T.C.
MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DOKTORA TEZİ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT DOKTORA PROGRAMI

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ ÖRNEĞİ

Filiz ERATAŞ SÖNMEZ

Danışman
Prof. Dr. Doğan UYSAL

Manisa-2016

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 10/11/2016 tarih ve 32/4 sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Manisa Celal Bayar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği'nin 22. Maddesi gereğince Enstitümüz İktisat Anabilim Dalı Doktora Programı öğrencisi Filiz ERATAŞ SÖNMEZ'in ***"Finansal İstikrarsızlığın Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Yükselen Piyasa Ekonomileri Örneği"*** Konulu tezi incelenmiş ve aday 09/12/2016 tarihinde saat 11.00'de jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra ..... dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna	☒	OY BİRLİĞİ	☒
DÜZELTME yapılmasına	* ☐	OY ÇOKLUĞU	☐
RED edilmesine	** ☐	ile karar verilmiştir.	

* Bu halde adaya 6 ay süre verilir.
** Bu halde adayın tez konusu ve/veya danışmanı değiştirilebilir.

BAŞKAN
Prof. Dr. [illegible] DURAN

ÜYE
Prof. Dr. Yaşar UYSAL

ÜYE
Yrd. Doç. Dr. Mehtap TUNÇ

ÜYE
Prof. Dr. Doğan UYSAL

ÜYE
Doç. Dr. Volkan AKPTEKİN

	Evet	**Hayır**
Tez, burs, ödül veya Teşvik programına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.	☐	☐
Tez, mutlaka basılmalıdır.	☐	☐
Tez, mevcut haliyle basılmalıdır.	☐	☐
Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.	☐	☐
Tez, basımı gereksizdir.	☐	☐

YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum "Finansal İstikrarsızlığın Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Yükselen Piyasa Ekonomileri Örneği" adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

09/12/2016

Filiz ERATAŞ SÖNMEZ

ÖZET

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ ÖRNEĞİ

Bu çalışmanın amacı, finansal istikrarsızlığın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelenmektir. Finansal istikrarsızlığın ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği hipotezinden hareketle, öncelikle finansal istikrarsızlığın tanımı yapılmış, ardından kavramsal çerçevenin daha iyi açıklanabilmesi için finansal istikrarsızlığın nedenleri üzerinde durulmuştur.

Bu çalışmanın iktisat yazınında yer alan finansal istikrarsızlık ve ekonomik büyüme ilişkisinin incelendiği sınırlı sayıda çalışmaya katkı yapması beklenmektedir. Finansal istikrarsızlık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin test edilmesi amacıyla panel veri analizinden yararlanılan ekonometrik bir model oluşturulmuştur. Ampirik modelde finansal istikrarsızlık endeksinden yararlanılmıştır. Finansal sistemin istikrarının analizine ilişkin bu yaklaşım çerçevesinde, finansal sistemdeki risk ve kırılganlık durumu saptanmaktadır. Finansal sistemin mevcut sağlamlığı ve istikrarının analizinde kullanılan temel göstergeler, finansal sistemin işleyişine yönelik finansal ve makroekonomik değişkenlerden oluşmaktadır.

Finansal istikrarsızlık ve ekonomik büyüme ilişkisi yükselen piyasa ekonomileri kapsamında ele alınmaktadır. Bunun nedeni; finansal kırılganlığı yüksek bir ekonomik sistem içerisinde, sistemik etkiler barındırabilecek hale gelmiş potansiyel şokların ortaya çıkma riskinin daha yüksek olmasıdır. Herhangi bir şok karşısında yeterince güçlü olmayan finansal sistemler, olumsuz etkileri yalıtabilecek niteliklere sahip olmadığından negatif büyüme rakamları ile sonuçlanan finansal krizler ortaya çıkmaktadır.

Durağan olmayan dinamik panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada, değişkenlerin öncelikle heterojen olup olmadıkları incelenmiş ardından değişkenlere ilişkin yatay kesit bağımlılığı araştırılmıştır. İkinci nesil panel birim kök testlerinden yararlanılan bu modelde, uzun dönem regresyon katsayısı tahminlenmiş ve finansal istikrarsızlık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönünün belirlenmesi amacıyla panel nedensellik analizinden yararlanılmıştır. Elde edilen ampirik bulgular, finansal istikrarsızlığın ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği hipotezini desteklemektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal İstikrarsızlık, Ekonomik Büyüme, Yükselen Piyasa Ekonomileri, Finansal İstikrarsızlık Endeksi, Panel Veri Analizi, Panel Nedensellik Analizi.

ABSTRACT

THE IMPACT OF FINANCIAL INSTABLITY ON ECONOMIC GROWTH: EVIDENCE OF EMERGING MARKET ECONOMIES

The aim of this study is to investigate the impact of financial instability on economic growth. Starting from the hypothesis that financial instability impacts economic growth negatively, first the definition of instability are made and than focused on the causes of instability to understand a conceptual framework better.

In order to test the relationship between economic growth and financial instability the econometric model has been created by panel data analysis methods. Financial instability index is used for the empirical model. The risk and the vulnerability of the financial system has been determined with this approach.

The main indicators which have been used at the emprical part are; macroeconomic indicators and a composite index of financial indicators which is crucial to estimate soundness and stability of the financial system.

The relationship between financial instability and economic growth in emerging market economies are discussed in this context. Because in a fragile financial system it is more than possible to occur potential systemic shocks which have systemic effects. If the financial system is not strong enough to face with any shocks or not qualified to isolate the negative effects of the financial crisis, it results with negative economic growth rates.

In this study, non-stationary dynamic panel data analysis has been used to investigate not only examine the heterogeneity of the variables but also to consider cross-section dependency between each units. The second-generation panel unit root tests utilized in this model, the long-term regression coefficients forecasted and panel causality analysis were used to determine the direction of the relationship between the economic growth and financial instability. The empirical findings of the study support the hypothesis which assumes that financial instabilityhas adverse effects on economic growth.

Keywords: Financial Instability, Economic Growth, Emerging Market Economies, Financial Instability Index, Panel Data Analysis, Panel Causality Analysis.

TEŞEKKÜR

Çalışmamın her aşamasında bana destek olan, bilgi ve deneyimleri ile yol gösteren danışman hocam Sayın Prof. Dr. Doğan UYSAL'a, birikimi ve yeni yaklaşımlara olan ilgisiyle ile tezimin zorlu aşamalarında desteğini esirgemeyen Sayın Doç. Dr. Volkan ALPTEKİN'e, tecrübeleri ve bilgi birikimi ile beni aydınlatan hocalarım Sayın Prof. Dr. İbrahim EROL ve Prof. Dr. Bünyamin DURAN'a, doktora tez yazım sürecim boyunca desteğini hep hissettiren değerli meslektaşım Dr. Yağmur SAĞLAM'a, çalışmalarım sırasında manevi desteğini her zaman hissettiğim ortak zamanlarımız adına büyük fedakarlıkta bulunan sevgili eşim Taluy SÖNMEZ'e, öğrenim hayatım boyunca beni maddi ve manevi olarak destekleyen ve hep yanımda olan annem Gülizar ERATAŞ'a ve beni bir yerlerden izlediğine emin olduğum babam Bayram ERATAŞ'a ve ayrıca ikinci ailem olup desteklerini benden esirgemeyen Zahide ve Seyfi SÖNMEZ'e yürekten teşekkür ederim.

Filiz ERATAŞ SÖNMEZ

Manisa, 2016

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ:
YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ ÖRNEĞİ

İÇİNDEKİLER

TEZ SAVUNMA TUTANAĞI i
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU ii
YEMİN METNİ iii
ÖZET iv
ABSTRACT vi
TEŞEKKÜR viii
İÇİNDEKİLER ix
KISALTMALAR LİSTESİ xii
TABLOLAR LİSTESİ xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ xv
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL SİSTEMİN TANIMLANMASI VE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK SORUNU

1.1. FİNANSAL SİSTEMİN TANIMLANMASI 3
1.1.1. Fon Arz ve Talep Süresine Göre Finansal Piyasalar 6
1.1.1.1. Para Piyasası 6
1.1.1.2. Sermaye Piyasası 7
1.1.2. Örgütlenme Biçimine Göre Finansal Piyasalar 7
1.2.1. Organize Olmuş Piyasalar 8
1.2.2. Organize Olmamış Piyasalar 8
1.1.3. Ödemelerin Türüne Göre Piyasalar 8
1.1.3.1. Spot Piyasalar 8
1.1.3.2. Vadeli İşlem Piyasaları 9
1.1.4. Finansal Varlığın İhraç Şekline Göre Finansal Piyasalar 9

1.1.4.1. Birinci Piyasalar 9
1.1.4.2. İkinci Piyasalar 10
1.2. FİNANS PİYASASININ İŞLEYİŞİ 10
1.2.1. Etkin Piyasa Hipotezi 11
1.2.2. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi 14
1.3. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK SORUNU 19
1.3.1. Finansal İstikrarsızlığın Tanımlanması 19
1.3.2. Finansal İstikrarsızlığın Nedenleri 22
1.3.2.1. Finansal Kurumların Bilançolarındaki Bozulma 22
1.3.2.2. Reel Sektör Bilançolarında Bozulma 23
1.3.2.3. Artan Faiz Oranları 24
1.3.2.4. Aşırı Borç Birikimi 25
1.3.2.5. Belirsizliteki Artış 26
1.3.2.6. İçgüdüsel Tepki 28

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1. FİNANSAL SİSTEM VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ 34
2.2. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNİN EVRİMİ 42
2.3. FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMI VE MC KİNNON-SHAW YAKLAŞIMI 46
2.4. FİNANSAL KÜRESELLEŞME, ARTAN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK VE FİNANSAL KRİZLER 49
2.4.1. Küreselleşme 49
2.4.2. Finansal Küreselleşme 53
2.4.3. Finansal Küreselleşme ve Finansal İstikrarsızlık 55
2.4.4. Finansal İstikrarsızlık, Krizler ve Etkileri 57
2.5. "YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ" KAVRAMI 64

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: PANEL VERİ ANALİZİ

3.1. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK ENDEKSİ 68
3.2. PANEL VERİ ANALİZİ 72
3.3. YAZIN TARAMASI 74
3.4. VERİ SETİ VE YÖNTEM 76
3.4.1. Değişkenlerin Heterojenliğinin Araştırılması 77
3.4.2. Değişkenlerin Yatay Kesit Bağımlılığı Özelliğinin Araştırılması 78
3.4.3. Değişkenlerin Durağanlığının Araştırılması 81
3.4.4. Değişkenler Arası Eşbütünleşme İlişkisi Araştırılması 84
3.4.5. Uzun Dönem Katsayılarının Tahmini 86
3.4.6. Değişkenler Arası Nedensellik İlişkisinin Analizi 89
SONUÇ 92
KAYNAKÇA 96

KISALTMALAR LİSTESİ

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BRICT: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Türkiye

CADF: Cross-sectional Augmented Dickey Fuller (Kesit Açısından Genişletilmiş Dickey Fuller Testi)

CCE: Common Correlated Effects (Ortak İlişkili Etkiler Modeli)

DH.1: Dimetriscu Hurlin

DH.2: Durbin H

ECB: European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)

EKK: En Küçük Kareler

EMGP: Emerging Market Global Players (Yükselen Piyasalar Küresel Oyuncuları)

EPH: Etkin Piyasa Hipotezi

FED: Federal Reserve System (Amerika Merkez Bankası)

FII: Financial Instability Index (Finansal İstikrarsızlık Endeksi)

FİH: Finansal İstikrarsızlık Hipotezi

GATT: General Agreement on Tarrifs and Trade (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması)

GDP: Gross Domestic Product (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla)

GFD: Global Financial Development (Küresel Finansal Gelişme)

GMM: General Method of Moments

GOÜ: Gelişmekte Olan Ülkeler

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IFC: International Finance Coorporation (Uluslararası Finans Kuruluşu)

IMF: International Monetary Found (Uluslararası Para Fonu)

MSCI: Morgan Stanley Capital Index (Morgan Stanley Sermaye Endeksi)

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)

PCA: Principal Component Analysis (Temel Bileşenler Analizi)

SPL: Sermaye Piyasası Lisanslama

S&P: Standart&Poor's

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

USD: United State Dolar (Amerikan Doları)

VİOP: Vadeli İşlem Opsiyon Borsası

WEO: World Economic Outlook (Dünya Ekonomik Görünümü)

WTO: World Trade Organization (Dünya Ticaret Örgütü)

TABLOLAR LİSTESİ

2.1. Yükselen Piyasa Ekonomileri Sınıflandırması 67

3.1. Finansal istikrarsızlık Göstergeleri 71

3.2. Delta Testi Sonuçları 78

3.3. Model İçin CDlm Testi Sonuçları 80

3.4. GDP Değişkeni için CDlm Testi Sonuçları 80

3.5. FII Değişkeni için CDlm Testi Sonuçları 80

3.6. CADF Testi Sonuçları 83

3.7. GDP Hadri Kurozumi Testi Sonuçları 84

3.8. FII Hadri Kurozumi Testi Sonuçları 84

3.9. Durbin H Eşbütünleşme Testi Sonuçları 86

3.10. Ortak İlişkili Etkiler Modeli (CCEMG) Tahmin Sonuçları 87

3.11. Ortak İlişkili Etkiler Modeli (CCEP) Tahmin Sonuçları 87

3.12. Her Bir Yatay Kesit Birimi İçin Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları 88

3.13. Panel Nedensellik Testi Sonuçları 90

ŞEKİLLER LİSTESİ

1.1. Finansal Sistem Şeması 5

1.2. Finansal Piyasalar 6

1.3. Ekonomik Faaliyetlere İlişkin Davranış Motifleri 33

2.1. Finasal Piyasaların Ekonomik Büyümeyi Etkileme Kanalları 39

2.2. Küreselleşme Türleri 50

2.3. Ekonomik Küreselleşme 51

2.4. Ekonomik Küreselleşme İndeksi-Avrupa 52

2.5. Ekonomik Küreselleşme İndeksi-Asya 52

GİRİŞ

Finansal küreselleşme ile birlikte ekonomik birimlerin aşırı risk ve sürdürülemez borçlanmaya neden olan davranışları sistemde istikrarsızlığa neden olmaktadır. Ayrıca finansal yeniliklerle birlikte ekonomik birimlerin risk algısı değişmiş finansal istikrarsızlık sorunu daha karmaşık bir hale gelmiştir. Finansal kırılganlığı yüksek bir ekonomide sistemik etkiler de barındırabilecek potansiyel şokların ortaya çıkma riski zamanla artmaktadır. Finansal krizler, niteliklerine bağlı olarak, ekonominin geneli üzerinde olumsuz etkilere neden olmakta ve negatif büyüme rakamları ile karşı karşıya kalınmaktadır.

Bu çalışmanın amacı öncelikle finansal istikrarsızlığın tanımlanmasıdır. Ekonomide istikrar olgusuna verilen önem gerçekçi çözüm önerileri sunmakta yetersiz kalmaktadır. Bunun nedeni ise ekonomik sistem içerisinde var olan sorunların derinleme araştırılmasının yapılması yerine, sadece iyi ve istenen duruma odaklanılmasıdır. Çalışmanın çıkış noktası ekonomiler için bir sorun olan finansal istikrarsızlığın saptanması ve ardından çözüm önerilerinin getirilmesidir. Çalışmada hem kavramsal tanımlamara yer verilmiş hem de finansal istikrarsızlığın özellikle yükselen piyasa ekonomileri için gerçekten bir sorun olup olmadığının ispatı için ekonometrik bir model oluşturulmuştur. Amaç, finansal istikrarsızlığın ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkilediği hipotezinin bir de sayısal olarak ispatlanmasıdır.

Ekonomik yazında finansal istikrar kavramına daha sık rastlanmakta, finansal istikrarsızlık ile ilgili olan sınırlı ampirik çalışmaların sonuçları ise ele alınan ülke grupları açısından farklılık göstermektedir. Yapılan çalışma ile hem finansal istikrarsızlığın kavramsal açıklaması hem de oluşturulan ampirik model ve güncel ekonometrik uygulamalarla ekonomi yazınına katkı yapması beklenmektedir.

Çalışmada, finansal piyasaların işleyişinin ve finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunların konu edildiği birinci bölümde gerekli açıklamalar farklı iktisat okullarının görüşleri dikkate alınarak incelenmiştir. Finansal istikrarsızlık sorunu tanımlandıktan sonra, finansal istikrarsızlığa yol açan nedenler incelenirken sadece finansal sistemin yapısına ait unsurlar değil, karar birimlerinin davranış yapıları da dikkate alınmıştır. Davranışsal ekonomi alanına giriş yapılmış, özellikle insan davranışlarının ekonomik kararlar üzerindeki etkileri üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümünde finansal sistem ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmektedir. Söz konusu ilişki açıklanırken hem finansal piyasa işleyişi hem de büyüme kuramları dikkate alınmıştır. Bu bağlamda, finansal sisteme yön veren uluslararası para sisteminin zaman içerisindeki değişim süreci irdelenmiş ve finansal istikrarsızlığın temel kaynağı olan finansal küreselleşme üzerinde durulmuştur. Ardından, finansal küreselleşme ve artan finansal istikrarsızlığın yol açtığı finansal krizler incelenmiştir. Son olarak, tezin ampirik modeline konu olan yükselen piyasa ekonomileri tanımlanmış ve ülke sınıflandırmaları açıklanmıştır.

Çalışmanın son bölümünde finansal istikrarsızlık ve ekonomik büyüme ilişkisinin açıklanması için ekonometrik bir model oluşturulmuştur. Panel veri analizinden yararlanılan modelde, BRICT ülkeleri kapsamında finansal istikrarsızlığın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelenmiştir. Ampirik model kapsamında, durağan olmayan panel veri analizi yöntemlerinden yararlanılmıştır. Bunun sebebi finansal piyasaların karmaşık yapılarının doğası gereği dengeden uzak ve durağan olmamasıdır.

Ampirik model kapsamında, ilk olarak finansal istikrarsızlık endeksi oluşturulmuş, endeksi oluşturan değişkenler açıklanmış ve endeksin elde edilme yöntemi olan temel bileşenler analizi hakkında bilgi verilmiştir. Ampirik model kapsamında, öncelikle değişkenlerin heterojenliği incelenmiş hemen ardından yatay kesit bağımlılığı araştırılmıştır. İkinci nesil panel birim kök testlerinden faydalanılan bölümde, verilerin durağanlığı incelendikten sonra seriler arası eşbütünleşik ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Finansal istikrarsızlık endeksi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin analizine dair uzun dönem regresyon katsayıları ortak ilişkili etkiler modeli ile tahminlenmiş olup her bir ülkeye ait parametre tahminleri ayrıca yorumlanmıştır. Son olarak, söz konusu iki değişken arası nedensellik analizine yer verilmiş olup nedensellik ilişkisinin yönü belirlenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEMİN TANIMLANMASI VE FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK SORUNU

Ekonomik gelişme karmaşık bir süreci ifade eder ve sürecin en önemli unsurlarından biri de finansal işlemlerdir. Ekonomide tasarruf ve yatırım kararları farklı karar birimleri tarafından verilmektedir. Tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesinde, farklı karar birimleri arasındaki fon akımı finansal sistem aracılığı ile gerçekleştirilmektedir.

Finansal piyasaların işleyişinin ve finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunların konu edildiği birinci bölümde açıklamalar farklı iktisat okullarının görüşleri dikkate alınarak yapılmıştır. Bu çalışmada, finansal sistem incelenirken ekonomide önemli sorunlardan biri olarak karşımıza çıkan "finansal istikrarsızlık" kavramı özellikle seçilmiş ve çözüm önerilerinin daha kalıcı olması amacıyla nedenlerine ilişkin gerekli açıklamalar yapılmıştır. Genelde finansal istikrar durumunun karşıtı olarak tanımlanan finansal istikrarsızlığın nedenleri ile birlikte açıklanması, ekonominin sorunlarına dair daha gerçekçi bir yaklaşıma ulaşma potansiyelini arttırmaktadır.

Finansal istikrarsızlığa yol açan nedenler incelenirken sadece finansal sistemin yapısına ait unsurlar değil, karar birimlerinin davranış yapıları da dikkate alınmıştır. Özellikle içgüdüsel tepkinin varlığı ve finansal piyasalar için önemi üzerinde durulmuştur.

1.1. FİNANSAL SİSTEMİN TANIMLANMASI

Piyasa, alıcı ile satıcının karşılaştığı ve mal-para değişiminin gerçekleştiği yerdir. Piyasalar alınıp satılan unsurun ne olduğuna göre, reel ve finansal piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Reel piyasalarda, nihai mal ve hizmetler ile bunların üretiminde kullanılan üretim faktörlerinin alışverişi yapılmaktadır. Konusuna göre reel piyasalar da kendi içerisinde iki gruba ayrılmaktadır. Bunlardan ilki, mal ve hizmet piyasası, diğeri ise faktör piyasasıdır (Aydın vd., 2004:3). Mal ve hizmet piyasası üretim süreci sonunda nihai mal ve hizmetlerin alınıp satıldığı bir piyasa türü iken,

faktör piyasası üretim faktörlerinin arz ve talebinin karşılaştığı, dolayısıyla faktör fiyatlarının belirlendiği piyasa türüdür. Finansal piyasalar ise bir ekonomide karar birimlerinin ve finansal araçların belli kurallar dahilinde bir araya gelmeleri sonucunda oluşan bir bütün olarak tanımlanmaktadır (Afşar vd., 2012: vii).

Finansal piyasalar, fon akımının finansal kurumlar aracılığı ile fon talebinde bulunan yatırımcılar ve fon arzında bulunan tasarruf sahipleri arasında değişiminin sağlandığı yerledir (TCMB, 2015:2; Kurtcebe, 2015:7). Finansal piyasalar, gelirinin bir kısmını gelecekte tüketmeye karar veren ekonomik birimlerin fon fazlalarını, fon ihtiyacı duyan ekonomik birimlere sunmalarını sağlar. Bu doğrultuda, finansal piyasalar fon transferi aracılığı fonksiyonunu yerine getirerek, kaynakların etkin dağılımını ve tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlarlar (Eichengreen, 2004:20).

Aşağıda yer alan şekil 1.1'de finansal sistemin unsurları ve unsurların birbiri ile olan ilişkisi yer almaktadır. Fon arz edenler ve fon talep edenler finansman araçları, finansal kuruluşlar ve hukuki-idari düzen olmak üzere üç ana unsur yardımıyla bir araya gelmektedir. Söz konusu finansal piyasanın dengesi faiz oranı ile sağlanmakta ve söz konusu faiz oranı hem para piyasasında hem de sermaye piyasasında geçerli olmaktadır.

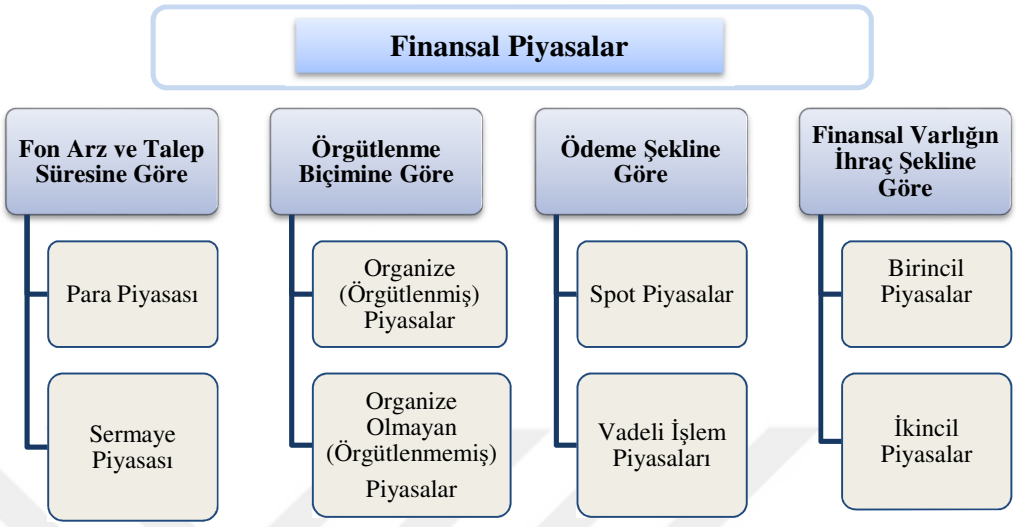
Şekil 1.1: Finansal Sistem Şeması

Fon Arz Edenler (Tasarruf Sahipleri)		
Finansman Araçları	**Finansal Kuruluşlar**	**Hukuki ve İdari Düzen**
1.Nakit	1.Bankalar	1.İlkeler
2.Mevduat	2.Aracı Kurumlar	2.Kurallar
3.Banka Parası	3.Yatırım Ortaklıkları	3.Denetim
4.Kredi	4.Yatırım Fonları	
5.Sosyal Güvenlik Fonları	5.Menkul Kıymet Borsaları	
6.Kooperatif Kaynakları	6.Sosyal Güvenlik Kuruluşları	
7.Tahviller	7.Sigorta Şirketleri	
8.Hisse Senetleri	8.Kooperatifler	
9.İpotekli Borç ve İrat Senetleri	9.Yatırım Kulüpleri	
10.Kamu Hisse Senetleri	10.Genel Finans Ortaklıkları	
11.Gelir Ortaklığı Senedi	11.Risk Sermayesi Yatırım ortaklıkları	
12.Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	12.Derecelendirme Kuruluşları	
13.Devlet İç Borçlanma Senetleri	13.Takas ve Saklama Şirketleri	
14. Depo Edilen Menkul Kıymet Sertifikaları	14.Portföy Yönetim Şirketleri	
	15.Yatırım Danışmanlığı Şirketleri	
	16.İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Merkezi	
Fon Talep Edenler (Yatırımcılar)		
Para Piyasası	**Faiz Oranı**	**Sermaye Piyasası**

Kaynak: Aydın vd., 2004:3.

Finansal piyasalar, kıymetli evrak niteliğindeki likit aktif olarak işlem gören çeşitli finansal varlıkların alışverişinin yapıldığı ortamlardır. Finansal piyasa kavramı, para ve sermaye piyasalarını da kapsamakla birlikte onlardan daha geniş bir anlam ifade etmektedir. Finansal piyasa, fon arz edenler (tasarruf sahipleri), fon talep edenler (yatırımcılar), finansman araçları, yardımcı kuruluşlar, hukuki ve idari düzen olmak üzere beş farklı unsurdan meydana gelmektedir. Finansal piyasa kavramı, yatırımcılar, tasarruf sahipleri, finansal araçlar ile fon transferini sağlayan aracı kurumlar ve tüm bu işlemleri düzenleyen çeşitli kuralları içeren bütünleşik bir yapıdan oluşmaktadır (SPL, 2014:4).

Şekil 1.2: Finansal Piyasalar



Kaynak: TCMB, 2015:3.

Şekil 1.2'den de görüldüğü gibi finansal piyasalar fon arz ve talep süresine göre, örgütlenme biçimine göre, işlem gören finansal varlığın ihraç şekline göre ve ödemelerin şekline göre sınıflandırılmakta ve dört ana başlık altında incelenmektedir.

1.1.1. Fon Arz ve Talep Süresine Göre Finansal Piyasalar

Finans piyasalarını finansal varlığın vadesine göre ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan ilki para piyasası ikinci ise sermaye piyasasıdır.

1.1.1.1. Para Piyasası

Finansal piyasa türlerinin incelendiği çalışmalarda, para ve sermaye piyasaları tanımlanırken genel olarak, finansal işleme konu olan değerli kağıdın vadesinin bir yıl ve bir yıldan uzun olmasına göre ayrım yapılmaktadır.

Para piyasası, kısa vadeli (genellikle vadesi bir yılı aşmayan), fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır (Özerol, 2015:101). Ancak finansal piyasalardaki yenilikler, para piyasasında vadesi bir yıldan uzun araçların da kullanımına olanak vermektedir. Bunun yanı sıra, sermaye piyasalarında, finansal gelişmişlik düzeyine bağlı olarak, ekonominin konjonktürel durumu ve spekülatif amaçlı yatırım

pozisyonlarına göre sermaye piyasasının da vadesinin kısalması mümkün hale gelmektedir (Yalta, 2011:52-53).

Kısa vadeli likidite fazlası olan fon arz edenler ile kısa vadeli likidite açığı olanlar, fon talep edenler, piyasada karşı karşıya gelmektedir. Fon arz edenler, tasarrufları karşılığında belli bir bedel (faiz) isterler, fon talep edenler ise belli bir bedel, yani faiz ödeyerek, tasarruf açığını gidermeye razı olur. Para piyasası yardımıyla elde edilen fonlar, kredi olarak işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılmaktadır (SPL, 2014:4). Ekonomik birimlerin mevduat yatırma, menkul değer alım satımı gibi yollarla faaliyet gösterdiği para piyasasında, risk fon akımına aracılık eden kuruluşlar tarafından üstlenilmektedir ve söz konusu piyasada riskin daha düşük olduğu gözlemlenmektedir (TCMB, 2015:3).

1.1.1.2. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası, vadesi bir yılı aşan finansal aktiflerin alım satım işlemlerinin gerçekleştiği piyasa türüdür. Sermaye piyasasında transferi gerçekleştirilen fonlar, para piyasasında olduğu gibi, gelecekte tüketmeyi bugün tüketmeye tercih eden ekonomik birimlerin harcamadıkları gelirleridir. Sermaye piyasası araçları, hisse senedi, özel sektör tahvili, devlet tahvili, kar-zarar ve gelir ortaklığı belgeleri, katılma intifa senedi, t-bond y-bond dan oluşan eurobond, gayrimenkul sertifikaları, yatırım fonu katılım payları ve varlığa dayalı menkul kıymetlerden oluşmaktadır (SPL, 2014:5). Para piyasasına oranla sermaye piyasasındaki risk daha fazladır. Örneğin, bir şirketin ya da kamu kurumunun tahvil veya hisse senedini satın alan ekonomik karar birimi söz konusu kurumun karşı karşıya kaldığı tüm risklere ortak olmaktadır (Kurtcebe, 2015:8; TCMB, 2015:3).

1.1.2. Örgütlenme Biçimine Göre Finansal Piyasalar

Örgütlenme biçimine göre piyasalar iki ana başlık altında incelenmektedir. Organize piyasalar, potansiyel tüm tarafların tüm işlemlerden haberdar olduğu ve tek fiyatın oluştuğu piyasalardır. Organize olmamış piyasalar aracıların kendilerine pozisyon taşıdıkları, çoklu fiyat sisteminin geçerli olduğu bir piyasa türüdür. Piyasada faaliyet gösteren karar birimleri tüm bilgiden haberdar olmadıkları için pazarlık şansı da söz konusudur (Özerol, 2015:156).

1.1.2.1. Organize (Örgütlenmiş) Piyasalar

Organize piyasalar, finansal işlemlerin önceden belirlenen kural ve düzenlemeler çerçevesinde yapıldığı piyasalardır. Bu tür piyasalarda, finansal işleme konu olan araçlar ve taraflar hakkında bilgiye kolay ve güvenilir bir şekilde ulaşılmaktadır (TCMB; 2015:4). Ticari bankalar ve menkul kıymetler borsaları, organize piyasalara verilebilecek en güzel örneklerdendir. Menkul kıymetler borsasında alım-satım işlemleri, finansal aracı kurumlar aracılığı ile belli kurallara göre ve borsa kontrolünde yapılmaktadır (Aydın vd., 2004:6).

1.1.2.2. Organize Olmamış (Örgütlenmemiş) Piyasalar

Organize olmamış piyasalar, finansal işleme konu olan kıymetli evrakların finansal denetim olmadan el değiştirdikleri yerlerdir. Tezgah üstü piyasalar olarak da isimlendirilen organize olmamış piyasalarda, düzenleyici ve denetleyici herhangi bir kuruluş bulunmamaktadır ve dolayısıyla finansal işlemler daha esnek kurallara tabidir. Fiyatların pazarlık yoluyla belirlendiği söz konusu piyasalarda genellikle fon bulmakta zorlanan küçük işletmeler yer almaktadır (Şıklar, 2010:11).

Organize olmuş piyasalarda, örneğin menkul kıymet borsalarında, sadece borsaya kayıtlı (kota ettirilmiş) menkul kıymetlere ait işlemler gerçekleştirilirken; organize olmamış piyasalarda hem borsaya kayıtlı hem de kayıtlı olmayan menkul kıymetlerin alım satım işlemleri yapılmaktadır (Yalta, 2011:55; SPL, 2014:223).

1.1.3. Ödeme Şekline Göre Finansal Piyasalar

Ödemelerin peşin ya da vadeli yapılamasına göre finansal piyasalar ikiye ayrılmaktadır. Spot piyasalar, finansal varlığın satışında teslim ve ödemenin aynı anda yapıldığı piyasa türüdür. Vadeli piyasa ise, vadesi gelecekteki herhangi bir zaman olan finansal varlığının bugünkü fiyatı üzerinden alışverişinin yapıldığı piyasadır.

1.1.3.1. Spot Piyasalar

Likit piyasalar olarak da anılan bu piyasa türünde, finansal işlemlerin ödemesi ile teslimi arasındaki süre genellikle kısadır (TCMB, 2015:4). Örneğin, ülkemizde Borsa İstanbul'da işlem gören bir finansal varlığın teslim süresi, (T+2) olarak belirlenmiştir. Söz konusu piyasada teslim ve ödemenin, finansal işlemin gerçekleştiği günü takip eden iki gün içerisinde yapılması gerektiği anlamını taşımaktadır (Şıklar, 2010:11).

1.1.3.2. Vadeli İşlem Piyasaları

Vadeli işlem piyasasında, alıcı ve satıcı tarafından kabul edilen bir sözleşme çerçevesinde finansal işleme ait teslim ve ödeme, sözleşmede belirtilen ileri bir tarihte yapılmaktadır (Kurtcebe, 2012:8). Vadeli işlem sözleşmesi, sözleşmenin taraflarına, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir finansal varlığı belirlenen ileri bir tarihte, bugünden üzerinde anlaşılan fiyattan alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmedir (VİOP, 2014:29).

Vadeli işlem piyasası anlaşmanın bugünden yapıldığı ve yükümlülüklerin gelecek bir vadeye ertelendiği piyasa türüdür.
Vadeli işlemler iktisat yazınında aynı zamanda türev araçlar olarak da ifade edilmektedir. Türev araçlar aşağıdaki işlemleri kapsamaktadır:

- Forward: Alivre İşlem Sözleşmeleri
- Futures: Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Options: Opsiyon Sözleşmeleri
- Swaps: Takas Sözleşmeleri

Vadeli işlem piyasalarının iki temel fonksiyonu vardır. Bunlar risk yönetimi ve geleceğe yönelik fiyat keşfidir.

-Risk Yönetimi: Vadeli işlem borsalarının temel fonksiyonlarından biri, gelecekte meydana gelebilecek fiyat değişimeleri karşısında riskten korunma fırsatı sunmasıdır. Vadeli işlem piyasaları, riski daha kolay yönetebilecek kurumlara transfer ederek bir tür fayda sağlamaktadır. Piyasada işleyiş şu şekilde olmaktadır: Gelecekte fiyat artışı riskinden kaçınmak isteyenler alım yönünde, gelecekte fiyatların düşme

riskinden kaçınmak isteyenler ise satım yönünde pozisyon alarak riskten korunmaya çalışırlar. Özetle risk, vadeli işlem piyasaları sayesinde alınıp satılabilir bir hale gelmiştir.

-Geleceğe Yönelik Fiyat Keşfi: Genellikle piyaslarda arz ve talebe göre belirlenen fiyatlar şimdiki zamanda (içinde bulunulan anda) geçerlilik göstermektedir. Ancak spot piyasadaki fiyatlar aynı zamanda geleceğe yönelik fiyatların hesaplanmasında da referans oluşturur. Spot (cari) fiyat vadeli işlem sözleşmelerinin parasal değerinin belirlenmesinde önemli bir unsurdur.

Vadeli işlem piyasasında farklı amaçlarla işlem yapılabilmektedir. Bunlar:

1. Korunma Amaçlı işlemler: Artan faiz oranları, döviz kurlarındaki değişimler ekonomik birimin sahip olduğu pozisyona göre kimi zaman olumlu kimi zaman olumsuz sonuçlar ortaya çıkaracaktır. Fiyat değişimleri ekonomik sistem içerisinde pekçok sektörü doğrudan etkilemektedir. Alım veya satım pozisyonlardan kaynaklanan fiyat değişim riskinden kaçınmak için yapılan işlemler korunma amaçlı işlemlerdir.
2. Spekülatif Amaçlı İşlemler: Vadeli işlem piyasasında korunma amacı taşımayan diğer tüm işlemler spekülatif işlemler olarak adlandırılmaktadır. Vadeli işlem piyasasında, spekülatörler son derece önemli işlevlere sahiptir, piyasanın ihtiyacı olan likiditeyi sağlayarak mali araçların alışverişini kolaylaştırırmaktadırlar. Spekülatörlerin amacı piyasadaki her fiyat seviyesinden beklentileri doğrultusunda işlem yaparak herhangi bir finansal aracı düşük fiyattan alıp, daha yüksek bir fiyattan satmak ve gerçekleştirdiği finansal işlem sonucunda kar elde etmektir. Spekülatörlerin piyasaya girmesi ile birlikte, alıcı ve satıcı sayısı ile sınırlı piyasa katılımcıları artar, dolayısıyla piyasanın likiditesi de artar.
3. Arbitraj Amaçlı İşlemler: Arbitraj, aynı anda bir ürünü düşük fiyattan alıp, yüksek fiyattan satma yönünde yapılan bir alım satım işlemidir, bir başka ifade ile yatırım yapmaya gerek kalmadan elde edilen risksiz bir kazançtır. Vadeli işlem piyasası da arbitraj amaçlı işlemler için de kullanılmakta ve pozitif bir fiyat farkı oluşturacak şekilde birden fazla işlemi aynı anda yapılmaktadır.

1.1.4. Finansal Varlığın İhraç Şekline Göre Finansal Piyasalar

Finansal varlığın ihraç şekline göre finansal piyasalar iki başlık altında incelenmektedir. Birincil piyasalar, bir finansal kurum ya da devlet tarafından çıkarılan finansal varlığın ilk alıcılara satışının yapıldığı piyasa türüdür. İkincil piyasa ise, daha önceden çıkarılan finansal varlığın yeniden satış işleminin gerçekleştiği piyasadır.

1.1.4.1. Birincil Piyasalar

Birincil piyasa, yeni çıkarılan finansal varlığın onu çıkaran, yani borçlanan şirket veya kamu kuruluşu tarafından ilk alıcılara satıldığı piyasalardır. Birincil piyasa pay senedi olarak tanımlanan hisse senedi ve borçlanma araçlarını ihraç eden şirketler ile alıcıların, tasarruf sahiplerinin, doğrudan karşılaştıkları bir sermaye piyasası türüdür (SPL, 2014:5). Şirketlerin kendilerine kaynak sağladığı piyasalardır ve bu piyasada halka arz kuralları uygulanmaktadır.

Birincil piyasalarda özellikle hisse senetlerinin ilk alıcılara satılması genellikle toplum geneline kapalı, belli bir gruba özel olarak yapılmaktadır. Kıymetli kağıdın ilk satışına yardımcı olan finansal kuruluş yatırım bankasıdır. Bir yatırım bankası piyasaya sürülen kıymetli kağıtların ödenmesini garanti eder ve daha sonra söz konusu kağıtları diğer ekonomik birimlere satar (Savaş, 2012:80).

1.1.4.2. İkincil Piyasalar

İkincil Piyasa, yatırımcılara likidite sağlayan, önceden birincil piyasada işlem görmüş finansal varlıkların alınıp satıldığı bir sermaye piyasası türüdür. İkincil piyasa, ekonomik birimlerin birincil piyasadan satın aldığı menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan bir piyasa türüdür ve borsalar bu piyasa türüne verilecek en iyi örneklerden biridir. Birincil piyasada, satışı yapılan finansal varlık karşılığında işletme yeni bir finansal kaynağa sahip olmaktadır. Bunun tersine, ikincil piyasada ise menkul kıymetlerin el değiştirilmesi ile sağlanan kaynak, söz konusu finansal varlığı ihraç eden işletmeye ait değildir (SPL, 2014:5).

İkincil piyasalar, değerli kağıtların satışını kolaylaştırarak menkul kıymetlerin likit hale gelmesini sağlamaktadır. Artan likidite söz konusu finansal varlığın talebini ve onu çıkaran kurumun birincil piyasadaki satış potansiyelini arttırmaktadır. İkincil piyasaya oluşan talep, birincil piyasada finansal varlığın fiyatını artmasına neden olacaktır. İkincil piyasa şartları, kurumların yeni bir finansal varlığı satışa sunması ve bunun fiyatının belirleme gücünü etkilemektedir (Yalta, 2011:54).

1.2. FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEYİŞİ

Finansa piyasasının işleyişi hakkında önemli iki ayrı görüş bulunmaktadır. Bunlardan ilki, ana akım (ortodoks) iktisat teorisinin savunduğu Etkin Piyasa Hipotezi (EPH), diğeri ise EPH'yi eleştiren ve heterodoks iktisat teorisi olarak kabul gören, aynı zamanda Post-Keynesyen iktisat teorisinin görüşlerini de yansıtan Finansal İstikrarsızlık Hipotezi (FİH) dir (Savaş, 2012:82).

Söz konusu iki farklı yaklaşım, iktisat teorisindeki mevcut iki ayrı görüşten kaynaklanmaktadır. Kapitalist ekonominin işleyişini konu edinen geleneksel (ana akım) iktisat teorisi ya da diğer bir adıyla ortodoks iktisat, on sekizinci yüzyılda Adam Smith ile teorik çerçeveye oturtularak sunulmuş, on dokuzuncu yüzyılda Alfred Marshall'ın Monetarist İktisat Teorisi ile yeniden şekillendirilmiş, yirminci yüzyılda ise Robert Lucas'ın öncülük ettiği Rasyonel Beklenti Teorisi ile Yeni Klasik İktisatçılar olarak nitelendirilen iktisatçılarla günümüze kadar varlığını korumuştur.

Ana akım iktisat teorisinin temeli, piyasaların daima dengede olduğu, dışsal bir şok tarafından denge bozulsa bile piyasanın kendiliğinden dengeye geleceği inancına dayanmaktadır. Söz konusu kural ekonominin geneli için geçerlidir, dolayısıyla finans piyasasının da bu özelliğe sahip olduğu düşünülmektedir. Ana akım iktisat teorisi liberal ideolojinin bir ürünüdür ve ekonomik sistemdeki tüm faaliyetler Adam Smith'in "bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler (laissez faire, laissez passer)" görüşüne dayanmaktadır. Stiglitz (2010) durumu "iktisat bilimsel bir disiplin olmak yerine, serbest piyasa kapitalizminin en büyük savunucusu olmuştur" sözleriyle ifade etmektedir.

Heterodoks iktisatçılar (Post-Keynesyenler, Avusturya Okulu…vb.) ise Keynesyen teoriyi benimsemekle birlikte Ortodoks Keynesyen ve Ortodoks Yeni Keynesyen iktisat teorisinden de farklı olarak, Klasik iktisat teorisinin varsayımlarını ciddi bir şekilde eleştirerek, piyasaların kendiliğinden dengeye gelemeyeceğini, fiyat mekanizmasının her zaman piyasaları temizlemeyeceğini, ekonomik sistemin yapısı gereği krizlere açık olduğunu ve devlet müdahalesinin gerekli olduğu görüşünü savunmaktadırlar. "Etkin Piyasa Hipotezi" Ana Akım İktisat Teorisinin bir ürünü iken, "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi" Heterodoks İktisat Teorisine ait bir yaklaşımdır (Bocutoğlu, 2014:17).

1.2.1. Etkin Piyasa Hipotezi

Ana akım iktisat teorisinde, ekonominin kendiliğinden dengeye geleceği varsayımı finans piyasalarına da aktarılmıştır. Söz konusu teoriye göre, bir finansal varlığın fiyatı, ona ait bütün bilgiyi eksiksiz bir biçimde yansıtır. Bu nedenle bir finansal varlığının eksik ya da aşırı değerlenmesi söz konusu olamaz. Finansal varlık fiyatlarında ortaya çıkan değişmeler, ancak finansal varlık hakkında bilgi edinme sürecinde ortaya çıkan aksaklıklar nedeniyle oluşmaktadır ve rasyonel davranan ekonomik birimler geçmişte yapmış oldukları yanlışlarından ders alarak, aksaklıkları en kısa sürede gidermektedir.

Etkin bir piyasa, çok sayıda rasyonel davranan yani kar maksimizasyonu amacı taşıyan ekonomik birimin birbiriyle rekabet ettiği, her türlü finansal varlığın gelecekteki fiyatının tahmin edilebildiği ve gerekli bilgilerin tüm piyasa katılımcıları tarafından kolaylıkla elde edilebildiği bir piyasa olarak tanımlanmaktadır. Kısacası fiyatların piyasadaki tüm bilgilere eş zamanlı olarak tepki gösterebildiği bir piyasa etkin olarak tanımlanmaktadır (Fama, 1969:383).

EPH'ye göre, piyasada işlem gören finansal varlıkların fiyatları olması gereken fiyatlardır. Herhangi bir finansal varlığın piyasa fiyatı, mevcut ekonomik koşullarda sahip olacağı gerçek değerini yansıtmakla beraber, gelecekte makroekonomik koşulların hangi yönde değişeceği hakkında da en iyi tahminleri yansıtmaktadır (Cooper, 2008:4-5).

Bu yaklaşıma göre, finansal varlık fiyatında beklenmedik bir değişimin olması dışsal şoktan kaynaklanmaktadır. Söz konusu şokların sebebi de piyasadaki asimetrik bilginin varlığıdır (Fama, 1991:1600). Finansal varlık fiyatlarında meydana gelen aşırı yükselme ve düşüşler dışsal, yani karar verme ile ilgili tesadüfi değişenlerin olasılık dağılımını değiştiren bir nedenden kaynaklanmaktadır (Arrow, 2010:87).

Alternatif finansal varlıkların riske göre düzenlenmiş getirilerinin piyasa dengede iken eşitleneceği görüşü, dengeden ayrılmaların geçici olduğu ve piyasada faaliyet gösteren ekonomik birimlerin rasyonel davranışları ile düzeltileceği varsayımına dayanmaktadır. Söz konusu ekonomik birimler beklentilerini, piyasadaki bilgilerin tümünü kapsayacak şekilde oluşturmakta ve yeni bir bilgi mevcut olur olmaz alım-satım kararlarını buna göre değiştirmektedirler (Şıklar, 2010:129).

EPH'nin piyasalar üzerindeki hakimiyeti, ana akım iktisat teorisinin temeli olan rasyonel beklentiler kavramı ve söz konusu kavramdan yola çıkarak oluşturulan Yeni Klasik iktisat teorisinden kaynaklanmaktadır. Rasyonel beklentiler hipotezine göre; beklentiler, gelecekti olayların mevcut piyasa bilgisine dayalı tahmini olduğu için ekonominin mevcut şartları iktisat teorisi tahminleri ile aynıdır. Bu unsur da yine Klasik iktisat teorisinin tam bilgi varsayımına dayanmaktadır.

EPH'ye göre etkin bir ekonomik sistemde, bir yatırım diğer başka bir yatırım kadar iyidir, fiyatlar doğru belirlenir ve belirlenen fiyatlar söz konusu yatırımlarla ilgi gerekli tüm bilgileri eksiksiz bir şekilde yansıtmaktadır. Bunun nedeni EPH'nin, "Rassal Yürüyüş Hipotezi"ne dayanmasıdır. Rassal yürüyüş hipotezi, bilgi akışının tam anlamıyla serbest olduğu, bilginin finansal varlık fiyatlarına eş zamanlı olarak yansıdığı, bir sonraki fiyat değişimlerinin yalnızca bir sonraki fiyatlardan etkilendiği ve mevcut fiyat değişmelerinden tamamen bağımsız olduğu varsayımı ile hareket etmektedir. Bu yaklaşım çerçevesinde, fiyat değişimleri tahmin edilemez ve rassaldır (Fama, 1969:386-387). Fiyatlar elde edilebilir tüm bilgileri yansıtmaktadır, rasyonel davranan bireyler dolayısıyla rasyonel karar vereceklerdir (Kulalı, 2016:47).

EPH yaklaşımında, ekonomik birimlerin rasyonel davranış yapısının ekonomik sistem ile ilgili tüm kararlarına yansıdığı kabul edilmektedir. Karar birimleri, bazı zamanlar daha fazla kar elde etmek amacıyla ekonomik akılcılıktan uzaklaşıp irrasyonel davranırlar. Bu doğrudan denge fiyatlarına yansır ve dengeden sapmalar ortaya çıkar. Fakat söz konusu irrasyonel davranışlar, karşıt diğer irrasyonel davranışların varlığı nedeniyle, geçici ve kısa dönemli sapmalar halinde kalır ve ekonominin genelini etkilemez. Kısacası, ekonomik birimler her zaman rasyonel davranmamakla birlikte, piyasa daima etkin ve rasyoneldir.

EPH'nin geçerli olduğu bir durumda, fiyat eğer piyasaya ait mevcut tüm bilgiyi yansıtıyorsa, herhangi bir finansal varlığı satın almak hiçbir kazanç sağlamayacaktır. Piyasa dengede ise ne kazanç ne de kayıp söz konusu olabilir. Böyle bir durumda finans piyasalarının varlığı için geçerli bir sebep olmayacaktır.

EPH rasyonel beklentiler ve temsili ajan varsayımına dayanmaktadır ve heterojen karar alma süreci ele alınmamaktadır. EPH yaklaşımının aksine, ekonomik birimler sezgisel eğilim ya da diğer adıyla bilişsel önyargı (heuristic) kurallarına göre, kimi zaman da yeni bilgiye karşı hareketsiz kalarak rasyonel beklentiler hipotezine göre değil sınırlı rasyonellik kavramının çeşitli türlerine göre hareket ederler ki bu da finansal piyasaların istikrarsız olabileceği anlamına gelmektedir (Bocutoğlu, 2014:21).

1.2.2. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi

Finansal İstikrarsızlık Hipotezi (FİH), Post Keynesyen iktisat teorisinin genel teorik çerçevesine uygun geliştirilen finansal krizleri oluşturan koşullar ve çözüm önerilerini ortaya koyan bir hipotezdir. Minsky kapitalist sistemin işleyişini konu alan ana akım iktisat teorisinin yetersiz kaldığını, ekonomideki temel sorunun kıt kaynakların alternatif kullanım alanları arasındaki dağılımının değil, sermaye birikim sürecindeki aksaklıklar olduğunu savunmaktadır. Minsky, finansal ve reel sektörü bir arada ele alan yeni iktisadi modellere ve söz konusu modeller yardımıyla geliştirilecek yeni politika önermelerine ihtiyaç duyulduğunu ileri sürmektedir (Tokucu, 2012:190-191). Sermaye birikimi, finansal varlık fiyatları, kar beklentileri, kar maksimizasyonu amacındaki bankaların varlığı ve borçlanma türleri gibi pek çok unsuru kapsayan finansal ilişkilerin varlığı karmaşık bir yapıya sahiptir.

Finansal ilişkilerin analizi ve söz konusu ilişkilerin ekonomik sistem üzerindeki etkileri, sadece firmaların borç yapıları ve bunun piyasada yarattığı para akımları ile sınırlı kalmaz. Kredi kartı ile tüketim, gayrimenkul-menkul kıymet satın alma işlemleri ile hane halkı, değişen borç (iç borç/dış borç) yapısı ile devlet ve finansal küreselleşme nedeniyle uluslararası finansal kurumlar birbirinden farklı borç yapılarına sahiptirler. Ekonominin mevcut durumu söz konusu borçları ödenebilir veya ödenemez kılacaktır. Bu nedenle, finansal piyasadaki ilişkilerin yalnızca firmalar yönünden ele alınması yetersizdir (Minsky, 1992:4).

Ana akım iktisat teorisinin göz ardı ettiği önemli konulardan biri de reel ekonomi ile finans piyasası arasındaki ilişkidir. Geleneksel fiyat teorisi, piyasa dengesini sağlayacak göreli mal ve hizmet fiyatlarının nasıl belirlendiğini incelemektedir. Finans piyasasında oluşan varlık fiyatları ve neden olacağı etkiler dikkate alınmamıştır. Yatırımların ve sermayenin finansmanı, belli sözleşmelere bağlı nakit akımlarına neden olmakta, bu akımlar ise reel ekonomin üretim, tüketim ve yatırım kararlarını etkilemektedir.

Finansal sistem üretim, tüketim ve yatırım kavramlarıyla yakından ilişkilidir. Ekonomik birimlerin davranışlarını etkileyen beklentiler, reel ve finansal unsurların ortak bir sonucudur. Ekonomik sistem yalnızca kaynakların çeşitli alternatifler arası dağılımını değil, bunun yanında artık bir üretim olan sermayenin yaratılma sürecini, sermayenin kullanım hakkı sonucu ortaya çıkan karı, finansal varlık fiyatları ile reel varlık fiyatları arası tutarlılığı ve borçlanma sürecinde yaşanan aksaklıkları da konu edinmelidir.

Parasal aktarım mekanizması, yani parasal değişkenlerin reel değişkenleri etkileme süreci finansal istikrarsızlık sorunu ile yakından ilgilidir. Finansal istikrarsızlığın boyutu, parasal değişkenlerin reel değişkenler üzerindeki etkilerini niteliksel ve niceliksel olarak belirlemektedir (Bilgin, 2007:30). Parasal aktarım mekanizmasında meydana gelen sorunlar finansal istikrarsızlığı arttırmakta, finansal istikrarsızlığın artması ise parasal aktarım mekanizmasının çalışmamasına neden olmaktadır. Bu nedenle finansal istikrarsızlık ile parasal aktarım mekanizması arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin var olduğunu söylemek mümkündür.

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişindeki aksaklıklar özellikle gelişmekte olan ülkelerde sıkça karşımıza çıkmaktadır. Yüksek kur geçişkenliği, varlık ve yükümlülük dolarizasyonu, finansal piyasada faaliyet gösteren firmaların bilançolarındaki vade ve kur uyumsuzluğu, dış finansman kısıtları…vb. gibi temel sorunlar parasal aktarım mekanizmasında aksaklıklara neden olmaktadır (TCMB, 2013:6).

Parasal aktarım mekanizması, dört kanal aracılığıyla hareket etmektedir. Söz konusu kanalları kesin sınırlarla birbirinden ayırmak zordur. Kanalların birbirini etkilediği veya tamamladığı kabul edilmektedir (TCMB, 2013: 6).

1. Faiz kanalı: Söz konusu kanal Keynesyen ya da standart parasal aktarım kanalı şeklinde de isimlendirilmektedir. Para otoritesi bu kanalı kullanarak tüketicilerin tüketim kararlarını, üreticilerin ise yatırım ve harcama kararlarını etkilemekte dolayısıyla toplam talep üzerinde etkili olmaktadır (Oktar vd., 2013:7). Kısa dönemde artan faiz oranları, finansal kurumların bilançolarında bozulmaya neden olmakta, piyasadaki kötümser beklentileri arttırmaktadır. Dolayısıyla, artan faiz oranlarının finansal istikrarsızlığı arttırdığını söylemek mümkündür.

2. Varlık fiyatları kanalı: Daraltıcı bir para politikası uygulaması sonucunda örneğin faiz oranın artması durumunda, piyasadaki likidite azalacak; buna bağlı olarak algılanan risk artacaktır. Söz konusu durum finansal yeniliklerle sürekli sayısı artan ve denetimi zorlaşan finansal varlıkların değerlerindeki dalgalanmalar yoluyla finansal istikrarsızlık sürecini besleyecektir.

3. Beklenti kanalı: Bu kanal, ekonomik birimlerin gelecek dönemlere ilişkin ekonomik göstergelerde yaşanmasını bekledikleri değişimler aracılığıyla çalışan bir parasal aktarım kanalıdır (TCMB, 2013:6). Günümüzde ekonomi teorisinin giderek karar birimlerinin davranışlarına ilişkin açıklama getirmeye çalıştığı dikkate alındığında, beklentiler yoluyla finans piyasasında önemli değişikliklerin meydana gelebileceğini söylemek mümkündür.

4. Döviz kuru kanalı: Döviz kuru kanalının parasal aktarım mekanizması açısından etkisi, ulusal ekonomilerin dışa açıklık dereceleri ile yakından ilgilidir. Bir ülke ne kadar çok dışa açık bir ekonomik yapıya sahip ise döviz kuru ekonomik değişkenler üzerinde o kadar etkili olacaktır (Oktar vd. 2013:7). Sonuç olarak, parasal

aktarım mekanizmasında meydana gelen bir sorun finans piyasasının işleyişini aksatacak ve finansal istikrarsızlığın artmasına neden olacaktır.

FİH, ekonomide mevcut olan borç miktarının sistemin davranışı üzerindeki etkisinin teorisidir. FİH yaklaşımında, geleneksel iktisat teorisinin aksine, kar amacıyla hareket eden bir girişim olması nedeniyle bankacılık sektörüne ayrı bir önem verilmektedir. Bankalarda diğer firmalar gibi kar amacıyla faaliyette bulunmaktadır. Bu nedenle, kapitalist bir ekonomide diğer tüm girişimciler gibi bankacılarda, yeniliklerin karı arttığını düşünmektedir. Bankacılık sektörü de kar amacıyla faaliyetlerinde yenilik arayışına girecektir (Minsky, 1992:6). Finansal yenilik kapitalist bir ekonominin ayrılmaz bir parçası olduğundan bu yana, finansal gelişimin önemli bir bölümü, daha yüksek hacimli ekonomik faaliyetlerin finanse edilmesini sağlayan finansal araçların ve yeni finansal piyasa türlerinin üzerine kuruludur. Söz konusu piyasalar yeni finansal araçları yaratır, kar beklentilerinde ve likiditede sorun yaşanmadığı sürece hem borçlananlar hem de fon arz edenler açısından bu durum kısa dönemde güvenilir görünmektedir. Söz konusu işleyiş finansal piyasalardaki beklentilerde herhangi bir karamsarlık olmadığında geçerlidir. Söz konusu yeni araçların kusurları piyasalarda baskı olduğunda ortaya çıkar (Minsky, 2013:259).

Finansal istikrarsızlık hipotezi, iki temel varsayıma dayanmaktadır. Bunlardan ilki, bir ekonomik sistemin hem finansal istikrarı hem de finansal istikrarsızlığı birlikte içerisinde barındırmasıdır. Diğeri ise, yapısı gereği zaman içerisinde sürekli değişime uğrayan bir ekonomide, istikrarlı finansal sistem, kırılganlığı yüksek istikrarsız bir finansal sisteme dönüşür. Bunun nedeni, iktisadi dalgalanmaların (konjonktürel dalgalanma) izlediği devinim boyunca ekonomik birimlerin beklentilerindeki değişkenliktir (Minsky, 1982:30). İktisadi dalgalanmanın dip noktasının geçerli olduğu bir ekonomide hem beklenen hem de gerçekleşen karlar düşüktür. Ekonomi dip noktasından yukarıya doğru ilerledikçe karlar artmaya başlar; ama mevcut durumda kötümser beklentiler hala etkisini sürdürmektedir. Bu yüzden borçlanma yoluna giden ekonomik birimler temkinli davranmaya devam eder. Ekonominin canlanmasıyla birlikte karlarda artış görülür, geleceğe dair olumsuz beklentiler yerini olumlu beklentilere bırakır. Ekonomik canlanmanın başında kaynaklar, etkin bir finansal sistemin aracılığı ile karlı yatırımlara dönüşmektedir. Ancak iktisadi dalgalanmanın daha sonraki devrelerinde, spekülatif kar odaklı davranışlar çoğalır.

Rasyonel davranış kalıbında ısrarcı ekonomik birimler bile, belli bir süre sonra rakiplerinden geri kalmamak için aşırı borçlanmaya giderek, finansal sistem içerisindeki riski arttırırlar. Rasyonel borç yapısı zaman içinde, özellikle de durgunluk dönemi ile birlikte, irrasyonel bir hal alır. Söz konusu dönemde piyasadaki likit varlıkların payı azalırken, kısa vadeli borçların payı da artmaktadır. Sonuçta korunma odaklı (hedge) finansman yapısı yerini spekülatif finansmana bırakır (Şen ve Altay, 2010:168-169).

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezine göre, yatırım yapmak isteyen firmalar ya elindeki fonları kullanırlar ya da borçlanma yoluna giderler. Firma, yatırım kararı verirken yatırımın gelecekte sağlayacağı kar ile ilgili bir beklentiye sahiptir. Söz konusu beklentinin gerçekleşmeme ihtimali ise firma için risk anlamına gelmektedir. Bu nedenle, firmalar için her zaman bir finansal kırılganlık söz konusudur. Bir firmanın finansal kırılganlığı, yatırımın gelecekteki sağlayacağı nakit akımları ile ters orantılıdır (Savaş, 2012:134). Borç alıp verme ilişkisinde bulunan firmalar, Minsky'e (1982) göre hedge, spekülatif ve ponzi olmak üzere üç farklı finansman türünü kullanılırlar. Söz konusu finansman türleri, beklenen kar ile ödeme yükümlülüklerinin büyüklüğü arasındaki ilişkiye göre sınıflandırılmaktadır (Minsky, 1982:20-23; Cin, 2012:75):

1. Hedge finansman: Yatırım sonucu elde edilen kar, borç ödemeleri toplamından daha büyük firmaların finansman türüdür. Firmanın net varlığı daima pozitiftir. Firmalar, elde edecekleri kar oranının altında kalacak şekilde borçlanmakta ve ödeme yükümlülüklerini kardan elde edilen nakit akışı sayesinde zorlanmadan yerine getirmektedirler (Minsky, 1982:20-21, Minsky, 2013:211).

2. Spekülatif finansman: Spekülatif finansman uzun vadeli pozisyonların kısa vadeli finansmanını ifade etmektedir. Söz konusu finansman türünde, firmaların yatırım sonucu elde edeceği gelir, faiz ödemelerini karşılar fakat anapara ödemelerini karşılayamaz. Firma, gelecekteki gelirlerinin anapara ödemelerini de karşılayacağı iddiasıyla borçlanmaya devam etmeye çalışır. Spekülatif finansman, borçların ödenmesi için gerekli nakit akımlarıyla borçlanmanın maliyeti arasındaki farkın zamanla açılması nedeniyle önemlidir. Beklenen kar faiz ödemelerini karşılamadığı durumda spekülatif süreç başlar. Elde edilen karın faiz ödemelerinden az olması durumunda, artan yeni finansman talebi faizleri yükselteceğinden ve aşırı finansman

talebi güvenlik marjını azaltıp riski arttıracağından yeniden finansman giderek güçleşmektedir (Minsky, 1982:22; Minsky: 2013:211; Cin, 2012:75).

3. Ponzi finansman: Yatırım yapan firmanın gelecekte elde edeceği gelirin, borç faizlerinin ödeyememe durumunda firma ponzi finansman yapmak zorundadır. Borç yükümlülüğü giderek artan firmanın yatırımının gelecekte beklenen getirisi borç yükümlülüklerinin altında kalabilir. Bu durumda, firma borç ödemek için yeniden borçlanır. Böyle bir durumda firmanın amacı geçmiş borçlarının ödenmesine yönelik olacaktır (Minsky, 1982:23; Karadağ, 2004:65-66).

Bir ekonomide, mevcut tüm firmalar dikkate alındığında, eğer çoğunluk spekülatif ve ponzi finansman şeklinde borçlanıyorsa söz konusu ekonominin finansal kırılganlığı yüksek demektir. Spekülatif ve ponzi finansmanı tercih eden firmalar, borçlarını ödeyebilmeleri için para piyasasından yeniden borçlanmak zorundadır ve bu nedenle söz konusu firmalar için para talebinin faiz esnekliği çok katıdır. Dolayısıyla, firmaların finansal piyasadaki faaliyetlerinin devamı hem yeni borçlanma imkanlarına hem de faiz oranlarındaki değişime bağlı olacaktır (Minsky, 2013:213).

İktisadi dalgalanmanın zirvesindeki coşku hali, kendi çöküşünü içinde barındıran bir süreç olup, rasyonel olmayan borçlanmayı özendirmektedir. Ekonomilerde canlanma dönemlerinde borçlanma diğer dönemlere göre nispeten daha kolay olduğu için likidite sorunu yaşanmaz. Ancak likidite sıkışıklığında, spekülatif ve ponzi finansmana giden ekonomik birimler borçlanmayı sürdüremezler. Sürecin sonunda, finansal piyasadaki aşırılıkların tümünü temsil eden balon patlar. İktisat yazınında, finansal balonun patladığı an, "Minsky Anı" olarak adlandırılmaktadır. Finansal balonun patlamasıyla birlikte, finansal varlık fiyatları düşer ve finansal sistemdeki aksaklıklar giderilemezse bu durum sistemik bir krize dönüşür (Bocutoğlu, 2010:20).

1.3. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK SORUNU

Ekonominin farklı zamanlarda, farklı biçimlerde hareket etmesinin esas nedeni finansal uygulamaların ve finansal yükümlülüklerin yapısının değişmesidir. Günümüzde sıkça rastlanan finansal istikrar kavramı bir amaçtır. Ekonominin gidişatını olumsuz yönde etkileyen finansal istikrarsızlık ise bir sorun olup, müdahale edilmediğinde süreç krizle noktalanmaktadır.

1.3.1. Finansal İstikrarsızlığın Tanımı

Politika yapıcılar günümüzde artan küresel finansal istikrarsızlık riski nasıl azaltılır ve olası bir finansal istikrarsızlık durumunda bunanla nasıl başa çıkılır sorularına cevap aramaktadırlar. Finansal istikrarsızlık, finansal sistemin fonların karlı yatırımlara dönüştürme fonksiyonunu ortadan kaldıran her türlü bilgi dalgalanması olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 1999:7). Minsky ise finansal istikrarsızlığı, gelişmiş finansal kurumların olduğu karmaşık yapılı ekonomilerdeki kişisel çıkar davranışlarının doğal ve ayrılmaz bir parçası olarak tanımlamaktadır (Minsky, 1982:13).

Finansal istikrarsızlık, borçlanma sürecindeki gelişmelere müdahale edilmedikçe kendini tekrarlayan bir sorun olarak ifade edilebilir. Finansal istikrarsızlık, finansal sistemin kendisine yönelik verili bir şoku takip eden krize dayanma yeteneğinin ortadan kaldıran bir unsurdur. Finansal piyasalar, gerekli fonların karlı yatırım fırsatlarına sahip özel ya da tüzel kişilere iletilmesini sağlamak gibi önemli bir fonksiyona sahiptir. Eğer finans piyasası bu görevi yerine getiremezse, ekonomik faaliyetlerin etkin bir şekilde devamı sağlanamaz ve ekonomik büyüme zarar görür (Mishkin, 1999:3). Burada karar verilmesi gereken önemli unsurlardan biri de yatırım fırsatlarının hangilerinin değerlendirip değerlendirilmeyeceğidir ki bu; asimetrik bilgi teorisine dayanan, ters seçim ve ahlaki tehlike olmak üzere finansal istikrarsızlık için önem taşıyan iki kavramı karşımıza çıkarmaktadır.

Toplumu oluşturan bireyler, ekonomik işleyiş hakkında aynı bilgiye (enformasyona) sahip değildir. Yaş, eğitim durumu, çevre, kişisel merak ve iletişim teknolojilerini kullanma kapasitesi ekonomik birimlerin bilgi birikimleri arasında farklılık yaratmaktadır.

Finans piyasasında ekonomik birimler birbirinden farklı bilgi kümelerine sahiptir ve bu nedenle piyasada dalgalanmalarının olması kaçınılmazdır (Arrow, 2010:289). Asimetrik bilgi teorisi finansal sisteme ait iki temel problem üzerine kurulmuştur, bunlar ters seçim ve ahlaki tehlikedir (Mishkin, 1999: 3). Ahlaki tehlikede piyasa taraflardan biri diğerinin faaliyetlerini gözetmez (Uysal, 2011:313). Projeleri yüksek riskli yatırımcılar genelde finansman kaynağı için yüksek faiz oranlarına katlanmaktadırlar. Bunun nedeni, projenin hayata geçirilmesini kredinin geri ödenmesinden daha fazla düşünmeleridir. Borç veren durumundaki ekonomik birimler, istenmeyen sonuçlarla karşılaşmamak için borç verdikleri projeler hakkında detaylı bilgiye sahip olmalıdır. Akerlof'a (1970) ait "Limonlar Problemi (lemons problem)" analizi ters seçim konusuna verilecek açıklayıcı örneklerden biridir.

"Limon" sözcüğü İngilizce' de kötü, kullanılmaz durumdaki bir nesneyi tanımlamak için kullanılmaktadır. Araba pazarındaki, alıcı ile satıcı arasında ürün kalitesi hakkındaki bilgi farklılığı (asimetrik enformasyon), pazarın fonksiyonel işleyişini engellemektedir. Satıcıların satışa çıkardıkları ikinci el kullanılmış arabalarının kalitesini bildikleri, fakat alıcıların bu konuda yeterince bilgilerinin olmadığı varsayılmaktadır. Potansiyel alıcılar kendilerine sunulan ürünün kalitesinden emin olamadıklarından, yüksek fiyat ödemesinde bulunmak istemeyecek, bu durumda satıcı da, arabasını değerinin altında bir fiyata satmak istemeyecektir. Genel olarak, alıcı ortalama bir arabanın kalitesi hakkında tahmin yapar ve ödeyeceği fiyatı ona göre belirler. Söz konusu fiyattan satış yapmak isteyenler ise, kaliteli araba satıcılarını piyasa dışında bırakacak şekilde, kötü durumdaki yeterince kaliteli olmayan araba satıcıları olacaktır. Bu bir piyasa başarısızlığıdır (Aras ve Müslümov, 2003:3).

Finansal piyasalarda da borç veren ve borç alan arasında benzer bir ilişki vardır. Kısıtlı bilgiye sahip olan borç veren, yüksek faiz oranından borç vermeye çekinmektedir bunun sebebi yüksek faize katlanacak olan borçluların genellikle geri ödemede yüksek risk taşımalarıdır. Bu doğrultuda, asimetrik bilgiden kaynaklanan ters seçim, finansal piyasanın fon arzı ve fon talebi arasındaki etkin aracılık fonksiyonunu aksattığı için finansal istikrarsızlığı arttırmaktadır.

Ahlaki tehlike, borçlunun elde ettiği fonu borç verenin bilgisi dahilinde olmadan, kredinin geri ödenmesini engelleyecek her türlü faaliyette kullanması durumunda ortaya çıkan bir unsur olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 2004:174). Borç

veren, borçlunun talep ettiği fonu nasıl kullanacağı hakkında tam bir bilgiye sahip değildir. Yatırım projesi hakkında daha fazla bilgiye sahip olan borçlunun, borcu geri ödenmeme riskini artıracak her türlü davranış eğilimi göstermesi mümkündür. Bu davranış genellikle borçlunun, yüksek riskli projeleri tercih etmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Roubini ve Mihm'e (2011) göre, etkilerinin hala devam ettiği küresel finans krizi ahlaki tehlikeden kaynaklanmıştır. Özellikle finansal hizmetler sektöründe ahlaki risk olgusuna sıkça rastlanmaktadır. Finans piyasasında çalışanlar emeğinin karşılığını alan bir ücretli gibi değil, yatırım bankaları örneğinde olduğu gibi performanslarına göre yıllık prim ödenmektedir. Roubini ve Mihm'in (2011) verdiği örneğe göre, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki ilk beş yatırım bankasında (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merill Lynch, Lehman Brothers ve Bear Stearns) çalışanlara ödenen prim 2005 yılında 25 milyar $, 2006 yılında 36 milyar $ ve 2007 yılında ise 38 milyar $ seviyesinde gerçekleşmiştir. Bir yıl içinde yapılan kısa dönemli kar toplamı üzerinden hesaplanan prim sistemi, risk üstlenmeyi ve aşırı borçlanmayı teşvik ederek krizle son bulan finansal istikrarsızlığın artmasına neden olmuştur (Roubini ve Mihm, 2011:68-69).

Finansal piyasada meydana gelen ters seçim ve ahlaki tehlike kaynaklı asimetrik bilgi probleminin tanımlanması anlık bir durum değil, sürekli değişken yapısıyla finansal istikrarsızlığı tetikleyip, ekonomiyi etkileyen bir unsur olarak değerlendirilmelidir.

1.3.2. Finansal İstikrarsızlığın Nedenleri

Bu çalışmada, finansal istikrarsızlığın nedenleri, hem Post Keynesyen hem de Yeni Keynesyen bakış açısı ile değerlendirilmiştir. Finansal istikrarsızlığın nedenlerini, altı ana başlık altında toplamak mümkündür. Bunlar, finansal sektör bilançolarındaki bozulma, reel sektör bilançolarındaki bozulma, faiz oranlarındaki artış, aşırı borç birikimi, belirsizlikteki artış ve içgüdüsel tepkidir. Söz konusu nedenler, finansal piyasanın işleyişini aksatarak finansal istikrarsızlığa neden olmaktadır.

1.3.2.1. Finansal Kurumların Bilançolarındaki Bozulma

Borç veren durumundaki bulunan finansal kurumların bilançolarında meydana gelen olası bir bozulma sonrasında, bilançolarının varlıklar kısmında önemli bir daralma görüleceğinden, piyasadaki varlıklarını sürdürebilmeleri için tercih yapmak zorunda kalacaklardır. Söz konusu kurumlar ya var olan borçlarını azaltacaklar ya da yeni kaynak arayışında bulunacaktır. Örneğin bankaların bilançolarında herhangi bir bozulma meydana geldiğinde, mevcut kabul edilebilir uygun maliyet koşulları altında varlıklarını arttırmaları zorlaşmaktadır. Dolayısıyla bankaların vereceği kredi miktarları azalmakta bu da ekonomik faaliyetleri yavaşlatmaktadır. Banka bilançolarındaki bozulma şiddetliyse kırılganlığın yüksek olduğu bir ekonomide bu durum banka paniklerine yol açacaktır. Beklentilerin olumsuza döndüğü, yatırımcıların finansal piyasaya olan güvenlerinin azaldığı dönemlerde, bankalarda yaşanan yüksek miktarlı mevduat çıkışları banka paniklerini tetiklemekte; aynı zamanda, banka yükümlülüklerinin varlıklarını aşması nedeniyle, banka iflasları meydana gelmektedir (Erarslan ve Timurtaş, 2015:28).

Bankacılık sektöründe yaşanan aksaklıklar, para piyasalarında dalgalanmalara neden olduğundan bu durum finansal istikrarsızlığı arttırmaktadır. Finansal piyasada bazı kurumlarda belli sıkıntıların ortaya çıkması, finansal kırılganlığın yüksek olduğu durumlarda piyasanın geneli için güven kaybına neden olmaktadır. Ortaya çıkan bu tip kaygılar mevduat sahiplerinin bankalar hakkındaki düşüncelerini olumsuz yönde değiştirdiğinde, bankacılık sektöründe önemli problemler ortaya çıkmaktadır.

Bankacılık sektöründe, kurumsal yapıdan kaynaklı, olası yaşanacak eşzamanlı aksaklıklar, sistemde görülen bulaşma etkisiyle de bir bankadan diğerine hızla yayılarak sistemik bir krize yol açabilmektedir. Bulaşma etkisinin de kaynağı asimetrik enformasyon teorisine dayanmaktadır (Mishkin, 1999: 9). Panik durumunda, mudiler kendi mevduatları hakkında endişeye sahip olduklarından ve banka yükümlülüklerinin yapısı hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıklarından dolayı mevduatlarını bankadan çekmek isterler. Bireysel para çekimleri çoklu hale gelip bankalara hücuma dönüştüğünde diğer bankaları da etkileyen bir bankacılık krizi ortaya çıkmaktadır. Banka başarısızlığı aynı zamanda, bankacılık sektörünün üstlenmiş olduğu finansal aracılık nedeniyle bilgi kaybı anlamına da gelmektedir.

Sonuç olarak, ekonomide borç verme kanalında meydana gelen aksaklıklar yatırımların azalmasına neden olacak bu da ekonomik faaliyetleri olumsuz yönde etkileyecektir.

Banka paniğini engellemek için, mevduat sigortası adıyla kurumsal bir önlem geliştirilmiştir. Ancak banka dışı kalan finans kurumlar açısından bir panik yaşandığında, bunu önlemek için söz konusu firmalar aktif satışında bulunacaklardır. Panik önlenemezse finansal kurumların bazıları iflas edecek, fon sahipleri de ellerindeki birikimi kaybedecektir. Böyle bir durum piyasanın geneline yayıldığında, kurumlar ellerindeki aktifleri almaya hazır yeterince alıcı bulamayacaklar, yangın fiyatından satış yapacakladır. Bulaşma etkisiyle bütün finansal aktiflerin fiyatı düşecek bu da olası bir krizin kapsamını ve şiddetini arttıracaktır (Savaş, 2012:161).

1.3.2.2. Reel Sektör Bilançolarındaki Bozulma

Finans piyasalarında finans dışı kesimin bilançolarında meydana gelen bozulma özellikle asimetrik bilginin şiddeti açısından önemli bir rol oynamaktadır. Reel sektörde, borçlanan ekonomik birimlerin bilançolarında yaygın bir şekilde bozulma yaşanıyorsa, ters seçim ve ahlaki tehlike yoluyla beslenen finansal istikrarsızlık finansal piyasaları olumsuz yönde etkileyecektir (Mishkin, 1999:11).

Finansal piyasalarda, borç veren taraf finansal varlık alışverişinde genellikle tamamlayıcı teminat istemektedir. Tamamlayıcı teminat borç veren kurum tarafından herhangi ödeyememe durumunda alacaklarını koruma altına almak amacıyla istenmektedir. Borcun geri ödenememesi durumda, alacaklı söz konusu tamamlayıcı teminatları satarak kayıplarının bir kısmını karşılayabilmektedir. Fakat finansal varlık fiyatlarının düştüğü bir piyasada, tamamlayıcı teminatların da değeri düşeceği için finansal istikrarsızlığı arttıran asimetrik bilgi ortaya çıkacaktır. Net değerdeki değişim de tıpkı tamamlayıcı teminatta olduğu gibi ters seçim ve ahlaki tehlike yoluyla finansal istikrarsızlığı arttırmaktadır. Borç verenlerin piyasaya sunduğu fon arzı azalacağından bu durum ekonomik faaliyetlerin de azalmasına neden olacaktır (Mishkin, 1998:10).

Faiz oranlarındaki artış yalnızca finansal kesimin bilançolarını değil reel sektörde faaliyet gösteren kurumların da bilançolarını etkileyecektir. Faiz oranlarının artmasıyla birlikte faiz ödemeleri yapan kurumlar ekonomik zorluk içine girecektir. Faiz oranları arttığında asimetrik bilginin varlığı nedeniyle finansal istikrarsızlık da artmaktadır.

Enflasyonda meydana gelen beklenmeyen artışlar da borç anlaşmalarında net değer üzerinden etkili olmaktadır. Borçluların aktiflerinde, artan enflasyon dolayısıyla meydana gelen azalış, firmaları ahlaki tehlike ye da ters seçime yönlendirebilir. Ayrıca piyasa ilişkin güvenin azalacağı ve belirsizliğin artacağı böyle bir durumda, yatırımlar azalacak dolayısıyla ekonomik büyüme de negatif şekilde etkilenecektir (Mishkin, 1999:12).

1.3.2.3. Artan Faiz Oranları

Bankalar yaşanan asimetrik enformasyon sorunu karşısında kredilerin geri ödenmeme riskini almak istemedikleri için çoğu zaman kredi tayınlamasını tercih etmektedir (Stiglitz ve Weiss, 1981:393). Asimetrik bilgi teorisi kapsamında, bazı yüksek faiz oranı ödemeye razı borç talep edenler kredi tayınlaması nedeniyle reddedilmektedirler. Bunun nedeni, yüksek faiz oranına razı borçluların genellikle yüksek riskli yatırımlara sahip olmalarıdır. Yüksek faiz oranlarını gören ihtiyatlı yatırımcılar, söz konusu faiz oranından borçlanmayı akılcı bulmazken, en yüksek riskin en çok kazanç sağlayacağını düşünen yatırımcılar mevcut yüksek faiz oranından borçlanmayı tercih edecektir (Mishkin, 1998:9). Bu durum finansal istikrarsızlığı hızlandırdığı gibi, fon talep edenlerden bazılarının piyasadan çekilmesine ve dolayısıyla kaynak aktarımının da azalmasına neden olmaktadır.

Finansal kurumların yatırımların finanse edilmesi fonksiyonunu yerine getirdiği kabul edildiğinde, kredi piyasasının tam bilgi ile çalışması halinde, kredilerin etkin bir şekilde kullanıcılara aktarılması gerekmektedir. Bu özelliklere sahip bir kredi piyasasında denge, faiz oranı aracılığıyla kredi arz ve talebinin birbirine eşit olduğu noktada belirlenecektir. Ancak, söz konusu ideal durum asimetrik bilginin varlığında geçerliliğini yitirmektedir (Müslümov ve Aras, 2004:58).

Faiz oranlarındaki artış yarattığı ters seçim etkisiyle finansal istikrarsızlığı arttırmasının yanı sıra bankaların bilançolarında da bozulmalara neden olmaktadır. Geleneksel bankacılık anlayışında arzu edilen durum uzun dönemli borçlu kısa dönemli alacaklı olmaktır. Genelde banka aktiflerinin yükümlülüklerinden daha uzun vadeli olması beklenmektedir. Faiz oranlarında meydana gelecek olası bir artış, varlıkların bugünkü değerine bağlı olarak, uzun dönemli varlıklardaki faiz oranı artışı kısa dönemli borç faiz artışından daha az olacaktır bu da net değerin azalması anlamına gelmektedir (Mishkin, 1999:10).

1.3.2.4. Aşırı Borç Birikimi

Reinhart ve Rogoff'a (2010) göre, sonu finansal krizle noktalanan finansal istikrarsızlığın temel nedenlerinden biri de aşırı borç birikimidir. Ekonomik karar birimleri ekonominin canlanma dönemlerinde, gerileme dönemlerinde ortaya çıkacak risklerin farkında olmaksızın, aşırı borç birikimine gitmekte, genellikle içinden çıkamayacakları şekilde bir borç yükünün altına girmektedirler (Reinhart ve Rogoff, 2010:35).

Borç birikimi teorisine göre, aşırı borç refah döneminde farkına varılmayan büyük bir sistemik risk oluşturur. Örneğin herhangi bir ülkenin aldığı dış borç, söz konusu ülke için gerçek olandan daha fazla bir büyüme sağlamış gibi gösterebilmektedir. Özel kesim borçlarındaki artış menkul ve gayrimenkullerin artan talebine bağlı olarak fiyatlarını artırır ve bu durum söz konusu aktiflere sahip kurumların daha karlı algılanmasına neden olmaktadır. Borç birikimi, uzun dönemde sürdürülebilir düzeylerin çok üzerine çıktığı için, ekonomiyi kırılgan hale getirir. Özellikle borçlar kısa vadeli ise, finansal istikrarsızlık artacaktır. Borca dayalı canlanma dönemleri, hükümetlerin ekonomi politikaları, finansal kurumların karlılığı ve yaşam standartlarının algılanmasına dair yanılgılar yaratır (Kemal, 2001:263).

Finansal piyasalarda, finansal varlık fiyatlarının giderek arttığı canlanma dönemlerinde en çok tekrarlanan ve en gözde yatırım tavsiyesi "bu defa farklı"dır (Reinhart ve Rogoff, 2010:36). Bu tavsiye, eski değer kurallarının artık geçerli olmadığını ifade etmektedir. Ekonomik birimler mevcut canlanma dönemindeki fiyat artışlarının daha önce krizle sonuçlanan diğer canlanma dönemlerinden farklı olduğunu, yapısal reformlar ve teknolojik yeniliklerle ekonomik yapının daha sağlam

temellere dayandığını düşünmektedir. Fakat durum hiçbir zaman farklı olmamıştır (Senhadji, 2003:209).

1.3.2.5. Belirsizlikteki Artış

Ekonomik sistem dün, bugün ve yarın arasında faaliyet gösterdiğinden, dinamik bir süreci ifade etmektedir. Bugün alınan kararlar, geçmişe ait tecrübelere dayandığı gibi gelecek beklentisinden de etkilenmektedir. İktisat biliminin hala cevap aradığı konulardan biri de ekonomik faaliyetler için geleceğin ne ölçüde ve nasıl tahmin edileceğidir.

Beklenti kavramı, sonucu bilinmeyen olaylar karşındaki tutum, eğilim ya da ruh hali olarak ifade edilmektedir. Beklentiler, ekonomik birimlerin geçmişteki deneyimleri ve mevcut dönemdeki sezgileriyle ilişkili olan ya da olmayan öznel inanış bütünü olarak tanımlanmaktadır (Tunalı, 2009:137-138).

Ekonomik birimler sisteme ilişkin herhangi bir karar alırken sürekli belirsizlik içindedir. Bilgiye ulaşmanın maliyetli olması asimetrik bilgiye, asimetrik bilginin varlığı ise belirsizliğe yol açmaktadır (Mishkin, 1998:10). Asimetrik bilgi belli bir ilişki içinde olan iki ekonomik birimin farklı bilgiye sahip olmalarıdır. Bu durumda piyasaya başarısızlığı ortaya çıkmaktadır (Uysal, 2011:315).

Tıpkı finansal piyasanın işleyişinde olan görüş ayrılığı gibi, beklentilerin ekonomik sistem üzerinde etkilerinin açıklanmasında da iki farklı iktisat teorisi yaklaşımı bulunmaktadır. Beklentilerin ekonomideki rolünden ilk bahseden Keynes dir. Keynes'e göre, Klasik iktisat modellerinde, zamanın herhangi bir anında beklentilerin belli ve ölçülebilir olduğu varsayılmakta, ayrıca riskin hesaplanabilir olduğu kabul edilmektedir. Bunun nedeni, olasılık hesaplama yöntemleriyle belirsizliği azaltarak belirlilik düzeyine getirilebileceği inancıdır. Keynes'e göre gelecek bilenemez, gelecek henüz yaşanmamıştır ve geleceğe dair bilgi piyasada mevcut değildir. Dolayısıyla geleceğe ilişkin güvenilir tahminler yapılamaz (Tunalı, 2009:141).

Davidson'a (2002) göre, Klasik iktisatçılar ekonomide dengesizliklerin yalnızca dışsal şoklar nedeniyle meydana geldiğini, Newton fiziğinde gezegenlerin döngüsü gibi ekonomik sistemin denge halinin değişmediğini, istikrarlı bir yapıda olduğunu savunmaktadırlar. Ekonomik bireyler tam bilgiye sahip olduklarından kaçınılmaz olarak rasyonel beklentiler sergileyeceklerdir. Bazı ekonomik birimler kısa dönemde yanlış karar verseler dahi, bu sistemin rekabetçi piyasa güçleri tarafından yok edilmektedir (Davidson, 2002:47). Ancak uzun dönemde denge yeniden sağlanır. Klasiklerin tersine, Keynes gelecek döneme ait önemli sonuçların bilinemeyeceğini ve istatistiki yöntemlerle tahmin edilemeyeceğini savunmaktadır. Ekonominin gelecekteki durumu, ekonomik birimlerin bugünkü davranışı ile değiştirilebilir ve yeniden şekillendirilebilir (Savaş, 2012:194).

Finansal piyasalardaki belirsizlik artışı ekonomik birimlerin beklentilerini olumsuz yönde etkilemektedir. Piyasada belirsizlik hakim olduğunda, borç verenler için nereye kaynak aktaracaklarının kararı ve risklerinin değerlendirilmesi güçleştirmektedir. Belirsizliğin arttığı bir finansal sistemde, ters seçim ve ahlaki tehlike artacağı için, kaynak bulmakta güçlük çeken proje sahipleri nedeniyle yatırımlar azalacak bu da ekonomik faaliyetlerin durgunlaşmasına neden olacaktır.

1.3.2.6. İçgüdüsel Tepki

İçgüdüsel tepki (animal spirits), insan psikolojisinin ekonomik kararları nasıl etkilediğini ve küresel ekonomi için neden önemli olduğunu açıklayan bir kavramdır. Öncelikle Keynes'in bahsettiği söz konusu kavram, Akerlof ve Shiller (2009) tarafından yeniden yorumlanmıştır.

Keynes beklentilerin teorik olarak modellenemeyeceğini, makroekonomik faaliyetlerin içgüdüsel tepkiler dolayısıyla meydana gelen değişimlere bağlı olarak farklılık gösterebileceğini vurgulamıştır (Tunalı, 2009:142). Keynes, içgüdüsel tepkiyi bilinçsiz zihinsel faaliyetler şeklinde tanımlamıştır.

"Animal spirist" kavramı Türkçe iktisat yazınında ilk kez Scala yayıncılık tarafından basılan Akerlof ve Shiller'in 2009 yılında yazdıkları kitabın çevirisi ile "hayvansal güdülenme" olarak ifade edilmiştir. "Animal Spirits" kavramı Dinçer (2011), Bildirici ve Bozoklu (2010), Doruk ve Şahintürk (2012), Baysal (2013) ve

Meçik ve Afşar (2014)'ın çalışmalarında hayvansal güdülenme olarak bu kavramı ifade etmiş Savaş (2012) ise söz konusu kavramı "anlık tepki" şeklinde kullanmıştır.

Bu çalışmada söz konusu kavram "içgüdüsel tepki" olarak ifade edilmiştir. Bunun nedeni Akerlof ve Shiller (2009) çalışmalarında animal spirits kavramını latince köklerine dayandırarak (spiritus animal) temel zihinsel enerji (basic mental energy) ve yaşam gücü (life force) anlamları taşıdığını ifade etmesidir (Akerlof ve Shiller, 2009:3). Söz konusu kavramın iktisattaki karşılığı ise ekonomik birimlerin belirsizlik karşısındaki tutumudur (Akerlof ve Shiller, 2009:4). Buradan yola çıkarak, animal spirits kavramının aslında Freud'un bahsettiği id'in davranış biçimi ve tutumuna dayanan bir kavram olduğu söylenebilir. Freud bu konuya "Metapsikoloji" kitabında ego ve id bölümünde yer vermiştir. Freud'a göre, bilinçdışı söz konusu kavram, zihinsel dinamiklerin rol oynadığı belli deneyimleri kapsamaktadır. Freud ekonomik etkiler yaratan bilinçdışı kavramı 1912 yılında yaptığı çalışmaya dayandırarak şu şekilde açıklamaktadır (Freud, 2013:340):

"Zihinsel yaşamda kendileri bilinçli hale gelmemesine karşı, düşünceler halinde bilinçli hale gelebilen etkiler de dahil olmak üzere, sıradan düşüncelerin yaratabileceği tüm etkileri yaratabilen (ve burada ilk kez bir niceliksel ya da ekonomik etmen ortaya çıkar) son derece güçlü zihinsel süreçlerin ve düşüncelerin var olduğunu bulduk". Bilinçdışı bu kavram id kavramıyla ilişkilendirilmiştir. "Animal Spirits" kavramı, bu çalışmada yukarıda sayılan unsurların varlığı dikkate alınarak "içgüdüsel tepki" olarak adlandırılmıştır.

Akerlof ve Shiller (2010) öncelikle Keynes'in (1936) kullandığı kavrama atıfta bulunarak, Keynes'e göre içgüdüsel tepkilerin ekonomik dalgalanmaların nedeni olduğu düşüncesini vurgulamışlardır. Akerlof ve Shillere'e göre, Adam Smith'in dile getirdiği görünmez elin Klasik iktisadın temeli olduğu gibi, Keynes'in dile getirdiği içgüdüsel tepki de kapitalizmin istikrarsızlığını açıklayan Keynesyen teorinin temelidir.

Klasik iktisat teorisinde bireyler rasyonel hareket ederler ve kapitalist piyasa sistemi daima dengededir. Klasik teorinin aksine ekonomi zaman zaman istikrarsızlaşmakta ve krizler yaşanmaktadır. Bunun nedeni karar birimlerinin ekonomi dışı nedenlerle irrasyonel davranışlarıdır.

Ekonomilerin nasıl işlediğini ve ekonomik olayların nasıl yönetileceğini anlamak için insanların fikir ve duygularına hayat veren düşünce örüntüleri ile içgüdüsel tepkilerinin de önemsenmesi gerekmektedir. Akerlof ve Shiller ekonomi biliminde insan davranışlarının da incelenmesi gerektiğini ancak bu yolla krizlerin önüne geçilebileceğini vurgulamaktadır ve özellikle son yaşanan küresel finansal krizin insan davranışlarını dikkate almayan ekonomik model ve politikalar nedeniyle ortaya çıktığı vurgulamaktadırlar. Yüksek riskin farkına varılamaması, ahlaki çöküşün dikkate alınmadan kazanç dürtüsü ile sürekli artan türev ürünler işlem hacmi insanın içgüdüsel tepkilerinin bir sonucudur ve geliyorum diyen küresel bir kriz önlenememiştir. Akerlof ve Shiller durumu şöyle özetlemektedir: "Önemli ekonomik olayların nedenlerinin yapıları gereği büyük ölçüde zihinsel olduğu gerçeği ile yüzleşmedikçe olanlar asla gerçekten anlaşılamayacaktır" (Akerlof ve Shiller, 2010:22).

İçgüdüsel tepkiler, ekonomideki belirsizlikle olan tuhaf ilişkimizde alınan bazı kararların aslında düşünmeden harekete geçme dürtüsünden kaynaklandığını ifade eden bir kavramdır. Akerlof ve Shiller içgüdüsel tepkilerin ekonomi üzerinde etkisini şöyle açıklamaktadırlar:

"Tıpkı ailelerin bazen anlaşıp bazen tartışmaları gibi bazen mutlu bazen bunalımlı bazen başarılı bazen kargaşa içinde olmaları gibi tüm ekonomiler de iyi ve kötü dönemlerden geçer. Toplumsal doku değişir. Birbirimize duyduğumuz güvenin düzeyinde farklılıklar oluşur. Ve çaba gösterme, özveride bulunma isteğimiz asla aynı kalmaz" (Akerlof ve Shiller, 2010:24).

Ekonomik davranışları etkileyen içgüdüsel tepki beş farklı davranış motifinden oluşmaktadır (Akerlof ve Shiller, 2010:26):

1. Güven: İçgüdüsel tepkilerin ekonomik karar alma sürecindeki etkisini açıklayan teoride temel yapı taşı güven unsudur. Güven ile ekonomi arasındaki rahatsızlıkları büyüten unsur geri besleme mekanizmasıdır. Örneğin depremden etkilenen bölgede, ikamet eden bir kişi hasar gören evini yeniden inşa etmek istemezse, başkaları da evlerini yeniden inşa etmek istemeyecektir. Genelde, hiç kimse komşusunun ve alışveriş yapabileceği dükkanların bulunmadığı, dolayısıyla ulaşımın da olmayacağı ıssız bir yerde yaşamak istemez. Söz konusu yerde birçok kişi evini yeniden inşa ederse, başkaları da bunu yapmak isteyecektir. Ülkemizde, 2001 Gölcük

ve Düzce depremlerinden sonra iyi denge durumu olan yeniden inşa tercih edilmiştir. Bu güvenin var olduğu bir durumdur. Ancak kimsenin evini inşa etmediği kötü bir dengenin kurulması da söz konusudur. Bu durumda güvenin varlığından söz edilemez. Güvenin oluşması öngörülere bağlıdır. Güven, başkalarının evlerini yenden inşa edip etmeyeceği yönündeki öngörüye bağlıdır. Güven öngörülmesi halinde gelecek beklentisi iyimser, güvensizlik öngörüldüğünde ise gelecek beklentisi kötümserdir (Akerlof ve Shiller, 2010:32).

2. Adalet: Ücret ve fiyatların belirlenmesi büyük ölçüde adalet kaygısına bağlıdır. Adalet ve ekonomide geçerli olan fiyatlar hakkında pek çok örnek sunulabilir. Akerlof ve Shiller'in sunduğu örneğe benzer bir örnekle durum açıklanacak olursa, mültecilerin kaçak göç sırasında kullandıkları can yeleğinin fiyatı artmıştır. Bu kabul edilebilir bir davranış biçimi midir? Yoksa adaletsiz midir? İktisat yazınına bakıldığında böyle bir ayrım iktisat konuları içerisinde yer almamaktadır. Talep kanununa göre talebi artan bir malın fiyatı artar. Bir başka örnek verilecek olursa, 2000'li yılların sonlarına doğru Amerika Birleşik Devletleri (ABD) finans piyasasında eşik altı fonların içeriği bilinmesine rağmen, aşırı borç ile şişirilmiş bu türev ürünler piyasada hızlı bir şekilde el değiştirmiştir. Klasik iktisat teorisine göre girişimci (finansal aracı) piyasaya yeni sunduğu ürün (eşik altı fonlar) karşılığında kar elde eder. Riski bu kadar yüksek fonları pazarlayan aracıların elde ettikleri gelir adaletli midir? İçgüdüsel tepkiyi oluşturan temel unsurlardan biri olan adalet, ahlak kavramı ile de yakından ilgilidir.

3. Yolsuzluklar ve anti-sosyal davranışlar: İnsanlar yolsuzlukların ve anti-sosyal davranışların cazibesine kapılabilirler ve bu ekonomik faaliyetler için olumsuz bir sonuca neden olabilir. Yakın geçmişte Volkswagen firmasının ürettiği araçlarda emisyon hilesi yapıldığı ortaya çıkmıştır. Araçlar çevre dostu olarak lanse edilmiş fakat yapılan bir mühendislik hilesi ile emisyon testlerinden geçen otomobillerin aslında belirtilen oranlardan farklı bir karbondioksit salınımı yaptığı belirlenmiştir. Ocak 2016'da ABD Çevre Bakanlığı tarafından Volkswagen firmasına 46 milyar $ tazminat talebiyle bir kamu davası açılmıştır. Bunun üzerine şirketin hisse değeri %18 azalmıştır. Bu örnek, uluslararası bir şirketin yolsuzluk davranışının cazibesine kapılmasına verilebilecek basit bir örnektir.

4. Para yanılgısı: Enflasyon ve deflasyon gibi kavramlar insanların kafasını karıştırır ve bunları akıl süzgecinden geçiremezler. Örneğin para yanılgısına düşen bir ekonomik karar birimi fiyatlar genel düzeyi iki kat artarken geliri de iki kat artarsa kendisini zenginleşmiş gibi hisseder. Hatta söz konusu ekonomik birim, reel gelirinin sabit kaldığını anlayamadığı için, sahte zenginleşme inancıyla tüketim tercihini değiştirerek lüks mallara daha fazla harcama yapabilir. Bu irrasyonel bir davranış biçimidir. Döviz kuru farklılıkları, reel ve nominal arasında karşılaştırma yapmayı daha da zorlaştırdığından para yanılgısına örnek olarak verilebilir. Yurtdışına seyahat eden bir kişinin ulusal parası gittiği ülkeninkinden daha değerliyse harcama eğilimi daha da artacaktır. Bunun nedeni hem ekonomi açısından mental muhasebenin zor olması hem de döviz kurunun bunu daha da güçleştirmesinden kaynaklanmaktadır.

5. Hikayeler: Gerçeklik anlayışımız, kim olduğumuza ve ne yaptığımıza dair algılarımız, hem kendimizin hem de başkalarının hikayelerinle iç içe geçmiş durumdadır. Hikaye bir hastalık gibi bulaşıcıdır ve sonu iyi biten bir hikaye pek çok kişiyi etkileyebilir. Örneğin, dünya ekonomisini yönlendiren uluslar üstü finansal kurumlar, ekonomik serbestleşmeye giderek daha fazla övgü düzmektedirler. Serbest piyasaların etkinliğine ve mucizelerine ilişkin bu bakış açısı, uluslararası piyasalarda özellikle de yükselen piyasa ekonomileri için hızlı yükseliş ve çöküşleri tetikleyen hikayelerden sadece bir tanesidir. Başka bir örnek verilmek istenirse, ülkemizde kulaktan kulağa yüksek kazanç fırsatları sunduğu anlatılan Forex piyasasına ilgi zamanla artmaktadır. Anlatılan hikayelere benzer kazanç sağlamak isteyen kişiler kimi zaman herhangi bir yasal sözleşmeye dayanmayan fon alışverişine girmekte, güvenilir olmayan kişi ya da kurumlarla çalışan söz konusu kişiler ciddi zararlara uğramaktadırlar.

Ekonominin gerçekte nasıl işlediğini öğrenmek için içgüdüsel tepkilerin iktisat teorisine dahil edilmesi gerekmektedir. Geleneksel teorinin iktisadı bilimsel kılma çabası, iktisadın ekonomik birimlerin yalnızca ekonomik motiflerle hareket edip, bütünüyle rasyonel olmaları halinde ekonomik faaliyetleri inceleyen bir disiplin haline dönüşmesine neden olmuştur. Günümüzde davranışsal ekonomi ile birlikte bireylerin bazı durumlarda rasyonel davranmadıkları da bilinmektedir (Alptekin, 2016:456).

Şekil 1.3: Ekonomik Faaliyetlere İlişkin Davranış Motifleri

Rasyonel Davranışlar	**İrrasyonel Davranışlar**
Ekonomik Güdüler	**İçgüdüsel Tepkiler**

Kaynak: Akerlof ve Shiller, 2010: 203'deki açıklama dikkate alınarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Geleneksel iktisat teorisi yukarıda yer alan şeklin sadece sol üst tarafını dikkate almaktadır. Teorik olarak, ekonomik birimlerin rasyonel davrandığı varsayıldığında ekonomik faaliyetler nasıl biçimlenirdi sorusunun cevabı verilmektedir. Fakat tablonun diğer kombinasyonları göz ardı edilmiştir. Bunun en temel nedenlerinden biri de ekonomik olayların davranışsal boyutunun analiz dışı bırakılmasıdır. Bu durumda, ekonomide yaşanılan aksaklıkların çözümünün büyük ölçüde ihmal edilen üç kutunun içinde yer aldığını söylemek mümkündür (Akerlof ve Shiller, 2010: 203).

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK ve EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ

Bu bölümde finansal sistem ve ekonomik büyüme arsındaki ilişki incelenmektedir. Söz konusu ilişki açıklanırken hem finansal piyasa işleyişi hem de büyüme kuramları dikkate alınmıştır. Bu bağlamda, finansal sisteme yön veren uluslararası para sisteminin zaman içerisindeki değişim süreci irdelenmiş ve finansal istikrarsızlığın temel kaynağı finansal küreselleşme üzerinde durulmuştur. Ardından, finansal küreselleşme ve artan finansal istikrarsızlığın yol açtığı finansal krizler incelenmiştir. Son olarak, tezin ampirik modeline konu olan yükselen piyasa ekonomileri tanımlanmış ve ülke sınıflandırmaları açıklanmıştır.

2.1. FİNANSAL SİSTEM VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ

Finansal piyasalar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki finansal küreselleşmenin hız kazandığı 1980'li yıllardan itibaren sıkça araştırılmış, finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ve iki kavram arasındaki nedensellik ilişkisi çeşitli tanımlamalar altında tartışılmıştır. İktisat yazınında sıkça rastlanan finansal gelişme kavramı da finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerinde neden ve nasıl etkili olduğu hakkında tartışmalara ışık tutmaktadır.

Gelişmiş bir finansal sistem, ekonomik birimlerin sahip olduğu fon fazlasını yatırımlara yönlendirme, yatırım çeşitlendirilmesini sağlama, ortaya çıkabilecek riskleri azaltma, yatırım projeleri için yapılan fizibilite çalışmalarının maliyetlerini düşürme, finansal aracılık ile kaynak dağılımının izlenmesi gibi birbirinden farklı fonksiyonları yerine getirerek ekonomik büyüme sürecini hızlandırmaktadır (Aslan ve Küçükaksoy, 2006:26).

Finansal piyasalar, özellikle verimlilik artışı ve kaynakların etkin dağıtımı yoluyla ekonomik büyümeyi beslemektedir. Dış finansman olanağı ile artan girişimcilik sayesinde, daha çok firma faaliyete geçmekte ve bu da firmalar arası rekabeti arttırmaktadır. Ayrıca finansal gelişme ile birlikte firmalar finansman çeşitlendirme şansı yakalayarak daha iyi bir portföy bileşimi elde edebilmektedir.

Dolayısıyla söz konusu firmalar iyi bir mali durum ile şirket birleşmeleri gibi daha etkin organizasyon yapısına sahip olmaktadır. Kısacası, finansal gelişme arttıkça firma büyüme performansları da artmaktadır (Beck, 2012:1).

Finansal sistem yalnızca ekonomik büyüme sürecini hızlandırmakla kalmayıp aynı zamanda bu süreçteki oynaklığın da azalmasını sağlamaktadır. Finansal sistemin varlığı firmaların likidite sıkışıklığını ortadan kaldırıp, uzun dönemli yatırımları kolaylaştırarak ekonomik büyüme rakamlarındaki sapmaları ortadan kaldırmaktadır (Aghion vd., 2009:495; Aghion vd., 2010:248). Benzer şekilde, gelişmişmiş bir finansal sistemin varlığı döviz kuru riskini azaltarak firmaların likidite ve yatırım kapasitesi üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır. Örneğin future ve forward anlaşmaları ihracat yapan büyük firmalara katkı sağlayıp belirsizliği ortadan kaldırmaktadır. Geleceğe daha güvenle bakan firmaların performans artışı ekonomik büyümeyi de olumlu yönde etkilemektedir. Ayrıca, gelişmiş bir finansal piyasa para politikası uygulamalarının etkinliğini arttırdığı gibi mali politika uygulamalarının da etki alanını arttırmakta ve daha iyi bir kur rejimi uygulama olanağı tanımaktadır (IMF, 2012:4-5).

Finansal sistem ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin teorik temelleri Schumpeter'in 1911 yılında yayımladığı "The Theory of Economic Development" kitabına dayanmaktadır. Schumpeter (1911) çalışmasında, finansal piyasaların fon aktarım fonksiyonunu ile tasarrufların yatırımlara dönüşmesini sağladığını ve böylece ekonomik büyüme arttırdığını savunmaktadır. Finansal sistem, sermaye birikimi için fon transferi sağlama özelliği ile ekonomik büyüme sürecinde önemli bir rol üstlenmektedir (Davarcıoğlu-Özaktaş, 2016:76).

Finansal sistem ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi konu edinen diğer çalışmalar, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında doğrusal ve aynı yönlü bir ilişkinin varlığını belirtmektedir. Öncül ampirik çalışmalardan birine sahip olan Goldsmith (1969) finansal gelişmenin, tasarrufları ve dolayısıyla sermaye birikimini arttırması nedeniyle ekonomik büyümeyi de arttırdığını ifade etmiştir. Benzer şekilde, McKinnon (1973) ve Shaw (1973), finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu savunmaktadırlar.

Finansal gelişme ile büyüme arasındaki ilişki, değişkenler arası nedensellik yönüne göre iki temel başlık altında incelenmektedir. Birincisi, öncü çalışmanın Schumpeter'e (1911) ait olduğu ve finansal gelişmenin büyümeyi olumlu etkilediğini savunan arz yönlü (supply-leading/arz itişli) yaklaşımdır. Ekonomik büyüme sürecinde fon transferini sağlayan finansal piyasalar, yatırımların finansmanı sağlayarak ekonomik büyümeye olumlu bir katkı yapmaktadır (Aydın vd. 2013: 3). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik diğer bir yaklaşım ise Robinson (1954) öncülük ettiği ve finansal gelişmenin büyümeyi takip eden bir unsur olduğunu savunana talep yönlü (demand-following/talep çekişli) yaklaşımdır. Arz itişli ve talep çekişli teorilerin yanında, alternatif olarak, Demetriades ve Khaled (1996) finansal gelişme ile büyüme arasında hem arz hem de talep yönlü olmak üzere çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğunu belirtmektedir. Ancak Lucas (1988) çalışmasında, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir nedensellik ilişkisinin mevcut olmadığını vurgulamaktadırlar (Bozoklu ve Yılancı 2013: 165).

Finansal piyasalar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki büyüme teorileri kapsamında ele alındığında, finansı konu edinen iki temel yaklaşımdan bahsetmek mümkündür (Çiftçi 2015: 68). Neoklasik iktisat kuramı çerçevesinde Schumpeter (1959) ve Patrick'de (1966) olduğu gibi finansal sistemin, yeni projeleri finanse ederek teknolojik ilerlemeyi ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumlu etkileceğini belirten çalışmalara rastlanmaktadır. Ayrıca, Neoklasik büyüme teorisine dayanan sınırlı sayıdaki çalışma ile Mankiw vd.'nin (1992) oluşturuğu büyüme modeline hisse senedi piyasası analizinin dahil edildiği çalışmada, üretim fonksiyonuna finansal piyasalara ilişkin bir değişken eklenerekfinansal sistemin büyüme üzerindeki rolü incelenmiştir. Atje ve Jovanovic (1993) ve Cooray (2010) bu grupta yer alan öncü çalışmalar arasında yer almaktadır.

Ekonomik büyüme ve finans arasındaki ilişkiyi konu edinen diğer bir yaklaşım ise içsel büyüme kuramlarıdır. Neoklasik büyüme modelinin ekonomik büyümeyi dışsal faktörler ile sınırlandıran yaklaşımı yerine içsel büyüme modellerinde büyümeyi belirleyen faktörler içsel olarak kabul edilmektedir (Baro ve Sala-i Martin, 1995: 38). İçsel büyüme ekonomik davranış ve ekonomi politikası tarafından etkilenen kararlı

büyüme oranını ifade eder ve finansın buradaki rolü önemlidir (Begg vd., 2010: 531). Greenwood ve Jovanovic (1990), Levine (1991), Bencivenga ve Smith (1991) bu gruba dahil öncü çalışmalar arasında sayılabilir.

İktisat yazınındaki tartışmalı konulardan biri de finansal piyasaların ekonomik büyüme açısından önemidir. Ekonomik büyüme, bir ülkenin genellikle bir yıl içerisinde üretim kapasitesindeki veya reel gayrisafi yurtiçi hasılasında (GSYİH) görülen ve ölçülebilen reel artışlardır (Taban, vd., 2013:3). Ekonomik büyüme, bir ülkede üretilen mal ve hizmet miktarındaki artış olarak da ifade edilmektedir. Genel olarak reel GSYİH artış oranı ya da kişi başına düşen reel GSYİH artış oranı ile ifade edilir (Sullivan ve Steven, 2003:310).

Ekonomik büyümeye ilişkin görüşler Klasik dönem öncesi Merkantilizm ve Fizyokrasiye kadar dayanmaktadır. Fakat, modern ekonomik büyüme teorilerinin ortaya çıkışı, Ramsey'in (1928) hanehalklarının dönemlerarası optimizasyon kararlarını matematiksel olarak analiz ettiği çalışmasına dayanmaktadır. Ayrıca Harrod (1939) ve Domar (1947) Keynesyen kuram ile ekonomik büyümenin unsurlarını birleştirdikleri çalışmaları ilgili yazında ilgi uyandırmıştır. Neoklasik büyüme temsilcileri çalışmaları ekonomik büyüme yazınına önemli katkılar sağlamıştır. Solow (1956) ve Swan (1956) uzun dönem ekonomik büyümenin kaynağının dışsal olarak belirlenen teknolojik gelişme olduğunu ifade etmişlerdir. Neoklasik büyüme modllerinde teknolojik gelişmenin kaynağının açıklanamaması ve ampirik modellerin geçerliliğinin yeterince güçlü olmaması nedeniyle, 1970'lerde büyüme teorileri etkinlik alanını kısmen yitirmiştir (Durusu-Çiftçi, 2015:7-8). Ekonomik büyüme teorilerinin tekrar ivme kazanması 1980'lerin ortasından sonra Romer (1986), Lucas (1988) ve Rebelo (1991) çalışmaları ile olmuştur.

Yakın geçmişe kadar, finansal sistem ve ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin bulunabileceği dikkate alınmamıştır. Klasik ekonomi kuramındaki finansal değişkenlerin (nominal) ekonomik büyüme (reel değişkenler) gibi üzerinde etkili olmadığı klasik dikotomi varsayımı ile reel faktörlere odaklanılmış finansal faktörlerin ekonomi üzerindeki etkisi ihmal edilmiştir (Duvan, 2011:7).

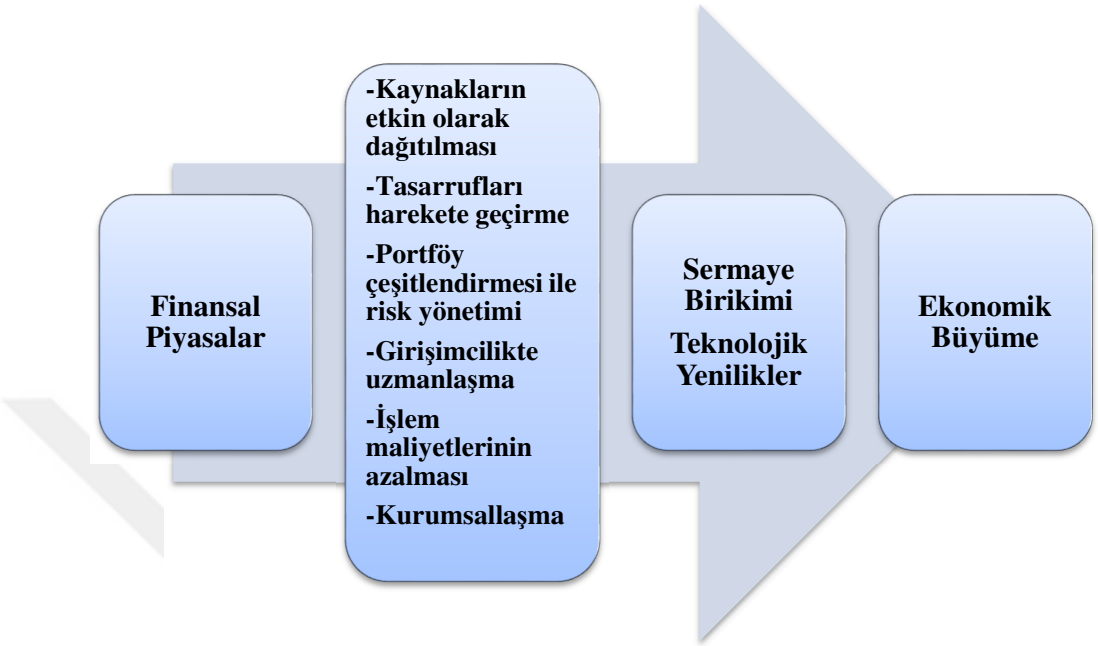
Klasik ekonomi kuramının varsayımları finansın büyüme üzerindeki etkisini geçersiz kılmaktadır. Bunun nedeni, ekonomideki kaynak dağılımının pareto etkin olması ve daima dengede olan ekonominin tam istihdamda çalışıp üretim olanakları eğirisinin üzerinde olmasıdır. Böylelikle, ekonomideki tüm girdilerin mevcut teknoloji ile birlikte en etkin şekilde kullanıldığı rekabetçi denge varsayımından hareket edilmektedir. Yatırım kaynaklarının etkinliğini arttıran finansal sistemin gerekliliği, pareto optimumdaki ekonomide sürekli denge varsayımı yapıldığında ortadan kalkmaktadır (Auerbach ve Siddiki, 2004: 234).

Keynesyen kuramı büyüme modeline uyarlayanlanlar Cambridge'li Keynesyenler olarak anılan Harrod (1939) ve Domar (1947) dır. Harrod ve Domar'ın modelleri temelde Keynesyen kurama dayanmakla birlikte ekonomik büyüme kapsamında yatırıma verdikleri rol ve kullandıkları araçlar bakımından farklılaşmaktadır. Harrod (1939) eksik istihdam dengesinden hareketle tam istihdam dengesini sağlayan ekonomik büyüme oranını incelerken, Domar (1947) tam istihdam dengesinden hareketle bunun sürdürülebilirliğini sağlayan ekonomik büyüme oranını araştırmıştır. Fakat Keynesyen kuramda ekonomik büyüme ile finansı konu alan doğrudan bir model çıkarımına rastlanmamaktadır.

İçsel büyüme teorilerinde finansın ekonomik büyüme olan ilişkisi genellikle finansal piyasaların büyümeyi hangi kanallar ile etkilediği yönüyle ele alınmaktadır. İçsel büyüme teorileri ışığında finansal sistem;

- Kaynakların etkin olarak dağıtılması,
- Tasarruflar ve yatırımlar arasındaki fon transferi,
- Portföy çeşitlendirmesi ile risk yönetimi,
- Girişimcilikte uzmanlaşma,
- İşlem maliyetlerinin azalması,
- Kurumsallaşma gibi unsurların aracılığı ile ekonomik yapıda meydana getirdiği değişimle ekonomik büyüme sürecini besleyen bir unsurdur (Durusu-Çiftçi, 2015:69).

Şekil 2.1: Finasal Piyasaların Ekonomik Büyümeyi Etkileme Kanalları



Kaynak: Levine, 1997:691.

İçsel büyüme teorilerine göre finansal sistem Şekil 2.1'de gösterilen kanallar aracılığıyla, ekonomideki sermaye birikimini veya teknolojik yenilikleri teşvik ederek ekonomik büyümeyi arttırmaktadır (Duvan, 2011:19).

İçsel büyüme modellerinde, ekonomik büyüme ekonomik birimlerin faaliyeteri sonuncunda piyasada içsel olarak belirlenmektedir. İçsel büyüme modellerinde ekonomik büyümenin kaynakları üç temel gruba ayrılmaktadır (Özel, 2012:67). Bunlar;

-Nüfus artışı ve beşeri sermaye birikimi

-Teknolojik gelişme

-Kamu harcamaları

Bu çalışmada içsel büyüme teorileri kapsamında finansal sistem ve ekonomik büyüme ilişkisi incelenmektedir. Romer'in yatırımcıların meydana getirdikleri teknolojik gelişmeleri ekonomik büyümenin kaynağı olarak görmesi, aktarım

fonskiyonu ile finansal piyasalara ayrı bir önem verilmesi anlamına gelmektedir. Romer'e göre karını en üst düzeye taşımak isteyen yatırımcıların ortaya çıkardığı teknolojik gelişmeler ekonomik büyümenin temel kaynağıdır (Romer, 1990: 71).

Pagano (1993) çalışmasında finansal piyasaların işlem maliyetlerini düşürme ve kaynakların etkin tahsisi rolüyle ekonomik büyüme üzerindeki etkisini göstermek için AK modelinden yararlanmıştır.

$$Y_t = AK_t \tag{1}$$

Y_t: Toplam Çıktıyı

K_t: Toplam sermaye stokunu göstermektedir. Pagano iki temel varsayımdan hareket etmektedir. Bunlardan ilki Romer'de (1990) olduğu gibi her bir firmanın teknolojisi sabit ikame esnekliğine sahiptir ve verimlilik toplam ermaye stoğunun artan bir fonksiyonudur. İkincisi ise Lucas'da (1988) olduğu gibi toplam sermaye stoğu fiziksel ve beşeri sermayenin bileşimidir. Ayrıca, nüfusun sabit bir oranda arttığı, ekonomide tek mal durumunun geçerli olduğu ve yatırımların δ oranında aşındığı varsayılmaktadır. Modelde finansal aracılık sürecinde tasarruflar 1-ϕ kadar kaybolmaktadır ve yatırım tasarruf eşitliği $\phi S_t = I_t$dir.

Modelde büyüme oranı aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$g = A\frac{1}{Y} - \delta = A\phi s - \delta \tag{2}$$

Yukarıda yer alan 1 numaralı denklemde s ile ifade edilen brüt tasarruf oranıdır. Bu bağlamda, ekonomik büyüme tasarrufların yatırıma dönüşme oranı ϕ, sermayenin marjinal verimliliği A ve özel tasarruf oranı s ye bağlıdır (Pagano, 1993:616-617).

Pagano (1993) çalışmasındaki 1-ϕ aslında bir kaynak sızıntısıdır ve bunun sebebi finansal aracıların, tasarrufların yatırıma dönüşme sürecinde, borç alma-verme işlemi sırasında uyguladığı faiz ya da komisyon ücretleridir. Pagano'ya göre finansal sistemdeki gelişmeler kaynak sızıntısını azaltarak büyüme oranını arttıracaktır. Ayrıca finansal aracılar yatırım projelerinin değerlendirilmesi için bilgi toplamak ve risk paylaşımının yapılması aracalığı ile sermayenin verimliliğini de arttırarak ekonomik

büyümeyi arttıracaklardır. Ekonomik büyümeyi etkileyen bir diğer unsur ise finansal piyasaların tasarruf oranlarını değiştirmesidir. Finansal piyasalar geliştikçe ekonomik birimlerin şoklara karşı olan duyarlılığı azalacak ve tasarruf davranışı olumlu yönde etkilenecektir. Dolayısıyla, finansal piyasaların ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkisi vardır.

Bu çalışmada, Pagano (1993) modelinden yola çıkarak Deidda'a (2006) benzer olarak ve diğer içsel büyüme teorisi temelli yaklaşımlardan farklı olarak, finansal piyasaların ekonomik büyümeyi daima teşvik etmeyeceği savından hareketle bir hipotez oluşturulmuştur. Wu vd.'nin (2010) de belirttiği gibi uzun dönemde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında eş-bütünleşik bir ilişkinin olduğu düşünülmektedir. Buradaki temel ayrım, finansal gelişmeden ziyade finansal gelişmenin ortaya çıkardığı finansal istikrarsızlık sorununun ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği savıdır.

Her zaman finansal gelişme ve büyüme arasında pozitif bir ilişkinin olmadığı bilinmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ'lerde) finansal gelişme ile büyüme arasında pozitif bir ilişkinin var olduğu, bunun aksine gelişmiş ülkelerde finansal gelişmenin büyüme üzerinde nispeten negatif bir etkisinin olduğu ileri sürülmektedir (Aghion vd., 2005:174). Çalışmada, bu görüşe benzer olarak yükselen piyasa ekonomilerinde finansal istikrarsızlığın söz konusu ekonomilerde büyümeyi negatif yönde etkilediği savından hareket edilmiştir.

İzleyen bölümlerde finansal gelişme ile çoğu zaman birlikte konu edilen ve finansal istikrarsızlığın ortaya çıkmasında ciddi bir rol üstlenen finansal küreselleşme kavramı üzerinde durulacaktır. Bunun nedeni finansal küreselleşmenin finansal istikrarsızlığı arttırdığı gerçeğidir. Artan finansal istikrarsızlık da krizlere neden olmakta, krizle noktalan süreç ise ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Tüm bu ilişkilerin açıklanmasından önce, finansal küreselleşme sürecini hazırlayan uluslararası parasal sisteminin evriminden bahsedilmesi gerektiği düşünülmüştür.

2.2. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNİN EVRİMİ

Uluslararası para sisteminin evrimi dört temel dönem altında sınıflandırabilir:

- 1879-1914 Altın standardı dönemi
- 1918-1939 Birinci ve İkinci Dünya Savaşı Arası Dönem
- 1946-1973 Bretton Woods Dönemi
- 1973-… Bretton Woods Sonrası Dönem (Krugman ve Obsfeld, 2009:508).

Küreselleşme olgusu iktisadi olayların açıklanmasında kullanılan temel referans noktalarından biri haline gelmiştir (Mishkin, 2007:259). 19. yüzyılın sonlarında başlayan süreçte İngiltere ve dönemin yükselen ekonomileri ABD, Almanya dünya ticaretinin genişlemesi, sermaye ve işgücü hareketinin hızlanması konusunda öncü olmuşlardır. 1869 yılında Süveyş Kanalının açılması, buhar gücüyle çalışan makinelerin ve dolayısıyla büyük gemilerin kullanılmaya başlanması, demir yolu sistemlerinde yaşanan gelişmeler söz konusu dönemde ulaşım, endüstriyel üretim ve iletişim maliyetlerinin azalmasını sağlamıştır (Magnus, 2010:64).

Ulusal ekonomilerin para olarak altını kullanmaları veya para birimlerinin değerini altına bağlı olarak belirlemeleri oldukça eski tarihlere dayanmaktadır. Bu sistemin Batı Avrupa ekonomilerinin genelinde yaygınlık kazanması 1870'li yıllara denk gelmektedir. Sistemin dünyanın geneline yayılması ise 19. yüzyılın sonlarında gerçekleşmiştir (Eichengreen, 1996:41). 1873 yılında İsveç, Norveç, Danimarka, Almanya ve hemen ardından da diğer batı Avrupa ülkeleri altın standardına geçmişler ve merkez bankaları yalnızca altın rezervleri karşılığında para basma işlemine başlamıştır. Bu şekilde ülkeler arasındaki ticaret ve sermaye akımı işlemleri belirli bir standarda bağlanmıştır (Özdemir, 2013:38).

Altın para standardının temeli her ülkenin ulusal para biriminin belirli ağırlıkta saf altına bağlı olarak tanımlanmasına dayanmaktadır. Para birimlerinin değerlerinin altına bağlı olarak belirlenmesinin doğal bir sonucu olarak sisteme dahil olan ülke para birimleri altın üzerinden sabit kurla birbirine bağlanmıştır (Erol ve Erol, 2015:21). Söz konusu sistemde, farklı ulusal para birimleri arasındaki pariteler o para birimlerinin altına karşı değerine göre belirlenmektedir. Bu dönem aynı zamanda merkez bankalarının (MB) kurulmaya başlandığı ve MB fonksiyonlarının işlevsellik

kazanmaya başladığı dönem olarak da anılmaktadır. Altın para standardı döneminde, merkez bankalarının temel amacı paranın konvertibilitesinin (altına çevrilebilirliği) garanti altına alınması ve paranın hem iç hem de dış değerinin korunmasıdır (Heaton, 2005:509-510). Altın standardının dezavantajı ise para miktarının altın stokuna sabitlenmiş olmasından dolayı para politikasının etkin olmayışıdır. Bu durumun istenmeyen sonuçları 1929 yılında başlayan büyük resesyonla birlikte kendini göstermiştir. Yaşanan daralma döneminde iktisat teorisi önerisi ekonomideki para arzının genişletilmesi şeklinde olmuştur; fakat altın miktarına bağlı olarak ayarlanan para arzı bu tür bir önlemin alınmasını olanaksız kılmıştır (Krugman ve Obsfeld, 2009:507-508).

Birinci Dünya Savaşının başlaması ile altın standardı son bulmuştur. Yeterince altına sahip olmayan ülkeler, savaş süresi boyunca artan askeri harcamaları para basarak finanse etme yöntemini seçmişlerdir. Bunun yanı sıra, savaş boyunca işgücü de önemli miktarda azalmış ve dolayısıyla verimlilik de düşmüştür. Savaş harcamalarını karşılıksız para basarak karşılayan ülkelerde ortaya çıkan enflasyon, paranın hem iç piyasa değerini düşürmüş, hem de ülkeler dış piyasada ödeme sıkıntıları ile karşı karşıya kalmıştır (Özdemir, 2013:42-43; 45). Kısacası, yirminci yüzyılın sonlarında ortaya çıkan altın standardı ve buna bağlı ekonomik küreselleşme dalgası 1914'te Birinci Dünya Savaşı ile son bulmuştur. Ayrıca ulusal kurtuluş savaşları ile anılan söz konusu ara dönem yalnızca büyüme odaklı iktisat teorisinde takılıp kalmamış, kalkınma teorilerinden de bahsedildiği bir dönem olmuştur (Yeldan, 2002:23).

İki dünya savaşı arasında kalan dönemde yaşanan 1929 krizi ve ardından dünya ekonomisinin tamamında gözlenen büyük bunalım, İkinci Dünya Savaşından galip çıkan ülkelerin uluslararası yeni bir ekonomik sistemi inşa etme çabalarını arttırmıştır. ABD'nin Bretton Woods kentinde 1944 yılında toplanan konferans ile uluslararası finansal sistemi yeniden düzenleyen kurallar ve kurumlar oluşturulmuştur. Uluslararası Para Fonu (International Monetary Found-IMF) ve Dünya Bankası bu konferans kapsamında yeni kurulan denetleyici ve düzenleyici kurumlardır bunlara ek olarak, Bretton Woods sistemi içerisinde hayat geçen uluslararası ticareti düzenleyen daha sonra Dünya Ticaret Örgütü'ne (WTO) dönüşecek olan bir diğer proje ise Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) dır (Özdemir, 2013:26).

Bretton Woods sisteminin temel amacı Keynesyen politikalarla desteklenen, toplam talebe dayalı büyüme sürecinde finansal istikrarın sağlanmasıdır. Yapısı gereği, reel ekonomiden farklı olarak, spekülatif kazançlara sahip olmak için hareket ederek finansal sistemde istikrarsızlığa neden olan uluslararası fon akımlarının kontrolü, sistemin temel amaçlarından biri haline gelmiştir. Bu dönemde aynı zamanda ekonomik sistemde bütünlüğün sağlanması amacıyla emek ile sermaye arasında göreceli bir huzur ortamı, devletin sosyal fonksiyonun güçlendirilmesiyle sağlanmaya çalışılmıştır. Sürekli yükselen ekonomik büyüme bununla birlikte artan refah toplumu işlevleri ve uzun süreli barış ortamı, söz konusu dönemin kapitalizmin altın çağı olarak anılmasına neden olmuştur (Fülbert, 2010:233). Bretton Woods döneminin sanayileşme modeli kitlesel tüketim için, kitlesel üretim anlayışına dayanmaktadır. Bu üretim modeli montaj hattında standartlaştırılmış sanayi ürünlerinin imalatından oluşmaktadır. İş gücünün sadece bir üretim maliyeti olgusu değil, bunun yanı sıra tüketim talebini oluşturan bir olgu olarak karşımıza çıktığı Fordizm aynı dönemde kavramsallaşmıştır. Bretton Woods sisteminin en önemli ayırt edici özelliği Amerikan dolarının (USD) küresel pazarda temel değişim aracı olarak kullanılması ve kurların da USD'ye göre sabitlendiği bir parasal sistemin var olmasıdır (Yeldan, 2009:13).

Birinci Dünya Savaşının başlamasıyla birlikte kesintiye uğrayan ve Bretton Woods sistemi boyunca kontrol altında tutulan sermaye hareketleri ve 1973 yılında yaşanan petrol krizi gelişmiş ülkelerde sermayenin getirisinin azalmasında etkili olmuştur (Özdemir, 2013:27). Söz konusu dönemde gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin karları azalmış ve bu şirketler uluslararası arenada kar elde etme çabalarını arttırmışlardır. Söz konusu şirketler, faaliyetlerini uluslararası olmaktan uluslar-üstüne taşımış, bir yandan da finans alanında hem ülkeler arası hem de küresel ölçekte yeni bir ekonomik yapı şekillenmiştir ki, daha sonra finansal küreselleşme adını almıştır. 1960'ların sonunda kesin bir şekilde ortaya çıkan durgunluğun sonuçlarından biri de, ülke ekonomilerinin aşırı üretim sonucu düşen karlar finans çevrelerinin elinde bir sermaye fazlası bulundurduğunun kanıtı olmasıdır. 1970'lerle birlikte enflasyona bağlı olarak değişken faizli ve genellikle dolar ile ödenecek ve geneli GOÜ'lere verilen yüksek hacimli krediler artmıştır. Ayrıca söz konusu ülkelerin büyük bir bölümü de petrol ithalatçısıdır. Bu da ülkelerin derin bir şekilde ekonomik krizden etkilenmeleri

anlamına gelmektedir. Nitekim 1973'de yaşanan petrol krizi de Bretton Woods sisteminin sona ermesinin en büyük nedenlerinden biridir (Dowd, 2008:213).

1973 yılı, kapitalizmin ikinci evresi açısından yani sosyal devletten neoliberal kapitalizme geçişte öneli bir tarihtir (Fülbert, 2010:259). 1970'li yıllar sona ererken, dolara endeksli sabit kur sisteminin çökmesiyle birlikte uluslararası piyasalarda oluşan fiyatlar genel düzeyindeki büyük dalgalanmalar meydana gelmiştir. Küreselleşme adı verilen idari, toplumsal ve kültürel her türlü ulusal sınırların ortadan kalkmasına yönelik çabalarla başlayan bu süreç, bir yandan da sabit kur sisteminden vazgeçilmesi ve piyasalarının serbestleştirilerek sermaye sahiplerinin karının artacağı yeni türev araçlarının ortaya çıkmasıyla güçlendirilmiştir (Yeldan, 2002:25).

Bretton Woods sisteminin son yıllarında yaşanan yüksek fiyat dalgalanmaları, ticarette yaşanan istikrarsızlıklar vb. gibi nedenlerden dolayı gelişmiş ülkeler 1973 sonrasında dalgalı döviz kuru sistemine geçmiştir. Söz konusu sistemin ilk yıllarında merkez bankaların döviz kurlarına sürekli müdahale ettiği gözetimi dalgalanma uygulaması yaygın iken, bu daha sonra yerini dalgalanmaları yumuşatmak amacıyla yapılan bir para politikası aracı haline dönüşmüştür. Söz konusu dönemde GOÜ'lerde Dünya Bankasının yapısal uyum programları IMF'nin stand-by anlaşmaları aracılığı finansal serbestleşme programları uygulanma başlamıştır. Finansal serbestleşme ile birlikte sermaye akımlarının da serbestleşmesi finansal küreselleşmeyi hem gelişmiş hem de GOÜ'lerde uygulanan politikaların temel bileşeni haline gelmiştir (Özdemir, 2013:28).

Altın standartı ile başlayan ve ardından Bretton Woods sistemi ile sürdürülmeye çalışılan sabit döviz kuru uygulamaları 1973 petrol krizi ile terk edilmiş ve sistem kurun döviz arz ve talebine göre belirlendiği serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Serbest dalgalı döviz kuru uygulamaları ile finansal serbestleşme aynı zamanlara rastlamış ve döviz kuru serbestleşmesi ile başlayan kuralsızlaşma faiz ve sermaye akımları üzerindeki serbestleşme hareketleriyle devam etmiştir.

Çalışmada finansal küreselleşme ile artan finansal istikrarsızlık ilişkisi açıklanmadan önce finansal küreselleşmenin kapısını aralayan finansal serbestleşme kavramına yer verilmiştir. Bunun nedeni finansal küreselleşmenin etkilediği finansal istikrarsızlık kavramının da dolaylı olarak finansal serbestleşme hareketiden etkilenmesidir.

2.3.FİNANSAL SERBESTLEŞME ve MCKINNON-SHAW YAKLAŞIMI

GOÜ'ler Bretton Woods sistemi boyunca gereken ekonomik kalkınmayı gerçekleştirememiş olmasını Keynesyen iktisat politikalarına bağlayan Neoliberal İktisadi görüşün büyüme kuramlarında, finansal serbestleşme ekonomik büyümenin temel unsurları arasında ilk sırada yer almıştır. 1970'lerin başlarından itibaren yoğunlaşan finansal serbestleşme uygulamaları, 1980'li yıllar boyunca dünya ekonomisinin genelinde finansal piyasalarda yapısal düzenlemeler (deregülasyon) ile sonuçlanmıştır (Durusoy, 2009:371). Finansal piyasaların daha kuralsız ve kısıtlamasız ortamda, müdahaleden uzak bir şekilde çalışması sonucuna yönelik serbestleşme uygulamaları, ciddi riskleri de beraberinde getirmiştir. Finansal serbestleşmenin teorik temeli Ronald McKinnon ve Edward Shaw'ın 1973 yılında birbirinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarında ortaya atılmıştır. Söz konusu çalışmalarda, finansal serbestleşme ile kaynakların dağıtımında piyasaya dayalı bir mekanizmanın kurulması önerilmekte ve finansal serbestleşme ile bu sayede kaynak dağılımında etkinliğin sağlanabileceği vurgulanmaktadır. Ayrıca söz konusu iktisatçıların çalışmalarında sıkça kullandıkları finansal baskılama ve finansal derinleşme gibi terimler iktisat yazınına yine bu dönemde kazandırılmıştır (Yeldan, 2008:22-23).

Finans piyasalarının bütünleşmesi ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması olarak tanımlanan finansal serbestleşme, aynı zamanda, küreselleşmeye ivme kazandıran önemli bir unsudur (Özel, 2012:21-22). Finansal serbestleşme, uluslararası fonları kendi ülkelerine çekmek isteyen ülke ekonomilerinin, finans sektörü üzerindeki kontrol ve kısıtlamaları azaltıldığı ya da kaldırıldığı yapısal düzenleme (deregülasyon) uygulamalarının bir sonucu olarak ifade edilmektedir (Durusoy, 2009:371).

Finansal serbestleşme, dar anlamda mevduat ve kredi faizlerin üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve kredi tahsisinin piyasalara bırakılması faaliyetleri ifade etmesinin yanı sıra, yasalar çerçevesinde belirlenmiş finansal kriterlere uygun tüm firmaların finansal piyasalara girişine izin verilmesi, bankacılık sektöründe kredi işlemlerindeki esneklik ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması gibi faaliyetlerin toplamını ifade etmektedir. Kısacası, finansal

küreselleşmeye hız kazandıran finansal serbestleşme, sermayenin küreselleşmesi olgusu ile borç sorunları arasındaki ilişki olarak tanımlanabilmektedir (Durusoy, 2009:371).

McKinnon ve Shaw yaklaşımına göre kredi tayınlaması, faiz oranlarına baskı, finansal sektöre girecek yeni kurumlara özgü düzenlemeler, banka işlemlerine müdahale, finansal kurumların sahipliğine müdahale, piyasada borçlanma şartlarına müdahale gibi finansal baskılamaya neden olan unsurlar ortadan kaldırılmalıdır. Böylece finansal derinlik artacak ve artan tasarruflar verimli yatırımlara dönüşecektir. Finansal serbestleşmenin, tasarrufların küresel ölçekte dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranının ülkeler arasında eşitleneceği varsayımından hareket eden teorinin genel önermesi ise şu şekilde özetlenebilir: Finansal baskının kalkması ve finansal derinleşmenin sağlanması etkin kaynak dağılımını sağlar ve ekonomik büyümeyi arttırır (Özdemir, 2013: 57-58).

Finansal serbestleşme teorisine göre GOÜ'lerde finansal piyasalar baskı altındadır. Finansal baskı sonucunda söz konusu ülkelerde tasarruf düzeyi çok düşüktür ve yetersiz tasarruf düzeyi yatırımların da azalmasına neden olarak ekonomik büyümeyi de azaltmaktadır. GOÜ'lerin düşük faiz oranı ve düşük büyüme kısır döngüsünden kurtulması için finansal piyasalarını düzenlemeden geçirmesi ve serbestleştirilmesi önerilmektedir. Finansal serbestleşme ile söz konusu ülkelerde faiz oranları piyasadaki arz ve talebe göre serbestçe belirlenecektir. Oluşacak daha yüksek faiz oranları söz konusu ülkelerde tasarruf oranlarını arttıracak ve yatırımlar için gerekli olan fonlar sağlanarak yatırımlar artacak ve dolayısıyla ekonomik büyüme hızlanacaktır (Kurtoğlu, 2016:75-76).

Yukarıda bahsedildiği gibi finansal serbestleşmeyi savunan iktisatçıların temel görüşü faiz oranlarının artışını doğrudan tasarruflar ile ilişkilendirerek, finansal liberizasyon sonucu yükselen faiz oranlarının yalnızca tasarruflar üzerinde etkili olacağıdır. Bu Klasik iktisat ekolünün bir yansımasıdır ve her arz kendi talebini yaratır düşüncesine dayanmaktadır. Ayrıca artan tasarrufların yatırımları arttıracağı görüşü de yine Klasik ekolün tasarruf ve yatırımları yapan ekonomik birimlerin aynı olduğu varsayımına dayanmaktadır. Oysa ki, ekonomide tasarruf ve yatırımları gerçekleştiren ekonomik birimler birbirinden farklıdır, işte tam da bu nedenle farklı ekonomik

birimler arasındaki fon transferini sağlamak için finansal piyasalara ihtiyaç duyulmaktadır.

Finansal küreselleşmenin kapısını açan finansal serbestleşme sonucunda faiz oranları üzerindeki düzenlemeler kalkmış ve faizin piyasada serbestçe belirlenmesiyle merkezi otoritenin bütçe açığını dengelemek için kullanabileceği ekonomi politikası araçları azalmıştır. Buna karşılık iç piyasadan yeterince borç alamayan hükümetler sermaye akımlarını serbestleştirerek uluslararası piyasalara yönelme olanağı bulmuştur. Finansal serbestleşmenin bir diğer etkisi ise yabancı sermaye akımları yoluyla giriş yapılan ülkelerde reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi olmuştur (Özdemir, 2013:64). Aşırı değerli döviz kurunun uluslararası rekabet ve dış ticaret açısından ülke ekonomilerine verdiği zarar ile finansal serbestleşmenin ülkeye getirdiği yarar karşılaştırıldığında gerek ödeme bilançosu sorunları gerekse ekonomik krizler olsun teorik temelli varsayımların pratikte gerçekleşmediği görülmektedir.

Finansal serbestleşme döneminde, "Mali baskıya son!" sloganı ile finansal piyasaların kuralsızlaştırılması Neoliberal İktisat politikalarının temel amacı haline gelmiştir. Toplam talebi attırmayı hedefleyen Keynesyen politikalar yerini, fiyat istikrarının temel amaç halini aldığı ve devletin ekonomideki payının azaldığı politikalara bırakmıştır. Ayrıca, günümüzde dahi sıkça karşılaştığımız kredibilite, şeffaflık, istikrar, beklentilerin idaresi, kurumsal çapa, yönetişim gibi reel ekonomide tam karşılığı olmayan kavramlar ile iktisat yazınını zenginleştirilmiştir (Yeldan, 2009:16). Genişletici maliye politikalarının ve sosyal devletin yerini faiz dışı fazlalar elde etmekle yükümlü sorumlu ve etkin yönetim prensipleri almıştır. Enflasyon hedeflemesinde başka herhangi bir sorunla ilgilenmeyen görece bağımsız merkez bankaları da daraltıcı maliye politikaları ile deflasyonist sürecin başlıca uygulayıcıları haline dönüştürülmüştür. Kalkınma ve sanayileşme hedefleri yerini finans dünyasının kısa dönemli ve miyop kararlarına dayalı rant arayışlarına bırakmıştır (Yeldan, 2008:27).

Finansal küreselleşmenin yolunu açan finansal serbestleşme özellikle GOÜ'ler için beklenen etkiyi yaratamamış, tersine ekonomide meydana getirdiği yapısal sorunlar nedeniyle sonu negatif büyüme rakamlarıyla sonuçlanan ekonomik krizlere neden olmuştur. Serbestleştirme kavramı yeterince gelişmiş finansal piyasalara sahip olmayan GOÜ'lerde kuralsızlaştırma olarak algılanmış, artan kazanç isteğinin sonucu

uluslarüstü kurumların dünyaya yayılma şekli olan finansal küreselleşme ile amacından sapmıştır.

İzleyen bölümde, temelini finansal serbestleşmenin oluşturduğu finansal küreselleşmenin kavramsal açıklamasına yer verilmiş, bu kavramsal açıklamadan önce finansal küreselleşmeyi de kapsayan küreselleşme olgusundan bahsedilmiştir. Küreselleşmenin bir ayağı olan finansal küreselleşme, finans piyasalarında arttırdığı kırılganlıkyoluyla etkisini göstermekte ve finansal istikrarsızlığı arttırmaktadır. Artan finansal istikrarsızlık ekonomik işleyişi sürdürülemez noktaya getirip krizlere neden olmakta ve söz konusu krizler negatif büyüme rakamlarıyla sonuçlanıp ülkelerin büyüme performansına zarar vermektedir.

2.4. FİNANSAL KÜRESELLEŞME, ARTAN FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK VE FİNANSAL KRİZLER

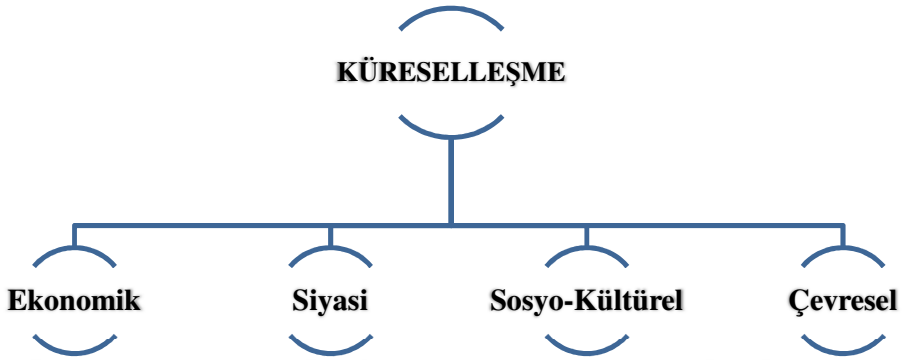
Bu bölümde, finansal küreselleşmenin finansal istikrarsızlığı arttırdığı savından yola çıkarak, öncelikle küreselleşme kavramı açıklanacaktır. Bunun nedeninin küreselleşme kavramının daha geniş bir kapsama sahip olması ve ekonomik boyutunun yanında başka boyutları da içeriğinde barındırmasıdır.

2.4.1.Küreselleşme

Küreselleşme kavramı, 20. yüzyılda uluslararası sistemin sosyo-ekonomik ve kültürel olarak biçimlendirilmesini açıklamakta kullanılan, ölçüt birimlerinin neredeyse tamamının ortadan kalktığı bir dönüşümü ifade etmektedir (Durusoy, 2009:364; Phan, 2014:2792). Başka bir deyişle, küreselleşme dünya ekonomisini oluşturan sosyal ve iktisadi parçaların sınırlamaların ortadan kalkarak birbirleri ve dünya piyasası ile eklemlenmesi olarak ifade edilebilir (Yeldan, 2008:17).

Küreselleşme, üretim faktörlerinin ve bilginin var olan sınırları aşarak sosyo-ekonomik açıdan bütünleşmesi olarak tanımlanmaktadır (Agenor, 2004:2; Kandil vd., 2015:1318). Küreselleşme genel bir ifade ile, üretim faktörlerinin, teknolojinin, mal ve hizmetlerin dolaşımı önündeki engellerin kaldırılması, serbest piyasa ekonomisi şartlarında ulusal ekonomilerin birbirleriyle giderek bütünleşmesi olarak ifade edilmektedir (Özel, 2012:21).

Şekil 2.2: Küreselleşmenin Türleri



Kaynak: Şekil 2.2 Tağraf, 2002:36 tanımından yararlanılarak, yazar tarafından oluşturulmuştur.

Küreselleşme gücünü ve hakimiyetini ekonominin işleyişinden almaktadır. Bu doğrultuda küreselleşmenin ilk boyutu ekonomiktir. Daha sonra insanların yaşamsal zorunlulukları yerine getirdikten sonra yapısal denilebilecek siyasi, sosyo-ekonomik ve çevresel küreselleşmenin ortaya çıktığı söylenebilmektedir (Kıvılcım, 2013:224).

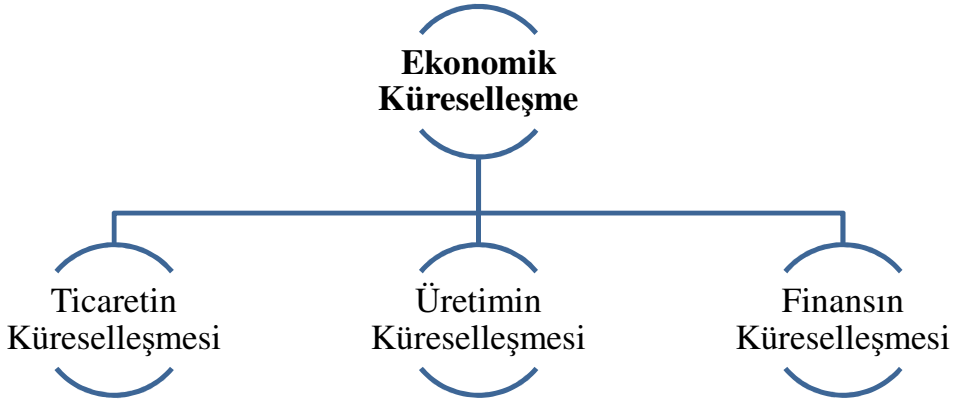
Ekonomik küreselleşme, genel anlamda ülke ekonomilerinin birbiri ile bütünleşmesini dünyanın tek bir pazar olarak işlev görmesini ifade etmektedir. Siyasi küreselleşme, siyasi otorite ve yönetim biçimlerindeki yapısal dönüşüm olarak tanımlanmaktadır. Sivil toplum kuruluşları, yerel yönetimler, ulus devlet ve devletler-üstü kurumların karşılıklı etkileşimi sonucunda küresel siyaset kavramından söz edilmektedir. Ulus devlet, bu süreçte temel faaliyetlerine devam etmekle birlikte, yetkileri belli ölçülerde kısıtlanmıştır. İktisat yazınında, söz konusu yeni yapıyı açıklamak üzere "küresel yönetişim" kavramı kullanılmaktadır. Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren çevre konusu, küreselleşme ile birlikte anılan en önemli konular arasında yer almaktadır. Nükleer ve kimyasal atıklar, hava, su ve toprak kirliliği, biyo çeşitlilik ve türlerin yok oluşu, kuraklık ve sel felaketleri ve özellikle de küresel ısınma gibi problemler küreselleşme süreci ile yakından ilgilidir. Bu sorunların temel özelliği, belirli bir yer ya da bölgeyi kapsamaktan öte küresel ölçekte etkiler ortaya çıkarmasıdır. Gelişen iletişim teknolojilerinin bir sonucu olarak, tüm dünya genelinde

bireyler ve toplumlar arasındaki etkileşim oldukça ileri bir seviyeye ulaşmıştır. Böylelikle bireyler ve toplumlar arasında yaşam tarzları temelinde ortak bir payda oluşmaktadır. Başka bir deyişle, küresel bir kültür ve birikim ortaya çıkmaktadır. Ancak küreselleşme dinamiklerinin zaman zaman kültürlerarası ahenk yanında farklılaşma ve ayrışmayı da tetikleyebildiği bilinmektedir. Bu noktada, kültürel etkileşimin çift yönlü olduğu dikkate alındığında yereli küresele, küreselin yerele dönüşmesi mümkün olduğu anlaşılmaktadır (Bayar, 2008:28-30).

Küreselleşme alternatif bir bakış açısıyla, kapitalist üretim sürecinin ulusal sınırlar ötesine yayılması ve dünya ekonomik sisteminde karşılıklı bağımlılığın artması olarak da tanımlanmaktadır (Vandenbroucke, 1998:7). Söz konusu kavramın temelinde "sınırlı bir uluslararası ticareti içinde sermaye birikim sorunu yaşayan kapitalizmin pazarı ve tekelci yapıyı genişletme ihtiyacı" olduğu ifade edilmektedir. Kısaca küreselleşme, kapitalizminin kar açısından "azalan verimler yasasının işleyişinin sonucunda, sürekli olarak içinde hapsolduğu bunalımı aşmak üzere sürdürdüğü ekonomik ve toplumsal bir süreçtir" (Demirer ve Çevikaslan, 2004:42).

Küreselleşme, ekonomi kavramına diğer bütün kavramlar arasında öncelik tanıyan, ivmelenmesini sağlayan sosyal ve kültürel değerlerden de bağımsız olarak düşünülemeyecek bir olgudur. Ekonomik küreselleşme sürecine yön veren dinamikler ise uluslararası ekonomi sisteminde kapitalizmin yoğunlaşması, finansal sistemin serbestleşmesi ve buna bağlı olarak finansal sermaye ile spekülatif kazanç tercihlerinin hızla artması olarak sıralanabilir (Durusoy, 2009:366; Yeldan, 2002:21)

Şekil 2.3: Ekonomik Küreselleşme



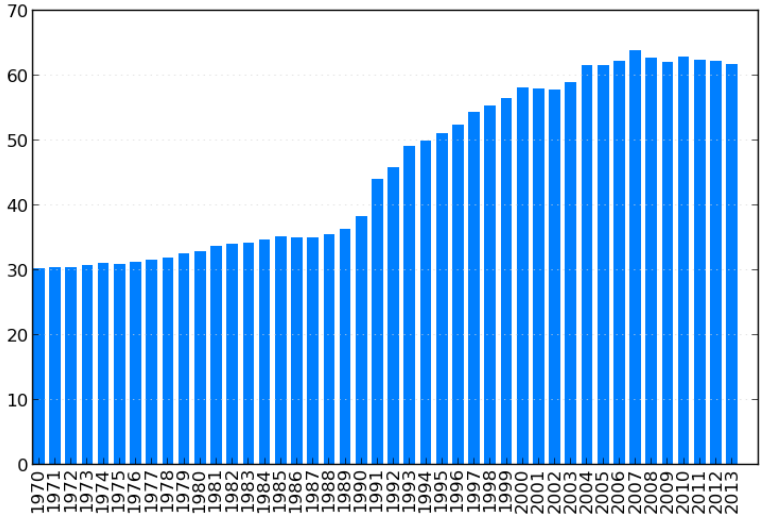
Kaynak: Turan, 2011:3 yer alan tanımdan yola çıkılarak, yazar tarafından oluşturulmuştur.

Ekonomik küreselleşmenin üç farklı boyutu vardır:

- Ticaretin küreselleşmesi,
- Üretimin küreselleşmesi,
- Finansın küreselleşmesidir.

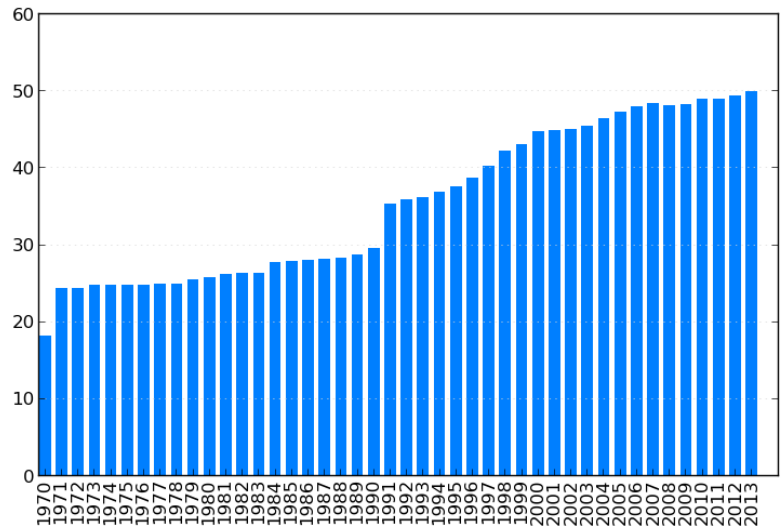
Ticaretin küreselleşmesi uluslararası piyasalarda mal ve hizmet alışverişinde üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması anlamına gelmektedir. Üretimde küreselleşme kavramı aynı anda birden fazla yerde üretim yapabilen çok uluslu şirketlerin ortaya çıkardığı bir kavramdır. Küreselleşmenin en yeni boyutu ise finansal küreselleşmedir. Bu süreç gelişmiş ve GOÜ'lerin ulusal piyasalarını uluslararası finansal piyasalarla bütünleşmesi anlamına gelmektedir. Finansal küreselleşme, ulusal finans piyasalarının üzerindeki sınırlamaların kaldırılarak uluslararası piyasalar ile uyumlaştırılmasıdır (Turan, 2011:3; Özel, 2012:23).

Şekil 2.4: Ekonomik Küreselleşme İndeksi-Avrupa



Kaynak: ETH, 2016.

Şekil 2.5: Ekonomik Küreselleşme İndeksi-Asya



Kaynak: ETH, 2016.

Yukarıda yer alan şekil 2.4 ve 2.5 birlikte değerlendirildiğinde 1990 sonrası ekonomik küreselleşmenin önceki dönemlere göre daha fazla arttığı görülmektedir. Ekonomik küreselleşmenin finansal küreselleşme ile birlikte hız kazandığı bilinmektedir. Özellikle GOÜ'lerin bu süreçte küresel ekonomik sistemle bütünleştiği dönemlere denk gelmektedir. Bu nedenle çalışmanın ilerleyen bölümünde finansal küreselleşme kavramının tanımlanması gerektiği düşünülmüştür.

2.4.2. Finansal Küreselleşme

Finansal küreselleşme finansal entegrasyonu da kapsayacak şekilde dünya genelindeki birçok ülke finansal piyasasının küresel ölçekli tek bir finansal piyasa içinde birbirleriyle entegre olmalarını ve ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin artmasını ifade etmektedir. Söz konusu entegrasyonun gerçekleştirilebilmesi için finansal serbestleşme politikalarıyla ülkelerin finans piyasaları üzerindeki kontrollerin kaldırılması gerekmektedir. Finansal küreselleşme ile finansal entegrasyon arasında kavramsal düzeyde bir ayrım bulunmaktadır. Tek bir ülkenin sermaye hesabını serbestleştirerek uluslararası finansal piyasalara bağlanması finansal entegrasyon olarak tanımlanmaktadır (Prasad vd., 2003:7). Finansal küreselleşme ise sermaye faktörünün serbest piyasa mekanizması kapsamında uluslararası kapsamda fonksiyonellik kazandırılmasıdır. Finansal küreselleşme kavramının tanımlanmasının yanında bu süreci hazırlayan etmenlerin varlığından da söz etmek gerekir. Finansal küreselleşme sürecinin orta çıkmasına etki eden unsurlar aşağıdaki şekilde sıralanabilmektedir:

- Bretton Woods sisteminin sona ermesinin ardından yaygınlaşan esnek döviz kuru sistemleri,
- 1980'li yılların başından itibaren finansal serbestleşme sürecinin sadece gelişmiş ülkeler ile sınırlı kalmayıp, GOÜ'lerde de yaygınlaşması,
- Gerek gelişmiş ülkeler gerekse GOÜ'lerin önemli bir kısmının dış dengesinde yaşanan yapısal sorunlar,
- Gelişmiş ülkelerdeki büyük finansal kuruluşların GOÜ'lerin borçlanmasına yardım etme konusunda oldukça istekli olmaları,
- Sermaye birikimine konu olan sermayenin uluslararası dolaşımının serbestleştirilmesi,
- Teknolojik gelişme ile birlikte fon transferinin kolaylaşması ve maliyetlerin giderek azalması olarak sıralanabilir. Teknolojik gelişmeler özellikle finansal piyasalarda yaşanan değişimin bu denli hızlı olmasını mümkün kılarak, finansal küreselleşmenin ivmelenme sürecinde önemli bir katkıya sahiptir (Memod, 2011:9; Özdemir, 2013:67).

Gerek internetin keşfi gerek telekomünikasyon alanındaki hızlı gelişmeler, neoliberal serbest piyasa lokomotifli küreselleşme ile birlikte özellikle finans piyasalarındaki baş döndürücü gelişmeler küresel ekonominin karar alıcıları ve uygulayıcılarını yeni ekonomide teorik zemin ve teknik arayışlarda, sistematik alanları değiştirmeye mecbur kılmıştır (Kurtoğlu, 2016:65).

Bretton Woods sisteminin sona ermesinin ardından, yaklaşık çeyrek yüzyıl süren kapitalizmin altın çağının sonuna gelindiğinde, dünya genelinde Keynesyen müdahale temelli politikaları terk edilmeye ve karşıt uçtaki neoliberal politikalar popülerlik kazanmaya başlamıştır. Kurulan söz konusu yeni düzende özelleştirme, finansal piyasaların düzenlenmesi, küreselleşme ve piyasa gücünün finans sermayesi altında toplanması hakim paradigma haline gelmiştir. Esnek döviz kuru rejimleri yaygınlaşmış, merkez bankaları temel olarak fiyat istikrarı hedefine odaklanmıştır. Temel işlevi reel sektörün finansman ihtiyacını karşılamak olan finansal kurumlar reel sektöre yön veren piyasalar haline gelmiştir (Parasız ve Yıldırım, 1994:305).

IMF ve Dünya Bankası gibi neoliberal politikaların uluslararası yürütücü kurumlarının da çabalarıyla, finansal baskının kalkması, finansal derinleşmenin sağlanmasıyla birlikte etkin kaynak dağılımının sağlanacağı ve ekonomik genişlemenin hızlanacağı varsayımından hareket eden finansal serbestleşme teorisi dünya genelinde yaygınlaşmaya başlamıştır. Finansal küreselleşme, küresel ölçekte faiz oranları ve kredi dağıtımları üzerindeki kontrollerin kaldırılması, finansal kuruluşların özelleştirilmesi, bankacılık sektörüne giriş ve çıkışların serbestleştirilmesi, zorunlu rezervlerin azaltılması ve para politikası uygulamasında açık piyasa işlemlerinin esas alınması gibi politikalar içermektedir (Kurtoğlu, 2016:76).

Finansal küreselleşme ile ulusal finansal sistem sınırları ortadan kalkmıştır. Finansal sistem üzerindeki kontroller ve sınırlandırılmalar kaldırılarak uluslararası rekabete açılmıştır. Dolayısıyla, uluslararası sermaye akımlarının hacmi artmış ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları kurulmuştur ve aynı zamanda yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finansal sistemdeki rolleri artmıştır (Özdemir, 2013:65). Sayılan tüm bu etmenlerin varlığında finansal piyasaların kırılganlığı artmış, özellikle yabancı kaynak bağımlılığına sahip olan GOÜ'lerde ekonominin şoklara karşıya dayanıksızlığı artmıştır. Finansal küreselleşme sonrasında

özellikle GOÜ'lerin kırılgan finansal yapıları nedeniyle sıkça krizlerle karşılaştığı bilinmektedir. İzleyen bölümde, finansal küreselleşmenin finansal istikrarsızlığı nasıl etkilediği, artan finansal istikrarsızlığın ise neden krizlere yol açtığı ve yaşanan krizlerin ekonomik büyüme performansını nasıl etkilediği konu edilmiştir.

2.4.3.Finansal Küreselleşme ve Finansal İstikrarsızlık

Finansal istikrarsızlık ve aşırı borçlanma, kapitalizmin 21. yüzyılın başından itibaren kendi kendini üretebildiği iki temel olgudur. Bunların işleyiş biçimleri, karşımıza periyodik krizleri çıkarmaktadır (Yeldan, 2009:28).

Gelişmiş ülkelerde başlayan ve 1980'li yıllarla birlikte GOÜ'leri de kapsayacak biçimde yaygınlaşan finansal serbestleşme politikaları ile öncelikle ulusal finansal sistemdeki devamında da sermaye akımları üzerindeki kısıtlamalar ortadan kaldırılmıştır. Sermaye akımları üzerindeki kısıtlamaların ortadan kaldırılması teknolojik gelişmelerle birleşince, uluslararası finansal sistemde mobilitesi artan finansal akımlar artarak çoğalmış ve ciddi oranda yüksek miktarlara ulaşmıştır. Yaşanan gelişmeler ışığında uluslararası sermaye akımları esas fonksiyonundan uzaklaşarak daha farklı bir hale dönüşmüştür. Gelişmiş ülkelerden farklı olarak GOÜ'ler uluslararası sermaye hareketlerinden büyüyen hacminin yanı sıra vadesinin kısalmasından ve daha spekülatif bir şekil almasından da etkilenmişlerdir. Ayrıca, kamu borçlanmasından ziyade özel sektör borçlanmasını finanse eden uluslararası sermaye akımları GOÜ'ler açısından ciddi riskleri de beraberinde getirmiştir (Turan, 2011:1).

Telekomünikasyon teknolojisindeki gelişmeler doğrultusunda ortaya çıkan maliyet düşüşleri ulusal sınırlar dışında yatırım yapmayı daha kolay hale getirmiştir. Ayrıca yirmi dört saat işlem yapılabilen hisse senedi, bono ve tahvil piyasalarında yatırımın kolaylaşması nedeniyle, yatırımcılar söz konusu piyasaları giderek daha çok tercih eder hale gelmişlerdir. Önceden yatırımcılar sadece bulundukları ülkede yatırım yapabilirken, şimdi dünyanın herhangi bir yerindeki piyasaya kolayca ulaşabilmektedirler. Ulusal piyasaların uluslararası finansal piyasa ile giderek bütünleşmesi sonucunda herhangi bir ülke meydana gelen ekonomik şok diğer ülke piyasalarını da kısa zamanda etkilemektedir ve dolayısıyla bu özellik piyasaların daha kırılgan hale gelmesine neden olmaktadır. Bu doğrultuda, finansal piyasaların

birbirileri ile giderek artan etkileşimi sonucunda, ulusal piyasalar üzerinde yerel değişkenler kadar, uluslararası değişkenlerin de etkili olduğu ifade edilebilir (Sever vd., 2010:50).

Finansal yeniliklerin ulusal piyasalar üzerinde iki farklı etkisi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, finansal hizmetlerin gelişmesiyle birlikte işlem maliyetlerinin azalarak işlem bazında etkinliğin artmasına katkıda bulunmasıdır. İkinci önemli etki ise, ulusal ve uluslararası piyasaları daha bütünleştirici olması yönünde bir ivme kazandırmasıdır. Finansal araçlardaki artış, ekonomik birimler tarafından tutulan finansal varlık kompozisyonunda çeşitli değişiklikler yaratmaktadır. Tüm bunların ışığında, finansal küreselleşme ile birlikte, finansal yeniliklerdeki hızlı artışın para arzı, para talebi ve parasal aktarım mekanizmasında değişiklikler meydana getirdiği söylenebilmektedir (Turan, 2011:8).

Finansal küreselleşmenin önemli bir etkisi de reel getirilerin önemini yitirerek spekülatif güdülerin üretken yatırımlara baskın çıkmasıdır. İstikrarsız bir finansal sistem artan kırılganlık nedeniyle krizlere yatkın hale gelmektedir ve söz konusu krizler daha sonra uluslararası bir hal kazanarak, ulusal ekonomi politikalarının da denetimini güçleşmektedir (Durusoy, 2009:373).

Sonraki bölümde, artan finansal istikrarsızlığın nasıl finansal krizlere yol açtığı açıklanmaya çalışılmıştır. Yaşanan krizlerin gelişim sürecinden bahsedilmiş, krizlerin yükselen piyasa ekonomileri üzerindeki etkileri aktarılmıştır.

2.4.4. Finansal İstikrarsızlık, Krizler ve Etkileri

Ekonomik bir sistemde, ekonomik birimlerin gelecek planları yapma ve karar almalarında istikrar önemli bir rol üstlenmektedir. Finansal sistemde ortaya çıkacak herhangi bir istikrarsızlık unsuru ekonomik birimlerin beklentilerini olumsuz etkilemektedir. Ekonomik birimler, beklentilerin olumsuza dönmesiyle birlikte uzun vadeli yatırımlardan vazgeçip kısa vadeli spekülatif yatırımlara yönelmektedirler. Bu da ekonomide fiyat balonlarının oluşmasına neden olup finansal krizlerin önemli sebeplerinden biri olmaktadır (Dalyancı, 2010:13).

Küreselleşme süreci beraberinde getirdiği büyük riskler ve potansiyel sosyal ekonomik maliyetler nedeniyle giderek daha fazla tartışılmaya başlanmıştır. Serbestleşme ile uluslararası piyasalara açılan finansal sistemi yeterince gelişmemiş ülke ekonomilerinde piyasalardaki oynaklığın arttığı görülmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarında meydana gelecek olası bir ani geri dönüşte, finansal piyasalarda istikrarsızlığı arttırarak krize neden olmakta bu da ekonomik büyümeyi yavaşlatmakta hatta önemli azalışlara yol açmaktadır (Agenor, 2004:11).

Finansal piyasalarda yaşanan bütünleşme, özellikle fon ihtiyacı olan yükselen piyasa ekonomilerine doğru fon transferini sağlamıştır. Söz konusu fonlar tasarruflar için daha yüksek getiri, yatırımlar için ise daha uygun kredi olanağı sunmuştur. Fakat küreselleşen finans, mal hareketlerinin önüne geçmiştir. Dünya üzerinde bir günde transfer edilen para miktarının mal miktarının yaklaşık elli katı olduğu bilinmektedir (Turan, 2011:10).

20. yüzyıl ve dolayısıyla 21. yüzyıl ulusal ekonomilerin ve dünya ekonomisinin finansal istikrarsızlık sonucu yaşadığı finansal krizler ile özdeşleşmiştir (Laker, 1999:1). Finansal kriz, finansal göstergelerin tümünün ya da birçoğunun (kısa vadeli faizler ve varlıkların fiyatları, ticari iflaslar...vb. gibi), döngüsel şekilde bozulmasıdır (Kindlerberger ve Alibar, 2005:9).

1994 yılının sonunda "Tekila Etkisi" olarak adlandırılan döviz krizi Meksika ekonomisini derinden etkilemiş ve kısa sürede başta Arjantin olmak üzere diğer Latin Amerika ülkelerine yayılmıştır. Söz konusu krizden iki yıl sonra Güneydoğu Asya'da yaşanan finansal karışıklık, beklenmedik bir şekilde başta Güney Kore, Malezya ve Tayland olmak üzere pek çok Asya ülkesinin ciddi şekilde etkilendiği, bir finansal krize dönüşmüştür (Ural, 2010:66-67). Meksika krizinin etkileri bölgesel düzeyde kalırken, Asya krizinde küresel bir etki ortaya çıkmış, krizin etkileri kıtalar arası yayılmıştır. Asya krizi ilk olarak Tayland'da başlamış ardından 1997 yazında bulaşma etkisiyle Malezya, Endonezya ve Filipinler'e sıçramıştır. Söz konusu kriz 1997 sonbaharında ikinci dalga ile Hong Kong ve Güney Kore ekonomilerinde ciddi zararlara yol açmıştır. Asya'da ortaya çıkan değişmeler, ciddi mali sorunlar yaşayan Rusya ve Ukrayna'da piyasalara olan güvensizliği arttırmış ve birkaç spekülatif atağın ardından, sırasıyla Ağustos ve Eylül 1998 tarihlerinde her iki ülkede de döviz kuru sürdürülemez duruma gelmiştir. Rusya'da yaşanan gelişmeler Brezilya'da döviz

krizinin etkileyen unsurlardan biri olmuş, 1999'un başında Brezilya'da yaşanan döviz krizi bulaşma etkisiyle Arjantin'e sıçramıştır. Söz konusu dönemde, diğer yükselen piyasa ekonomileri ile benzer olarak Türkiye Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde çok büyük bir daralma ile sonuçlanan bir finansal kriz yaşamıştır (Özdemir, 2007:1). Bütün bu gelişmeler finansal küreselleşme ile olgusuyla birlikte güçlenen sermaye akımlarının ekonomik kalkınmayı hızlandırıcı etkilerinin yanında yükselen piyasa ekonomilerinin ulusal piyasalarında finansal istikrarsızlığı arttıran bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir (Özdemir, 2013:92).

Bu çalışmada artan finansal istikrarsızlığın nasıl finansal krize dönüştüğüne dair açıklamalar 1990'lı yıllardaki Asya ülkelerindeki krizler ve uluslararası finansal kriz incelenerek yapılmıştır. Buradaki amaç benzer krizlerin yükselen piyasa ekonomileri üzerindeki etkisinin ortaya konmasıdır.

1997 yılında Asya ülkelerinin genelinde makroekonomik göstergelerde ciddi bozulmalar dikkati çekmektedir. Söz konusu krizin den Arjantin, Brezilya, Rusya ve Türkiye de ciddi olarak etkilenmiştir. Krizden etkilenen ülkelerin yanı sıra diğer GOÜ'lerin de denetimsiz, önceden çerçevesi çizilmemiş ve ekonomik denge sağlanmadan hızla finansal serbestleşmeye geçmeleri krizle sonuçlanan finansal istikrarsızlık yaşamalarına neden olmuştur. Serbestleşen finansal sistem özerk ve denetimsiz piyasa mekanizmasının işlemesine neden olmuştur. Söz konusu durum GOÜ'leri ekonomik faaliyetler üzerine tek başına karar veremez hale getirmiştir. Kısacası, ulusal ekonomilerin geleceğinde uluslararası nitelik kazanan sermaye akımlarının tercihleri de önemli bir rol oynamaktadır (Durusoy, 2009:373; Wood, 2000:20).

GOÜ'lerde finansal küreselleşme sonrası yaşadığı krizlerin gelişim sürecinin birbirlerine benzer özellikler taşıdığını söylemek mümkündür. Genel olarak, GOÜ'lere giriş yapan sermaye akımları nedeniyle reel döviz kuru değerlenmiştir. Bu da uluslararası rekabet düzeyini etkilerken bir yandan da ulusal ekonomilerdeki cari açığı arttırmıştır. Kısa dönemli sermaye hareketleri özellikle portföy yatırımları geldikleri ekonomilerde borçlanma ile finanse edilen kredi hacmi artışına, enflasyonist baskıya ve sürdürülemez ekonomik büyümeye neden olmuştur. Bunun yanı sıra, sermaye akımlarının aniden durup tersine dönmesi ile ulusal ekonomiler döviz krizleri

ve finansal krizlere yol açabilecek kırılganlıklarla yüz yüze kalmışlardır (Turan, 2011:1).

Yükselen piyasa ekonomilerinde 1990'lı yıllarda ortaya çıkan krizlerin sayısındaki artışla birlikte söz konusu krizleri açıklamaya çalışan modellerin sayısı da artmıştır (Avcı ve Altay, 2013:49). Finansal krizleri açıklamaya yönelik üç temel finansal kriz modeli bulunmaktadır:

- Birinci nesil kriz modelleri
- İkinci nesil kriz modelleri
- Üçüncü nesil kriz modelleri

1992-93 Avrupa Para Sistemi Krizi (ERM) ve 1994 yılında Latin Amerika'da meydana gelen finansal krizlerin farklı özellikler taşıması nedeniyle, finansal krizleri açıklamaya yönelik birinci ve ikinci nesil finansal kriz modelleri geliştirilmiştir. Ancak hem birinci nesil hem de ikinci nesil modellerin 1997 Güneydoğu Asya krizini açıklamakta yetersiz kalmaları araştırmacıları yeni modeller geliştirmeye yöneltmiştir. Bulaşıcılık etkisinin dikkate alındığı üçüncü nesil finansal kriz modelleri bu çabanın sonucunda ortaya çıkmıştır (Ural, 2010:59)

Birinci nesil finansal kriz modelleri Krugman (1979) tarafından Meksika 1973-1982 ve Arjantin 1978-1981 ortaya çıkan para krizi sonucunda oluşturulmuştur. Krugman'a göre, sabit döviz kuru rejimi altında para talebi artışını aşan yurtiçi krediler yabancı rezervlerin önemli ölçüde tükenmesine neden olan devalüasyonu kaçınılmaz kılarak, sabit döviz kurunu terk etmeye zorlayan ani bir spekülatif atağa neden olmaktadır. Söz konusu problemin temeli bütçe açıklarını finanse etmek amacıyla para basmak ya da zayıf bankacılık sistemine kaynak sağlamak amacıyla genişleyen iç kredi hacmidir.

Birinci nesil modellerin birtakım eksiklikleri bulunmaktadır. Bu modellerde hükümetlerin dış dengeyi dikkate almadan bütçe açıklarını sürekli olarak para basma yöntemiyle finanse ettiği, merkez bankasının da sabit kuru korumak için elindeki son rezerv kalıncaya kadar piyasaya döviz sattığı gibi gerçekçi olmayan varsayımlar yapılmaktadır (Akdiş, 2001:96). Ancak gerçek hayatta merkezi otorite ve merkez bankalarının kura müdahale etmek için çok çeşitli politika araçları bulunmaktadır.

İkinci nesil finansal kriz modelleri Obsfeld'in 1986 yılındaki çalışmasıyla gündeme gelmiştir. Obsfeld'e (1986) göre, merkezi otorite tutarlı ekonomi politikaları uygulayıp elinde kuru sabit tutacak yeterli döviz bulundursa bile bir ülke parasına yönelik ve piyasadaki beklentilerle kendiliğinden oluşan spekülatif ataklar krize dönüşebilir. Finansal krizin meydana gelmesinin esas nedeni ekonomide kendi kendini besleyen beklentilerdir. Spekülatif saldırı sonucu sabit kur korunamamaktadır. İkinci nesil finansal kriz modellerinde, krizler bankaların zayıf finansal yapılarından bankacılık krizi ve genelde sabit kura dayalı dezenflasyon programları ortaya çıkan para krizi olmak üzere iki şekilde meydana gelmektedir. Avrupa Para Sistemi Krizi (ERM) bu mevcut modelle açıklanmıştır (Özatay, 2011:525).

İkinci nesil kriz modelleri, analizin temelini oluşturan beklentilerdeki değişimin nedenlerini açıklayamamaktadır. Modelin döviz kurunun sürdürülemeyeceği beklentisinin nasıl ve neden ortaya çıktığını açıklama konusunda yetersiz kaldığı görülmektedir (Avcı ve Altay, 2013:56).

Birinci ve ikinci nesil finansal kriz modelleri ile 1997 yılında yaşanan Tayland'da başlayıp daha sonra tüm bölgeye yayılan Güneydoğu Asya krizi açıklanamamıştır. Üçüncü nesil finansal kriz modellerinde dış yükümlülükleri bulunan finansal kurumlar ile merkezi otorite arasındaki finansal ilişkiler üzerinden çeşitli açıklamalar yapılmaktadır (Özatay, 2011:5527). Merkezi otoritenin finansal kurumlara sunduğu garantilerin yol açtığı aksaklıklar aşırı borçlanma ve kredi genişlemesine neden olmaktadır. Meydana gelebilecek herhangi bir olumsuzlukta bankalar dış yükümlülüklerinin karşılamak için döviz talebinin arttırmakta ve borçlu firmalara baskı yapmaktadır. Ayrıca, yapılacak herhangi bir spekülatif atak ulusal paranın reel değerini düşürüp söz konusu ülkenin rekabet gücünü arttırmaktadır. Bu ise ikinci bir ülkede dış ticaret açığının oluşmasına neden olmakta ve söz konusu ülkenin merkez bankasının uluslararası rezervlerini azaltmaktadır. Sonuçta ikinci ülke için de spekülatif ataklar başlamaktadır (Eichengreen vd., 1996:12). Bu durum krizlerin bulaşıcılık etkisini açıklayan üçüncü nesil finansal kriz modelleri tarafından açıklanmaktadır. Bulaşma, genellikle bir ülkedeki döviz kurları, menkul kıymet piyasası ve faiz oranında meydana gelen dalgalanmanın diğer ülkelere de yansıması olarak tanımlanmaktadır (Ural, 2010:60).

Yaşanan ve etkileri halen devam etmekte olan uluslararası finansal kriz mevcut olan finansal kriz modelleri açıklanamamaktadır. Söz konusu küresel kriz iktisat teorisinde çeşitli sorgulamalara neden olmuştur. Krizden çıkarılan en önemli derslerden biri hakim iktisat paradigmasının krizi açıklamada yetersiz kalmasıdır.

ABD merkez bankası Federal Reserve System (FED) bir yandan ekonomide büyüme arttırmak bir yandan da devlet borçlarını azaltmak için düşük faiz politikası uygulamıştır. Bu politikanın, cari açığın azalmasına katkıda bulunacağı beklentisi de göz önüne alınmıştır. Düşük faiz politikasının risk iştahını arttırdığı bir ortamda kontrolsüz bir rekabet içerisine giren bankalar eliyle düşük gelir seviyesine sahip kişiler için bile borçlanma özendirilmiştir.

Düşük faiz en çok mortgage (ipotekli konut) sektörünü etkilemiştir. Bahsedilen dönemde mevduat ve yatırım bankaları ile derecelendirme kurumlarının uygun olmayan davranışları, ki bu davranışlar içgüdüsel tepkiye (animal spirits-hayvansal güdüler) en güzel örnektir, yasal ve ahlaki sınırları zorladığı halde bunlar göz ardı edilmiştir. Karmaşık türev ürünlerin kullanılmaya başlamasıyla düşük maliyetli ve kolay kredi olanakları artmış ve bu da tüketicilerin aşırı borçlanmasına neden olmuştur. Böylece finansal sistemin kırılganlığı da ciddi oranda artmıştır. IMF'nin 2012 yılında yayınlanan Küresel Finansal İstikrar Raporuna göre 1999 yılında 10 trilyon $ altında olan türev ürün hacmi, 2004 yılında 40 trilyon $ ve 2008 yılına gelindiğinde 70 trilyon $ olarak gerçekleşmiştir. Artan kredi hacmi ve ucuz borçlanma kaynaklarına rahatlıkla ulaşan ekonomik birimlerin attırdığı talep karşısında ipotek olarak belirtilen taşınmaz malların fiyatları da yükselmiş ve sürekli bir şekilde yukarıya doğru ivmelenen varlık fiyatları bu döngünün devamlılığını sağlamıştır. Kısaca, bahsedilen dönemde sanal ipotekler ekonomik faaliyetlerin içine dahil edilmiştir (Durusoy, 2009:373-374).

2007 krizi, finansal istikrarsızlığın sonucu olan finansal krizlere bir örnektir. Finansal istikrarsızlığın nedenleri arasında yer alan ahlaki tehlike ve ters seçim, aşırı borçlanma, içgüdüsel tepki (Hayvansal güdüler), artan belirsizlik, artan faiz oranları gibi unsurların uluslararası finansal krizde önemli rol oynadığı görülmektedir. Finans sisteminde gelir elde etmek için katlanılan riskin başka bir kanaldan dengelenmesi gerekmektedir (Ural, 2010:69). Finansal kuruluşlar açtıkları krediler karşılığında

fabrika, ev, araba, arsa, hisse senedi, tahvil ...vb. gibi gayrimenkul ve menkul varlıklardan oluşan ipotekler alırlar. Ancak 2007 krizini besleyen süreçte sözü finansal kuruluşlar arası rekabet arttıkça krediler karşılığında kabulü mümkün olamayacak derecede zayıf ipoteklerin de kredi sözleşmelerinde yer aldığı gözlemlenmiştir. Zayıf ipoteklerin yanı sıra diğer önemli bir sorun da söz konusu ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesidir. Menkulleştirme süreci uluslararası finansal krizi tetikleyen temel sorunlardan biri olmuştur. ABD'de finansal kuruluşların geneli konut kredileri için gerekli kaynağı yatırım bankaları üzerinden ihraç ettikleri tahviller ile borçlanarak sağlamıştır. Süreç, bu sanal türev ürünlerinin pazarlanması aşamasında kredi derecelendirme kuruluşlarının da işin içine katılmasıyla üçüncü ve ahlaki açıdan en tehlikeli boyuta taşınmıştır. Bu aşamada, "finans piyasasında çalışan yüksek ücretli çalışanlar risk ve getirisine göre sınıflandırılmış söz konusu türev ürünleri derecelendirmiş ve yatırım yapılabilecek düzeyde bir menkul kıymet notu vermişlerdir. Ayrıca bahsedilen süreçte, çarkların daima bol getiriyle döndüğü finans piyasasında çalışan finans uzmanlarının da yeterince profesyonel olmayan eylemleri karşılığında aldığı ücretler de dikkat çekmektedir (Frankel, 2009:1-6; Durusoy, 2009:374).

Konut değerlerinin yüksek olduğu dönemlerde, mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler düşük risk grubunda değerlendirilerek satılmış, ancak teminat niteliğindeki konut değerlerinin aniden düşmesiyle yüksek zararlar ortaya çıkmıştır. Söz konusu süreçte mortgage kredilerine yatırım yapan Bearn Stearns (Haziran 2007) gibi birçok büyük finans kuruluşu ardı ardına zarar açıklamak zorunda kalmıştır. Bu durum küresel piyasalardaki endişeleri arttırmış ve borsalarda satışlar başlamıştır. Ağustos 2007'de Fransız bankası BNP Paribas 1,6 milyar dolarlık üç fonun işlemini durdurmasıyla kredi sorununun Avrupa'da yayıldığı kesinleşmiştir. Avrupa ve Asya piyasalarında ciddi düşüşler olmuş, GOÜ'de sermaye çıkışları yaşanmıştır. 2007 yılında başlayan dalgalanma sürecinde ise FED tekrar faiz indirimine başlamış ve sağladığı kaynaklarla piyasaya likidite desteğinde bulunmuştur. Oluşturduğu yıkım itibariyle 1929 Büyük Buhranına eşdeğer kabul edilen kriz başlangıçta ABD mortgage piyasalarında 2007 kredi krizi olarak başlamış 2008 yılının ilk çeyreğinde likidite krizine ve Eylül 2008'de küresel krize dönüşerek küresel finansal sistemi etkisi altına almıştır (Ural, 2010: 69-70).

Uluslararası finansal kriz yükselen piyasa ekonomilerini de etkilemiştir. 2000'li yıllar sonrasında bol likidite ile yeniden inşa edilen finansal mimari bu durumda önemli bir rol oynamıştır. GOÜ'ler dayatılan ihracata dayalı büyüme modeli nedeniyle bir yandan borçlanma hız kazanmış, diğer yandan ise üretim süreci içindeki bağımlılıkları nedeniyle uluslararası finansal kriz sonrası duran likidite ve borçlanma olanakları nedeniyle krizden derinden etkilenmiştir. Dış finansman kaynaklarının azalması ihracat hacminin daralmasına, bu da dolayısıyla söz konusu ülkeler için üretim ve istihdam azalışlarına neden olmuştur. GOÜ'ler 2007'de başlayan bu krizle birlikte ikinci nesil finansal kriz modelinde olduğu gibi yapısal sorunlarının sürdürülemez olmasından değil, kendi ülkelerinde çıkmasa da sonuçlarına katlanmak zorunda kaldıkları bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Uluslararası finansal kriz, sistemde nakit akışının ve kredi hacminin büyük ölçüde daralmasına sebep olmuş, ekonomide ciddi bir durgunluk ortaya çıkmıştır. Uluslararası finansal kriz, dünya genelinde ilk olumsuz etkilerini finans piyasaları üzerinde göstermiş ardından reel sektör de bundan etkilenmiştir (Lin, 2008). (Durusoy, 2009:374). Söz konusu finansal kriz, gelişmiş ülkelerde başlayıp dalga dalga GOÜ'lere de yayılarak tüm dünyayı etkisi altına alan bir etki ortaya çıkartmıştır. Kriz, küresel ekonomik sistemle entegrasyon derecesine bağlı olarak hemen hemen her ülkeyi etkisi altına alacak şekilde bir süreç sergilemiştir.

Son yıllarda karmaşık türev ürünler yoluyla kağıt üzerinde değeri olan gerçek hayatta bir karşılığı olmayan yapay finansal varlıklar yaratılmıştır. Söz konusu türev ürünlerin toplam piyasa değeri, dünyadaki fiziksel varlıkların toplam değerinin kat ve kat üzerindedir. "Uluslararası finansal kriz insanlık tarihinin paranın hiçbir altın ya da değerli madenin standardına bağlı olmadığı hayali değerlerin hüküm sürdüğü bir finansallaşma sürecine denk gelmiştir" (Yeldan, 2009:12).

Uluslararası finansal krizden çıkarılan en önemli ders: Bir ekonominin reel sektör ve finans sektörü olmak üzere iki unsur üzerine inşa edildiğidir. Ekonomi sadece finans sektörü üzerinden faaliyetlerine devam edip, reel sektör ihmal edildiğinde ekonominin dengede olmayacağı ve finans sektörünün mutlaka reel kesimle birlikte çalışması gerektiği anlaşılmıştır.

Şimdiye kadar incelenen finansal serbestleşme, finansal küreselleşme, finansal istikrarsızlık gibi kavramlar finansal gelişmesini tamamlamış merkezde bulunan gelişmiş ülkeler eliyle ortaya çıkarılmış ve çevre ekonomileri olan GOÜ'lerde yıkıcı etkilere neden olmuştur. Finansal kırılganlığı yüksek bir ekonomik sistem içinartan finansal istikrarsızlığın ekonomik krizle sonuçlanması kaçınılmazdır. Bu nedenle, finansal krizlerin ekonomik büyüme performasını etkilediğini sıkça tecrübe eden yükselen piyasa ekonomileri özellikle çalışmaya konu edilmiştir. İlerleyen bölümde ampirik modele de konu olacak yükselen piyasa ekonomileri kavramı üzerinde durulmuş ve söz konusu ülkelerin neden bu kavramla nitelendirilmeye çalışıldığı açıklanmıştır.

2.5. "YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ" KAVRAMI

Bu çalışmada finansal istikrarsızlık sorunu yükselen piyasa ekonomileri üzerinden analiz edilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle yükselen piyasa kavramının açıklanması gerekli görülmektedir.

Finansal küreselleşme süreciyle yaygınlaşmasıyla birlikte yükselen piyasa ekonomilerinin kalkınma sürecinde ve önemli değişiklikler yaşandığı gözlemlenmektedir. Bretton Woods sonrası dönemde oluşturulan söz konusu politikaların amacı, ithal ikameci sanayileşme ve finansal baskılama gibi unsurlar ile devletin kalkınma sürecindeki etkin rol oynadığı ulusal devletçilik anlayışına son verilmesidir. Bahsedilen dönemde söz konusu politikalar devletin ekonomideki rolünün küçülmesi, ithal ikamesi yerine ihracat dayalı büyüme modelinin benimsenmesi ve ekonomiye serbest piyasa yapısının kazandırılması fikirlerine dayalı yeni bir kalkınma stratejisini önermekteydi. Oluşturulan bu strateji içinde devletin rolü ekonomik olarak kanun ve düzenin korunması, istikrarın sağlanması ve fiziki altyapının hizmetlerinin yerine getirilmesi ile sınırlandırılmıştı (Özdemir, 2013:90).

Küreselleşme ideolojisi azgelişmişlik ve kalkınma gibi kavramları iktisat yazınından çıkartmış yerine "yükselen piyasa ekonomileri (emerging market economies)" kavramını yerleştirmiştir. Dolayısıyla neoliberal politikalar kapsamında, kalkınma bir amaç olmaktan çıkartılmış, GOÜ'ler birer yükselen piyasa ekonomisine dönüştürülmüştür (Yeldan, 2008:20).

GOÜ'ler, finansal küreselleşme ile birlikte borçlanma olanaklarının artmasına paralel olarak, daha fazla yatırım fırsatına ve dolayısıyla makroekonomik büyümelerini hızlandıracak olanaklara sahip olmuştur. İlk defa 1981 yılında Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Coorporation-IFC) tarafından kullanılmış olan "yükselen piyasa ekonomisi (emerging markets/emerging market economies)" terimi 1980'li yıllardan sonra yaygın olarak kullanılmaya başlamıştır (Kruger, 2002:1). IFC bu terimi GOÜ'lerde ihraç edeceği ilk yatırım fonunun tanıtımını yaparken bunu bir pazarlama aracı olarak kullanmıştır. Zaman içerisinde yaygınlık kazanan söz konusu terim, küresel ekonomi ile entegre olan ve finansal küreselleşme sürecinden büyüyerek çıkan gelişmekte olan ülkeleri ifade etmektedir (Özdemir, 2013:94).

"Yükselen Piyasa Ekonomileri" kavramı neoliberal politikalar kapsamında özelleştirme, finansal serbestleştirme ve kuralsızlaştırma uygulamalarıyla birlikte iktisat yazınına yerleşmiştir. Bu kavram, daha yalnızca neoliberal yapısal uyum programlarını benimseyen GOÜ'ler ile sosyalist sistem sonrası geçiş ekonomilerinin ifade eden bir tanımlama olarak kullanılmıştır. Ancak, finansal derinleşme arttıkça "yükselen piyasa ekonomisi" kavramı da bir tanımlamanın ötesine geçmiş, finansal küreselleşme sürecinin bir öğesi haline gelmiştir (Yeldan, 2008:110).

Yükselen piyasa ekonomileri genellikle, yüksek büyüme hızına sahip, piyasalarında getiri-risk düzeyi yüksek ve ayrıca finansal piyasada aşırı oynaklığa sahip olan ülkelerdir. Söz konusu ülkeler, finansal sistemlerini serbest piyasa ekonomisi doğrultusunda yeniden inşa etme çabası içerisinde olan, küresel ekonomi ile bütünleşme açısından önemli aşamalar kat etmiş, hızlı büyüme oranlarına sahip olan ve gelişmiş ülkeler safına katılmaya en yakın adaylar olan gelişmekte olan ülkelerdir. Yükselen piyasa ekonomileri dünya ekonomisiyle bütünleşme konusunda sergiledikleri başarının aksine, eğitim, nüfus artışı, yaşam beklentisi gibi demografik özelliklerde ve politik kurumlardaki yapısal sorunlar nedeni ile bu süreçte ciddi problemler ile karşı karşıya kalmaktadır (Yanar, 2008:23).

Yükselen piyasa ekonomilerinin tanımının yanında, söz konusu tanımla nitelendirilen ülkelerin hangisi olduğu da tartışma konusudur. Farklı ekonomi kurumlarının farklı sınıflandırmaları ve tanımlamaları mevcuttur. Seçilecek ülke grubu çalışmanın ampirik kısmı için büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle farklı sınıflamalar açıklanmaya çalışılacaktır. Söz konusu farklı sınıflandırmaları tanımlayan kurumlar;

- IMF (International Monetary Found)
- FTSE grup
- MSCI (Morgan Stanley Capital Index)
- S&P (Standart&Poor's)
- EM Bond Index (J.P Morgan)
- Dow Jones
- Colombia Üniversitesi'ne EMGP (Emerging Market Global Players) gibi 8 farklı kuruma aittir. Yükselen piyasa ekonomilerine ait farklı sınıflandırmaların yer aldığı tabloya aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 2.1: Yükselen Piyasa Ekonomileri Sınıflandırması

Country	IMF	BRICS+ Next Eleven	FTSE Russell	MSCI	S&P	EM Bond Index	Dow Jones	Columbia Uni. EMGP
Arjantin	+					+		+
Bangladeş	+	+	+	+	+	+		
Brezilya	+	+	+	+	+	+	+	+
Bulgaristan	+							
Şile	+		+	+	+	+	+	+
Çin	+	+	+	+	+	+	+	+
Kolombiya	+		+	+	+	+	+	+
Çek Cumhuriyeti			+	+	+	+	+	+
Mısır		+	+	+	+	+	+	+
Yunanistan				+	+		+	
Macaristan	+		+	+	+	+	+	+
Hindistan	+	+	+	+	+	+	+	+
Endonezya	+	+	+	+	+	+	+	
İran		+						
İsrail						+		+
Malezya	+		+	+	+	+	+	
Meksika	+	+	+	+	+	+	+	+
Nijerya		+				+		
Pakistan	+	+	+	+		+		
Peru	+		+	+	+	+	+	
Filipinler	+	+	+	+	+	+	+	+
Polonya	+		+	+	+	+	+	+
Katar				+		+	+	
Romanya	+					+		
Rusya	+	+	+	+	+	+	+	+
Slovenya								+
Güney Afrika	+	+	+	+	+	+	+	+
Güney Kore		+		+				+
Taiwan			+	+	+	+	+	+
Tayland	+		+	+	+	+	+	+
Türkiye	+	+	+	+	+	+	+	+
Ukranya	+					+		
Birleşik Arap Emrilikleri			+	+		+	+	+
Venezula	+					+		
Viyetnam		+				+		

Kaynak: Wikipedia, 2016.

Finansal istikrarsızlık ve ekonomik büyüme ilişkisi yükselen piyasa ekonomileri kapsamında ele alınmaktadır. Bunun nedeni; finansal kırılganlığı yüksek bir ekonomik sistem içerisinde, sistemik etkiler barındırabilecek hale gelmiş potansiyel şokların ortaya çıkma riskinin daha yüksek olmasıdır. Herhangi bir şok karşısında yeterince güçlü olmayan finansal sistemler, olumsuz etkileri yalıtabilecek niteliklere sahip olmadığından negatif büyüme rakamları ile sonuçlanan finansal krizler ortaya çıkmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRARSIZLIĞIN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: EKONOMETRİK BİR ANALİZ

Bu bölümde öncelikle finansal istikrarsızlık endeksi açıklanmış, endeksin elde edilme yöntemi olan temel bileşenler analizi incelenmiştir. Ardından, ampirik model kapsamında yer verilen panel veri analizine ilişkin tanımlamalar, söz konusu yöntemin avantajları ve kısıtlarına yer verilmiştir. Durağan olmayan panel veri analizinin tercih edildiği çalışmada, öncelikle değişkenlerin heterojenliği araştırılmış ve ardından yatay kesit bağımlılığı irdelenmiştir. Homojen ve yatay kesit bağımlılığı özelliği gösteren serilerin durağanlığı ikinci nesil panel birim kök testleri ile araştırılmış, seriler arası eşbütünleşme ilişkisi incelenmiştir. Uzun dönem regresyon katsayıları ortak ilişkili etkiler modeli ile tahminlenmiş ve hem panel bir bütün olarak hem de her bir ülke bazında katsayılar yorumlanmıştır. Son olarak finansal istikrarsızlık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü panel nedensellik testi ile analiz edilmiş ve elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

3.1. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK ENDEKSİ

Finansal istikrarsızlıkla ilgili önemli sorunlardan biri de, istikrarsızlık olgusunun niteliksel ve niceliksel bir ölçütünün oluşturulup oluşturulamayacağıdır. Finansal değişkenlerde meydana değişimlerin hangilerinin nasıl ve ne ölçüde istikrarsızlık hakkında bilgi sağladığını ayırt etmek gerekmektedir. Aynı şekilde, kimi makroekonomik değişkenler de finansal istikrarsızlıkla ilişkilendirildikleri ölçüde istikrarsızlığa karşı gerçekçi bir öngörü sağlayabilmektedir (Bilgin, 2007:64).

Finansal sistemin istikrarına ilişkin bu yaklaşım çerçevesinde, finansal sistemdeki risk ve kırılganlık durumu saptanmaktadır. Finansal sistemin mevcut sağlamlığı ve istikrarının analizinde kullanılan temel göstergeler, finansal sistemin işleyişine yönelik finansal ve makroekonomik değişkenlerden oluşmaktadır.

Ekonominin içinde bulunduğu finansal sistemin işleyişini etkilemesi ve finansal kurumların makroekonomik bazı gelişmelerden etkilenmesi nedeniyle, makroekonomik gelişmelere yönelik göstergelerin istikrarsızlık analizinde kullanılması önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Milli gelirin azalması, cari işlemler açığının artması, dış borçlanmanın artması, enflasyon oranının yükselmesi, faiz oranı ve döviz kurundaki oynaklık, kullanılan kredilerdeki artış gibi değişmeler finansal istikrarsızlık sorununu beslemektedir (Enowbi ve Kupukile, 2012:8).

Finansal istikrarsızlık ya da diğer adıyla finansal stres endeksini bir avantajı da dinamik olarak finansal istikrar seviyesinin belirlenmesidir (Albulescu, 2012:89). Finansal istikrar özellikle son uluslararası finansal krizden sonra iktisat yazınında oldukça önem kazanmıştır. Özellikle merkez bankalarının söz konusu kriz sonrasında fiyat istikrar hedefinin yanında finansal istikrarı temel hedefleri arasına koyduğu görülmektedir. Bu amaca yönelik merkez bankaları bünyesinde ya da çeşitli kurumlarda finansal istikrar komitelerinin kurulduğu ya da ilgili idari bölümlerin finansal istikrar raporları yayımladığı bilinmektedir (TCMB 2016:1; IMF 2016:1).

Ekonomi yazınında finansal istikrarsızlık endeksi, finansal stres endeksi ya da finansal istikrar endeksi ismiyle yer almaktadır. Bu çalışmalara Illıng ve Liu (2003,2006), Nelson ve Perli (2005), Gerls ve Hemanek (2006), Cihak (2007), Roubah (2007) ve Albulescu (2010,2012), Vermeulen vd. (2015), Karanovic ve Karanovic (2015) örnek olarak gösterilebilir. İktisat yazınında bu endeksi konu edinen pek çok çalışma yer almaktadır. Kullanılan isim farklı olmakla birlikte endeksin içeriği ve tanımlamalar çoğu zaman aynıdır. Finansal istikrarsızlık endeksine ilişkin tek ülke analizlerinin Illing ve Liu (2006), Hakkia ve Keaton (2009), Davig ve Hakkio (2010), Hatzius vd. (2010), Sinenko vd. (2013) Roye (2014) yanı sıra çoklu ülke analizleri Homfeldt vd. (2009), Albulescu (2010), Grimaldi (2010), Afonso vd. (2011), Cardarelli vd. (2011), Sligenberg ve Hoan (2011), Hollo vd. (2012), Albulescu (2012), Çevik vd. (2013), İslami ve Kurz-Kim (2013), Jakubik ve Slacik (2013), Vermeulen vd. (2015), Ahmed vd. (2015) de bulunmaktadır.

Finansal istikrarsızlık endeksinin kaynakları genel olarak, erken uyarı sistemleri değişkenleri, makro stres testlerinde yer alan değişkenler ve finansal istikrar tanımlaması altında kullanılan değişkenlerden oluşmaktadır (Jakubik ve Slacik, 2013:102). IMF'nin 2008 ve Avupa Merkez Bankası'nın (Europe Central Bank-ECB) 2010 yılında finansal stres endeksini kullanmasından sonra finansal istikrarsızlık endeksinin popülerliği artmıştır. Söz konusu finansal stres endeksi fnansal istikrarsızlık göstergelerinin bileşiminden meydana gelmektedir.

Finansal istikrarsızlık endeksi oluşturulurken endekslemede hangi yöntem seçilirse seçilsin belli başlı birkaç aşama izlenmektedir. Öncelikle finansal istikrarsızlığı etkileyen ve gösterge olarak kullanılabilecek değişkenler seçilmektedir. Söz konusu değişkenler genellikle finansal sistemin gelişimini, bankacılık sektörünün performansını veya makroekonomik durumu öne çıkaran değişkenlerdir. İkinci olarak, değişkenler endeks içerisinde birim olarak uyumlaştırılmaktadır. Ardından değişkenler normalleştirilmekte, standartlaştırılmaktadır. Ardından gerekli olan durumlarda değişkenler ağırlıklandırılmaktadır (Albulescu:2011: 31-32).

Son zamanlarda yapılan pek çok çalışmada finansal piyasalar ve ekonomi arasındaki doğrusal olmayan ilişkinin varlığına vurgu yapılmaktadır (Davig ve Hakkio, 2010; Liu vd., 2011, Hubrick ve Tetlow, 2012; Mittnik ve Semmler, 2013; Brunnerneimer ve Sannkiov, 2014; Ubilava, 2014). Hubrick ve Tetlow (2012)'ye göre bunun temel nedeni finansal dalgalanmalar söz konusu olduğunda ekonomik birimlerin farklı davranış biçimlerine meyilli olması ve rasyonel davranmasıdır. Bu çalışmada finans piyasası ve ekonomi arasında dinamik ilişkinin doğrusal olmayan yapısı dikkate alınarak Temel Bileşenler Analizine (Pricipal Component Analysis-PCA) yer verilmiştir. (Ubiliva, 2014:2) Söz konusu çalışmalara örnek olarak Illıng ve Liu (2003,2006), Hakkio ve Keaton (2009), Kliesen vd. (2012), Hollo vd. (2012) ve Roye ve Björn (2014) çalışmaları gösterilebilmektedir.

Bu çalışmada finansal istikrarsızlık endeksi elde edilirken; Creel vd.'nin ve (2014), kullandığı TBA yönteminden faydalanılmıştır. TBA, genel faktör analizinin özel bir şekli olup, çok değişkenli analiz yöntemlerinin en eski ve en çok kullanılan tekniklerinden biridir.

TBA, aralarında korelasyon bulunan *p* sayıda değişkenin açıkladığı yapıyı, aralarında korelasyon olmayan ve orijinal değişken sayısı p'den daha az olan *k* sayıda değişkenin doğrusal bileşeni ifade etmektir. Aşağıdaki denklemde FII için uygulanan TBA'ya ilişkin formül yer almaktadır (Pradhan, 2013:311):

$$FII = \sum_{i=1}^{n} a_i \frac{X_{ij}}{Sd(X_{ij})} \quad (1)$$

FII: Finansal İstikrarsızlık Endeksi

Sd: Standart Sapma

i: birim

j: yıl

a_i: faktör yükleme sayısını tesmdil etmektedir.

Yukarıdaki denklemde n=7'dir. TBA analizine dahil edilen ve finansal istikrarsızlık endeksini (FII) oluşturan değişkenler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. FII Albulescu (2011) çalışmasından yola çıkılarak mikro ve makro finansal verilerinden derlenerek meydana getirilmiştir.

Tablo 3.1: Finansal İstikrarsızlık Göstergeleri

Değişken	**Veri Kaynağı**
Yurtiçi krediler/GSYİH (%)	World Bank-GFD*
Özkaynak karlılığı (Return On Equity-ROE) (%)	World Bank-GFD
Aktif Karlılığı (Return On Assets-ROA) (%)	World Bank-GFD
Sorunlu Krediler/Toplam Krediler (%)	World Bank-GFD
Net Faiz Marjı (%)	World Bank-GFD
Cari Açık/GSYİH (%)	IMF-WEO**
Enflasyon Oranı (%)	IMF-WEO

*: World Bank-Global Financial Development

**: IMF-World Economic Outlook

TBA'nın esas amacı birden fazla değişkenli bir veri setinde ilgili bilgi yapısını koruyarak boyut sayısını azaltmaktır. TBA orijinal değişkenlerin doğrusal bir fonksiyonu olup, birbirinden bağımsız ve sıralı değişkenlerin yeni bir veri setine dönüştürülmesidir. Söz konusu analizde bileşenler birbirinden bağımsız oldukları için çoklu doğrusal bağlantı problemi veya değişkenler arası bağımlılık sorunu mevcut değildir (Pradhan, 2013:311). Söz konusu teknik başlı başına bir analiz olmasının yanı sıra değişkenler arası bağımlılık yapısının yok edilmesi, boyut indirgeme tekniği

olarak da kullanılmaktadır. Çok değişkenli analizlerde n sayıda birime ait p kadar özellik araştırılmaktadır. Bu yöntemle birlikte, karşılıklı bağımlılık yapısına sahip değişkenler doğrusal, dikey ve birbirinden bağımsız $k, (k \leq p)$ adet yeni değişkene dönüştürülmektedir.

3.2.PANEL VERİ ANALİZİ

Zaman serisi ve yatay kesit verilerinin birleştirilmesi ile oluşan verilere havuzlanmış veri adı verilir. Yatay kesit birimlerinin değişmeden aynı kaldığı, bu nedenle zamana göre aynı birimler kümesinin aynı değişimini gösteren havuzlanmış veriye "panel veri" adı verilir (Güriş, 2015:1).

Ülke, bölge, hane halkı, tüketici, firma… vb. gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerinin belli bir zaman aralığında (belli bir dönemde) bir araya getirilmesiyle oluşan veri seti panel veri olarak tanımlanmaktadır. Panel veri, N sayıda birim ve her birime karşılık gelen T sayıda gözlemden oluşmaktadır (Yerdelen-Tatoğlu, 2013:2).

Zaman boyutuna sahip yatay kesit veriler ile oluşturulan panel veri modelleri yardımıyla ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemi "panel veri analizi" olarak adlandırılmaktadır (Baltagi, 2015:15).

Çalışmada kullanılan panel veri analizinin sağladığı avantajlar ve kısıtlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Panel veri kullanılması ile zaman ve birimler birlikte ele alındığından gözlem sayısı daha fazla olmaktadır. Böylece veriden daha fazla bilgi sağlanabilecek, serbestlik derecesi artar, oluşturulacak modeller daha az kısıtlayıcı varsayım ile tahmin edilebilir ve yapılan parametre tahminleri daha güvenilir olmaktadır.
- Panel veri ile yapılan tahminler daha etkin ve asimptotik olarak tutarlı olmaktadır.
- Zaman serisi ve yatay kesit verileri ile yapılan çalışmalarda ihmal edilen değişkenler söz konusu olduğunda, bu durum tahmin sonuçlarında sapmaya neden olmaktadır. Söz konusu durumda, panel veri kullanımı ile sapma nispeten kontrol altına alınmış olmaktadır.

- Çoklu doğrusal bağlantı sorununa daha çok zaman serisi ile yapılan çalışmalarda rastlanabilmektedir. Zaman serileri yerine panel veri kullanıldığında iki boyut söz konusu olacağından bağımsız değişkenler arası çoklu doğrusal bağlantı sorunu ortadan kalkacaktır.
- Zaman serisi verileri ile tahmin edilen modeller zamana göre değişimi, yatay kesit verileri ile tahmin edilen modeller birimlere göre değişimi yansıtırken, panel veri ile tahmin edilen modellerde zamana ve birime göre değişim birlikte incelenmektedir.
- Yatay kesit verilerinde zaman sabit olduğundan, söz konusu devrede etkisi olmayan faktörlerin etkisi zaman boyutu nedeniyle panel verilerde görülebilmektedir.
- Panel veri kullanımında karşılaşılan sorunlardan biri veri toplama, veri bulma ile ilgilidir. Her zaman veri tüm anakütleyi temsil edecek şekilde elde edilemeyebilir, birim veya zaman boyutunda eksiklikler olabilir. Bu gibi durumlarda araştırmada değişiklik yapılması zorunlu hale gelebilir. Panel veri kullanmaktan vazgeçilebileceği gibi, araştırmanın boyutlarını daraltmakta gerekebilir.
- Panel veri ile yapılan araştırmalarda genellikle zaman boyutu, birim boyutundan daha kısa olmaktadır.
- Panel veriler bireyler, şehirler, ülkeler gibi yatay kesit birimleri ile bunların zaman boyutları ile ilgili olduklarından birimlerde heterojenlik söz konusu olabilmektedir. Bu nedenle panel veriler ile ilgili önemli bir sorun homojenliktir. Burada sözü edilen verilerin homojenliğidir ve heterojen olan veri birim boyutundan homojen alt gruplara ayrıldıkça alt gruplar için yapılan model tahminleri daha iyi sonuçlar vermektedir. Bu nedenle panel veri modelleri beklenen sonuçları vermediğinde, yani ilişkiyi açıklamada yetersiz kaldığında verinin alt gruplara bölünerek her grup için ayrı ayrı tahmin yapılması daha iyi sonuçlar elde edilmesini sağlayabilir (Güriş, 2016:9-10).

Panel veriler hem zamana hem de birime göre değişimi gösterdiğinden serileri ifade ederken çift indis kullanmak gerekmektedir (Güriş, 2015:2). Genel olarak panel veri modeli;

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} X_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$Y_{it}: i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

$$X_{it}: i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

olarak ifade edilmektedir. Yukarıda yer alan 2 numaralı denklemde Y_{it} bağımlı değişkeni, X_{it} bağımsız değişkeni, α_{it} sabit bir parametreyi, β_{it} eğim parametresinin ve u_{it} hata terimini ifade etmektedir. Ayrıca, i alt indisi birimleri t alt indisi ise zamanı ifade etmektedir. Değişkenlerin, parametrelerin ve hata teriminin i ve t gibi alt indisleri taşıması panel veri setine sahip olduklarını göstermektedir. İfade edilen modelde, sabit sayı ve eğim parametresi hem birime hem de zamana göre değer almaktadır ve iki boyuta sahiptir (Yerdelen-Tatoğlu, 2013:4).

Panel veri dengeli ve dengesiz panel olmak üzere iki ana başlıkta ele alınmaktadır. T sayıda döneme ait gözlemler, yatay kesitte yer alan tüm birimler için aynı ise bu veri dengeli panel veri olarak adlandırılır. Panel veride en az bir birime ait gözlem farklı sayıda ise bu dengesiz panel veri olarak adlandırılır. Diğer bir ifade ile dengeli panel veride devre sayısı t, tüm birimler (i) için aynıdır. Aksi söz konusu ise, yani veride bazı devreler için birden fazla gözlem yer alıyorsa dengesiz panel söz konusudur (Güriş, 2015:3-4). Bu çalışmada dengeli panel veri setine yer verilmiştir.

3.3. YAZIN TARAMASI

Çalışmanın ampirik modeline yön veren sınırlı sayıdaki çalışmalar başlıca iki gruba ayrılmaktadır. Bunlardan ilki finansal istikrarsızlığın ekonomik aktivite üzerine yapılan analizlerden oluşurken, diğer grup çalışmalar ise finansal istikrarsızlık ile ekonomik büyüme ilişkisini incelemektedir. Bu çalışmada çoklu ülke analizine ve ülkeler arası karşılaştırmalara olanak tanıyan panel veri analizi tercih edilmiştir. Finansal istikrarsızlığın zaman içerisinde ekonomik büyümeyi nasıl ve hangi yönde etkilediğinin BRICT ülkeleri için analiz edilmesi amaçlanmaktadır.

Ele alınan ülke grubu ile ampirik model tahminine yönelik yeni panel veri testlerinin kullanılması ve ayrıca panel nedensellik ilişkisinin de incelenmiş olması dolayısıyla bu çalışmanın iktisat yazınına katkı yapması beklenmektedir.

Ampirik modele yön veren, panel veri analizlerinin yer aldığı çalışmalar incelenmiştir. Loayza ve Ranciere (2006) çalışmalarında 1960-2000 dönemi için 75 ülkenin yıllık verileriyle ekonometrik bir model oluşturmuşlardır. General Method of Moment (GMM) yöntemiyle tahminlenen model bulgularına göre, söz konusu ülkeler için finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi arttırdığını fakat finansal kırılganlığın ekonomik büyümeye zarar verdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Eggoh (2008) 1960-2004 döneminde 71 ülkeyi incelediği çalışmasında, panel veri analizi kapsamında GMM yönteminden yararlanmıştır. Elde ettiği ampirik sonuçlara göre, uzun ve kısa dönemde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki vardır. Ayrıca uzun dönemde finansal istikrarsızlık ve ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki bulunmazken, kısa dönemde finansal istikrarsızlık ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir.

Enowbi ve Kupukile (2012) çalışmasında finansal istikrarsızlık, finansal dışa açıklık ve ekonomik büyüme ilişkisini 1985-2010 döneminde 41 Afrika ülkesi için incelemişlerdir. Dinamik panel veri analizine yer verdikleri çalışmalarında GMM yöntemiyle tahminledikleri ekonometrik model sonucunda finansal dışa açıklığın finansal gelişmeyi arttırdığını; fakat finansal istikrarsızlığın ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Ubiliva (2014) çalışmasında finansal istikrarsızlık ve ekonomik aktivite arasındaki ilişkiyi incelemiştir. STAR ve VSTAR yöntemiyle tahminlenen çalışmadan elde edilen bulgulara göre finansal istikrarsızlığın ekonomik büyümeyi azalttığı sonucuna varmıştır.

Creel vd. (2014) çalışmasında finansal istikrarsızlığı TBA ile elde ettikleri finansal istikrarsızlık endeksi ile ifade etmişler, söz konusu değişkenin ekonomik büyüme ile arasındaki ilişkiyi GMM yöntemi ile incelemişlerdir. Ampirik modelden elde edilen bulgulara göre, 1998-2011 döneminde 27 Avrupa Birliği (AB) üyesi ülke için, finansal istikrarsızlığın ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediğini belirtmektedirler.

Ahmed vd. (2015) 1995-2013 döneminde MAGHREB ülkeleri için yaptıkları PVAR analizinden yararlandıkları çalışmalarında ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi ve finansal istikrarı arttırdığını, finansal istikrarsızlığın ise ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediğini savunaktadırlar.

Ceballas vd. (2015), 46 OECD ülkesi için yaptıkları çalışmada farklı krizler için farklı kukla değişkenlerden yararlanarak finansal istikrarsızlık ve pekçok farklı makro ekonomik değişken arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Büyüme oranı, cari açık, doğrudan yabancı yatırım, tasarruflar, enflasyon, nüfus artış oranı ve işsizlik gibi değişkenlerin finansal istikrarsızlık olan ilişkisin krizler bağlamında incelemişler ve finansal istikrarsızlık ile büyüme oranı arasında anlamlı şiddeti yüksek ve negatif bir ilişki olduğunu vurgulamışlardır.

3.4. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Bu çalışmada "yükselen piyasa ekonomileri" olarak adlandırılan 1990'lı yılların başından itibaren finansal küreselleşme hareketleri ile ekonomik yapılarında neoliberal politikaları benimsemiş ülkeler analize konu edilmiştir. Söz konusu ekonomiler dünya ekonomisinin geleceği için ekonomik büyüme ve finansal istikrar açısından kilit rol üstlenmektedirler.

Goldman Sachs varlık yönetimi başkanı Jim O'Neill'ın Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin ülkelerinin yeni yatırım fırsatı olarak ve daha iyi bir küresel ekonomik yapı oluşturulması amacıyla bir araya gelmelerini önermesi sonucunda "BRIC" kavramı ortaya çıkmıştır. Çalışma kapsamında Türkiye'de bu gruba dahil edilmiştir. BRICT ülkeleri popülasyonları, coğrafi alanları, ekonomik yapıları ve büyüme hızları açısından ortak özelliklere sahiptir. İş gücü açısından değerlendirildiğinde BRICT ülkeleri küresel ekonomide kilit bir rol üstlenmektedir. Goldman ve Sachs'a göre dünya nüfusunun yaklaşık olarak %40'ını dünya GSYİH'nın yaklaşık %25'ne sahip BRICT ülkeleri için 2050 yılında bu oran %40 olacaktır (Akçay ve Erataş, 2012:5).

Ampirik model kapsamında, yükselen piyasa ekonomisi olarak nitelendirilen 5 ülke (BRICT- Brezilya, Çin, Hindistan, Rusya ve Türkiye) için 2001-2014 dönemine ait yıllık veriler yardımıyla ekonometrik bir model oluşturulmuştur. Diğer ülkeler veri kısıtı nedeniyle uygulamaya dahil edilememiştir. Veriler Dünya Bankası ve IMF veri tabanlarından elde edilmiş, ekonometrik modelin analizinde E-views8.0 ve Gauss 10.0 programlarından yararlanılmıştır.

$$GDP_{it} = \beta_0 + \beta_1 FII_{it} + u_{it} \quad (3)$$

Yukarıda yer alan 3 numaralı denklemde,

GDP_{it} : Sabit fiyatlarla Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) % değişim oranını

FII_{it}: Finansal istikrarsızlık endeksini (% değişim) ifade etmektedir.

3.4.1. Değişkenlerin Heterojenliğinin Araştırılması

Panel veri analizi kapsamında öncelikle değişkenlerin heterojen ya da homojen olup olmadıkları incelenmektedir. Serilerin sahip olduğu heterojenlik ya da homojenlik özelliği analizin ilerleyen aşamalarında uygulanacak olan birim kök ve eşbütünleşme (koentegrasyon) testlerinin yapısını değiştirmektedir. Delta testi aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Pesaran ve Yamagata, 2008:56):

$$\tilde{\Delta} = \sqrt{N}\frac{N^{-1}\check{S} - k}{\sqrt{2k}} \quad (4)$$

$$\tilde{\Delta}_{adj} = \frac{\sqrt{N}N^{-1}\check{S} - k}{\sqrt{Var(T,k)}} \quad (5)$$

$\tilde{\Delta}$ Küçük örneklemler için $\tilde{\Delta}_{adj}$ ise büyük örneklemler için kullanılmaktadır.

Yukarıda yer alan 4 ve 5 numaralı denklemlerde "$Var\ (T,k)$" varyansı, "k" açıklayıcı değişken sayısını, "S" Swamy test istatistiğini, "N" gözlem sayısını ifade etmektedir. Delta testine ait boş hipotez ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir: (Pesaran ve Yamagata, 2008:57-58).

$$H_0 = \ \beta_1 = \beta_2 = \cdots = \beta_n = \beta(t\ddot{u}m\ \beta_i' ler\ i\c{c}in)$$

$$H_1 = \ \beta_1 = \beta_2 = \cdots \neq \beta_n \ \ (en\ az\ bir\ \beta_i\ i\c{c}in)$$

Tablo 3.2: Delta Testi Sonuçları

Test	Test İstatistiği	Prob.
$\tilde{\Delta}$	0.881	0.189
$\tilde{\Delta}_{adj}$	0.965	0.167

Elde edilen test sonuçlarına göre, hesaplanan olasılık değerleri %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı değildir ve H_0 red edilir. Paneli oluşturan değişkenler homojendir.

3.4.2. Değişkenlerin Yatay Kesit Bağımlılığı Özelliğinin Araştırılması

Panel veri analizlerinde paneli oluşturan seriye belli bir şok geldiğinde veri setinde yer alan tüm yatay kesit birimlerinin ilgili şoktan aynı derecede etkilenip etkilenmediği araştırılmalıdır. Kalıntılar arasında az ya da çok eşanlı bir korelasyon beklenmekte, söz konusu korelasyonun anlamlılığı istatistiki olarak incelenmektedir. Bu teste yatay kesit bağımlılığı testi adı verilmektedir (Ün, 2016:77).

Heterojenlik özelliğinin araştırıldığı değişkenler için, yatay kesit bağımsızlığının da incelenmesi gerekmektedir. Değişkenlerin heterojenlik ve yatay kesit bağımlılığı özelliği gelecek aşamalarda uygulanacak olan birim kök ve eşbütünleşme testlerinin yapısını belirlemektedir. Çalışmada, yatay kesit bağımlılığının incelenmesi amacıyla Pesaran CD_{LM} testi kullanılmıştır (Pesaran, 2004:4):

$$\Delta Y_{it} = a_i + b_i Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{p_i} c_{ij}\, \Delta Y_{i,t-j} + d_i t + h_i \bar{Y}_{t-1} + \sum_{j=0}^{p_i} \eta_{\ddot{u}}\, \Delta \bar{Y}_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t} \qquad (6)$$

Yukarıdaki denklemde t trendi, p_i ise yatay kesit birimlerine göre en uzun gecikme sayısını, α ortak zaman etkisini, $b, c, d\ ve\ h$ ise değişkenlere ait tahminlenen regresyon katsayılarını ifade etmektedir (Akçay ve Erataş, 2015:92). CD_{LM} testinde kalıntılar arasında az ya da çok eş anlı bir ilişkinin olduğu varsayılmaktadır.

Yukarıdaki denklemde tahmin edilen modelden tahmin edilen artıklar kullanılarak elde edilen basit korelasyon katsayılarının sıfıra eşit olup olmadığı incelenmektedir. Bu amaçla her bir yatay kesit birimi için hata terimlerindeki otokorelasyon $\bar{Y}_t$ ve $\Delta\bar{Y}_t$'nin gecikmeli değerlerini de içeren modelden yararlanılarak elde edilmektedir (Şak, 2016:222).

Söz konusu ilişkinin istatiksel anlamlılığı Breusch ve Pagan (1980) LM testi ile sınanmaktadır. CD_{LM} test istatistiği aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Pesaran, 2004:4).:

$$CD_{LM} = T\sum_{i=j}^{N-1}\sum_{j=i+1}^{N}\hat{p}_{ij}^2 \sim \chi^2_{N(N-1)/2} \quad (7)$$

Yukarıda yer alan 7 numaralı denklemde p_{ij} ile ifade edilen katsayı, her bir denklemin En Küçük Karaler (EKK) ile tahminlenmesinden sonra elde edilen kalıntılar arasındaki korelasyon katsayısıdır.

Pesaran (2004) hem Tve hem de N'nin büyük olduğu durumlar için CD_{LM} test istatistiğini türetmiştir, ardından Pesaran vd. (2008) CD_{LM} testinin gücünü attırmışlardır (Pesaran, 2004:5; Pesaran vd.:2008:106).

$$CD_{LM} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}}\sum_{i=j}^{N-1}\sum_{J=i+1}^{N}\left(T\hat{p}_{ij}^2 - 1\right) \sim N(0,1) \quad (8)$$

Kalıntılar arasında korelasyonun olmadığı boş hipotez altında, zaman (T) sonsuza giderken ve yatay kesit sayısı (N) sabitken ki-kare χ^2dağılımı göstermektedir. CD_{LM} testine ait boş hipotez yatay kesitler arasında bağımlılığının olmadığını belirtirken ve alternatif hipotez yatay kesitler arası bağımlılığı ifade etmektedir.

$$H_0: p_{ij} = p_{ji} = cor\left(u_{it}, u_{jt}\right) = 0, \quad i \neq j$$

$$H_1: p_{ij} = p_{ji} \neq 0, \qquad i \neq j$$

Tablo 3.3: Model için CD_{LM} Testi Sonuçları

CD Test	**Test İstatistiği**	**Prob**
LM (Breusch, Pagan 1980)	28.037	0.002*
CD LM 1 (Pesaran 2004)	4.033	0.000*
CD LM 2 (Pesaran2004)	4.128	0.000*
Bias-adjusted CD (Pesaran vd. 2008)	-0.704	0.759

*: %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Model için CD_{LM} testinden elde edilen sonuçlara göre, boş hipotez reddedilir. Yatay kesit birimleri arasında bağımlılık vardır.

Tablo 3.4: GDP Değişkeni İçin CD_{LM} Testi Sonuçları

CD Test	Test İstatistiği	Prob
LM (Breusch, Pagan 1980)	20.141	0.028**
CD LM 1 (Pesaran 2004)	2.268	0.012**
CD LM 2 (Pesaran 2004)	-2.455	0.007*
Bias-adjusted CD (Pesaran vd. 2008)	2.384	0.009*

*: %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

**: %5 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

GDP değişkeni için CD_{LM} testinden elde edilen sonuçlara göre, boş hipotez reddedilir. Yatay kesit birimleri arasında bağımlılık vardır.

Tablo 3.5: FII Değişkeni İçin CD_{LM} Testi Sonuçları

CD Test	Test İstatistiği	Prob
LM (Breusch, Pagan 1980)	20.698	0.023**
CD LM 1 (Pesaran 2004)	2.392	0.008*
CD LM 2 (Pesaran 2004)	-2.111	0.017**
Bias-adjusted CD (Pesaran vd. 2008)	4.459	0.000*

*: %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

**: %5 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

GDP değişkeni için CD_{LM} testinden elde edilen sonuçlara göre, boş hipotez reddedilir. Yatay kesit birimleri arasında bağımlılık vardır.

3.4.3. Değişkenlerin Durağanlığının Araştırılması

Panel veri ile birlikte hem birimlere hem de zamana ait bilgiler analize katılmaktadır. Verilerin kesit boyutunun yanı sıra zaman boyutununda analizlerde yer alması sebebiyle serilerin zaman içerisinde izlediği yol önem kazanmaktadır. Panel verilerdeki zaman etkisinin incelenmesiyle panel veriyi yaratan sürecin durağan olup olmadığı belirlenebilmektedir.

Panel birim kök testlerinin zaman serisi birim kök testlerinden en büyük farkı hem zaman hem de yatay kesit boyutu ile panel verilerin asimptotik davranış sergileyebilecek olmasıdır. Panel serilerde birimler arasında korelasyon olursa, testlerin asimptotik özellikleri etkilenebilecektir. Bu nedenle, birimler arası korelasyonun varlığına göre birim kök testleri geliştirilmiştir. İlgili yazında birimler arası korelasyonun olmadığı durum için geliştirilen testler birinci nesil panel birim kök testleri olarak adlandırılırken, birimler arasında korelasyonun varlığında kullanılan testler ise ikinci nesil panel birim kök testleri olarak adlandırılmaktadır (Şak, 2016:204). İkinci nesil panel birim kök testleri, birimler arasındaki kesitsel bağlılığı dikkate alarak durağanlığı incelemektedir.

Pesaran (2007) hata terimlerinin faktör yüklemelerinin tahmin etmek yerine birimler arası bağımlılığı yok etmek için uygulama kolaylığı sağlayan başka bir yöntem önermiştir. Bu yöntemde zaman serilerinde kullanılan ADF (Augmented Dickey Fuller) regresyonunun gecikmeli yatay kesit ortalamaları ile genişletilmiş hali kullanılmaktadır ve bu da birimler arası korelasyonu yok etmektedir. Pesaran (2007) tarafından geliştiren yatay kesit bağımlılığını dikkate alan bu ikinci nesil panel birim kök testi "CADF (Cross-Sectionally Augmented Dickey-Fuller)" Kesit Açısından Genişletilmiş Dickey Fuller Testi olarak adlandırılmaktadır.

$CADF$ testi aşağıda yer alan regresyon denkleminin tahminine dayanmaktadır (Pesaran 2007: 268);

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + b_i y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{\rho_i} c_{ij} \Delta Y_{i,t-j} + d_i t + h_i \bar{y}_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{\rho_i} \eta_{ü} \Delta \bar{y}_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t} \qquad (9)$$

Seri durağandır $H_0 : b_i = 0$, boş hipotezi altında gözlem sayısı $N \to \infty$ giderken ve ortak öğe olan $\bar{y}_t \neq 0$ ile kendisinin gecikmeli değerleri olan $\Delta \bar{y}_t$'nin birbirine yaklaşabileceği ifade edilmektedir. Buradaki temel amaç her bir yatay kesit için hata terimindeki otokorelasyonu dikkate almaktır (Güloğlu ve İvrendi 2010: 383).

Tahminlenen regresyon katsayıları için elde edilen t-istatistikleri, Pesaran (2007) tablo değerleri ile karşılaştırılarak karar verilmektedir. $CADF$ testi ile gözlem sayısının zaman boyutundan büyük veya küçük olması durumunda dahi geçerli sonuçlar elde edilmektedir. $CIPS$ istatistiği ise her bir yatay kesit için hesaplanan t-istatistik değerinin ortalamasını temsil etmektedir.

CADF testine ait t istatistiği aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Pesaran, 2007:269):

$$t_i(N,T) = \frac{\Delta \acute{Y}_i \bar{M}_w Y_{i-1}}{\hat{\sigma}(\acute{Y}_{i-1} \bar{M}_w Y_{i-1})^{1/2}} \quad (10)$$

CADF testine ait CIPS istatistiği aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Pesaran, 2007:269):

$$\bar{t} = N^{-1} \sum_{i=1}^{N} t_i(N,T) \quad (11)$$

CADF testine ait boş ve alternatif hipotezler ise aşağıda yer alan şekilde ifade edilmektedir. Boş hipotez serinin durağan olduğunu belirtirken alternatif hipotez ise serinin durağan olmadığını ifade etmektedir (Pesaran, 2007:276):

$$H_o: b_{\text{i}} = 0$$
$$H_1: b_i < 0 \quad \text{İ} = 1,2,3 \ldots, N.$$

Tablo 3.6: CADF Testi Sonuçları

CADF T-istatistik Değerleri		
	GDP	**FII**
Brezilya	1.369	-1.870
Çin	-1.840	-3.321
Hindistan	-2.811	-2.846
Rusya	-0.802	-5.126
Türkiye	-1.587	-5.818
CIPS	-1.134	-3.796

Tablo 3.6'da yer alan sonuçlar değerlendirildiğinde GDP değişkenine ait CIPS istatistiği değerlerinin (veriler homojen olduğu için CIPS istatistiği dikkate alınmıştır) kritik değer olan -3.51'den büyük olduğu bu nedenle serilerin birim kök içerdiği yani durağan olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır (Pesaran, 2007:281). FII değişkeni için hesaplanan CIPS test değeri kritik değerden küçüktür bu durumda serinin durağan olduğu sonucunu göstermektedir fakat küçük örneklemlerde boş ve alternatif hipotezlerin yerleri nedeniyle kimi zaman sapmalı sonuçlar elde edilmektedir. Bu durumun önüne geçmek amacıyla, durağanlık testinin güvenilirliği açısından, bir panel birim kök testine daha başvurulmuştur.

Panel durağanlık testlerinde, küçük örneklem söz konusu olduğunda olası sahte birim kök sorununun ortadan kaldırılması için panel KPSS testi uygulanmaktadır. Hadri Kurozumi (2012) birim kök testi; KPSS testinin panel veri setleri için uyarlanmış halidir, yatay kesit bağımlılığını dikkate alır ve Pesaran (2007)'den yola çıkılarak geliştirilmiştir. Hadri Kurozmi (HK) birim kök testinde CADF'te olanın aksine boş hipotezde serinin durağan olmadığı ifade edilmektedir. Bu durumda HK testi CADF'nin güçsüz kaldığı durumlar da kullanılabilmekte ve sahte birim kökün varlığının önüne geçmiş olmaktadır. HK testinin tahminlediği regresyon denklemleri aşağıda yer almaktadır (Hadri ve Kurozomi 2012: 31);

$$y_{it} = z'_t\delta_i + f_t\gamma_i + \varepsilon_{it}, \quad (12)$$

$$\varepsilon_{it} = \emptyset_{ip}\varepsilon_{it-1} + \cdots + \emptyset_{i1}\varepsilon_{it-p} + v_{it} \quad (13)$$

$i = 1, \dots, N$ ve $t = 1, \dots, T$ iken z_t deterministik yani hesaplanabilir ve bağımlı değişkendeki değişimi açıklayabilmektedir. Bu test için iki farklı test istatistiği hesaplanmaktadır. Bunlar, her ikisi de sonsuza yaklaşırken normal dağılıma sahip olduğu varsayılan Z_A^{SPC} ve Z_A^{LA}'dir.

Z_A^{SPC}, uzun dönem varyansın; Sul ve diğerleri (2005) tarafından geliştirilen yöntemle hesaplanan HK testi istatistiğidir. Z_A^{LA}, uzun dönem varyansın Choi (1993) ile Toda ve Yamamato (1995) yöntemiyle hesaplandığı HK testi istatistiğidir.

Tablo 3.7: GDP Hadri Kurozumi Testi Sonuçları

	Test İstatistiği	**Prob**
Z_A^{SPC}	-0.4458	0.6721
Z_A^{LA}	26.0882	0.0000

Tablo 3.8: FII Hadri Kurozumi Testi Sonuçları

	Test İstatistiği	**Prob**
Z_A^{SPC}	1.0310	0.1513
Z_A^{LA}	0.9919	0.1606

Tablo 3.7 ve 3.8 birlikte değerlendirildiğinde GDP ve FII değişkeni için HK test istatistiklerinin anlamsız olduğu görülmektedir. Bu bağlamda olasılık değerleri 0.05'ten büyük olan HK T-istatistikleri için boş hipotez red edilemez ve değişkenlerin durağan olmadığı, serilerin birim kök içerdiği sonucuna varılmaktadır.

3.4.4. Değişkenler Arası Eşbütünleşme İlişkisinin Araştırılması

İktisadi değişkenlere ait serilerin durağan olmadığı birim kök içerdiği durumlarda, söz konusu serlerin doğrusal bileşimleri durağan olabilmekte ve seriler uzun dönemde ilişkili olabilmektedir. Sistemi etkileyen şoklara rağmen değişkenler arasında uzun dönemde bir ilişkinin varlığı mümkün olmaktadır ve söz konusu ilişkinin test edilmesi gerekmektedir (Yerdelen-Tatoğlu, 2012:233).

Çalışmada yer alan değişkenler hem homojen hem de yatay kesit bağımlığı özelliği taşımaktadır, bu nedenle değişkenler arası eşbütünleşme ilişkisinin araştırılması amacıyla hata düzeltme modeli temelli Durbin Hausman (DH) panel eşbütünleşme testi tercih edilmiştir. Bu test ortak faktör sayesinde yatay kesit bağımlılığını dikkate almaktadır.

Durbin-Hausman Westerlund testinde yer alan ortak faktör ile yatay kesit bağımlılığı dikkate alınmaktadır. Durbin-h testi $T > N$ olduğu durumlarda da kullanılmaktadır (Westerlund 2008: 199);

$$z_{it} = \acute{\lambda}_i F_t + e_{it} \quad (14)$$

$$F_{jt} = \rho_j F_{jt-1} + u_{jt-1} \quad (15)$$

$$e_{it} = \phi_i e_{it-1} + v_{it} \quad (16)$$

Yukarıdaki 14 numaralı denklemde F_t ortak faktörü temsil etmektedir veF_{jt}'nin k boyutlu şeklidir. $j = (1,2,\dots,k)$ iken yukarıdaki 15 numaralı denklemde yer alan ρ_j<1 (tüm j'ler için) olduğunda F_t durağandır (Westerlund 2008: 200);

DH testine ait iki farklı test istatistiği hesaplanmaktadır. Bunlar; DHg heterojenite varlığında dikkate alınırken, DH_phomojenite varlığında dikkate alınmaktadır. Boş hipotez tüm yatay kesit birimleri için eş-bütünleşme olmadığını iddia etmektedir.

Durbin-H testine ait istatistikler aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Westerlund, 2008:203):

$$DH_g = \sum_{i=1}^{n} \hat{S}_i \, (\tilde{\phi}_i - \hat{\phi}_i)^2 \sum_{t=2}^{T} \hat{e}_{it-1}^2 \quad (17)$$

$$DH_p = \hat{S}_n (\tilde{\phi} - \hat{\phi})^2 \sum_{i=1}^{n} \sum_{t=1}^{T} \hat{e}_{it-1}^2 \quad (18)$$

Durbin-H testine ait boş ve alternatif hipotezler aşağıda yer almaktadır (Westerlund, 2008:203):

H_0: $\phi_i = 1$ tüm eşbütünleşme ilişkisi yoktur (tüm i'ler için)

H_{1a}: $\phi_i = \phi < 1$ eşbütünleşme ilişkisi vardır (tüm i'ler için)

H_{1b}: $\phi_i < 1$ eşbütünleşme ilişkisi vardır (tüm i'ler için)

Tablo 3.9: Durbin-H Eşbütünleşme Testi Sonuçları

	Test İstatistiği	**Prob**
$\boldsymbol{DHg}$	94.353	0.000*
$\boldsymbol{DHp}$	5.451	0.000*

*: % 1'de anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3.9'da yer alan bulgulara göre GDP ve FII değişkeni arasında eşbütünleşik bir ilişkinin varlığı ispatlanmaktadır. Değişkenler homojen oldukları için DH_p istatistiği dikkate alınmıştır. DH_p değişkenine ait olasılık değeri 0.05'ten küçüktür ve bu da boş hipotezin reddi anlamına gelmektedir. Sonuç olarak GDP ve FII değişkeni arasında eşbütünleşik bir ilişki vardır ve uzun dönemde söz konusu değişkenler birlikte hareket etmektedir.

3.4.5. Uzun Dönem Regresyon Katsayı Tahmini-Ortak İlişkili Etkiler Modeli

Bu çalışmada modele ait uzun dönem katsayılarının tahminlenmesi için, Pesaran (2006) Ortak İlişkili Etkiler Modelinden (Common Correlated Effects Model-CCE) yararlanılmıştır. Söz konusu yöntem, her bir yatay kesit birimi için regresyon katsayılarının elde edilmesini sağlamaktadır (Pesaran, 2006:2-3).

CCE modelinden hem N>T hem de T>N olduğu durumlarda yararlanılabilmektedir. Yatay kesit bağımlılığının dikkate alındığı bu modelde, değişkenlerin aynı ya da farklı durağanlık derecelerinin de analiz edilmesi mümkündür (Pesaran ve Yamagata, 2012:26).

CCE modelinde, ilk olarak grup ortalamasını veren katsayılar, bağımlı ve bağımsız değişkene ait yatay kesit birimlerinin ortalaması olarak tahmin edilmektedir (Pesaran, 2006:13).

$$y_{it} = \alpha + bx_{it} + \sum_{j=2}^{N} d_j D_j + \sum_{j=1}^{N} c_{1i} \{\overline{y_t} D_j\} + \sum_{j=1}^{N} c_{2i} \{\overline{x_t} D_j\} + e_{it} \quad (19)$$

Yukarıda yer alan 19 numaralı denklemdeki sırasıyla α, bx_{it}, D_j standart sabit etkiler yaklaşımına ait tahmincilerdir. Bahsedilen denklemde yer alan son iki terim olan, $\sum_{j=1}^{N} c_{1i} \{\overline{y_t} D_j\}$ve $\sum_{j=1}^{N} c_{2i} \{\overline{x_t} D_j\}$ her bir yatay kesit birimi için oluşturulan kukla değişken D_j'ler yoluyla yatay kesit birimlerinin zamana (t) göre ortalaması $\overline{z_t} = N^{-1} \sum_{i=1}^{N} z_{it}$ ile olan ilişkisini göstermektedir (Eberhardt ve Francis, 2009:12). Bu denklemden (NT x N) boyutunda k + 1 matris ortaya çıkmaktadır (Erataş, 2012: 47).

CCE modeline ait ortak grup tahmincileri aşağıdaki denklemden yola çıkarak hesaplanmaktadır:

$$CCE_{MG} y_{it} = \alpha_i + b_i x_{it} + c_{1i} \overline{y_t} + c_{2i} \overline{x_t} + e_{it} \quad (20)$$

CCE modelinde her bir yatay kesit birimi için, yatay kesit birimi ortalamasını içeren N sayıda ayrı denklem oluşturulmaktadır. Tahmin edilen β_i'lere ait denklemler aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Pesaran, 2006:14):

$$\hat{b}_{MG} = N^{-1} \sum_{i=1}^{N} \hat{b_i} \quad (21)$$

$$\hat{b}_P = (\sum_{i=1}^{N} \theta_i X_i' \overline{M}_w X_i)^{-1} \sum_{i=1}^{N} \theta_i X_i' \overline{M}_w y_i \quad (22)$$

Tablo 3.10: Ortak İlişkili Etkiler Modeli (CCEMG) Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: GDP

	Katsayılar	**Standart Sapma**	**T-istatistiği**
FII	-0.58494	0.501024	-1.16749

Tablo 3.11: Ortak İlişkili Etkiler Modeli (CCEP) Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: GDP

	Katsayılar	Standart Sapma(NP)	T-ist(NP)	Standart Sapma(NW)	T-ist.(NW)
FII	-0.52968	0.210175	-2.52020	0.615444	-0.86065

Modelde yer alan değişkenler homojen oldukları için CCEP sonuçları dikkate alınmaktadır (Pesaran, 2006:998). Tablo 3.11'de belirtilen sonuçlar incelendiğinde, finansal istikrarsızlık endeksi (FII) değişkeni önünde yer alan katsayı işaretlerinin teori ile uyumlu olduğu görülmektedir. Elde edilen bulgulara göre, finansal istikrarsızlık %1 arttığında ekonomik büyüme yaklaşık %0.53 azalmaktadır. CCE modeli sonucunda tahminlenen katsayıların anlamlılığı incelendiğinde, %5 anlamlılık seviyesinde kritik tablo değeri 6.90'dır (Pesaran, 2006:997). CCP tahmincilerinin standart sapma ve t-ist. değerleri için NW değerleri dikkate alınmakta ve buna göre FII değişkenine ait uzun dönem regresyon katsayısı anlamlıdır.

Tablo 3.12: Her Bir Yatay Kesit Birimi İçin Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Ülke	FII	Standart Sapma (NW)	Başlangıç	Bitiş
Brezilya	-0.731	1.157	1998	2014
Çin	1.149	0.648	1998	2014
Hindistan	-1.934	3.868	1998	2014
Rusya	-0.436	0.849	1998	2014
Türkiye	-0.973	1.189	1998	2014

Tablo 3.12'de yer alan sonuçlar incelendiğinde Çin hariç diğer BRICT ülkeleri için finansal istikrarsızlığın ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilediği görülmektedir. Finansal istikrarsızlığın ekonomik büyümeyi en çok etkilediği ülke ise Hindistan'dır. Finansal istikrarsızlık artışı nerdeyse kendisinin iki katı kadar ekonomik

büyümede azalmaya neden olmaktadır. Her bir ülke için tahminlenen uzun dönem regresyon katsayılarının anlamlılığı incelendiğinde katsayılara ait t-istatistik değerlerinin (parametre/standart sapma) kritik değerden (6.90) küçük olduğu görülmektedir. Tablo 3.12'de yer alan bulgulara göre, FII değişkenine ait katsayıların anlamlı olduğu söylenebilmektedir.

3.4.6. Değişkenler Arası Nedensellik İlişkisinin Analizi

Ekonometri yazınına yön veren temel panel nedensellik testlerinden biri de Hurlin ve Dumetriscu (2012) tarafından geliştirilen granger nedensellik testi ile benzerlik gösteren panel nedensellik testidir. Söz konusu test yatay kesit bağımlılığını dikkate almakla birlikte eş-bütünleşme ilişkisinin varlığı ya da yokluğu durumunda uygulanabilmektedir (Dumetriscu ve Hurlin 2012:1).

Söz konusu testin diğer bir avantajı ise yatay kesit bağımlılığı ve bağımsızlığı ayrıca homojenite veya heterojenite varlığında uygulanabilir olmasıdır. Üç farklı test istatistiğinin $(Whnc,\ Zhnc,\ Ztild)$ hesaplanmaktadır (Dumetriscu ve Hurlin 2012:4-5):

$$W_{N,T}^{Hnc} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} W_{i,T} \tag{23}$$

$$Z_{N,T}^{Hnc} = \sqrt{\frac{N}{2K}}\left(W_{N,T}^{Hnc} - K\right) \tag{24}$$

$$Z_{N,T}^{tild} = \frac{\sqrt{N}\left[W_{N,T}^{Hnc} - N^{-1}\sum_{i=1}^{N} E(W_{i,T})\right]}{\sqrt{N^{-1}\sum_{i=1}^{N} var(W_{i,T})}} \tag{25}$$

Yukarıda 23 numaralı denklemde yer alan homojen verilerin varlığında kullanılan $Whnc$ ki kare dağılımı göstermektedir ve $W_{i,T}$ bireysel Wald istatistiklerini ifade etmektedir. 24 ve 25 numaralı denklemde yer alan $Zhnc, Ztild$ standart normal dağılım göstermektedir. $Zhnc$ N ve T'nin büyük olduğu durumlarda kullanılırken $Ztild$ ise T>5+2K ya da T≥6+2K durumlarında kullanılmaktadır (Dumetriscu ve Hurlin 2012:4-5). Dumetriscu ve Hurlin testine ait hipotezler aşağıdaki gibidir:

$$H_0: \beta_1 = 0 \ \ \forall i = 1, \dots, N.$$
$$H_1: \beta_1 \neq 0 \ \ \forall i = 1, \dots, N;\ N_1 + 2, \dots, N.$$

Tablo 3.13: Panel Nedensellik Testi Sonuçları

Boş Hipotez	T- İstatistik Değeri	Prob.
GDP, FII'nın Granger nedeni değildir		
Whnc	1.7178	0.0912
Zhnc	1.1349	0.2095
Ztild	0.6210	0.3289

Boş Hipotez	T- İstatistik Değeri	Prob
FII, GDP'nin Granger nedeni değildir.		
Whnc	2.6749	0.0111
Zhnc	2.6483	0.0111
Ztild	1.7300	0.0893

Tablo 3.13'te yer alan sonuçlar değerlendirildiğinde FII'nın GDP'nin granger nedeni olmadığına dair boş hipotez red edilir. Hesaplanan olasılık değerleri %5 ve %10'da anlamlıdır ve boş hipotez red edilir, kısacası finansal istikrarsızlık ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi, finansal istikrarsızlıktan ekonomik büyümeye doğrudur.

Panel veri analizi kapsamında tahminlenen uzun dönem regresyon katsayıları ve nedensellik testi sonuçları bir arada değerlendirildiğinde, elde edilen sonuçların finansal istikrarsızlık ve ekonomik büyüme ilişkisine yer verilen yazın ile uyumlu olduğu görülmektedir. Finansal istikrarsızlık ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir ve iki değişken arasındaki ilişkinin yönü finansal istikrarsızlıktan ekonomik büyüme doğrudur. Bu şu anlama gelmektedir, çalışmaya yön veren finansal istikrarsızlık arttıkça ekonomik büyüme azalmaktadır hipotezi doğrtulanmaktadır.

SONUÇ

İktisat politikaları beklentiler yoluyla finansal piyasalarda katılımcıların piyasa davranışlarını üzerinde önemli bir etkiye sahiptir ve bu nedenle finansal istikrarın gelişimine katkıda bulunmaktadır. Politika yapıcılar, günümüzde iki temel soruya cevap aramaktadırlar: Bunlardan ilki, artan küresel finansal istikrarsızlık nasıl azaltılacağı diğeri ise olası bir finansal istikrarsızlık durumunda bunanla nasıl başa çıkılacağıdır.

Ekonominin farklı zamanlarda, farklı biçimlerde hareket etmesinin nedenlerinden biri de finansal uygulamaların ve finansal yükümlülüklerin yapısının değişmesidir. Günümüzde sıkça rastlanan finansal istikrar kavramı bir amaçtır. Ekonomik faaliyetleri olumsuz yönde etkileyen finansal istikrarsızlık ise bir sorun olup, müdahale edilmediğinde süreç krizle noktalanmaktadır. Finansal istikrarsızlığı arttıran ve ekonomik küreselleşmeye hız kazandıran finansal küreselleşme ile reel getiriler önemini giderek yitirmiş, içgüdüsel tepkinin de etkili olduğu spekülatif kazançlar üretken yatırımlara baskın çıkmıştır. Böyle bir durumdaki istikrarsız finansal sistem artan kırılganlık nedeniyle krizlere yatkın hale gelmektedir ve söz konusu krizler daha sonra uluslararası bir hal kazanarak, ulusal ekonomi politikalarının da denetimini güçleşmektedir. Bu çalışmada özellikle yükselen piyasa ekonomileri ele alınmıştır. Finansal gelişimini tamamlamadan finansal serbestleşme kapsamında hızla dışa açılan yükselen piyasa ekonomileri kırılgan finansal yapıları gereği sıkça krizlerle karşılaşmıştır ve artan finansal istikrarsızlık ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir.

Finansal istikrarsızlık ile ekonomik büyüme ilişkisinin test edilmesi amacıyla panel veri analizinden yararlanılan ampirik modelde, BRICT ülkeleri kapsamında finansal istikrarsızlığın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Ampirik model kapsamında panel veri analizinden yararlanılmıştır. Panel veride zaman ve yatay kesit birimleri birlikte ele alındığı için gözlem sayısı daha fazla olmakta, böylece veriden daha fazla bilgi sağlanabilmektedir. Ayrıca, oluşturulan model daha az kısıtlayıcı varsayım ile tahmin edilebilmekte ve yapılan parametre tahminleri daha güvenilir olmaktadır. Ülkeler arası karşılaştırmaların yapıldığı panel veri analizinden elde edilen sonuçlar daha etkin ve asimptotik olarak tutarlı olmaktadır.

Çalışmada "yükselen piyasa ekonomileri" olarak isimlendirilen 1990'lı yılların başından itibaren finansal küreselleşme hareketleri ile ekonomik yapılarında neoliberal politikaları benimsemiş ülkeler analize konu edilmiştir. Söz konusu ekonomiler dünya ekonomisinin geleceği adına ekonomik büyüme ve finansal istikrar açısından önemli bir rol üstlenmektedir. Yükselen piyasa ekonomileri, finansal sistemlerini serbest piyasa ekonomisi doğrultusunda yeniden inşa etme çabası içerisinde olan, küresel ekonomi ile bütünleşme açısından önemli aşamalar kat etmiş gelişmekte olan ülkelerdir. Bu ülkeler yüksek ekonomik büyüme rakamlarına sahip, finans piyasalarında getiri-risk düzeyi yüksek ve aşırı oynaklığa sahip olan ülkelerdir.

Finansal istikrarsızlıkla ilgili önemli sorunlardan biri de, istikrarsızlık olgusunun niteliksel ve niceliksel bir ölçütünün oluşturulup oluşturulmayacağıdır. Finansal değişkenlerde meydana değişimlerin hangilerinin nasıl ve ne ölçüde istikrarsızlık hakkında bilgi sağladığını ayırt etmek gerekmektedir. Aynı şekilde, kimi makroekonomik değişkenler de finansal istikrarsızlıkla ilişkilendirildikleri ölçüde istikrarsızlığa karşı gerçekçi bir öngörü sağlayabilmektedir. Çalışmada, finansal istikrarsızlık endeksi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye dair uzun dönem regresyon katsayıları tahminlenmiş ve her bir ülkeye ait parametre katsayıları ayrıca yorumlanmıştır. Diğer çalışmalardan farklı olarak, değişkenler arası nedensellik analizine yer verilmiş ve nedensellik ilişkisinin yönü belirlenmiştir.

Finansal sistemin karmaşık yapısının gereği dengeden uzak ve durağan olmaması nedeniyle çalışmada durağan olmayan panel veri analizi tercih edilmiştir. Analiz için öncelikle finansal istikrarsızlık endeksi oluşturulmuş, ardından değişkenlerin heterojenliği incelenmiştir. Olası şokların etkilerinin ülkeden ülkeye değişip değişmediğinin araştırılması amacıyla yatay kesit bağımlılığı testinden yararlanılmıştır. Homojen ve yatay kesit bağımlılığı özelliği taşıyan seriler için ikinci nesil panel birim kök testlerinden faydalanılmış, verilerin durağanlığı incelendikten sonra seriler arası eşbütünleşik ilişkinin varlığı ikinci nesil panel eşbütünleşme testleri ile incelenmiştir.

Elde edilen bulgulara göre, finansal istikrarsızlık ekonomik büyümeyi olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Kısacası artan finansal istikrarsız ekonomik büyümeyi azaltmaktadır. Elde edilen bu sonuç, Loayza ve Ranciere (2006), Enowbi ve Kupukile (2012), Creel vd. (2014), Ahmed vd. (2015) ve Ceballas (2015) ile benzerlik göstermektedir. Ulaşılan sonuç ayrıca etkin piyasa hipotezinin geçerli olmadığını da göstermektedir. Özellike ana akım iktisat teorisinin savunduğu etkin piyasa hipotezinin geçerli olabilmesi için finansal istikrarsızlık ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmaması gerekirdi. Fakat elde edilen sonuçlar tersine Misnky'nin finansal istikrarsızlık hipotezini desteklemektedir. Finansal piyasalar yapısı gereği istikrarsızdır ve artan finansal istikrarsızlık ekonomik büyümeyi azaltmaktadır. Ekonomik büyümenin azalması ekonomide yaşanan bir daralmayı ya da bir finansal krizi işaret etmektedir.

Diğer çalışmalardan farklı olarak, finansal istikrarsızlık ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin incelendiği bu çalışmada, nedensellik ilişkisinin yönü finansal istikrarsızlıktan ekonomik büyümeye doğru olarak bulunmuştur. Böylece, teoriyle uyumlu olarak, artan finansal istikrarsızlığın ekonomik büyümeyi azalttığı sayısal olarak da ispatlanmaktadır. Finansal istikrarsızlık ve ekonomik büyüme arasında var olan negatif ilişki anlamlı olsa bile, değişkenler arası nedensellik yönü finansal istikrarsızlıktan ekonomik büyümeye doğru bulunmasaydı o zaman hipotezin üzerine kurulduğu teorik yapının uygun olmadığından şüphe edilebilirdi. Elde edilen ampirik sonuçlar tezin çıkış noktası olan finansal istikrarsızlığın bir sorun olarak ekonomiye zarar verdiğini, ayrıca yükselen piyasa ekonomiler açısından finansal istikrarsızlığın ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği hipotezini desteklemekte ve güçlü bir kanıt ortaya sunmaktadır.

Ekonomik büyüme gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya olduğu temel sorunlardan biridir. Ekonomik büyüme, daha yüksek yaşam standartları, sosyal ve insani göstergelerdeki iyileşmelere giden bir yoldur. Finansal istikrarsızlığı ortadan kaldırmayı amaçlayan reform stratejileri esas olarak büyüme oranlarını yükseltmeyi hedeflemektedir. Koşullara bakılmaksızın tüm ülkeler için aynı büyüme stratejisinin önerilmesi gerçekçi olmayacaktır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için yapısal sorunların da dikkate alındığı, finansın ekonomik büyümenin ayrılmaz bir parçası olduğu gözetilerek, yeni büyüme stratejileri geliştirilmeli ve finansal istikrarsızlık

kaynaklarına ilişkin çözüm önerileri getirilmelidir. Başarılı politika önerilerinde bulunabilmek için finansal istikrarsızlık kaynaklarının iyi bir şekilde tanımlanması gerekmektedir. Finansal istikrarsızlık kaynaklarının içerisinde davranışsal ekonominin payı dikkat çekmektedir.

Ekonominin gerçekte nasıl işlediğini öğrenmek için ekonomik birimlerin davranış biçimlerinin de iktisat teorisine dahil edilmesi gerekmektedir. Geleneksel teorinin, iktisadı bilimsel kılma çabası iktisadın ekonomik birimlerin yalnızca ekonomik motiflerle hareket edip, bütünüyle rasyonel olmaları halinde ekonomik faaliyetleri inceleyen bir disiplin haline dönüşmesine neden olmuştur. Günümüzde davranışsal ekonomi ile birlikte bireylerin bazı durumlarda rasyonel davranmadıkları da bilinmektedir.

Ana akım iktisat teorisi ekonomik birimlerin rasyonel olduğu varsayımı ile hareket etmektedir. Teorik olarak, ekonomik birimlerin rasyonel davrandığı varsayıldığında ekonomik faaliyetler nasıl biçimlenirdi sorusunun cevabı verilmektedir. Fakat ekonomik birimlerin hem ekonomik hem de ekonomik olmayan içgüdüsel tepkiler ile harekettiği, böylece irrasyonel de davranabileceği göz ardı edilmiştir. Bunun en temel nedenlerinden biri de ekonomik olayların davranışsal boyutunun analiz dışı bırakılmasıdır. Bu durumda, ekonomide yaşanılan aksaklıkların çözümünün bir bölümü de ihmal edilen faktörler arasında gizlenmektedir.

Finansal istikrarsızlık sorununun davranışsal boyutunun da çalışmalara dahil edilmesi, tasarlanacak ekonomi politiklarının uygulama alanını genişletecektir. Bununla birlikte, mikro temelli makro teorilerin sorunlara daha etkin çözümler sağlayabileceği gözlemlenmektedir. Teorinin test edilmesi amacıyla oluşturulan ampirik modeller hipotezlerin doğrulanması adına önemli katkılar sağlamaktadır ve davranışsal ekonomiyi kapsayacak şekilde genişletilmesi sorunların daha etkin bir biçimde çözümünü sağlayacaktır. İlerleyen çalışmalarda ülkelere özgü davranış motiflerinin ve ekonomik birimlere ait karar alma süreçlerininde analizlere dahil edilmesi ekonomilere ilişkin yeni yapısal önermelerin oluşturulmasına ışık tutacak ve sorunların çözümüne katkı sunacaktır.

KAYNAKÇA

Afonso A., Baxa J., ve M. Slavı´k. (2011). Fiscal Developments and Financial Stress: A Threshold VAR Analysis, *European Central Bank*, Working Paper Series 1319.

Agenor, P., R. (2004). Does Globalization Hurt the Poor?, *Journal of International Economics and Economic Policy*, 1: 1-31.

Aghion, P., George-Marios, A., Abhijit, B., ve M. Kalina. (2010). Volatility and Growth: Credit Constraints and the Composition of Growth,*Journalof Monetary Economics,*57: 246–265.

Aghion, P., Bacchetta, P., Rancière, R. ve K. Rogoff. (2009). Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development, *Journal of Monetary Economics*,56: 494–513.

Aghion, P., Howitt, P. ve D. Mayer-Foulkes. (2005). The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence, *Quarterly Journal ofEconomics*,120: 173–222.

Ahmed, K., Juliot, M. B. M. ve Ihadiyan Abid. (2015). Financial Development, Financial Instability and Economic Growth: Case of Maghreb Countries, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(4): 1043-1054.

Akçay, A. Ö. ve F. Erataş. (2012). Cari Açık ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Panel Nedensellik Analizi Ekseninde Değerlendirilmesi, http://teacongress.org/papers2012/AKCAY-ERATAS.pdf, 1-26.

Akdiş, M. (2000). *Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye*, İstanbul: Beta Yayınevi.

Akerlof, G. A. (1970). The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84(3): 488–500.

Akerlof, G. A. ve R. J. Shiller. (2010). *Hayvansal Güdüler, İnsan Psikolojisi Ekonomiyi Nasıl Yönlendirir ve Küresel Kapitalizm İçin Niçin Önemlidir,* İstanbul: Scala Yayıncılık.

Albulescu, C. T. (2010). Forecasting the Romanian Financial System Stability Using a Stochastic Simulation Model, *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 13(1): 81-98.

Albulescu, C. T. (2011). Economic and Financial Integration of CEECs: The Impact of Financial Instability, *AUCO Czech Economic Review*, 5:27–45.

Albulescu, C. T. (2012). Financial Stability, Monetary Policy and Budgetary Coordination in EMU, *Theoretical and Applied Economics*, 8(573): 85-96.

Alptekin, V. (2016). *Makro Ekonomi*, Konya: Eğitim Yayınevi.

Aras, G. ve A. Müslümov. (2003). Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi Ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri, 2. Ulusal Bilgi ve Ekonomi Kongresi, http://www.muslumov.com/wp-content/uploads/2012/07/FIN_REGULATION-Kocaeli-2003.pdf, 1-13, (Erişim Tarihi: (17.07.2016).

Arrow, K. J. (2010). *Economic Theory and the Financial Crises, How Inefficent Incentensive Can Lead to Catastrophes The Irrational Economist Making Decisions in a Dangerous World*, New York: Public Affairs.

Aslan, Ö. ve İ. Küçükaksoy. (2006). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 4:12-28.

Atje, R. ve B. Jovanovic. (1993). Stock Markets and Development, *European Economic Review,* 37: 632-640.

Auerbach, P. ve J., U., Siddiki. (2004). Financial Liberalization and Economic Development: An Assessment, *Journal of Economic Surveys*, 18(3): 231-265.

Avcı, M. A. ve O. Altay. (2013). Finansal Krizlerin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülmesi: Türkiye, Arjantin, Tayland ve İngiltere için Bir Analiz, *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14:47-58.

Aydın, K., M., Ak, M, Z. ve N. Altuntaş. (2013). Çevre Ülkelerinde Finansal Gelişme ile Büyüme Arasındaki İlişki: Panel Veri Analizi. *H. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31(2): 1-14.

Aydın, N., Sarıkamış, C., Ceylan, A., ve M. Coşkun. (2004). *Sermaye Piyasaları ve Mali Kurumlar.* 1. Baskı. TC. Anadolu Üniversitesi Yayın No:1581, Açıköğretim Fakültesi Yayın No:834.

Barro, R. J. ve X. Sala-i Martin. (1995). *Economic Growth*. NewYork: McGraw-Hill.

Beck, T. (2012). *Finance And Growth – Lessons From the Literature and the Recent Crisis,* http://www.lse.ac.uk/researchAndExpertise/units/growthCommission/documents/pdf/contributions/lseGC_beck_Finance.pdf, 1-6, (Erişim Tarihi:15.08.2015).

Begg, D., Fischer, S. ve R. Dornbusch. (2010). *İktisat* (Çeviren: Vildan Serin), İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

Bencivenga, V, R. ve B., D., Smith. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth, *The Review of Economic Studies,* 58(2): 195-209.

Bildirici, M. ve Ü. Bozoklu. (2010). Beklentilerin Ekonomi Üzerindeki Etkisi. MS-VAR Yaklaşımı, *TÜSİAD Koç University Economic Resarch Forum Working Paper Series,* Working paper 1019, 1-40.

Bayar, F. (2008). Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinde Türkiye. *Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi*, 32: 25-34.

Baysal, B. (2013). Merkez Bankası Bağımsızlığına Eleştirel Bir Yaklaşım. *İş Ahlakı Dergisi,*6(2): 165-170.

Bilgin, C. (2007). *Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye Örneği*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

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

Bocutoğlu, E. (2014). Ana Akım Konjonktür Teorileri ve 2007 Küresel Finansal Krizi, *International Review of Economics and Management*, 2(2): 1-39.

Bordo, M., D., ve D., C., Wheelock. (1998). Price Stability and Financial Stability, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 41-62.

Bozoklu, Ş. ve V. Yılancı. (2013). Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Gelişmekte Olan Ekonomiler İçin Analiz, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2): 161-187.

Cardarelli R, Elekdag S ve S. Lall. (2011). Financial Stress and Economic Contractions, *Journal of Financial Stability,* 7:78–97.

Ceballos, D., Pascual, M. ve D. Cantarero. (2015). Financial Instability and Economic Environment, http://www.ub.edu/iafi/Membres/DCeballos/bilbao06.pdf, 1-11, (Erişim Tarihi:09.08.2016).

Cihak, M. (2007). Systemic Loss: A Measure of Financial Stability, *Chez Journal of Economics and Finance,* 57(1-2): 5-26.

Cin, M. F. (2012). *Post-Keynezyen İktisat*, Ankara. Efil Yayınevi.

Cooper, G. (2008). *The Origin of Financial Crises*, New York: Vintage Books.

Cooray, A. (2010). Do Stock Markets Lead to Economic Growth?, *Journal of Policy Modeling*, 32(4): 448-460.

Creel, J., Hubert, P. ve F. Labondance. (2014). Financial Stability and Economic Performance, *Economic Modelling*, 48:25-40.

Çevik EI, Diboğlu S. ve A. M. Kutan. (2013). Measuring Financial Stress in Transition Economies, *Journal of Financial Stability,* 9:597–611.

Çiftçi, D., D. (2015), *Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Bir Genişletilmiş Solow Büyüme Modeli Denemesi ve Ampirik Uygulama*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Dalyancı, L. (2010). *Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Ekonometrik Analizi*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Davarcıoğlu-Özaktaş, Fatma. (2016). Finansal Piyasa Gelişmesi mi Büyümeyi Tetikler, Büyümemi Finans Piyasalarını Geliştirir? Türkiye Üzerine Bir Deneme, *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2):76-88.

Davidson, P. (2002). *Financial Markets, Money and the Real World*. Cheltenham UK, Northampton MA, USA: Edward Elgar.

Davig, T. ve C. Hakkio C. (2010). What is the Effect of Financial Stress on Economic Activity?, *Federal Econimic Review*, (Q II):35–62, Reserve Bank of Kansas City.

Deidda, L. ve B. Fattouh. (2008). Banks, Financial Markets and Growth, *Journal of Financial Intermediation,*17(1): 6-36.

Demirer, T. ve S. Çevikaslan. (2004). *11 Eylül Dönemeci YDD Terörü, 11 Eylülden Afganistan'a ABD İmparatorluğu*, İstanbul: Ütopya Yayınları.

Demetriades, P., O ve A. H. Khaled (1996), Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries. *Journal of Development Economics*, 51(2): 387-411.

Dinçer, G. (2011). Hayvansal Güdüler, İnsan Psikolojisi Ekonomiyi Nasıl Yönlendirir ve Küresel Kapitalizm İçin Niçin Önemlidir, *Ekonomik Yaklaşım,* 81(22): 129-132.

Doruk, Ü. T. ve Y. C. Şahintürk. (2012). Metafiziksel Olgular ve Güven Krizleri: 2008 Finansal Krizi'nde Türkiye'de Yatırımcı Davranışı Üzerine Ampirik Bir İnceleme. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2253834, 1-27. (Erişim tarihi:17.03.2016).

Domar, E. D. (1947). Expansion and Employment, *The American Economic Review*, 37 (1): 34-35.

Dowd, Douglas. (2008). *Kapitalizm ve Kapitalizmin İktisadı* (Çevrien: Cihan Gerçek), İstanbul: Yordam Yayıncılık.

Dumetriscu, E. ve C. Hurlin (2012). Testing for Granger Non-Causality in Heterogeneous Panels, *Economic Modelling*, 29(4): 1450-1460.

Durusoy, Serap. (2009). Kriz Sonrası Küresel Kapitalizmin Geleceği. *Alternatif Politika*, 1(3):363-389.

Duvan, O. B. (2010). Türkiye'de Finansal Gelişme-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Sermaye Birikimi ve Verimlilik Kanalları, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Eggoh, C. J. (2008). *Financial Development, Financial Instability and Growth: A Reappraisal*, Law, Economics and Management Faculty, University of Orleans, 1-21.

Eichengreen, B. (2004). Financial Instability. http://eml.berkeley.edu/~eichengr/policy/copenhagenjun9-04.pdf, 1-57. (Erişim tarihi: 20.05.2015).

Eichengreen, B., Rose, A., K. ve C. Wyploz. (1996). Contagious Currency Crises, *NBER,* Working Paper No:5681.

Enowbi, M. B. ve M. Kupukile. (2012). Financial Instability, Financial Openness and Economic Growth in African Countries, *MPRA*, Paper No:43340.

Erarslan, C., ve Timurtaş, M. E. (2015). Avrupa Borç Krizinin Seçilmiş Ülke Örnekleri Üzerindeki Etkileri, *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 1(2): 17-54.

Erataş, F. (2012). *Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme Ekseninde Krugman 45 Derece Kuralının Geçerliği: Küresel Bir Analiz,* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Erol, İ. ve E. Erol. (2015). *Para Teorisi ve Politikası*, Manisa: Emek Kitapevi.

ETH, Swiss Federal Institute of Technology Zurich (2016). http://globalization.kof.ethz.ch/aggregation/ (Erişim Tarihi:29.09.2016).

Fama, E. (1969). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, 25(2): 383-417.

Fama, E. (1991). Efficent Capital Markets: II, *The Journal of Finance*, 46(5): 1575-1617.

Fell, J. ve G. J. Schinasi. (2005). Assesing Financial Instability: Exploring The Boundaries of Analysis, *National Institute Economic Review,* 192(1): 102-117.

Frankel, Jeffrey. (2009). Anatomy of the Financial Crisis, http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/489960-1338997241035/Growth_Commission_Workshops_Financial_Crisis_Impact_Frankel_Presentation.pdf, 1-25, (Erişim Tarihi:09.09.2016).

Freud, G. (1912). A Note on the Unconscious in Psychoanalysis http://elearning.gilman.edu/pluginfile.php/71569/mod_resource/content/1/Freud%20Documents.pdf, 265-267.

Freud, G. (2013). *Metapsikoloji*, (Çevirenler: E. Kapkın ve A. Tekşen), İstanbul. Payen Yayınevi.

Fülbert, Georg. (2010). *Kapitalizmin Kısa Tarihi* (Çeviren: Sadık Usta), İstanbul: Yordam Kitap.

Gersl, A. ve J. Hermanek. (2006). Financial Stability Indicators: Advantages and Disadvantages of their Use in the Assessment of the Financial System Stability, *Czech National Bank*, Financial Stability Report.

Greenwood, J. ve B. Jovanovic. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income, *Journal of Political Economy,* 98(5): 1076-1107.

Grimaldi M. B. (2010). "Etecting and Interpreting Financial Stress in the Euro Area. *European Central Bank*, Working Paper Series 1214.

Goldsmith, R. (1969). *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press.

Güloğlu, B. ve M. İvrendi. (2010). Output Fluctuations: Transitory or Permanent? The case of Latin America, *Applied Economics Letters*, 17(4): 381-386.

Güriş, S. (2015). *Panel Veri ve Panel Veri Modelleri, Stata ile Panel Veri Modelleri* (Editör: Selahattin Güriş), İstanbul: Der Yayınları.

Hakkio C. ve W. Keeton. (2009). Financial Stress: What Is It, How Can It Be Measured and Why Does It Matter?, *Federal Reserve Bank of Kansas City - Economic Review*, (Q II):5–50.

Harrod, R. F. (1939). An Essay in Dynamic Theory, *The Economic Journal*, 49: 14-33.

Hatzius J., Hooper P., Mishkin F., S., Schoenholtz K., L. ve M., W., Watson. (2010). Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis, *NBER,* Working Paper 16150.

Heaton, H. (2005). *Avrupa İktisat Tarihi*, (Çevirenler: M. Ali Kılıçbay ve Osman Aydoğuş), Ankara: Paragraf Yayınevi.

Holló, D., Kremer, M., ve M. Duca. (2012). CISS –Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System, *European Central Bank*, Working Paper 1426.

Holmfeldt M, Rydén A, Strömberg L ve M. Strömqvist. (2009). How Has the Stress on the Financial Markets Developed? – An Index-Based Discussion. *Riksbank Economic Commentaries,* 13, www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Ekonomiska%20kommentarer/2009/ek_kom_no13_09eng.pdf.

Illing, M. ve Y. Liu. (2003). An index of Financial Stress for Canada, *National Bank of Canada,* Working Papers14.

Illing, M. ve Y. Liu. (2006). Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada, *Journal of Financial Stability*, 2:243-265.

IMF-International Monetary Fund. (2012). Enhancing Financial Sector Surveillance in Low-Income Countries – Financial Deepening and Macro-Stability. Board Paper.

IMF, International Monetary Found. (2016). IMF Annual Report 2016, Finding Solutions Together, Financial Stability Report.

Islami, M. ve J. R. Kurz-Kim. (2013). A Single Composite Financial Stress Indicator and Its Real Impact in the Euro Area, *Bundesbank*, Discussion Paper 31.

Jakubik, P. ve T. Slacik. (2013). Measuring Financial (In)Stability in Emerging Europe: A New Index-Based Approach, Financial Stability Report 25.

Joliffe, I., T. (2002). *Principal Component Analysis*, İkinci Baskı, New York: Springer-Verlag.

Kandil, M., Shahbaz, M. ve S. Nesreen. (2015). The Interaction Between Globalization and Financial Development: New Evidence from Panel Cointegration and Causality Analysis, *Empirical Economics*, 49:1317-1339.

Karadağ, B. (2004). *Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi ve Türkiye Örneği*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karanovic, G. ve B. Karanovic. (2015). Developing An Aggregate Index for Measuring Financial Stability in the Balkans, *Procedia Economics and Finance,* 33(2015):3-7.

Kemal, A. R. (2001). Debt Accumulation and Its Implications for Growth and Poverty, *The Pakistan Development Review*, 40(4): 263-281.

Kıvılcım, F. (2013). Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Türkiye Açısından Değerlendirilmesi, Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi, 5(1): 219-230.

Kindlerberger, C. P. ve R. Alibar (2005). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New Jersey: Jon Wiley.

Kliesen, K., L, Owyang, M., T., ve E., K. Vermann. (2012). Disentangling Diverse Measures: A Survey of Financial Stress Indexes, *Federal Reserve Bank of St. Louis Econ Review,* 2012:369–397.

Krugman, P. (1979). A Model of Balance of Payment Crises, *Journal of Money*, Credit and Banking, 11(3): 311-325.

Krugman, P. ve M. Obsfeld. (2009). *International Economics Theory & Politics*, NewYork: Pearson.

Kulalı, İ. (2016). Etkin Piyasa Hipotezi ve Davranışsal Finans Çatışması, *Finans ve Bankacılık Çalışmaları Dergisi*, 5(2):46-57.

Kurtcebe, E. (2015). Türev Finansal Araçlar ve Muhasebeleştirilmesi, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kurtoğlu, R. (2016). *Nörofinans: Küresel Para Savaşları ve Davranış Ekonomisi*, İstanbul: Asi Kitap.

Laker, J. F. (1999). Monitoring Financial System Stability, http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/1999/oct/pdf/bu-1099-1.pdf, (Erişim Tarihi: 17.08.2015).

Levine, R. (1991). Stock Markets, Growth, and The Tax Policy, *Journal of Finance*, 46(4): 1445-1465.

Loayza, N. ve R. Ranciere. (2006). Financial Development, Financial Fragility and Growth, *Journal of Money Credit and Banking*, 38:1051-1076.

Lucas, R., E. (1988). On the Mechanics of Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, 22: 3-42.

Magnus, G. (2010). *Uprising, Will Emerging Markets Shape or Shake the Wrold Economy*, New York: Wiley.

Mankiw, G., N., Romer, D. ve D., N. Weil. (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth, *Quarterly Journal of Economics,* 2: 407-437.

McKinnon R., I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: The Brookings Institution.

Meçik, O. ve M. Afşar. (2014). OECD Ülkelerinde Finansallaşma Süreci ve Etkileri, *AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,* 3(14):1-21.

Mermod Yüksel, A. (2011). *Elektornik Bankacılık ve Riskler*, İstanbul: Beta Yayınları.

Minsky, H. P. (1982). The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy. Hyman P. Minsky Archive. Paper 282. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/282. (Erişim Tarihi: 19.12.2015).

Minsky, H. P. (1992). The Financial Instability Hypothesis, *The Levy Economics Institute,* Working Paper 74, 1-10.

Minsky, H. P. (2013). *İstikrarsız Bir Ekonominin İstikrarı*, (Çeviren: Oğuz Esen), Ankara: Efil Yayınevi.

Mishkin, F. S. (1998). International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability, *NBER,* Working Paper 6390,1-33.

Mishkin, F. S. (1999). Global Financial Instability: Framework, Events, Issues, *Journal of Economic Perspectives*, 13(4):3-20.

Mishkin, F.S. (2004). *The Econonomics of Money, Banking and Financial Markets*, 7. Baskı, U.S.A: Pearson-Addison Wesley.

Mishkin, F. S. (2005). Is Financial Globalization Benefical?, *NBER*, Working Paper 11891, 1-50.

Mishkin, F. S. (2007). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, New York: Pearson.

Müslümov, A., ve G. Aras. (2004). Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerine Etkileri, *İktisat, İşletme-Finans Dergisi*, 222: 55-65.

Nelson, W.R., Perli, R. (2005). Selected Indicators of Financial Stability, Fourth Joint Central Bank Research Conference, *European Central Bank*, No:8.

Oktar, S., Eroğlu, N. ve İ. Eroğlu. (2013). 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları, *Marmara Üniversitesi İİB Dergisi*, 35(2): 1-28.

Özatay, F. (2011). *Parasal İktisat Kuram ve Politika*, Ankara: Efil Yayınevi.

Özdemir, B. K. (2013). *Finansal Küreselleşme ve Krizler*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Özerol, H. (2015). *Finansçı Olmayanlar İçin Finans*, 15. Baskı, Ankara: Elma Yayınevi.

Özel, H., A. (2012). Küreselleme Sürecinde Ticari ve Finansal Açıklığın Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği, *Yönetim Bilimler Dergisi*, 10(19): 1-30.

Pagano, M. (1993). Financial Markets and Growth: An Overview", *European Economic Review*, 37: 613–622.

Parasız, M. İ. ve K. Yıldırım. (1994). *Uluslararası Finans Teori ve Uygulama,* Bursa: Ezgi Kitapevi.

Phan, T. H. H. (2014). Financial Structure in the Age of Globalization, *Applied Economics*, 46(23): 2792–2813.

Pesaran, H., M. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels, Working Paper 0435, University of Cambridge.

Pesaran, H., M. (2006). Estimation and Inference in Large Heterogeneous Panels with a Multifactor Error Structure, *Econometrica*, 74(4): 967- 1012.

Pesaran, H., M. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence Of Cross-Section Dependence, *Journal of Applied Economics,* 22: 265-312.

Pesaran, H, M. ve T. Yamagata. (2008). Testing Slope Homogeneity in Large Panels, *Journal of Econometrics*, 142: 50-93.

Pesaran, H., M., Ullah, A. ve T. Yamagata (2008). A Bias-Adjusted LM test of Error Crosssection Independence, *The Econometrics Journal*, 11(1): 105-127.

Pesaran, H. M. ve T., Yamagata. (2012). Testing CAPM with a Large Number of Assets, Discussion Papers 12/05, Department of Economics, University of York.

Pradhan, R. P., Dasgupta, P. ve B. Samadhan. (2013). Finance, Development and Economic Growth in BRICS: A Panel Data Analysis, *Journal of Quantitative Economics,* 11(6): 308-322.

Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S., ve M. A. Köse. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, 17, *IMF,* Washington D.C.

Ramsey, F.P., (1928). A Mathematical Theory of Saving, *The Economic Journal*, 38(152): 543-559.

Rebelo, S. (1991). Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth, *The Journal of Political Economy*, 99(3): 500-521.

Robinson, J. (1952). *The Rate of Interest and Other Essays*. London: Macmillan.

Romer, P. M. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth, *Journal of Political Economy*, 94: 1002-1037.

Romer, P. M. (1990). Endogenous Technological Change, *The Journal of Political Economy*, 98(5): 71-102.

Rouabah, A. (2007). Mesure de la Vulnérabilité du Secteur Bancaire Luxembourgeois, *Luxembourg Central Bank*, Working Paper24.

Roubini, N ve S. Mihm. (2011). *Crisis Economics*. New York: Penguin Books.

Roye, B. J. (2014). Financial Stress and Economic Activity in Germany, *Emprica*, 41:101-126.

Savaş, V. F. (2012). *Küresel Finans ve Makro İktisat*, Ankara: Efil Yayınevi.

Senhadji, A. S. (2003). External shocks and debt accumulation in a small open economy, *Review of Economic Dynamics*, 6: 207-239.

Sever, E., Özdemir, Z. ve Z. Mızrak. (2010). Finansal Globalleşme, Krizler ve Ekonomik Büyüme: Yükselen Piyasa Ekonomileri Örneği, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2(3):45-64.

Shaw E., S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford: Oxford University Press.

Sinenko, N., Titarenko, D. ve M. Arins. (2013). The Latvian Financial Stress Index as an Important Element of the Financial System Stability Monitoring Framework, *Baltic Journal Economics,* 13(2): 87-112.

Slingenberg J., W. ve J. Haan. (2011). Forecasting Financial Stres, De Nederlandsche Bank, Working Paper 292.

Solow, R. M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth, *The Quarterly Journal of Economics,* 70: 65-94.

SPL, Sermaye Piyasası Kurulu. (2014). *Finansal Piyasalar. Lisanslama Sınavları* Çalışma Kitapları. http://www.spl.com.tr/Upload/files/1006.pdf, 1-286.

Stiglitz, J. E. (2010). *The Stiglitz Report- Reforming the International Monetary and Financial System in the Wake of the Global Crisis*. New York: The New Press.

Stiglitz, J. E., ve A. Weiss. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, 71: 393-410.

Sullivan, A. ve M. S. Steven. (2003). *Economics: Principles in Action*, New Jersey: Pearson Prentice Hall.

Swan, T. W. (1956). Economic Growth and Capital Accumulation, *Economic Record,* 32: 334-361.

Şak, N. (2016). *Panel Birim Kök Testleri, Stata ile Panel Veri Modelleri* (Editör: Selahattin Güriş), İstanbul: Der Yayınları.

Şen, A. ve H. Altaylı. (2010). Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Bağlamında Global Finansal İstikrarsızlık, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 10(1):163-179.

Şen, A. (2015). Asimetrik Bilgi-Finansal Kriz İlişkisi, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14(14):15-23.

Şıklar, İ. (2010). *Finansal Ekonomi*, 6. Baskı, Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesi Yayını 841, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Web-Ofset.

Taban, S., Günsoy, B., Günsoy, G., Erdinç, Z. ve M. T. Aktaş. (2013). *İktisadi Büyüme*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Web Ofset.

Tağraf, H. (2002). Küreselleşme Süreci ve Çokuluslu İşletmelerin Küreselleşme Sürecine Etkisi, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3(2):33-47.

TCMB, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2013). *Parasal Aktarım Mekanizması*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi.

TCMB, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2015). *Finansal İstikrar, Türkiye'deki Finansal İstikrar Gelişmeleri*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi.

TCMB, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2016). *Finansal İstikrar Raporu*, Sayı:22.

Tokucu, E. (2012). Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Çerçevesinde Finansal Krizler ve Çözüm Önerileri, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*,67(2):189-212.

Tunalı, Ç. B. (2009). İktisatta Beklentiler ve Beklentilerin Modellenmesi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası,* 59(1):135-168.

Turan, Z. (2011). Finansal Piyasalar ve Küreselleşme, *Mevzuat Dergisi*, 14(162): 1-11.

Ubiliva, D. (2014). On the Relationship Between Financial Instability and Economic Performance: Stressing The Business of Nonlinear Modelling, *Agricultural & Applied Economics Association's,* Annual Meeting, 1-24.

Ural, M. (2010). *Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Uysal, D. (2011). *Mikro İktisadi Analiz,* Konya: Çizgi Kitapevi.

Ün, T. (2016) *Stata ile Panel Veri Analizi, Stata ile Panel Veri Modelleri* (Editör: Selahattin Güriş), İstanbul: Der Yayınları.

Vandenbroucke, F. (1998). *Globalization, Inequality&Social Democracy*, London: Instutue for Public Policy Research (IPPR).

Vermeulen, R., Hoeberichts, M., Vasicek, B., Zigraiova, D. Smidkova K. ve J Haan. (2015). Financial Stress Indices and Financial Crises, *Open Economic Review*, 26:383–406.

VİOP, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası. (2014). *Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Kılavuzu*, 1-139. http://www.borsaistanbul.com/uyeozel_files/SoftwareAndDocuments/vip/Vadeli_Islem_ve_Opsiyon_Piyasasi_Kilavuz_v5.pdf. (Erişim Tarihi: 17.02.2016).

Westerlund, J. (2008). Panel Cointegration Tests of The Fisher Effect", *Journal ofApplied Econometrics,* 23(2): 193-233.

Wikipedia. (2016). Emerging Markets. https://en.wikipedia.org/wiki/Emerging_markets, (Erişim Tarihi: 21.08.2016).

Wood, E. M. (2000). *Küresel Kapitalizm ve Ulus Devlet* (Der ve Çev.: A. Başer Kafaoğlu), 2000'li yıllara girerken Kapitalizm, İstanbul: Kaynak Yayınları.

Wu, J., L., Hou, H. ve S. Y. Cheng. (2010). The Dynamic Impacts of Financial Institutions on Economic Growth: Evidence from the European Union. *Journal of Macroeconomic*s, 32(3): 879-891.

Yalta, Y. A. (2011). *Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar*, TÜBA Bilimler Akademisi, http://www.acikders.org.tr, (Erişim Tarihi:07.08.2016).

Yanar, R. (2008). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimi Tercihi ve Makro Ekonomik Performans*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yeldan, E. (2008). *Küreselleşme, Kim İçin? Dünya'da ve Türkiye'de*, Ankara: Yordam Kitap.

Yeldan, E. (2009). Kapitalizmin Yenien Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?, *Çalışma ve Toplum*, 2009(1):11-28.

Yerdelen-Tatoğlu, F. (2012). *İleri Panel Veri Analizi, Stata Uygulamalı*, İstanbul: Beta Yayınları.

Yerdelen-Tatoğlu, F. (2013). *Panel Veri Ekonometrisi, Stata Uygulamalı*, İkinci Baskı, İstanbul: Beta Yayınları.