkeye yabancı kaynak girişi dış ticaret açığına neden olmakta, gelecek faiz oranı ve karlarda artışla

sonuçlanıp, borç geri ödemelerinde açığa neden larak cari işlemler açığı ile neticelenmektedir.

Ayrıca ülkeye dış kaynak girişi, krediyle finanse edilen finansal varlık fiyatlarında artışa neden olacak, firmaların finansman yapıları bozulacaktır. Borçlanma arttıkça finansal sistemin yapısı sistemik riske neden olacak şekilde ekonominin kırılganlığını artıracak, finansal sistem güvenli finansmandan spekülatif ve Ponzi finansmana dönüşecektir. Varlık fiyatlarındaki ansızın çöküş, likidite krizi ve finansal kurumların çökmesine neden olacaktır. Borç verme eğilimi azalırken, krediler düşecek ve üretim ve istihdamda azalma yaşanacaktır.

Çalışmada kullanılan değişkenler bu mekanizmanın takip edilmesini sağlayacaktır. Çalışmada kullanılan değişkenler ve kısaltmaları Tablo 20'de verilmiştir.

Tablo 20

Panel Probit Modelinde Kullanılan Açıklayıcı Değişkenler

Finansal Değişkenler		**Reel Değişkenler**	
Değişken	**Kısaltma**	**Değişken**	**Kısaltma**
Likit Yükümlülükler/ GSYİH	llgdp	Cari İşlemler Dengesi / GSYİH	curaccbal
Merkez Bankası Varlıkları / GSYİH	cbagdp	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları / GSYİH	fordirinv
Mevduat Bankaları Varlıkları/ GSYİH	dbagdp	Gayri Safi Yurtiçi Tasarruflar / GSYİH	grosdomsav
Mevduat Bankalarından ve Diğer Finansal Kuruluşlardan Alınan Özel Sektör Kredileri / GSYİH	pcrdbofgdp	Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu / GSYİH	grosfifcap
Banka Kredileri / Banka Mevduatları	bcbd	Enflasyon (Tüketici Fiyatlarıyla, Yıllık, %)	inf
Banka Sabit Maliyetleri / Toplam Valıklar	overhead	İşsizlik Oranı, %	unemp
Net Faiz Marjı	netintmargin		
Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri / GSYİH	stmktcap		

Modelde kullanılan bu değişkenler, IMF International Financial Statistics (IFS)'ten alınmıştır. Bu veri seti; bankaların, banka dışı finansal kurumların ve hisse senedi piyasalarının büyüklüğünü, faaliyet alanını, etkinliğini ve istikrarını geniş bir ülke yelpazesi üzerinden zaman içinde analiz etme imkânı sunmaktadır. Modelde kullanılan finansal verilerin kapsamı aşağıda özetlenmektedir:

Modelde kullanılan değişkenlerden "Likit Yükümlülükler/GSYİH" değişkeni, King ve Levine (1993)'in finans ve büyüme üzerine yazdıkları öncü makalelerinde de kullandıkları, finasal derinliğin ölçülmesinde geleneksel bir gösterge haline gelmiş bir değişkendir. Söz konusu değişken, finansal aracıların yani; bankaların, banka benzeri ve banka dışı finansal kuruluşların ekonomi içindeki büyüklüğünü ifade eder. Bu değişken, finansal kırılganlık analizi açısından, ekonominin borç verme kapasitesini göstermesi bakımından anlamlıdır.

"Merkez Bankası Varlıkları/GSYİH" değişkeni, merkez bankaları tarafından sağlanan finansal hizmetlerin ekonominin büyüklüğüne göre önemini ortaya koymaktadır. "Mevduat Bankaları Varlıkları/GSYİH" değişkeni, mecduat bankaları tarafından sağlanan finansal hizmetlerin ekonominin büyüklüğüne göre önemini ortaya koymaktadır. Daha açık bir ifadeyle bu değişkenler, finansal aracıların finansal olmayan yurtiçi sektörlerden toplam alacaklarının GSYİH'ya oranını göstermektedir. Bu nedenle de kapsamlı bir finansal aracılık ölçümü verir. Bu değişken reel sektörün borçluluğunu göstermesi bakımından Minskyen anlamda önemlidir.

"Mevduat Bankalarından ve Diğer Finansal Kuruluşlardan Alınan Özel Sektör Kredileri/GSYİH" değişkeni, özel sektörün mevduat bankalarından ve diğer finansal kuruluşlardan alacaklarının GSYİH'ya oranını göstermektedir. Bu değişken, finansal kırılganlık analizi açısından oldukça önemli bir yere sahiptir. Kredi miktarına bağlı olarak ekonominin finansman yapısının güvenli finansmandan spekülatif ve Ponzi finansmana doğru ilerleyişini izleme imkanı tanımaktadır.

"Banka Kredileri/Banka Mevduatları" değişkeni, özel sektörün mevduat bankalarından alacaklarının mevduatlara oranını ifade eder. Bu gösterge, toplumun tasarruflarının bankalar tarafından özel sektör kredilerine dönüştürülmesinin boyutunu ölçer.

"Banka Sabit Maliyetleri/Toplam Valıklar" değişkeni, bankaların sabit maliyetlerinin toplam varlıkları içindeki payını gösterirken; "Net Faiz Marjı" değişkeni, bankaların net faiz gelirlerinin toplam varlık kazançları içindeki payını göstermektedir. Bu iki değişkendeki artışlar, bankacılık sektörünün etkinliğinin düşmesi anlamına

gelmektedir. Çünkü bankalar daha yüksek maliyetlere maruz kaldıkça, borç verme faiz oranları ile mevduat faiz oranları arasındaki fark açılmaktadır.

"Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri/GSYİH" değişkeni, hisse senedi piyasasının ekonomi içindeki büyüklüğünü ölçmektedir. Bu gösterge sadece hisse senedi piyasası olan ülkeleri içermektedir.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin teorik beklentiler Tablo 21'de verilmiştir:

Tablo 21

Panel Probit Modelinde Kullanılan Açıklayıcı Değişkenlere İlişkin Teorik Beklentiler

Finansal Değişkenler		**Reel Değişkenler**	
Değişken	**Beklenen İşaret**	**Değişken**	**Beklenen İşaret**
Likit Yükümlülükler/ GSYİH	+	Cari İşlemler Dengesi / GSYİH	-
Merkez Bankası Varlıkları / GSYİH	+	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları / GSYİH	-
Mevduat Bankaları Varlıkları/ GSYİH	+	Gayri Safi Yurtiçi Tasarruflar / GSYİH	-
Mevduat Bankalarından ve Diğer Finansal Kuruluşlardan Alınan Özel Sektör Kredileri / GSYİH	+	Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu / GSYİH	-
Banka Kredileri / Banka Mevduatları	+	Enflasyon (Tüketici Fiyatlarıyla, Yıllık, %)	+
Banka Sabit Maliyetleri / Toplam Valıklar	+	İşsizlik Oranı (%)	+
Net Faiz Marjı	+		
Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri / GSYİH	-		

Panel probit model sonuçları tüm ülkeler için Tablo 22, Tablo 23 ve Tablo 24'te; finansal kırılganlığı yüksek ülke grubu için Tablo 25, Tablo26 ve Tablo 27'de verilmiştir.

Tablo 22

Tüm Ülkeler İçin Finansal Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları

crs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]		dy/dx	X	dy/dx*X
llgdp	**-0.00911**	**0.003658**	**-2.49**	**0.013**	**-0.01628**	**-0.00194**	**-0.00911**	**78.6384**	**-0.7161**
cbagdp	-0.01036	0.015557	-0.67	0.506	-0.04085	0.020135	-0.01036	4.06851	-0.04213
dbagdp	**0.013855**	**0.00431**	**3.21**	**0.001**	**0.005407**	**0.022302**	**0.013855**	**91.5795**	**1.268797**
pcrdbofgdp	**0.011324**	**0.003389**	**3.34**	**0.001**	**0.004682**	**0.017965**	**0.011324**	**88.1013**	**0.997642**
bcbd	**-0.00542**	**0.002066**	**-2.62**	**0.009**	**-0.00947**	**-0.00137**	**-0.00542**	**120.719**	**-0.654**
overhead	0.001578	0.095993	0.02	0.987	-0.18657	0.189721	0.001578	2.36891	0.003737
netintmargin	0.043493	0.068793	0.63	0.527	-0.09134	0.178324	0.043493	3.00745	0.130802
stmktcap	**-0.01394**	**0.002767**	**-5.04**	**0.000**	**-0.01937**	**-0.00852**	**-0.01394**	**69.5134**	**-0.96921**
_cons	-0.98147	0.426195	-2.3	0.021	-1.8168	-0.14615			
Number of obs					451				
Log likelihood					-191.46235				

Tablo 22 örneklemdeki tüm ülkelere ait finansal açıklayıcı değişkenler ile tahmin edilmiş panel probit model sonuçlarını göstermektedir. Tahmin sonuçlarına göre Likit Yükümlülükler/GSYİH (llgdp), Mevduat Bankaları Varlıkları/GSYİH (dbagdp), Mevduat Bankalarıdan Alınan Özel Sektör Kredileri/GSYİH (pcrdbofgdp), Banka Kredileri/Banka Mevduatları (bcbd) ve Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri/GSYİH(stmktcap) değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olduğu görülmektedir. Marjinal etkiler bağlamında kriz riski üzerinde en fazla etkiye sahip olan değişken Mevduat Bankaları Varlıkları/GSYİH (dbagdp) iken, bu değişkeni sırası ile Mevduat Bankalarından Alınan Özel Sektör Kredileri/GSYİH (pcrdbofgdp), Likit Yükümlülükler/GSYİH'de (llgdp) ve Banka Kredileri/Banka Mevduatları (bcdb) takip etmektedir. Bu değişkenlerden Likit Yükümlülükler/GSYİH'de (llgdp) meydana gelen bir artışın kırılganlık veya kriz olasılığını artırması beklenirken, sonuç beklentiye aykırı çıkmıştır. Tüm ülkeler için kırılganlık veya kriz olasılığı üzerinde pozitif etkisi olduğu tamin edilen bir değişken Mevduat Bankaları Varlıkları/GSYİH (dbagdp)'dir. Buna ek olarak Mevduat Bankalarından Alınan Özel Sektör Kredileri/GSYİH (pcrdbofgdp)'de meydana gelen bir artış, kırılganlıklık veya kriz olasılığını pozitif bir şekilde etkilemektedir. Ayrıca, tahmin edilen modelin bulguları bize, Banka Kredileri/Banka Mevduatları (bcdb)'nın istikrarsızlık veya kriz olasılığının bir diğer önemli belirleyicisi olduğunu göstermektedir. Model bulgularına göre Banka Kredileri/Banka Mevduatları (bcdb) değişkeninde meydana gelen bir artış kırılganlık veya kriz olasılığını artırmamaktadır. Bu sonuç da beklentiye uymamaktadır. Son olarak, tüm ülkeler dikkate alınarak sadece finansal açıklayıcı değişkenler ile tahmin edilmiş olan Panel Probit Modeli, Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri/GSYİH (stmktcap) değişkeninin kırılganlık veya kriz olasılığı ile negatif yönlü ilişkisinin olduğunu gözler önüne sermektedir.

Tablo 23

Tüm Ülkeler İçin Reel Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları

crs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]	dy/dx	X	dy/dx*X
curaccbal	**0.105766**	**0.034702**	**3.05**	**0.002**	**0.037752**	**0.173779**	**0.105766**	**-0.31629**	**-0.03345**
fordirinv	-0.01232	0.014102	-0.87	0.382	-0.03996	0.015314	-0.01232	3.42146	-0.04217
grosdomsav	**-0.10369**	**0.030397**	**-3.41**	**0.001**	**-0.16326**	**-0.04411**	**-0.10369**	**24.3199**	**-2.52161**
grosfifcap	-0.00887	0.039495	-0.22	0.822	-0.08627	0.068543	-0.00887	22.8178	-0.20229
inf	**-0.01653**	**0.009758**	**-1.69**	**0.009**	**-0.03565**	**0.002599**	**-0.01653**	**4.47635**	**-0.07397**
unemp	-0.00528	0.016262	-0.32	0.745	-0.03715	0.026593	-0.00528	8.48384	-0.04479
_cons	1.956197	0.645843	3.03	0.002	0.690367	3.222026			
Number of obs					458				
Log likelihood					-213.54728				

Tablo 23 tüm ülkeler için reel değişkenler ile yapılan analiz sonuçlarını içermektedir. Buna göre Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (curaccbal), Gayri Safi Yurtiçi Tasarruflar/GSYİH (grosdomsav) ve Enflasyon (Tüketici Fiyatlarıyla, Yıllık, %) (inf) değişkenlerinin kırılganlık veya kriz olasılığı ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Teoriye göre Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (curaccbal)'de meydana gelen bir artış istikrarsızlık veya kriz olasılığını azaltmalıdır. Burada cari işlemler dengesinin GSYİH'ya oranı, beklentinin tersine pozitif değer almıştır. Tüm ülkeler için kırılganlık veya kriz olasılığı üzerinde negatif etkisi olduğu tahmin edilen bir değişken olan Gayri Safi Yurtiçi Tasarruflar/GSYİH (grosdomsav)beklentiya uygun olarak negatif değer almıştır. Ayrıca, tahmin edilen modelin bulguları bize, Enflasyonun (Tüketici Fiyatlarıyla, Yıllık, %) istikrarsızlık veya kriz olasılığını negatif yönde etkilediğini göstermektedir. Bu durum da teorik beklentiyle uyumsuzdur. Marjinal etkiler bağlamında kriz riski üzerinde en fazla etkiye sahip olan değişkenin gayri safi yurt içi tasarruflar olduğu görülmektedir.

Tablo 24

Tüm Ülkeler İçin Hem Reel Hem Finansal Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları

crs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]	dy/dx	X	dy/dx*X
llgdp	0.001505	0.005303	0.28	0.777	-0.00889	0.011899	0.001505	78.6384	0.118367
cbagdp	-0.01352	0.01632	-0.83	0.408	-0.0455	0.01847	-0.01352	4.06851	-0.05499
dbagdp	0.005377	0.005296	1.02	0.31	-0.005	0.015757	0.005377	91.5795	0.492386
pcrdbofgdp	**0.007531**	**0.004029**	**1.87**	**0.062**	**0.00037**	**0.015428**	**0.007531**	**88.1013**	**0.663491**
bcbd	0.001174	0.00305	0.38	0.7	-0.0048	0.007152	0.001174	120.719	0.141736
overhead	-0.18549	0.115114	-1.61	0.107	-0.41111	0.040133	-0.18549	2.36891	-0.4394
netintmargin	**0.157294**	**0.091934**	**1.71**	**0.087**	**0.02289**	**0.337481**	**0.157294**	**3.00745**	**0.473054**
stmktcap	**-0.01061**	**0.003547**	**-2.99**	**0.003**	**0.01757**	**-0.00366**	**-0.01061**	**69.5134**	**-0.73776**
curaccbal	0.039571	0.042227	0.94	0.349	-0.04319	0.122335	0.039571	-0.32672	-0.01293
fordirinv	-0.00519	0.01438	-0.36	0.718	-0.03337	0.022998	-0.00519	3.43767	-0.01783
grosdomsav	-0.04537	0.038187	-1.19	0.235	-0.12021	0.02948	-0.04537	24.3796	-1.10598
grosfifcap	**-0.0818**	**0.048815**	**-1.68**	**0.094**	**0.17748**	**0.013875**	**-0.0818**	**22.8784**	**-1.87148**
inf	-0.00381	0.011878	-0.32	0.748	-0.02709	0.019468	-0.00381	4.49304	-0.01713
unemp	0.016861	0.020843	0.81	0.419	-0.02399	0.057714	0.016861	8.46475	0.142727
_cons	1.161934	0.80206	1.45	0.147	-0.41008	2.733942			
Number of obs					451				
Log likelihood					-173.37418				

Tablo 24'te verilen tahmin sonuçlarına göre, Mevduat Bankalarından ve Diğer Finansal Kuruluşlardan Alınan Özel Sektör Kredileri/GSYİH (pcrdbofgdp), Net Faiz Marjı (netintmargin), Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu / GSYİH (grosfifcap) ve Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri/GSYİH (stmktcap) değişkenleri istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu değişkenler arasında en yüksek marjinal etkiye sahip olan değişken, gayri safi sabit sermaye oluşumunun GSYİH'ya oranı şeklinde ifade edilen değişkendir. Mevduat Bankalarından ve Diğer Finansal Kuruluşlardan Alınan Özel Sektör Kredileri/GSYİH (pcrdbofgdp) değişkeninin katsayısı beklentiye uygun bir biçimde pozitiftir. Net Faiz Marjı (netintmargin) değişkeninin katsayısı da beklentiye uygun şekilde pozitif çıkmıştır. Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri/GSYİH (stmktcap) değişkeninin katsayısı da yine beklentiyle örtüşür bir şekilde negatif çıkmıştır. Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu/GSYİH (grosfifcap) değişkeninin katsayısı ise aynı şekilde beklentiyle uyumlu bir şekilde negatif çıkmıştır. Tüm ülkeler için hem reel hem finansal açıklayıcı değişkenler ile tahmin edilmiş panel probit model sonuçlarına göre tahmin edilen bu değişkenlerin kırılganlık veya kriz olasılığını açıklayabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Daha kapsamlı sonuçlar vereceği düşünülerek, kırılganlığı yüksek, orta gelir grubuna ait olan Arjantin, Brezilya, Çin, Hindistan, Güney Afrika, Malezya, Peru, ve Türkiye ile; ele alınan örneklem döneminde kriz yaşamış, hali hazırda kırılganlığı yüksek olan, olgunlaşmış kapitalist ekonomilere sahip olmayan ve finansal risklere açık olduğu düşünülen Şili, Yunanistan, Portekiz, Güney Kore, Polonya ve İspanya veri setinden ayrıştırılarak probit model yeniden tahmin edilmiştir. Söz konusu ülkeler üzerine yapılan panel probit modeli tahmin sonuçları aşağıda verilmektedir:

Tablo 25

Finansal Kırılganlığı Yüksek Ülke Grubu İçin Finansal Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları

SADECE FİNANSAL VERİLERLE YAPILAN TAHMİN SONUÇLARI									
crs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]	dy/dx	X	dy/dx*X
llgdp	-0.005	0.008203	-0.61	0.542	-0.0210	0.01107	-0.005	68.65	-0.343
cbagdp	**0.044**	**0.02531**	**1.76**	**0.078**	**-0.0049**	**0.09424**	**0.044**	**4.13**	**0.184**
dbagdp	-0.006	0.012805	-0.52	0.603	-0.0317	0.0184	-0.006	78.78	-0.525
pcrdbofgdp	**0.048**	**0.012506**	**3.88**	**0.000**	**0.0239**	**0.0730**	**0.048**	**72.39**	**3.510**
bcbd	**-0.015**	**0.004555**	**-3.38**	**0.001**	**-0.0243**	**-0.0064**	**-0.015**	**117.29**	**-1.804**
overhead	0.024	0.100578	0.24	0.809	-0.1728	0.2214	0.024	2.94	0.071
netintmargin	**0.136**	**0.076048**	**1.8**	**0.072**	**-0.0123**	**0.2857**	**0.136**	**3.89**	**0.532**
stmktcap	**-0.023**	**0.004827**	**-4.87**	**0.000**	**-0.0329**	**-0.01403**	**-0.023**	**64.90**	**-1.524**
_cons	-1.354	0.591739	-2.29	0.022	-2.5138	-0.19427			
Number of obs				265					
Log likelihood				-87.230723					

Tablo 25'te verilen tahmin sonuçlarına göre merkez bankası varlıklarının GSYİH'ya oranı (cbagdp), mevduat bankaları ve diğer finansal kuruluşlar tarafından verilen özel kredilerin GSYİH'ya oranı (pcrdbofgdp), banka kredilerinin banka mevduatlarına oranı (bcbd), net faiz marjı (netintmargin) ve hisse senetlerinin piyasa değerinin GSYİH'ya oranı (stmktcap) değişkenleri istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu değişkenler arasında mevduat bankaları ve diğer finansal kuruluşlar tarafından verilen özel kredilerin GSYİH'ya oranı (pcrdbofgdp) değişkeninin marjinal etkisi en yüksek değere sahiptir. Merkez bankası varlıklarının GSYİH'ya oranı değişkeni (cbagdp)'nin katsayısı pozitiftir. Bu sonuç teorik beklentiyle uyumludur. Ayrıca banka kredilerinin banka mevduatlarına oranı (bcbd) değişkeninin katsayısı negatiftir. Bu teorik beklentilerimizin dışındadır. Bu rasyodaki artışın kırılganlık veya kriz riskini arttırması beklenir. Ancak tahmin sonuçlarından bu katsayının işareti negatif olarak bulunmuştur. Bu katsayı finansal sektörün ekonominin yavaşlama ivmesine girdiği dönemlerde kredi tayınlaması yönünde bir davranış içerisinde olduğu, dolayısıyla GSYİH'daki gerilemeyi daha da şiddetlendirdiği biçiminde de yorumlanabilir. Mevduat bankaları ve diğer finansal kuruluşlar tarafından verilen özel kredilerin GSYİH'ya oranı (pcrdbofgdp), net faiz marjı (netintmargin) ve hisse senetlerinin piyasa değerinin GSYİH'ya oranı (stmktcap) değişkenlerinin katsayıları sırasıyla pozitif, negatif ve negatif çıkmıştır. Bu sonuçlar teorik beklentiyle tamamen uyumlu sonuçlardır.

Tablo 26

Finansal Kırılganlığı Yüksek Ülke Grubu İçin Reel Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları

crs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]	dy/dx	X	dy/dx*X
curaccbal	**0.132863**	**0.053664**	**2.48**	**0.013**	**0.027684**	**0.238042**	**0.132863**	**-1.36101**	**-0.18083**
fordirinv	0.034741	0.048434	0.72	0.473	-0.06019	0.129669	0.034741	2.88534	0.10024
grosdomsav	**-0.12484**	**0.04359**	**-2.86**	**0.004**	**-0.21027**	**-0.03941**	**-0.12484**	**24.6765**	**-3.0806**
grosfifcap	0.025049	0.04769	0.53	0.599	-0.06842	0.11852	0.025049	23.6054	0.591287
inf	-0.01273	0.00978	-1.3	0.193	-0.0319	0.006434	-0.01273	6.28899	-0.08008
unemp	0.00937	0.017383	0.54	0.590	-0.0247	0.04344	0.00937	9.48731	0.088897
_cons	1.428103	0.750052	1.9	0.057	-0.04197	2.898176			
Number of obs					268				
Log likelihood					-106.04058				

Tablo 26 finansal kırılganlığı yüksek ülke grubu için reel açıklayıcı değişkenler ile tahmin edilmiş panel probit model sonuçlarını göstermektedir. Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (curaccbal) değişkeni ve Gayri Safi Yurtiçi Tasarruflar/GSYİH (grosdomsav) değişkenleri istatistiksel olarak anlamlıdır. En büyük marjinal etkiye sahip olan değişken gayri safi yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı olarak ifade edilen değişkendir. Bu değişkenin katsayısı teorik beklentimize uygun olarak negatif çıkmıştır. Yani, gayri safi yurtiçi tasarruflarda yaşanan artışlar, kriz riskini azaltan bir etkiye sahip olmaktadır diyebiliriz.

Tablo 27

Finansal Kırılganlığı Yüksek Ülke Grubu İçin Hem Finansal Hem Reel Açıklayıcı Değişkenler ile Tahmin Edilmiş Panel Probit Model Sonuçları

crs	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]	dy/dx	X	dy/dx*X
llgdp	0.006701	0.011013	0.61	0.543	-0.01488	0.028287	0.006701	68.6566	0.460068
cbagdp	0.027346	0.026864	1.02	0.309	-0.02531	0.079997	0.027346	4.13596	0.113101
dbagdp	-0.01052	0.015012	-0.7	0.483	-0.03995	0.0189	-0.01052	78.7896	-0.8291
pcrdbofgdp	**0.040011**	**0.015046**	**2.66**	**0.008**	**0.010521**	**0.069501**	**0.040011**	**72.3975**	**2.896704**
bcbd	-0.00525	0.006549	-0.8	0.423	-0.01808	0.007591	-0.00525	117.296	-0.61524
overhead	-0.11699	0.127078	-0.92	0.357	-0.36606	0.132076	-0.11699	2.9406	-0.34403
netintmargin	**0.184725**	**0.106263**	**1.74**	**0.082**	**-0.02355**	**0.392997**	**0.184725**	**3.89498**	**0.719499**
stmktcap	**-0.01933**	**0.006696**	**-2.89**	**0.004**	**-0.03246**	**-0.00621**	**-0.01933**	**64.9037**	**-1.25489**
curaccbal	**0.238223**	**0.074178**	**3.21**	**0.001**	**0.092837**	**0.383608**	**0.238223**	**-1.34525**	**-0.32047**
fordirinv	0.072832	0.065765	1.11	0.268	-0.05606	0.201729	0.072832	2.86921	0.208971
grosdomsav	**-0.18818**	**0.064574**	**-2.91**	**0.004**	**-0.31474**	**-0.06162**	**-0.18818**	**24.7635**	**-4.65997**
grosfifcap	0.012524	0.060558	0.21	0.836	-0.10617	0.131215	0.012524	23.674	0.296488
inf	-0.00832	0.01273	-0.65	0.514	-0.03327	0.016634	-0.00832	6.28494	-0.05227
unemp	-0.01436	0.030737	-0.47	0.640	-0.0746	0.045886	-0.01436	9.45283	-0.13572
_cons	2.080934	1.290391	1.61	0.107	-0.44819	4.610054			
Number of obs				265					
Log likelihood				-73.688485					

Finansal kırılganlığı yüksek ülke grubu için hem finansal hem reel açıklayıcı değişkenler ile tahmin edilmiş panel probit model sonuçlarını içeren Tablo 27'ye göre, Mevduat Bankalarından ve Diğer Finansal Kuruluşlardan Alınan Özel Sektör Kredileri/GSYİH(pcrdbofgdp**),** Net Faiz Marjı (netintmargin), Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri/GSYİH (stmktcap), Cari İşlemler Dengesi/GSYİH (curaccbal), Gayri Safi Yurtiçi Tasarruflar/GSYİH (grosdomsav) değişkenleri istatistiksel olarak anlamlıdır. Analiz sonuçları marjinal etkiler bakımından incelendiğinde en yüksek etkiye sahip olan değişkenin gayri safi yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı değişkeni olduğu görülmektedir. Finansal kırılganlığı yüksek ülkeler için gayri safi yurtiçi tasarruflarda yaşanan artışlar, kriz riskini azaltan bir etkiye sahip olmaktadır diyebiliriz. Bu sonuç finansal kırılganlığı yüksek ülkeler için yapılan analizde bulunması son derece makul bir sonuçtur. Çünkü Türkiye'nin de içinde bulunduğu bu gruba ait olan ülkelerin en büyük sorunlarından biri yurtiçi tasarruf yetersizliği nedeniyle dış kaynak arayışına girmeleridir. Böylece ekonomik büyümeyi finanse etmek için büyük çaplı dış borçlanma yoluna giden bu ülkeler, istikrarsızlık veya kriz riskiyle sürekli olarak karşı karşıya kalmaktadırlar. Marjinal etkiler bakımından mevduat bankalarından ve diğer finansal kuruluşlardan alınan özel sektör kredilerinin GSYİH'ya oranı olarak ifade edilen değişken de ikinci sırada önemli bir yere sahiptir. Söz konusu ülkelerde finansallaşmaya bağlı olarak artan kredi hacminin, ekonomilerin kırılganlık veya kriz yaşanması olasılığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu şeklindeki çıkarsama yanlış olmaz. Değişkenlerin katsayılarının cari işlemler dengesinin GSYİH'ya oranı olarak ifade edilen değişkenin katsayısı dışında, teorik beklentiyle uyumlu olduğu görülmektedir. Mevduat Bankalarından ve Diğer Finansal Kuruluşlardan Alınan Özel Sektör Kredileri/GSYİH(pcrdbofgdp**),** Net Faiz Marjı (netintmargin), Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri/GSYİH (stmktcap) ve Gayri Safi Yurtiçi Tasarruflar/GSYİH (grosdomsav) değişkenlerinin katsayıları sırasıyla pozitif, pozitif, negatif ve negatif çıkarak teorik beklenti doğrultusunda sonuçlar vermiştir.

Finansal ve reel açıklayıcı değişkenler ile tahmin edilmiş panel probit model sonuçları bize, bu modelin ve açıklayıcı değişkenlerin finansal kırılganlığı yüksek ülkelerde kırılganlık veya kriz olasılığını açıklamak üzere kullanılmasının uygun olduğunu göstermektedir.

BÖLÜM VII

SONUÇ

7.1. Sonuç ve Öneriler

İktisat biliminde yerleşik paradigmanın teorik temellerinin sarsılarak yeni bir paradigmanın ortaya çıkabilmesi için; hakim iktisadi paradigma ile öngörülemeyen, açıklanamayan ve önlenemeyen derin iktisadi krizlerin ortaya çıkması gerekmektedir. 20. yüzyılın ilk çeyreğine dek iktisat bilimine hakim olan, paranın yansızlığı ilkesini şiar edinen Say'ci neo-klasik düşünce, ardı ardına yaşanmaya başlanan konjonktür dalgalanmaları ve finansal krizleri açıklamak konusunda yetersiz kalmıştır. 1929 Büyük Buhranı mevcut iktisadi geleneğin ağır darbe almasıyla ve Say Yasası'nın çökmesiyle sonuçlanmıştır. Neo-klasik düşüncenin görmezden geldiği, parasal değişkenler ile reel değişkenler arasındaki ilişkileri ilk kez dile getiren Keynesyen düşünce neo-klasik paradigmayı devirerek yeni paradigmayı oluşturmuştur. 2007 küresel krizi de tıpkı Keynesyen devrim gibi, ortodoks iktisadi paradigmanın sorgulanmasını gündeme getirerek, heterodoks düşüncenin temsilcilerinin seslerini yükseltmelerine olanak sağlamıştır.

II. Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan Bretton Woods sisteminin 1970'li yılların ortalarında çökmesiyle ABD ve İngiltere öncülüğünde krize reçete olarak finansal piyasaların ekonomi içindeki ağırlığının artırılması salık verilmiştir. Böylece, küresel ekonomi politik son otuz-kırk yılda "finansallaşma" ekseninde bir yeniden yapılanma süreci içine girmiştir. Bu dönem aynı zamanda ülkelerin borç krizleri içine düştükleri, sermaye hareketlerinin küresel ekonomik ilişkiler üzerinde başat rol oynadığı, finans kapitalin yerel ve uluslararası ekonominin işleyişinde ağırlığının arttığı bir süreci temsil etmektedir. Dolayısıyla iktisat yazınında ekonomik istikrarsızlıkları finansal unsurlarla ilişkilendiren çalışmalar artmıştır. Bu bağlamda heterodoks çalışmalar ön plana çıkmış ve özellikle Post-Keynesyen ekole ait kayda değer çalışmalar literatüre kazandırılmıştır. Post-Keynesyen yaklaşım, sıcak para hareketlerine ve kredi sistemine dayanan istihdam yaratmayan spekülatif yönlü büyüme süreci içinde bulunan kapitalistleşmiş, dışa açık gelişmekte olan ülkelerin ekonomik dalgalanmalarını incelemektedir. Özellikle son küresel krizin ortaya çıkmasıyla üzerine olan ilginin giderek arttığı Minsky'nin kapitalizmin yatırım-finansman ilişkisi üzerine kurguladığı finansal istikrarsızlık

hipotezi, ekonomik dalgalanmaları finansal açıdan açıklayan pek çok çalışmaya ilham vermiştir.

Minsky'e göre, kapitalist bir ekonomide finansman-harcama ilişkisi, istikrarsızlığı artırmanın ötesinde, bizatihi istikrarsızlığın kaynağıdır. Borç birikimi, aşırı borçluluk, finansal kırılganlık, borç deflasyonu, sistemik risk gibi kavramlar finansal istikrarsızlık yaklaşımının temel unsurlarıdır. İktisadi konjonktürün genişleme döneminde, banka kredilerindeki artış ve finans dışı sektördeki borç birikimi bankaların kredi riskini ve bunun sonucunda finansal sektördeki kırılganlığı artırmaktadır. Finansal kırılganlık, istikrarsızlık yaratarak, finansal kriz riskini ve sistemik riski artırmaktadır. Dolayısıyla Minskyen finansal istikrarsızlık yaklaşımına göre, bir finansal kriz esas olarak ekonominin iç dinamiklerinden kaynaklanan ve kredi patlamasıyla sonuçlanan bir süreçtir.

Minsky'e göre piyasalar kendiliğinden dengeye kavuşamayacakları gibi, yapısal olarak istikrarsızlık kaynağıdırlar. Hatta Minsky'e göre dünya ekonomilerinde yaşanan bütün büyük bunalımlar, ekonominin kendiliğinden akışının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Ekonomilerde krizlerden kaçınılamasa da krizleri ertelemek veya etkisini nispeten zayıflatmak mümkündür. Bunun yolu ise uygun ekonomi politikalarını uygulamaktan geçer.

Bu çalışmada, kapitalist bir ekonomide istikrarsızlığın kaynakları, reel ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki ilişkiler ve Türkiye'de yaşanan ekonomik istikrarsızlıkların açıklanmasında Minskyen teorinin sunduğu çerçevenin kullanılabilirliği araştırılmıştır. Türkiye ekonomisinde meydana gelen finans kökenli ekonomik istikrarsızlıkların ekonominin içsel dinamikleriyle açıklanma gücü test edilmiştir. Türkiye ekonomisinde finansal sistemin giderek geliştiği ve derinlik kazandığı dönem ele alınarak, VAR modeli ile elde edilen etki-tepki fonksiyonları analiz edilmiştir.

Türkiye ekonomisi için yapılan analiz, Boratav (2008)'ın çalışmasında sözünü ettiği iş çevrimlerinin yükseliş ve iniş aşamalarını takip eden mekanizma temel alınarak gerçekleştirilmiştir. Boratav bu süreci şu şekilde ifade etmiştir:

> Türkiye ekonomisinde finansal krizlerin potansiyel bir tehdit olarak ortaya çıkması, 1994 ve 2001'de ağır, 1998-1999'da ise hafif üç krizin ekonomiyi sarsması ile olmuştur. Her üç krizin de belirleyici nedeni sermaye hareketlerinden kaynaklanan bir çevrimin sert bir iniş aşaması içermesidir. Sözü edilen çevrimin "çıkış" aşaması, yüksek arbitraj beklentisi ile gelen, dövizi (enflasyonla karşılaştırıldığında) ucuzlatıcı katkılar yaparak parasal genişlemeye ve talep artışlarına yol açan sermaye girişleriyle başlar. Giderek büyüyen cari işlem açıkları, bankalar sisteminde artan riskler ve belirsizlikler, dış borç göstergelerinde bozulmalar sonunda finans kapital ve rantiye beklentileri olumsuzlaşır ve sermaye çıkışlarını tetikleyecek bir "iniş" aşamasının ön koşulları böylece oluşur. Önce sıcak paranın, sonra da diğer sermaye türlerinin ekonomiyi terk etmesi ile başlayan bu ikinci aşama, döviz piyasalarında ve bankalar sisteminde istenmeyen boyutta şoklar ve çöküntülere yol açtığı zaman kriz patlak verir (Boratav, 2008).

Türkiye ekonomisinin kendine özgü dinamiklerini de hesaba katarak yaptığımız analizde finansal derinleşmenin artmasına paralel olarak ekonominin kırılganlığının arttığını ve makroekonomik göstergelerine kriz eğiliminin yansıdığını görmekteyiz. Analiz sonuçlarına göre, yabancı kökenli sıcak para akımları ile mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacmi, gayri safi sabit sermaye oluşumu ve GSYİH'nın büyüme oranı arasında nedensel ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Benzer şekilde cari işlemler açığı ile mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacmi ve gayri safi sabit sermaye oluşumu arasındaki nedensel ilişki de ortaya konmuştur. Ayrıca, kısa süreli yabancı sermaye girişleri ile rezerv para, mevduat bankaları toplam mevduatı, mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacmi ve büyüme oranı arasındaki nedensel ilişkinin varlığı da analizde kendisine yer bulmuştur. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinde iş çevrimlerinin yükseliş aşamasının, yabancı sermaye girişleriyle başlayan, bankalar aracılığıyla, krediler kanalıyla sermaye oluşumu ve büyüme şeklinde olgunlaşan bir süreci başlattığı görülmektedir. Bu büyüme konjonktürü ve oluşan iyimser atmosfer Minskyen anlamda ekonomiyi istikrarsızlığa sürükleyen mekanizmaların devreye gireceği ortamı oluşturacktır. Ekonomik dalgalanmaların kaynağı finans piyasalarıdır. Finans piyasalarının gelişmesiyle ve uluslararası finansal sisteme eklemlenmesiyle spekülatif sıcak paranın beslediği büyüme konjonktürü, tam da bu büyüme nedeniyle artan borçlanma sonucu oluşan risk ve belirsizliğin neden olduğu beklentilerin olumsuzlaşarak sermaye çıkışlarının başlamasıyla çöküş sürecine girecektir. Kısacası, ekonomik konjonktürün yükselmesi, Minsky'nin sözünü ettiği finansal istikrarsızlık sürecini kendi kendine doğuracaktır. Ekonomik istikrar, istikrarsızlık sebebidir!

Türkiye ekonomisi açısından finansal istikrarsızlık yaklaşımının, ekonomik istikrarsızlıkları açıklayabilme gücüne sahip olduğu düşünülmektedir.

Çalışmada ayrıca, Minskyen finansal kırılganlık yaklaşımının teorik çerçevesinden hareketle, ekonomilerin finansal kırılganlığının ölçülmesi olgusu ele alınmıştır. Geniş bir ülke yelpazesi üzerinden ve Minskyen perspektif de dâhil olmak üzere, genel kabul görmüş makroekonomik kırılganlık göstergeleri kullanılarak yapılan panel probit model ile ekonomilerin kırılganlıkları ve krizlere eğilimleri ölçülmüştür. Analiz neticesinde Minskyen analizle paralellik taşıyan sonuçlar elde edilmiştir. Gelir ve gelişmişlik düzeyi bakımından iki ayrı kategoride incelediğimiz 23 ülke üzerinden yaptığımız analizlere göre, finansal kırılganlığı yüksek ve gelişmişlik düzeyi nispeten düşük ülkelerde gelişmişlik ve gelir düzeyi yüksek ülkelere oranla kullandığımız değişkenlerin kırılganlık veya kriz yaratma olasılığının daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. Özellikle finansal değişkenlerin ülke ekonomilerinde kırılganlık yaratma olasılığının hipotezimiz tarafından açıklanma gücü daha yüksek çıkmıştır.

Çalışmamızda iki ayrı analize yer verilmesinin nedeni, ilk uygulamada Türkiye ekonomisinin kendine özgü dinamiklerinin ele alınabileceği, daha özel bir analiz ile finansal istikrarsızlık hipotezinin test edilme isteğidir. İkinci uygulama ise, Türkiye ekonomisiyle benzer özellikler gösteren dünya ekonomileri ile, gelişmişlik ve gelir düzeyleri Türkiye'ye göre görece iyi, Dünya Bankası tarafından yüksek gelir grubu ülkeleri olarak nitelendirilen ülkeler üzerine karşılaştırmalı bir analiz imkanı sunan panel probit model uygulamasıdır. Bu uygulama da finansal istikrarsızlık hipotezinin gelişmişlik ve gelir düzeyi farklı ülkeler açısından açıklama gücünün test edilmesi amacıyla yapılmıştır.

İktisat yazınında, ekonomilerin yaşadıkları dalgalanmalar, istikrarsızlıklar ve krizler uzun soluklu bir tartışmanın aktörleridirler. Lapavitsas'ın söylediği gibi, "piyasa iyidir, devlet kötüdür" anlayışının yaşadığı açmazlar, kriz dönemlerinde 'laissez faire'den Keynesyen müdahaleci devlet politikasına dönülmesi, devletin müdahalesi olmadan günümüz kapitalizminin işlemesinin neredeyse imkânsız olduğunu açıkça ortaya sermiştir. Bu nedenle modern kapitalizmi "güdümlü kapitalizm" olarak nitelendirmek yerinde olacaktır.

KAYNAKÇA

Aalbers, M., B. *(2008.) The financialization of home and the mortgage market crisis.* New York, NY, The Editors and W.S.Maney & Son Ltd.

Aglietta, M. ve Breton, R. (2001). Financial systems, corporate control and capital accumulation. *Economy and Society,* 30 (4), s. 433-466.

Ahumada, A.C. & Budnevich, C.L. (2002). Some measures of financial fragility in the Chilean banking system: an early warning indicators application. In L. Hernandez ve K.S. Hebbel (Eds.), *Banking, financial ıntegration and international crisis* (pp. 175-197). Santiago: Central Bank of Chile.

Aigner, D., & Sprenkle, C. (1968). A simple model of information and lending behavior**.** *Journal of Finance,* n.23, 151-166.

Akçay Ü. ve Güngen A.,R. (2015). *Finansallaşma, borç krizi ve çöküş*. Ankara: NotaBene Yayınları.

Akdiş, M. (2000). *Global finansal sistem finansal krizler ve Türkiye*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.

Alkin, E. (1982). Turkey's international economic relations. *University of Istanbul, Faculty of Economics,* Vol. 468.

Alves Jr, A. J., Ferrari Jr, F., & De Paula, L. F. (1999). The post keynesian critique of conventional currency crisis models and davidson's proposal to reform the international monetary system. *Journal of Post Keynesian Economics*, *22*(2), 207-225.

Aras, G. (2004). Sermaye piyasalarında asimetrik bilgi etkisi ve piyasaların işleyişindeki rolü. *İktisat İşletme ve Finans*, *19* (225), 81-94.

Aras, G. ve Müslümov, A. (2003). Sermaye piyasalarının gelişmesinde kurumsal yatırımcıların rolü, OECD ülkeleri ve Türkiye örneği, *Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği,* 1.Baskı, İstanbul.

Arestis, P., & Glickman, M. (2002). Financial crisis in Southeast Asia: dispelling illusion the Minskyan way. *Cambridge Journal of Economics*, *26*(2), 237-260.

Arrighi, G. (2000). *Uzun yirminci yüzyıl: para, güç ve çağımızın kökenleri: The long twentieth century: money, power and the origin of our times* (R. Boztemur, Çev.). Ankara: İmge Kitabevi Yayınları.

Arrighi, G. (2003). The social and political economy of global turbulence. *New Left Review*, *20*, s. 5-71.

Baltagi, B., H. (2001). *Econometric analysis of panel data.(* second edition), Chichester: John Wiley & Sons Ltd.

Bayramoğu, S. ve Tüleykan H. (2016), Türkiye'de 24 ocak kararları ile başlayan finansal serbestleşmenin günümüz iktisadi ve mali yapısına yansımaları. *The Journal of Academic Social Science Studies*. No:44, s. 401-420.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2009). Financial institutions and markets across countries and over time-data and analysis. *World Bank Policy Research Working Paper Series,4943*.

Bell, J. & D. Pain (2000). Leading indicator models of banking crises – a critical review. *Financial Stability Review*, Bank of England, s.124.

Benlialper, A., Cömert, H. ve Düzçay, G. (2016), 2002 sonrası Türkiye ekonomisinin performansı: karşılaştırmalı bir analiz, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, s. 65-110.

Bernanke, S.B. & M.L.Getrler (1990). Financial fragility and economic performance. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.105, No.1.

Bilgin, C. (2007). Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye Örneği. Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana.

Bocutoğlu, E. (2010). Hyman P. Minsky'nin Konjonktür Teorisi 2007-2010 Heterodoks Bir Değerlendirme. *Bankacılık Dergisi*, (75), 3-33.

Boratav, K. (2008). *Türkiye İktisat Tarihi, 1908-2007*. Ankara: İmge kitabevi.

Boratav, K. (2015). *Dünyadan Türkiye'ye İktisattan Siyasete. İstanbul: Yordam Kitap*

Bordo, M.D. & Wheelock, D.C. (1998). Price stability and financial stability. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review,* Sept/Oct, 41,62.

Bordo, M. D., Dueker, M. J., & Wheelock, D. C. (2000, June). Inflation shocks and financial distress: an historical analysis. *Journal Of Economıc Hıstory* Vol. 60, No. 2, pp. 534-535.

Bossone, Biagio & Larry Promisel (1998). Strenghtening financial systems in developing countries: the case for ıntensives-based financial sector reforms. *Responding to the Global Financial Crisis,* The World Bank.

Boyacıoğlu, M. (2011). 1980 sonrası Türk bankacılık sektöründeki gelişmeler, krizlerin sektör üzerindeki etkileri ve iyileştirici öneriler. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı 9.

Brousseau, V. & C. Detken (2001). Monetary policy and fears of financial ınstability. *Europian Central Bank Financial Working Paper Series,* No:89, November 2001.

Canbaş, ve Doğukanlı, H.,(1997). *Finansal pazarlar, finansal kurumlar, sermaye pazarı analizleri. İstanbul:* Beta Yayın Dağıtım.

Cangürel, O., Güngör, S., Sevinç, V.U., Kayci, İ. ve Atalay, S. (2010). Sorularla Basel III. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK).*

Caruana, J. (2005). Monetary policy, financial stability and asset prices. *Banco de Espena Documentos Ocasionales*, No.0507.

Chant, J. (2003). Financial stability as a policy goal. In J. Chant, A. Lai, M. Illing, F. Daniel (Eds.), *Essays on Financial Stability*. Bank of Canada Technical Report, No.95.)

Crockett, A. (1997a). *Why is financial stability a goal of public policy*. Paper presented at FED Kansas City 1997 Symposium on Maintaining Financial Stability in a Global Economy, from https://ideas.repec.org/a/fip/fedker/y1997iqivp5-22n82(4).html-11k. Erişim tarihi: 17.07.2010.

Crockett, A. (1997b). The theory and practice of finanacial stability. *GEI Newsletter*, Issue, No.6.

Crotty, J. (2005). The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and 'modern'financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. *Financialization and the world economy*, 77-110.

Çelebi, E. (2001). İkibinbir yılında Türkiye ekonomisinin genel görünümü. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, s.4, ss. 14-28.

Davis, E.P. (1992). *Debt, Financial Fragility, and Sistemic Risk.* Oxford: Clarendon Press.

Davis, E. P. (1995). *Financial fragility in the early 1990s: what can be learnt from international experience?*. Financial Market Group, London School of Economics.

Davis, E. P. (2003), "Towards a Typology for Systemic Financial Instability", http://www.brunel.ac.uk/329/efwps//03-20.pdf. Erişim tarihi: 11.08.2010.

De Bant, O. ve Hartmann P. (2000). Systemic risk:a survey. *Europian Central Bank Working Paper Series*, n.35, November, 2000.

De Paula, L. F. R., & Alves Jr, A. J. (2000). External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*,*22*(4), 589-617.

Derindere, S. ve Dizdarlar, H., I. (2006). Bankalarda asimetrik bilgiden kaynaklanan sorunlar üzerine bir araştırma. *V. Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi.*

Devinney, T. (1986), *Rationing in a Theory of the Banking Firm*. Berlin: Springer-Verlag.

Dikkaya M. ve Özyakışır D. (2008). Türkiye Ekonomisinde Yeni Arayışlar: 1946-1960 Dönemi. M. Dikkaya, D. Özyakışır, A. Üzümcü (Ed.), Türkiye'nin Ekonomi Politiği içinde (s. 105-122). Ankara: Orion Kitabevi.

Diko, A. (2004). *Sermaye piyasasında asimetrik bilgi sorunu ve temettü işaretleme hipotezinin İMKB'de testi*. Yayınlanmamış uzmanlık tezi**,** Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Dymski, G. A. (1996). Kalecki's monetary economics. In *An Alternative Macroeconomic Theory: The Kaleckian Model and Post-Keynesian Economics* (pp. 115-140). Springer Netherlands.

Dymski, G. A. (1999). Asset bubbles and Minsky crises in East Asia: A spatialized Minsky approach. *University of California, Riverside, Department of Economics, Research Paper, April*.

Dymski, G. ve Pollin, R. (1992). Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm, Steven Fazzari and Dimitri B. Papadimitriou (der.), Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky, M.E.Sharpe, New York, USA, 27- 61.

Eichengreen, Barry (2004). Financial instability. *University of California, Berkeley Revised.* http://scholar.google.com.tr/scholar?q=E%C4%B0CHENGREEN,+B.+(2004)+%E2%80%9CFinancial+Instability&hl=tr&um=1&ie=UTF-8&oi=scholart (Erişim Tarihi: 11.06.2010).

Epstein, G. A. (2005). Introduction: Financialization and the World Economy. In G. A. Epstein (Eds.), *Finansialisation and World Economy* (pp. 3-16). Edward Elgar.

Erdal, A. ve Dilek, Ö. (2008). Kamu Müdahaleciliğinin yeni Evresi ve Planlı Ekonomi: 1960-1980 Dönemi. M. Dikkaya, D. Özyakışır, A. Üzümcü (Ed.), *Türkiye'nin Ekonomi Politiği* (s. 123-138). Ankara: Orion Kitabevi.

Eren, A., & Süslü, B. (2001). Finansal kriz teorileri ışığında türkiye'de yaşanan krizlerin genel bir değerlendirmesi. *Yeni Türkiye*, *41*(7), 662-674.

Ergül, Y.T. (2005). Ekonomik istikrarsızlıkları anlamada Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.

Ergüneş, N. (2009). Finansallaşma Döneminde Türkiye Ekonomisinin Küresel Bütünleşmesi. (T. Öncel, Çev.), C. Lapavitsas (Eds.), *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi* içinde (s. 299-332) İstanbul: Yordam Kitap.

Felix, D. (1999). *Open economy Minsky-Keynes and global financial crises*. Paper presented at the ninth annual Hyman Minsky conference on financial structure. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, April (Vol. 2123).

Ferguson, R. W. (2003). Should financial stability be an explicit central bank objective. *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems, International Monetary Fund, Washington DC*, 208-223.

Fisher, I. (1932). *Booms and depressions-some first principles.* Newyork: Adelphi Company Publishers.

Fisher, I. (1933). The debt deflation theory of great depressions. *Econometrica*. No:1, s.337- 357.

Flannery, Y., M. (1983). enforcing impicit contrat theory : an application to the theory of banking. *Working Paper, The Wharton School*, University of Pennsylvania.

Foley, D. (2003). Financial fragility in developing economies. *Development Economics and Structuralist Macroeconomics, Aldershot: Edward Elgar*.

Foot, Michael (2003). What is financial stability and how do we get ıt? *The Roy Bridge Memorial Lecture*, No.3, April.

Foster, J. B. (2007). The financialization of capitalism. *Monthly Review*, *58*(11), 1.

Francis, M. (2003). Governance and financial fragility: evidence from cross-section of countries. *Bank of Canada Working Paper,* October 2003.

Friedman, M. & Schwartz, A.J. (1963). Money and business cycles. *Review of Economics and Satistics*, 45, s. 32-64.

Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & Williams, K. (2001). Financialisation and the coupon pool. *Gestão & produção*, *8*(3), 271-288.

Gemech, F & J. Struthers. The McKinnon Shaw Hypotesis: Thirty Years On: A Review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory. http://www.esocialsciences.com/data/articles/Document1262006180.8255884.pdf. (Erişim tarihi: 01.09.2010).

Greenwald, B.,C. & Stiglitz, J.E. (1990). Assymetric ınformation and the new theory of the firm: financial constraints and risk behaviour. *National Bureau of Economic Research Working paper Series*, n. 3359, pp. 1-14.

Greenwald, B.,C., Stiglitz, J.,E. & Weiss A. (1984). Informational ımperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. *American Econoic Review*, v.74, n.2, pp.194-199.

Group of 10, (1997). Financial Stability in Emerging Market Economies. *Report of the Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies,* BIS, April.

Group of 10, (2001). Consolidation of the financial sector. www.bis-org/publ/gten05. Çevrim içi; 31.08.2010.

Gujarati, D. N. (2010). *Temel Ekonometri* (Ü. Şenesen ve G. G. Şenesen, Çev.). *Istanbul: Literatür Yayınları*.

Güloğlu, B. ve Altunoğlu, A.E. (2002). Finansal serbestleşme politikaları ve finansal krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye krizleri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi,* n.27, Ekim 2002.

Günal M. (2007). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. Ankara: Yeni Dönem Yayınları.

Gündoğan, H. (2014). Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara Enflasyon Hedeflemesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, c.51, s.598.

Haldane, A. G., Hoggarth, G., Saporta, V., & Sinclair, P. (2005). Financial Stability and Bank Solvency. *www. trading-software-collection. com*, 83.

Hamilton, J. D. (1994). *Time series analysis* (Vol. 2). Princeton: Princeton university press.

Harvey, D. (2007). In what ways is the new imperialism really new? *Historical Materialism*, *15*(3), 57-70.

Herrero, A.G. ve Rio, P.(2003). Financial stability and the design of monetary policy. Banco de Espana. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1e2774ed-fd12-4be4-87d6-171e814ed612/kuresel.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE1e2774ed-fd12-4be4-87d6-171e814ed612

Houben, A., Kakes, J., & Schinasi, G. J. (2004). Toward a framework for safeguarding financial stability. *IMF working Paper*, No. 101.

Hubbard, R., G. (1994). Is there a credit channel for monetary policy. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No.4977, pp. 1-45.

IMF, Financial soundness indicators,2016 http://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42&sId=1469128361826

Işık, S. (2004). Post Keynesyen finansal kırılganlık yaklaşımının Türkiye ekonomisindeki finansal krizlere (1991-2001) uygulanması. *İktisat, İşletme ve Finans*, s.218, ss. 51-77.

Işık, S., K. Duman ve A. Korkmaz (2004). Türkiye ekonomisinde finansal krizler:bir faktör analizi uygulaması. *D.E.U. İ.İ.B.F. Dergisi*, c.19, s.1, ss.45-69.

Jaffee D. ve Modigliani F. (1969). A theory and test of credit rationing**.** *American Economic Review*, n.59, pp.850-870.

Jaffee, D., M. (1971). Credit rationing and commercial loan market. *John Wiley Sons Inc*., New York.

Jaffee, D., M. & Russell, T. (1976). Imperfect ınformation, uncertainity and credit rationing. *Quarterly Journal of Economics*, v.90, n.4, pp.651-666.

Jessua, C. (2005). *Kapitalizm.* (I. Ergüden, Çev.). Ankara: Dost Yayınları.

Jones, L. N. ve Krause, A. S. (2007). Latin American banking fragility, 1983-2002: an assesment of the causes and a closer look at the role played by foreign banks. *Emory University Department of Economics Working Papers*, No:07-13, August.

Kalecki, M. (1965). *Theory of Economic Dynamics*. London: Allen and Unwin.

Kalecki, M. (1972). The Principle of Increasing Risk. Essays in the Theory of Economic Fluctations. New York: Russell & Russell.

Kalecki, M. (1971). *Selected essays on the dynamics of the capitalist economy 1933-1970*. CUP Archive.

Karaçimen, E. (2015), *Türkiye'de Finansallaşma: Borç Kısıacında Emek*, İstanbul: SAV Sosyal Araştırmalar Vakfı.

Karadağ, M., M. (2005). Asimetrik enformasyonun bankacılık sektörüne etkileri: Türkiye örneği. Doktora Tezi**,** Marmara Üniversitesi, İstanbul.

Karahan, Ö. (2006). Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği. *Yönetim ve Ekonomi*, c. 13, s.2.

Karluk, S. R. (2005). *Cumhuriyet'in İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisi'nde Yapısal Dönüşüm*, (Gözden Geçirimiş 10. Baskı). İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A. Ş.

Kauffman, G.G. (1998). Central banks, asset bubles and financial stability. *Federal Reserve Bank of Chicago, Working Paper Series,* WP/98/12.

Kauffman, G.G. (2000). Banking and currency crises and systemic risk: lessons from recent events. *Economic Perspectives,* v.24,no.3,3rd quarter.

Kazgan, G. (1985). *Ekonomide dışa açık büyüme*. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.

Kazgan, G.(2008). *Türkiye Ekonomisinde Krizler*. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Keating, J.W. (1990). Identifying VAR Models Under Rational Expectations. *Journal of Monetary Economics*, 25, 453 - 476.

Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment Interest and Money*. New York: Harcourt, Brace and Company.

King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The quarterly journal of economics*, 717-737.

Koç, A., C. (2015). Küresel Kapitalizmin Finansallaşmasına Türkiye Ekonomisinin Eklemlenme Süreci (1980-2012). H. Mıhcı (Ed.) *Finansallaşma, Devlet ve Politik İktisat* içinde. (s. 115-146). Ankara-:NotaBene Yayınları.

Komulainen, T. ve Lukkarila, J. (2003). What drives financial crises in emerging markets?. *Emerging Markets Review*, *4*(3), 248-272.

Koskela, E. (1976). A study of bank behavior and credit rationing. *Annles Acamediae Scientiarum Fennicae*, Helsinki.

Kotz, D. M. (2008). Neoliberalism and financialization. In *paper written for the conference in honour of Jane D'arista at the Political Economy Research Institute, University of Massachussets, May* (pp. 2-3).

Kregel, A. J. (1997). Financing global financial stability and market efficiency. http://www.undp.org/ods/monterrey-papers/kregel.pdf. Erişim tarihi: 12.06.2010.

Kregel, J. A. (1998). *Yes," it" did happen again: A Minsky crisis happened in Asia*. Jerome Levy Economics Institute.

Krippner, G. R. (2005). *The financialization of the American economy.* Oxford: Oxford University Press.

Kumar, V., Leone, R. P., & Gaskins, J. N. (1995). Aggregate and disaggregate sector forecasting using consumer confidence measures. *International Journal of Forecasting*, *11*(3), 361-377.

Kwiatkowski, D., Phillips, P. C., Schmidt, P., & Shin, Y. (1992). Testing the null hypothesis of stationarity against the alternative of a unit root: How sure are we that economic time series have a unit root?. *Journal of econometrics*, *54*(1-3), 159-178.

Lapavitsas, C. (2009). Giriş: Finansallaşmanın Krizi. In C. Lapavitsas (Eds.) *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi.* (T. Öncel, Çev.), (s. 9-24). İstanbul: Yordam Kitap.

Lapavitsas, C. (2009). Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere. In C. Lapavitsas (Eds.) *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi.* (T. Öncel, Çev.), (s. 25-74). İstanbul: Yordam Kitap.

Large, A. (2003*). Financial stability: maintaining confidence in a complex World. City of London Central Banking Conference,* National Liberal Club.

Leland, H.,E. & Pyle, D.,H. (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial ıntermamediation. *The Journal of Finance*, v.32, n.2, pp.371-387.

Mankiw, N., G. (1986). the allocation of credit and financial collapse. *The Quarterly Journal of Economics*, v.101, n.3.

Mattesini F. (1997). *Financial Markets, Asymmetric Information and Macroeconomic Equilibrium*, Vermont: Darmouth Publishing Company.

Mıhcı, H. (2015). Giriş: Finansallaşma, Devlet ve Politik İktisat. H. Mıhcı (Ed.) *Finansallaşma, Devlet ve Politik İktisat* içinde. (s. 9-16). Ankara: Nota Bene Yayınları.

Minsky, H., P. (1975). *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.

Minsky, H.P. (1980). Capitalist financial processes and the ınstability of capitalism. *Journal of Economic Issues*, vol.14, no.2, p.505-523.

Minsky, H. P. (1982). Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance, ME Sharpe. *Inc.: Armonk, NY*.

Minsky, H., P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Conn.:Yale University Pres.

Minsky, H. P. (1989). Money manager capitalism. *New York: The Levy Economics Institute Of Bard College.* http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/13. Erişim tarihi: 12.09.2014.

Minsky, H., P.(1992a). The capital development of the economy and the structure of financial ınstitutions. *The Jerome Levy Economic Institute of Bard College,* Working Paper No: 72.

Minsky, H.P. (1992b). The financial instability hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College,* Working Paper no.74.

Minsky, H.P. (1993). finance and stability: the limits of capitalism. *Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute,* Working Paper no. 93.

Minsky, H. P. (1994). The debt deflation theory of great depressions. *NewYork: The Levy Economics Institute of Bard College.* http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/159. (12.09.2014).

Minsky, H. P. (2008). *John maynard keynes*, New York: Mc-Graw-Hill.

Minsky, H., P. (2013), *Stabilizing an Unstable Economy (İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı)*, (Çev. Oğuz Esen), Ankara: Efil Yayınevi.

Mishkin, F., S. (1999). Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. *Journal of Economic Perspevtives,* v.13, n.4.

Mishkin, F., S. (1996). Understanding financial crises: a developing country perspective. *NBER Working Paper,* No: 5000, May.

Mishkin, F., S. (1997). The causes and propagation of financial ınstability: lessons for policymakers. *Maintaining Financial Stability in a Global Economy,* FED Kansas City.

Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of ınvestment. *American Economic Review*, v.48, pp.261-297.

Moenjak, T., Imudom, W. & Vimolchalao, S. (2004). Monetary policy and financial stability: finding the right balance under ınflation targeting. *Bank of Thailand Discussion Paper*, No.8.

Müslümov A. ve Aras G. (2004). Kredi piyasalarında asimetrik bilgi ve bankacılık sistemi üzerindeki etkileri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, s. 222, 55-65.

Myers, S.,C. & Majluf, N.,S. (1984). Corporate financing and ınvestment decisions when firms have ınformation that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v.13, pp. 187-221.

Nasica, Eric (2000). *Finance, investment and economic fluctuations*, Chelhantam: Edward Elgar.

Obstfeld, M (1998). The global capital market: benefactor or menace. *Journal of Economic Perspectives*, v.12,n.4.

Oksay, S. (2000). Finansal piyasalarda yeni yasal düzenlemeler ihtiyacı ve türk finans sistemi. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi*,*75*(10), 9-18.

Orhan, O. Z., ve Erdoğan, S. (2007). *Para Politikası* (4. Baskı). Ankara: Yazıt Yayın Dağıtım.

Öçal, T. ve Ö.F. Çolak (1999), *Finansal Sistem ve Bankalar*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Özatay, F. ve Sak, G. (Nisan 2002). *The 2000-2001 financial crisis in Turkey*. Paper presented at Brookings Trade Forum s. 121-160.

Özcan, S. (2006). Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Bankacılık ve Finans Kuruluşları Genel Müdürlüğü, Ankara.

Özel, H. (2004). Michal Kalecki ve Klasik-Marksist iktisadi analiz. *Haccetepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt: 22.Sayı: 1.*

Özer, M. (1999). Finansal krizler, piyasa başarısızlıkları ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar. *Anadolu Üniversitesi Yayınları*, No.1096, İktisat Fakültesi Yayınları, No.2, Eskişehir.

Özgen, F.B. ve Güloğlu, B. (2004). Türkiye'de iç borçların iktisadi etkilerinin VAR tekniğiyle analizi. *METU Studies in Development*, 31, 93-114.

Öztürk, S. ve Özyakışır, D. (2008), Türkiye'de Finansal Sistemin Yapısı ve Tarihsel Gelişimi: 1923-2007. M. Dikkaya, D. Özyakışır, A. Üzümcü (Ed.) içinde *Türkiye'nin Ekonomi Politiği*. (s. 315-346). Ankara: Orion Kitabevi.

Padoa-Schioppa, T. (2002). *Central banks and financial stability: exploring the land in between.* Paper presented at second ECB Central Banking Conference on the Transformation of the European Financial System, 24-25 October.

Painceria, J.P. (2009). Finansallaşma Döneminde Gelişmekte Olan Ülkeler: Sürekli Açıktan Döviz Rezervi Biriktirmeye. C. painctsas (Ed.) içinde *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*, (T. Öncel, Çev.), (s. 256-298) İstanbul: Yordam Kitap.

Palley, T. I. (2007). *Financialization: What It Is and Why it Matters, Political Economy Research Institute,"* (No. 153). Working paper series.

Pamuk, Ş. (1987). İthal ikamesi, döviz darboğazları ve Türkiye, 1947-1979.*Krizin Gelişimi ve Türkiye'nin Alternatif Sorunu*, 37-69.

Parasız, İ. ve K. Yıldırım (1994). *Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama Dışa Açık Makro Ekonomiye Giriş*. Bursa:Ezgi Kitabevi Yayınları.

Parasız, İ., (2001). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. (7. Baskı), Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

Pazarlıoğlu, M. V. ve Gürler, Ö.K. (2007). Telekomünikasyon yatırımları ve ekonomik büyüme: panel veri yaklaşımı. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 44(508), ss. 35-43.

Pekkaya S. ve A. Tosuner (2008), "Global Piyasalardaki Gelişmeler ve RiskYönetimi". http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:Z7m4K2IzC0MJ:www.turklider.org/TR/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282. Erişim tarihi: 10.09.2010.

Pesola, J. (2005). Banking fragility and distress: an econometric study of macroeconomic determinants. *Bank of Finland Research Discussion Papers*, No: 13-2005.

Pesola, J. (2007). Financial fragility, macroeconomic shocks and banks' loan losses: evidence from europe. *Bank of Finland Research Discussion Papers*, No: 15-2007.

Phillips, P. C., & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, *75*(2), 335-346.

Roubini, N. & Mihm, S. (2011). *Kriz ekonomisi*. I. Tezcan, (Çev.). İstanbul: Pegasus Yayınları.

Ruiz-Porras, A. (2008). Banking – Competition and Financial Fragility: Evidence from Panel Data. *Estudios Economicos*, 23(1), 49 – 87.

Sarıkaya, M. (2002). Asimetrik Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, c:3, s:2.

Saltoğlu, B.(1998). Ekonomik büyüme ve finansal piyasaların gelişimi. *İktisat Dergisi*, c.12. 25.ss 13-37.

Schinasi, G. J. (2003). Responsibility of Central Banks For Stability in Financial Markets. *IMF Working Paper*, WP/03/121.

Schinasi, J. G. (2004). Defining Financial Stability. *IMF Working Paper*, International Capital Markets Department, No.187.

Scihoppa, T., P. (2002). Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between. Paper presented at second ECB central banking conference on The Transformation of The European Financial System, Frankfurt am Main, 24-25 October.

Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1-48.

Skott, P., & Ryoo, S. (2008). Macroeconomic implications of financialisation. *Cambridge Journal of Economics*, *32*(6), 827-862.

Somçağ, S. (2002). Türkiye'nin Ekonomik Krizi: Oluşumu ve Çıkış Yolları. http://bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Diger/somcagAgu02.doc, 12.02.2008

Sönmez, M. (2004). *Türkiye Ekonomisinin 80 Yılı*. Ankara:İTO Yayınları.

Stiglitz, J.,E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with ımperfect ınformation. *The American Economic Review,* v.71, n.3, pp.381-409.

Stock, J. H., & Watson, M. W. (2011). *Ekonometriye Giriş*.(B. Saraçoğlu, Çev.). Ankara: Efil Yayınevi.

Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, *28*(5), 719-741.

Şengönül, A. ve Değirmen S. (2012). Kısa süreli sermaye hareketlerinin türkiye'nin ekonomik büyümesine etkisi: sermaye piyasası ve bankacılık kanalı, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni* 2012/73.

Taş, R. (1995). Türk mali sisteminin uzun dönem (1923-1980) gelişiminin yapısal ve oransal analiz yöntemleriyle değerlendirilmesi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, *50*(1-2).

TCMB (2002). *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri.* (http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1e2774ed-fd12-4be4-87d6-171e814ed612/kuresel.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE1e2774ed-fd12-4be4-87d6-171e814ed612)

TCMB (2014). *Bülten.* Sayı 35.(http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/77402706-96b8-4359-b59a-47ef0e01e23c/BULTEN35.pdf?MOD=AJPERES)

TCMB (2015). *Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri*. (http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f23af107-3ac4-408d-82a1-41fe4588f80c/TCMB_KITAPCIK_2014.pdf?MOD=AJPERES)

Telatar, E. (2002). *Fiyat istikrarı ne? nasıl? kimin için?*. Ankara: İmaj Yayınevi.

Tokgöz, E. (1997). *Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-1997).* Ankara: İmaj Yayınevi.

Tuncer, Selahattin (1985), *Türkiye'de Sermaye Piyasası, Teori Uygulama,*İstanbul: İstanbul Matbaası.

Tüzüntürk, S. (2007). Panel veri modellerinin tahmininde parametre homojenliğinin önemi: geleneksel Phillips eğrisi üzerine bir uygulama. *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi,* 21(2), ss. 1-14.

Uludağ İ., ve Arıcan, E., (1999). *Finansal Hizmetler Ekonomisi*. İstanbul:Beta Basın Yayın Dağıtım.

Üzümcü, A. (2008). Türkiye'de Ulusal Ekonominin İnşası: 1923-1945 Dönemi. M. Dikkaya, D. Özyakışır, A. Üzümcü (Ed.), *Türkiye'nin Ekonomi Politiği* içinde (s.65-104). Ankara: Orion Kitabevi.

Voyvoda, E., ve Yeldan, E. (2002). Türkiye ekonomisi için kriz sonrası alternatif uyum stratejileri. *İşletme ve Finans Dergisi, Kasım*, 18-28.

Wolfson, M. H. (2000). Neoliberalism and international financial instability. *Review of Radical Political Economics*, *32*(3), 369-378.

Wolfson, M. H. (2002). Minsky's theory of financial crises in a global context. *Journal of Economic Issues*, *36*(2), 393-400.

Wray, L. R. (2011). Minsky crisis. *NewYork: Levy Economics Institute of Bard College*. Working Paper No. 659. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_659.pdf

Yalta, A. Y. (2011). *Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar*. (http://www.acikders.org.tr/course/view.php?id=70)

Yayla M. ve Kaya Y.T. (Mayıs 2005). Basel-II, ekonomik yansımaları ve geçiş süreci. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu,* ARD Çalışma Raporları 2005/3.

Yeldan, E. (2004*). Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme,* İstanbul: İletişim Yayınları.

Yeldan, E. (2010). İstihdamsız Büyüme, Esnek İşgücü. *Bilkent Üniversitesi yayını. http://www. bilkent. edu. tr/~ yeldane/Yeldan251_24Sub10. Pdf. Erişim tarihi: 10.08.* 2011.

Yeldan, E. (2013). *IMF Dönemi Bitti Aldatmacası*. (http://www.cumhuriyet.com.tr/koseyazisi/419104/_IMF_Donemi_Bitti__Aldatmacasi.html)

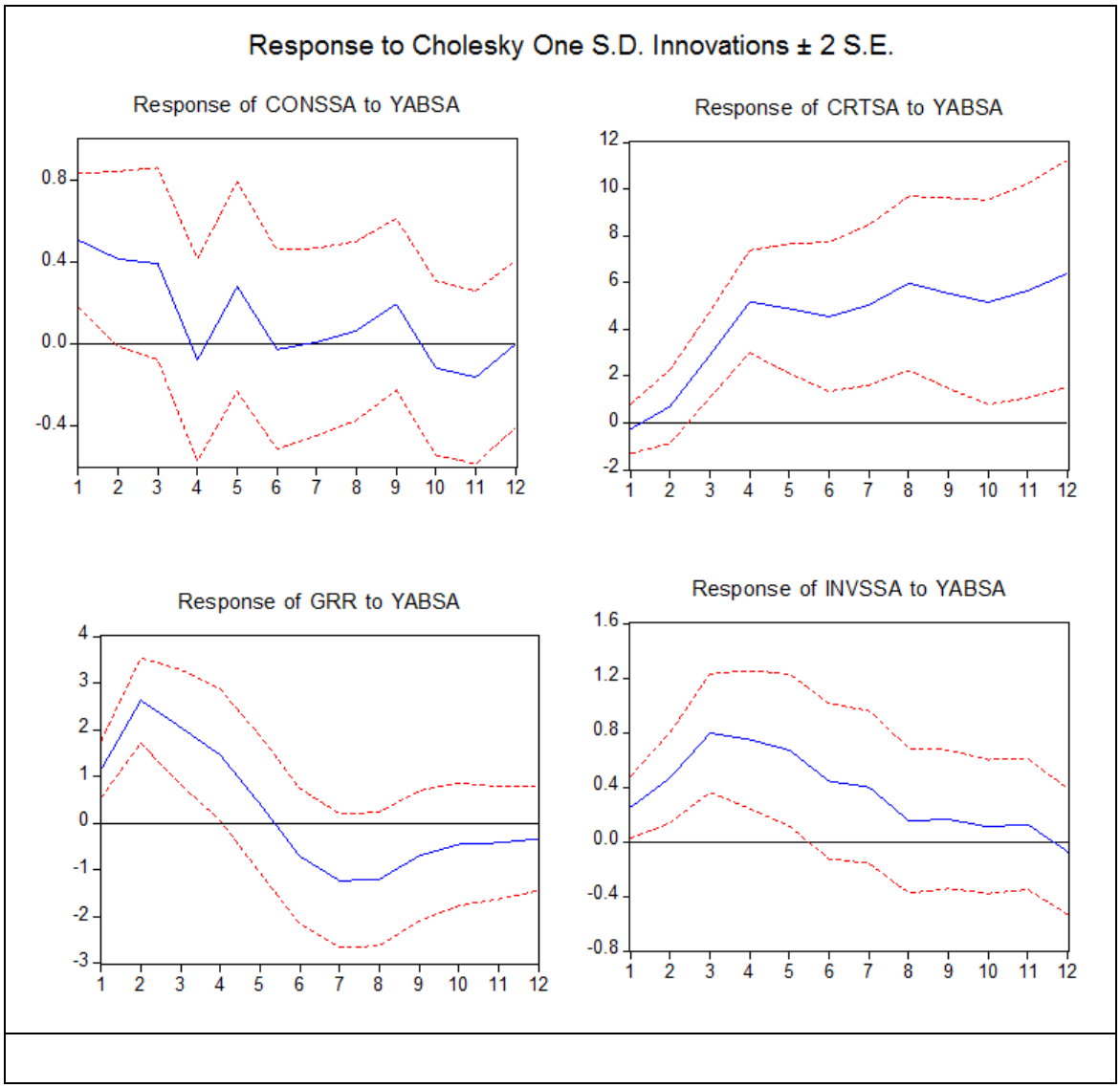
Yeyati, Eduardo L. Ve Micco, Alejandro. (2003). Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sectors: Impact on Competition and Risk. *Inter-American Development Bank Working Paper*, No: 499, November.

EKLER

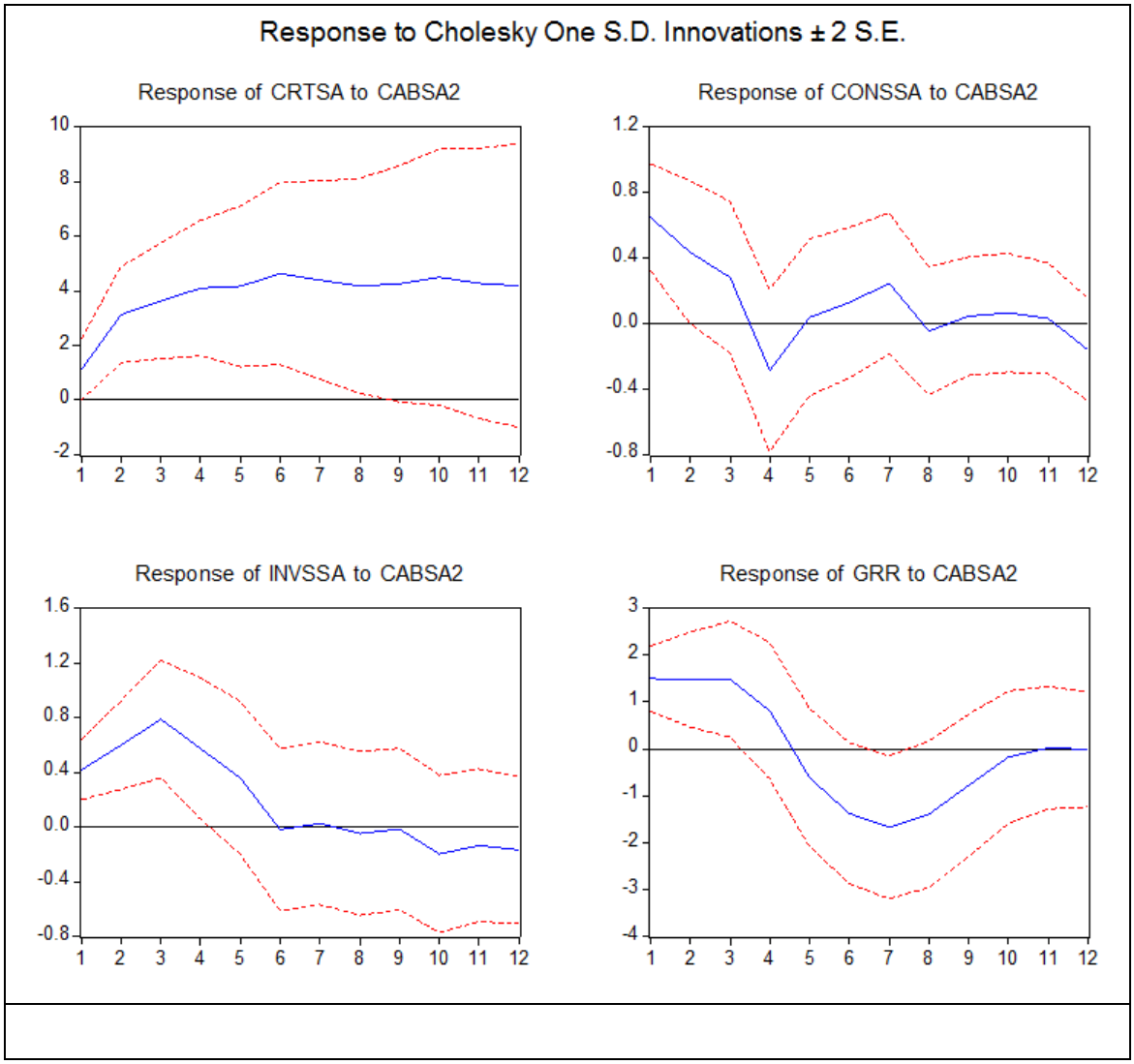
VAR MODELİ İÇİN EKLER:

Fark alınmamış serilerle yapılan VAR Modeli Etki-Tepki Fonksiyonları aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.

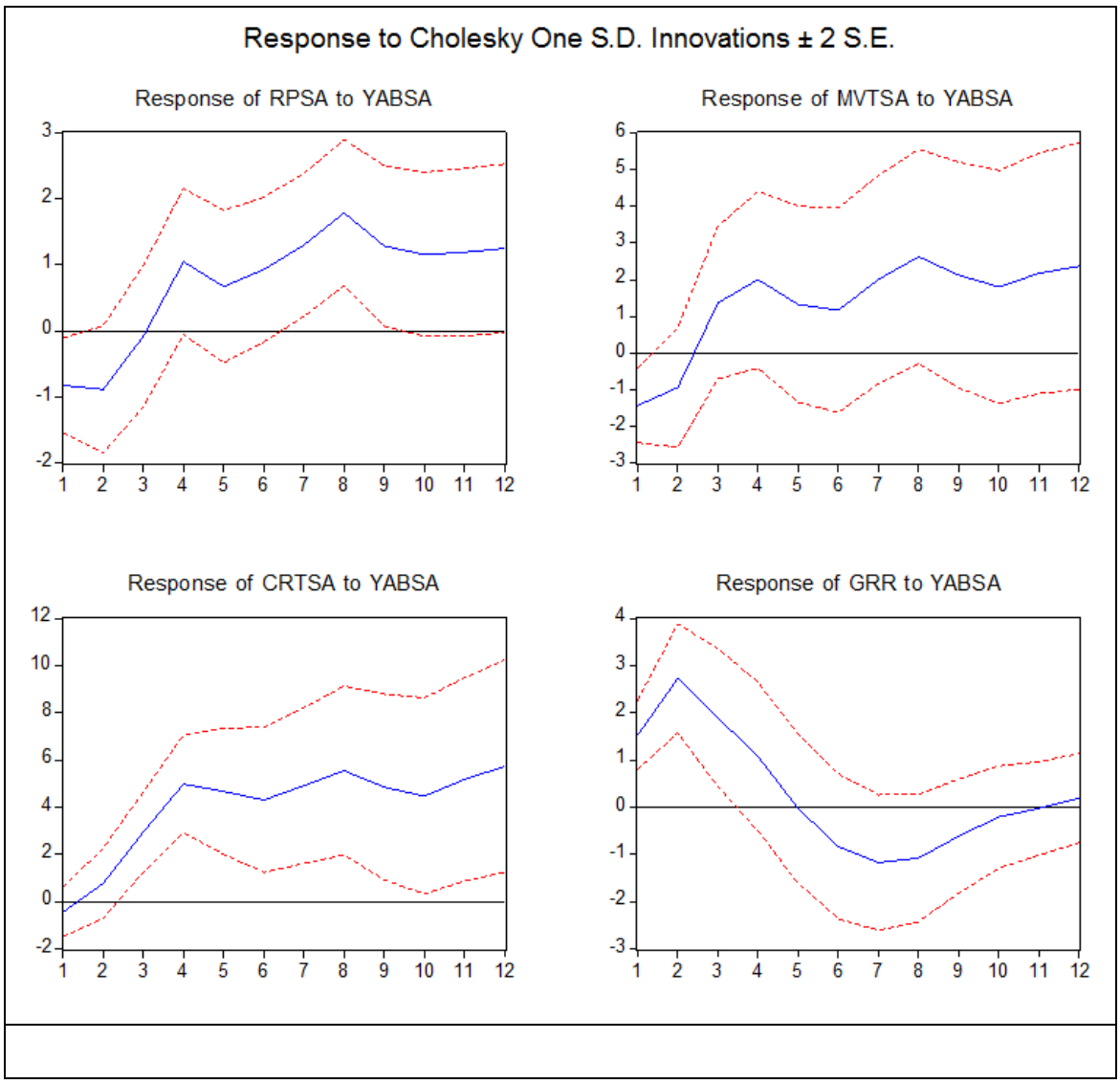
EK 1: Makro İktisadi Değişkenlerin Yabancı Kökenli Sıcak Para Girişlerine Karşı Tepkileri (Fark alınmamış serilerle)



EK 2: Makro iktisadi Değişkenlerin Cari İşlemler Açığındaki Değişmelere Karşı Tepkileri (Fark alınmamış serilerle)



EK 3: Yabancı Kökenli Sıcak Paranın Aktarım Mekanizması (Fark alınmamış serilerle)



Cari işlemler açığı serisinin (CABSA) farkı alınarak yeniden yapılan VAR modeli etki-tepki fonksiyonları aşağıda gösterilmiştir.

EK 4: Makro iktisadi Değişkenlerin Cari İşlemler Açığındaki Değişmelere Karşı Tepkileri (CABSA serisinin farkı alınarak yapılmıştır.)



ÖZGEÇMİŞ

Dr. Hatice BOZKURT

1. KİŞİSEL BİLGİLER

Ad-Soyad: HATİCE BOZKURT
Doğum Tarihi: 04. 05. 1979
Doğum Yeri: KAYSERİ
Adres: İş Adresi: Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Dekanlık Binası, İktisat Bölümü, Kat 3, No: 303 Balcalı – ADANA.
Telefon: 0533 462 16 71
E-posta: haticeozakan@gmail.com
ozkanh@cu.edu.tr

2. EĞİTİM DURUMU

Lise: 1994-1997 Melikgazi Süper Lisesi (Kayseri).
Üniversite:
Lisans: 1999-2003 Çukurova Üniversitesi, İİBF, Economics.
Yüksek Lisans: 2003-2006 Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilimdalı.
Doktora: 2007-2016 Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilimdalı.

3. ÇALIŞMA DURUMU

2005 - 2007: Ordu Üniversitesi, Ünye İİBF, İktisat Bölümü (Araştırma Görevlisi).
2007 - 2016: Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilimdalı (Araştırma Görevlisi).

4. BİLİMSEL ÇALIŞMALAR

Yüksek Lisans Tezi: Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Türkiye Örneği (2006)

Doktora Tezi: Türkiye Ekonomisindeki Finansal İstikrarsızlığın Minsky Perspektifinden Değerlendirilmesi (2016)

Ulusal Hakemli Dergi Makalesi:

1. *"Yoksulluk Sorununa Kör Bir Kalkınma Modeli Olarak Yönetişimci Kalkınma: Adana Örneği"* başlıklı makalem iki isimli olarak İstanbul Üniversitesi **İstanbu**l **İktisat Dergisi'**nde yayınlanmıştır.
2. *"Yoksulluk Sorununu Görmeyen Bir Kalkınma Modeli Olarak Yönetişimci Kalkınma: Adana Örneği"* başlıklı makalem üç isimli olarak Ankara Üniversitesi **Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi'**nde yayınlanmıştır.

Sempozyum Bildirisi (Bildiri Kitabında Tam Metni Basılan Bildiriler):

1. 24-25 Eylül 2009 tarihleri arasında Sosyal Bilimler Araştırmaları Derneği (SOBİAD) tarafından düzenlenen, "*Yönetim ve Ekonomi Bilimleri Konferansı*"na, iki isim ile birlikte hazırlanan "Küresel Finans Krizi Sonrasında Yaşanan Ekonomi Politik Değişimler (Enflasyon Hedeflemesi Örneği)" başlıklı bildiri ile katıldım.

2. 19-20 Ekim 2009 tarihleri arasında Türkiye ve Ortadoğu Amme İdaresi Enstitüsü (TODAİE) tarafından düzenlenen, "Ulusal Kalkınma ve Yerel Yönetimler" Konulu *4. Ulusal Yerel Yönetimler Sempozyumu*'na, iki isim ile birlikte "Sosyal Adalet Sorununu Görmezden Gelen Bir Kalkınma Modeli Olarak Yönetişimci Kalkınma (Adana Örneği)" başlıklı bir bildiri ile katıldım.

Panel:

1. Mayıs 2008 tarihinde Çukurova Üniversitesi Bahar Şenliği etkinlikleri çerçevesinde Çukurova Üniversitesi Mithat Özsan Amfisi'nde düzenlenen *"Akademi Dünyası ve Akademiden Sesler"* başlıklı panele konuşmacı olarak katıldım.

5. DİĞER BİLGİLER

Yabancı Dil: İngilizce (İyi Derecede)
Bilgisayar: Word, Excel, Power-Point, İnternet.
Diksiyon: İyi Derecede **.**