

**Faiz Oranlarının Seviyesi Hakkındaki Tartışmaya Bir Katkı: Yeni Yapısalcı Yaklaşımda Finansal Sistem ve İktisadî Büyüme \*****A Contribution to the Discussion on the Level of Interest Rates: Financial System Economic Growth in New Structuralists Approaches**Cüneyt DUMRUL<sup>a\*\*</sup>, Ekrem ERDEM<sup>b</sup><sup>a</sup> Doç. Dr., Erciyes Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, Kayseri, [cdumrul@erciyes.edu.tr](mailto:cdumrul@erciyes.edu.tr), 0000-0002-6787-2001.<sup>b</sup> Prof. Dr., Erciyes Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, Kayseri, [ekremerdem@erciyes.edu.tr](mailto:ekremerdem@erciyes.edu.tr), 0000-0002-5876-8747.<https://doi.org/10.30711/utead.1019298>**MAKALE BİLGİSİ****Makale Geçmişi:**Başvuru Tarihi: 11 Aralık 2021  
Düzeltilme Tarihi: 2 Ocak 2022  
Kabul Tarihi: 7 Ocak 2022**Anahtar Kelimeler:**İktisadî Büyüme,  
Finans Sistemi,  
Faiz Oranları,  
Yeni Yapısalcı Yaklaşım**ARTICLE INFO****Article History:**Received December, 11, 2021  
Received in revised form January, 2, 2021  
Accepted January, 7, 2022**Keywords:**Economic Growth,  
Financial System,  
Interest Rates,  
New-Structuralist Approaches.**ÖZ**

1980'li yıllardan sonra dünya ekonomisinin finansallaşması çok hızlanmış ve bu durum ulusal ekonomi politikalarının içeriğini ve etkinliğini değiştirmiştir. Ekonomilerin finansallaşması birçok avantajın yanı sıra krizlerin sıklığını ve şiddetini artırabilmektedir. Bu çalışmada finansal krizleri açıklamada yeni yapısalcı yaklaşımın ileri sürdüğü finans-büyüme ilişkileri teorik olarak ele alınacaktır. Ayrıca yeni yapısalcı yaklaşımın faizlerin düşük seviyelerde tutulmasıyla ilgili önerileri de ele alınacaktır. Çalışmanın sonucunda döviz kuru artışlarına karşı faiz oranlarının tek savunma aracı olarak kullanılmaması gerektiği ileri sürülmüştür. Nitekim döviz kurlarının arttığı bir durumda faiz oranlarını artırarak karşı bir politika geliştirmek, ekonominin uzun vadedeki gelişimi ve istikrarı açısından önemli sorunlar yaratabilecektir.

**JEL Sınıflandırması:** G20, O43.**ABSTRACT**

After the 1980s, the financialization of the world economy has accelerated, and this situation has changed the content and effectiveness of national economic policies. The financialization of the economies can increase the frequency and severity of crises besides many advantages. In this study, the financial-growth relations suggested by the new structuralist approach in explaining financial crises are discussed theoretically. In addition, the recommendations of the new structuralist approach to keep interest rates at low levels are also discussed. As a result of the study, it has been suggested that interest rates should not be used as the only defense against exchange rate increases. As a matter of fact, in a situation where exchange rates increase, developing a counter-policy by increasing interest rates may create significant problems for the long-term development and stability of the economy.

**JEL Classifications:** G20, O43.

\*\* Sorumlu yazar/Corresponding author, [cdumrul@erciyes.edu.tr](mailto:cdumrul@erciyes.edu.tr)

Bu çalışma, "Finansal Sistemin Gelişimi ve Ekonomik Büyüme: Teori ve Türkiye Uygulaması" başlıklı doktora tezinden üretilmiştir.

## 1. GİRİŞ

Finansal sistem bir ekonomide fon akımlarını hızlandırmak, tasarruf ve yatırım haddini artırmak ve sistemde asimetrik bilgiyi azaltmak gibi temel işlevleri yerine getirmektedir. Ancak Keynes'in deyişiyle "bariz bir kumarhane faaliyetlerine" de dönüşebilen finansal işlemler, finansal krizlere neden olma suretiyle ekonomideki konjonktür dalgalarının boyunu ve şiddetini artırabilmektedir. 1980'li yıllardan sonra M-S yaklaşımının (bağlantılı olarak neo-klasik okulun) telkin ve çıkarsamaları doğrultusunda finans sistemine yönelik politika uygulamalarının sonuçları oldukça tartışmalıdır. Tartışmanın önemli bir kaynağı ise, belirtilen dönemde GOÜ'lerde yaşanan gelişmeler -özellikle de finansal krizler- olmuştur. Tartışmanın diğer bir kaynağı ise, M-S yaklaşımının önerdiği finansal serbestleşmeye ve küreselleşmeye dair politikaların, esasında ideolojik ve uluslararası hegemonya ile ilgili yönlerinin de olmasıdır. Bu yüzden, belirtilen politikalara yönelik eleştiriler ideolojik bakış açıları ile yapılabilmektedir. Ancak, uygulamalı çalışmalarda da finansal serbestleşmenin olumlu etkiler yaratacağı konusunda şüphe uyandıracak bulgular mevcuttur.

2008 Küresel Finans Krizi de, ulusal ve küresel anlamda denetlenmeyen ve düzenlenmeyen bir finansal sistemin dünya ekonomisi üzerinde yol açabileceği etkileri göstermiş ve finansal serbestleşme okulu olarak da adlandırılan Mc-Kinnon-Shaw (M-S) yaklaşımına yönelik eleştirileri artırmıştır. Bu krizin Keynesyen yaklaşımın müdahaleci önerilerinin özellikle finansal sistem açısından tekrar gündeme gelmesini sağladığı iddia edilebilir. Nitekim öteden beri Keynesyen ekole yakın iktisatçılar finansal sistemin belirtilen olumsuzluklara yol açmaması için sistemin ekonomideki ağırlığının artmasına ihtiyatla yaklaşmaktadırlar. Bu konudaki yaklaşımlar da yeni yapısalcı yaklaşım olarak nitelendirilmektedir.

Yeni yapısalcı yaklaşım, Robinson (1952)'de ileri sürülen görüşleri temel alan ve M-S hipotezine yönelik eleştirel ve talep yönlü bir bakış açısıdır. Bu yaklaşım kurumsal ve Keynesyen iktisada yakın bir perspektifte finans piyasalarını ele almaktadır. Kurumsal iktisatta piyasaların neo-klasik paradigmda ileri sürülen özelliklere sahip olmadığı ve söz konusu özelliklerin ülkelerin yapılarına göre değiştiği iddia edilmektedir. Kurumsal iktisat, özellikle neo-klasik paradigmanın piyasaların homojenliğine yönelik varsayımına karşı çıkmakta; iktisadî birimlerin homojen özelliklere sahip olmadığını ve bu yüzden fiyat oluşumu konusunda belirsizlikler doğabileceğini iddia etmektedir. Oluşan belirsizlikler ise, fiyat mekanizmasının açıklayamayacağı heterojen risk kavramının doğmasına neden olmaktadır (Tsuru 2000, 5; Thangavelu ve Jiunn 2004, 247-248; Aslan; Küçükaksoy, 2006: 28; Atamtürk, 2007: 79).

Yeni yapısalcı yaklaşımda finans kesiminin rolünün iktisadî kalkınmada önemli olduğu kabul edilmekte; ancak, analizler finansal değişkenlere ilişkin yapısal sınırlamalar ve finansal serbestleşmenin arz ve talep yönündeki etkileri göz önünde tutularak yapılmaktadır<sup>1</sup>. Başka bir deyişle, yeni yapısalcı yaklaşım tasarruf ve yatırımların nasıl oluştuğunu, hangi süreçlerle tahsis edildiğini analiz etmektedir (Kar 2001, 90; Kahyaoğlu 2008, 26). Yeni yapısalcı yaklaşımın M-S yaklaşımına yönelik eleştirileri de söz konusu mekanizmaların niteliği ve derecesi üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Wai (1972), Cole; Park (1983), van Wijnbergen (1982, 1983a, 1983b), Taylor (1983), Buffie (1984), yeni yapısalcı okulun teorik literatüründe önemli çalışmalardır. Bu çalışmalarda finansal serbestleşmenin faydaları konusunda önemli bir şüphe mevcuttur ve M-S yaklaşımına karşı sistemli ve tutarlı eleştiriler getirilmiştir. Belirtilen çalışmalarda gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) geri kalma sebepleri irdelenmekte; sebep olarak da piyasaların serbestleşme politikaları sonrasında etkin çalışmaması gösterilmektedir. Zira, belirtilen çalışmalarda finansal serbestleşmenin piyasa işleyişini etkinlikten uzaklaştırma suretiyle iktisadî kalkınmayı ve büyümeyi engellediği iddia edilmektedir (Akçoraoğlu, 2000: 10; Kar ve Taş, 2004: 168).

Bu çalışmada yeni yapısalcı yaklaşımda ileri sürülen finans-büyüme ilişkileri teorik olarak ele alınacaktır. Çalışmanın amacı, yeni yapısalcı yaklaşımın teorik literatürünü ana hatları ile ortaya koymaktır. Bu surette finansal krizlerin önlenmesi ve finansal istikrarın sağlanması için yeni yapısalcı perspektifte bir bakış açısı sunulacaktır. Belirtilen amaçla ilk olarak yeni yapısalcı yaklaşımın M-S yaklaşımına yönelik eleştirileri ortaya konulacak; yaklaşımın temel esasları finansal gelişmelerin iktisadî büyüme üzerindeki etkilerine ilişkin hipotezler bir literatür taraması ile sunulacaktır.

Bu çalışma sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerini önemli ölçüde etkilediği günümüzde, finansal serbestleşmenin ve finansal kısıtlama politikalarının karşılaştırmalı bir şekilde incelenmesine olanak sağlamaktadır. Bunun yanı sıra yeni yapısalcı yaklaşımın faiz oranları ile ilgili bakış açısı da günümüz iktisadî gelişmeleri için önem arz etmektedir. Yeni yapısalcı yaklaşım faiz oranlarının düşük seviyelerde kalmasının ekonomi açısından daha olumlu etkilere yol açacağını iddia etmektedir. Belirtilen iddia Türkiye'de yaşanan faiz tartışmalarına katkı sağlayacaktır.

<sup>1</sup> Nitekim, yeni yapısalcıların analizleri iktisadî birimlerin işlemlerinin ötesine gitmekte; bu birimlerin işlettikleri üretim organizasyonlarının kendine has özellikleri ve bunların bağlı olduğu işleyiş biçimleri de incelenmektedir. Ayrıca, yeni yapısalcı yaklaşımın analizlerinde çıkar çatışmaları, eksik bilgi gibi işlem maliyetleri, piyasa gücü ve farklı kurumsal davranışlar nedeniyle oluşan piyasa katılıkları da göz önünde tutulmaktadır. Belirtilenlerin yanında, yeni yapısalcı yaklaşımda içsel-yapısal katılıklar ve kurumsal değişimin neden olduğu süreçler eş-anlı olarak analiz edilmektedir (Kar, 2001:90).

## 2. YENİ YAPISALCI YAKLAŞIMIN MCKINNON-SHAW (M-S) YAKLAŞIMINA YÖNELİK ELEŞTİRELİLERİ

M-S yaklaşıma yönelik eleştiriler öncelikle Yeni Keynesyen teoriden gelmiştir. Yeni Keynesyen teori ile M-S yaklaşımının en önemli farkı, yeni klasik teorinin çıkış noktası olarak ele aldığı ödünç verilebilir fonlar teorisinden kaynaklanmaktadır. Nitekim, neo-klasik iktisadın bir uzantısı olan M-S yaklaşımında piyasa faiz oranının oluşmasında tasarruf sahipleri etken iken; yeni Keynesyen teoride bankacılık sistemi ve bu sistemin kendine özgü politikaları etkindir. Yeni Keynesyen teorinin faiz oranlarının oluşumu ve etkileri konusundaki belirtilen görüşü, faiz-büyüme mekanizmasında önceliğin faiz oranlarını serbestleşme yönündeki politikalar yerine, bankacılık sisteminin optimum faiz oranlarını belirleyecek yapıya uygun bir şekilde düzenlenmesine yönelik politikalara öncelik verilmesini telkin etmektedir. Bu durumun nedeni ise, yeni Keynesyen teoride yeni yapısalci yaklaşımda olduğu gibi faiz oranlarındaki bir artış, yatırım talebini azaltma suretiyle, büyüme hızını kısıtlayan bir unsur olabilir (Eser: 1996, 25).

Öncelikle M-S yaklaşımın dayandığı neo-klasik okulun GOÜ'lerdeki finansal gelişme-iktisadî büyüme ilişkisini, diğer açıklamalarında olduğu gibi ve katı varsayımları nedeniyle, oldukça mekanik bir biçimde açıkladığı yeni yapısalcılar tarafından iddia edilmektedir. Ayrıca, neo-klasik yaklaşımda yüksek faiz oranlarının doğrudan güçlü finans piyasaları oluşturacağı iddia edilmekte; ancak, ilgili mekanizma yeterince açıklanmamaktadır. Belirtilen katı varsayımlar, finansal serbestleşme okulunun, GOÜ'lerin kurumsal, yapısal, kültürel ve politik koşullarını dikkate almadan, finansal serbestleşmeye ilişkin çıkarımlarda ve önerilerde bulunmasına neden olmaktadır (Kar ve Taş, 2004: 168).

Yeni yapısalci yaklaşım varsayımları açısından da M-S yaklaşımından farklılık arz etmektedir. Belirtilen farklar aşağıda sıralandığı gibidir;

- Ücretler sınıf çatışmaları vasıtasıyla dışsal veya kurumsal olarak belirlenir,
- Enflasyon sermaye ve emek sınıflarının göreceli güçlerine göre oluşur,
- Tasarruflar sadece kâr gelirine bağlıdır. Ücretler üzerinden tasarruf yapılamaz,
- Fiyat seviyesi işgücü ve işletme sermayesinin finansman maliyetlerinin üzerine konulan maliyet artışı kâra göre oluşur,
- GOÜ'ler hammaddelerin, ara mallarının ve sermaye mallarının ithalâtına aşırı şekilde bağımlıdır (Fry, 1988: 87).

Yukarıda sıralanan son iki varsayım faiz oranlarını artıracak sıkı para politikasının ve ithalât maliyetlerini artıracak bir devalüasyonun enflasyonu artırma ve aynı zamanda iktisadî büyüme hızını düşürme vasıtasıyla bir

stagflasyona yol açabileceğini göstermektedir (Fry, 1988: 87). Başka bir deyişle, finansal serbestleşmeye geçiş durumunda uygulanması gereken ve M-S yaklaşımı tarafından tavsiye edilen politikalar stagflasyona yol açacaktır<sup>2</sup>.

Yeni yapısalci yaklaşım finansal serbestleşme okuluna yönelik eleştirilerini Tobin (1965)'e dayanarak da yapmaktadır. Nitekim, Tobin (1965)'de sermaye yoğunluk seviyesinin belirlenmesinde parasal faktörlerin rolü açıklanmaya çalışılmış ve para ile büyüme arasında analitik bir çerçeve çizilmiştir. Çalışmada kurulan model, neo-klasik büyüme kuramına ve Keynesyen likidite tercihi teorisine dayanmaktadır. Modelde geliştirilen para talebi fonksiyonuna göre, hanehalkı tasarruflarını para ve verimli sermaye malları arasında paylaşmaktadır. Buna göre, hanehalkının sermaye mallarına yatırım yapması, parasal varlıkların faiz getirisinin sermaye malı getirisinden daha düşük olmasına bağlıdır. Sermaye mallarının getirisi faiz getirisinden büyük olduğu sürece, hanehalkı tasarruflarını sermaye mallarına yönlendirecektir. Böylece, finans sistemindeki faiz getirisinin düşük olması sermaye mallarına yapılan yatırımı artıracak ve sonuçta sosyal refah artışı ile iktisadî büyüme doğrudan hızlanacaktır. Bu nedenle, hükümetin kredi piyasalarına müdahalesi; yani, finansal baskı politikaları gereklidir (Tobin, 1965: 679; Emek, 2000: 61; Eschenbach, 2004: 1; Kahyaoglu, 2008: 24).

M-S yaklaşımında katı bir şekilde bankacılık dışı finans sisteminin (yani organize olmayan finans piyasalarının) etkin olmadığı iddia edilmektedir. Ancak, yeni yapısalcılara göre organize olmayan finansal araçlar organize olanlara göre daha etkin olabilir. Belirtilen etkinliğin sebebi ise, organize olmayan finansal araçların daha atak ve daha rekabetçi bir yapıda faaliyetlerini yürütmeleridir. Başka bir deyişle, yeni yapısalcılara göre organize olmayan kredi piyasaları daha "serbest" koşullar altında işlediği için daha verimlidirler ve daha fazla kredi yaratma etkinliğine sahiptirler<sup>3</sup>. Söz konusu durumun temel sebepleri ise, neo-klasiklerin varsaydıkları piyasa işleyişinin, GOÜ'lerin finans piyasalarında geçersizliği, organize olmayan kredi piyasalarının rezerv bulundurmaya yönelik kısıtlamalara tâbi olmamaları ve bu piyasaların daha rekabetçi yapılarıdır. Sonuçta, finansal serbestleşme ile organize finansal araçların piyasalarda hâkim olması faiz oranlarının artmasına, toplam kredi hacminin düşmesine, enflasyonun artmasına; yani stagflasyonist etkilere yol açabilmektedir<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Türk ekonomisinde de faiz oranlarına ilişkin politikalar oldukça tartışmalıdır ve konu yeni yapısalcıların bu iddiaları çerçevesinde fazlaca değerlendirilmemektedir.

<sup>3</sup> Yeni yapısalci yaklaşımın belirtilen görüşü Cho (1990)'a göre uygulamalı olarak test edilmesi güç bir iddiadır. Çalışmaya göre, organize olmayan kredi piyasasındaki fon tahsisine ilişkin bilginin elde edilmesi söz konusu değildir (Cho, 1990: 479).

<sup>4</sup> Yeni yapısalci yaklaşımın bu iddiasına karşın Cho (1990)'a göre, organize olmayan kredi piyasaları yerel anlamda borç verir ve borç toplarlar. Ayrıca, bilgi edinme konusunda da daha dar olanaklara sahiptirler. Organize olmayan kredi

(Kar ve Taş, 2004: 168; Fry, 1988: 88; Cho, 1990: 478; Akçoraoğlu, 2000: 10-11).

Yukarıdaki ifadelerden anlaşılacağı üzere, yeni yapısalci yaklaşımın M-S yaklaşımındaki iddialara ilişkin önemli bir eleştirisi de, finansal serbestleşme ile enflasyon arasında kurulan bağıdır. Nitekim, neo-klasik söylem çerçevesinde ve M-S hipotezi bağlamında, GOÜ'lerde faiz oranlarının yükseltilmesinin tasarrufları artırma yönündeki olumlu etkisinden ziyade, sermaye maliyetinin artması vasıtasıyla kısa dönemde enflasyon oranını hızlandırıcı etkisi söz konusu olabilir. Hızlanan enflasyon haddi ise, toplam talebi daraltacak; finansal araçların reel getirilerini düşürecek; borçlanma maliyetlerini artıracak ve sonuçta iktisadî büyüme yavaşlayacaktır. Yüksek enflasyonun başka bir sonucu da Fisher denklemi uyarınca reel faiz oranlarının düşerek tasarruf haddinin azalması olabilir. Ayrıca, yüksek maliyetli borçlanmanın arz yönlü enflasyonist etkisi, GOÜ'lerde stagflasyonist bir dinamik üretme suretiyle toplam talep cephesinde deflasyonist etkinin baskın geleceği de, yeni yapısalcılarının finansal serbestleşme okulunun hipotezlerine yönelik önemli bir eleştirisidir (Eser, 1996: 36; Akçoraoğlu, 2000: 10-11; Eschenbach, 2004: 6).

Yeni yapısalci yaklaşımın M-S okuluna yönelik eleştirilerini destekleyen başka bir çalışma da Taylor (1983)'dür. Çalışmaya göre kredi stoku üzerinde mevduat faiz oranlarındaki artışın etkisi, fon kaynaklarının nereden geldiğine bağlıdır. Fonlar altın veya mücevher gibi verimli olmayan fonlardan ya da hisse senetleri borsasındaki kaynaklardan gelebilir. Bankalara yönelik mevduat kaynakları verimli olmayan kaynaklardan geliyorsa, verimli olmayan kullanımdan, verimli kullanıma bir geçiş söz konusu olacak ve böylece finansal serbestleşmenin kredi stokunda olumlu bir sonuç doğurmasına neden olacaktır. Nitekim, böylesi bir durumda bankaların borç verme olanağı artacak; yatırım talebi teşvik edilecek ve işletme sermayesinin maliyeti düşecektir. Diğer taraftan, yükselen mevduat faizleri borç verenleri teşvik ediyorsa veya borç verenler finansal kaynaklarını organize olmayan piyasalardan bankalara yönlendiriyorlarsa, resmî kurumların kredi tavanları veya zorunlu rezerv sınırlamaları gibi uygulamaları nedeniyle ekonomideki kredi hacmi daralabilir. Böylesi bir durumda ise, finansal serbestleşme olumsuz bir duruma yol açar; yani, fon hacmindeki azalmaya bağlı olarak yatırım olanakları ve dolayısıyla iktisadî büyüme hızı azalabilir. Ayrıca, finansal serbestleşme sonrası tasarruf yapma eğilimindeki bir artış ile meydana gelen toplam talep düşüşü, yatırım olanaklarındaki artışın neden olacağından daha fazla

miktarda ekonominin daralmasına neden olabilir (Kar, 2001: 93).

Literatürde finansal serbestleşme ardından yükselen faiz oranlarına ilişkin gelir ve ikâme etkilerinin tasarruflar üzerindeki net etkisinin belirsiz olduğu iddia edilmektedir. Ayrıca, yüksek faiz oranlarının tasarruf hareketliliğini hızlandıracağı yönündeki genel kanaati doğrulayacak bir bulguya ulaşmanın da güç olduğu iddia edilmektedir. Nitekim, ABD ve diğer gelişmiş ülkelere ilişkin veriler ve bulgular, faiz oranlarının tasarrufları olumlu etkilediğine ve tasarruf hareketliliğine yol açtığına yönelik şüpheyi destekler niteliktedir (Dornbush ve Reynoso, 1989: 205).

### 3. YENİ YAPISALCI YAKLAŞIMIN UNSURLARI VE MODELLERİ

Daha önce de belirtildiği üzere, yeni yapısalci görüş M-S yaklaşımından varsayımsal açıdan önemli farklar arz etmektedir. Yaklaşımın modellemelerinde reel ücret, Lewis tipi artı emek ekonomisinin varsayımlarını yansıtabilecek şekilde kurumsal veya dışsal olarak belirlenmektedir. Modellemelerde enflasyonunun seviyesi, işgücü ve işverenlerin göreceli gücüne göre oluşmakta ve bu seviye işgücü ile ithalât maliyeti de dâhil olmak üzere işletme sermayesinin finans maliyeti ile maliyet üzerine sabit üretim fiyatlandırmasına göre oluşmaktadır. Diğer taraftan, tasarruflar sadece kâr üzerinden değil ücretler üzerinden de yapılmaktadır (van Wijnebergen, 1983b: 51; Kar, 2001: 90-91).

M-S yaklaşımında olduğu gibi yeni yapısalci yaklaşımda da GOÜ'lerdeki finans piyasaları organize ve organize olmayan olmak üzere ikili bir yapıya sahiptir ve piyasadaki fonlar organize sistem ile organize olmayan sistem arasında serbestçe dolaşım görmektedir. GOÜ'lerde, fon arz ve talebi açısından gayri resmî ya da organize olmayan finansal araçlar da önemli bir role sahiptir. GOÜ'lerdeki organize olmayan finans piyasaları oldukça rekabetçi bir yapıya sahip olabilecekleri gibi organize finansal araçlara göre daha atak ve ekonomide daha yaygın olabilirler. Organize olmayan kredi piyasası, finansal serbestleşmenin iktisadî büyümeyi hızlandırıp hızlandırmamasında önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca, yaklaşımda hanehalkının varlıklarını, bankalarda, organize olmayan finans piyasalarında ve verimsiz varlıklarda (altın gibi) olmak üzere üç şekilde değerlendirdikleri varsayılmaktadır. Bu açıdan da yeni yapısalci yaklaşım M-S modelinden varsayımsal olarak fark göstermektedir (Fry, 1988: 88; Cho, 1990: 478; Eser, 1996: 24; Emek, 2000: 65-66; Kar, 2001: 91; Doğan, 2002: 62; Eschenbach, 2004: 9).

Yeni Keynesyen teori ile M-S yaklaşımının en önemli farkı, yeni klasik teorinin çıkış noktası olarak ele aldığı ödünç verilebilir fonlar teorisinden kaynaklanmaktadır. Nitekim, neo-klasik iktisadın bir uzantısı olan M-S yaklaşımında

piyasalarının belirtilen özellikleri, fon tahsisindeki etkinliklerinin yetersiz olmasına da neden olabilir. Hatta organize olmayan finans piyasaları riskin dağıtımında yetersiz ve faiz oranlarında da yüksek risk primine sahip olabilirler. Belirtilen nedenlerle, tıpkı düşük faiz oranlarında olduğu gibi, yüksek faiz oranlarının da varlığı fonların etkisiz tahsisine neden olabilir (Cho, 1990: 479).

piyasa faiz oranının oluşmasında tasarruf sahipleri etken iken; yeni Keynesyen teoride bankacılık sistemi ve bu sistemin kendine özgü politikaları etkindir. Yeni Keynesyen teorinin faiz oranlarının oluşumu ve etkileri konusundaki belirtilen görüşü, faiz-büyüme mekanizmasında önceliğin faiz oranlarını serbestleşme yönündeki politikalar yerine, bankacılık sisteminin optimum faiz oranlarını belirleyecek yapıya uygun bir şekilde düzenlenmesine yönelik politikalara öncelik verilmesini telkin etmektedir. Bu durumun nedeni ise, yeni Keynesyen teoride yeni yapısalci yaklaşımda olduğu gibi faiz oranlarındaki bir artış, yatırım talebini azaltma suretiyle, büyüme hızını kısıtlayan bir unsur olabilir (Eser, 1996: 25).

Yeni Keynesyen teoride yine yeni yapısalci yaklaşıma benzer şekilde piyasa faiz oranlarını artırmaya yönelik finansal serbestleşme politikalarının her zaman tasarruf hacmini artırma suretiyle yatırımları da artırmayacağı; dolayısıyla, iktisadî büyümeyi hızlandırmayacağı savunulmaktadır. Artan faiz oranları piyasada artan belirsizlik ve risk olarak algılanabilir ve bu durumda bankalar kredi tayınlamasını tercih edebilir. Özellikle GOÜ'lerde finansal serbestleşmeden ve yatırım artışından daha önde gelen sorun finansal istikrardır. Finansal istikrarın sağlanmadığı bir ortamda finansal serbestleşmeye gidilmesi ve sonrasında faiz oranlarının artması belirsizlik ve risk artışından kaynaklanan istikrarsızlıkları daha da derinleştirebileceğinden, zaten yüksek seviyede olan atıl fon hacmini daha da artırabilir. Böylesi bir durum ise, iktisadî büyüme hızının yavaşlamasına neden olabilir. Başka bir deyişle, yeni Keynesyen teoride GOÜ'lerde finansal istikrarın sağlanması daha fazla önem arz etmekte ve bu nedenle finansal serbestleşmeye, faiz oranları daha istikrarsız hale gelebileceğinden temkinli bakılmaktadır (Eser, 1996: 25–26; Büyükkakin, 2007: 31).

Yeni yapısalci yaklaşım van Wijnbergen tarafından geliştirilen model değerlendirilebilir. Modelde hanehalkının bir kısmının Tobin tipi portfolyo davranışına göre hareket ettiği; hanehalkının reel servetinin ( $W$ ), nakitten ( $C^d$ ), vadeli mevduat ( $TD$ ) ve organize olmayan kredi piyasaları veya hisse senetleri piyasası vasıtasıyla iş âlemine verilen doğrudan borçlardan ( $L_h$ ) müteşekkil olduğu varsayılmaktadır. Modelin fonksiyonel çerçevesi reel terimlerle (1), (2), (3) ve (4) numaralı denklemlerde gösterildiği gibidir (van Wijnbergen, 1983a: 435-437; Fry, 1988: 89–91):

$$C^d = f^c(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (1)$$

$$TD = f^{td}(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (2)$$

$$L_{UMM} = f^{UMM}(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (3)$$

$$L_h^s = f^L(\pi, i, r_{td}, y)W \quad (4)$$

(1), (2), (3) ve (4) numaralı denklemlerde yer alan ( $\pi$ ), enflasyon oranını; ( $i$ ), organize olmayan kredi piyasasındaki nominal faiz oranını; ( $r_{td}$ ), vadeli mevduat reel faiz oranını ve ( $y$ ) de gelir seviyesini göstermektedir. Denklemlere göre, veri refah seviyesinde para talep fonksiyonu ve vadeli mevduatlar gelir ile pozitif ilişkili olduğundan hanehalkının organize olmayan kredi piyasalarına yönelik fon arzı gelir ile negatif ilişkilidir. Bankalar zorunlu rezerv oranlarına ve mevduat seviyesine göre oluşan kullanılabilir rezervlerine göre iş âlemine borç ( $L_b^s$ ) arz etmektedir. Bu durum (5) numaralı denklemdeki gibi gösterilebilir:

$$L_b^s = b(\pi, r_L)q \cdot TD \quad 0 < b < 1 \quad (5)$$

(5) numaralı denklemde yer alan ( $r_L$ ) bankaların reel borç verme faiz oranını göstermektedir. Finansal baskı politikalarının uygulandığı durumda bankaların uyguladıkları faiz oranları hükümetin belirlediği ve piyasayı temizleyen oranın altındadır. Buna mukabil, organize olmayan piyasalarda uygulanan faiz oranı serbest piyasa koşullarına göre belirlendiği için, oluşan seviye piyasayı temizleme özelliğine sahiptir. Diğer yandan, firmaların fon talebi (6) numaralı denklemde gösterildiği gibi hâsılaya ve reel ücrete bağlıdır:

$$L^d = L(w, y) \quad (6)$$

(6) numaralı denkleme göre firmaların fon talebi organize olmayan piyasa faiz oranına tam inelastiktir. Organize olmayan kredi piyasasındaki denge ise, (7) numaralı denklem itibarıyla oluşur:

$$L(w, y) - b(\pi, r_L)q \cdot f^{td}(\pi, i, r_{td}, y)W = \quad (7)$$

(7) numaralı denklemin türevi alındığında pozitif eğimli LM eğrisine ulaşılır. Hâsılaya ilişkin denklemin türevi alındığında ise, (8) numaralı IS eğrisine ilişkin denkleme ulaşılır:

$$y = A(i - \pi, y), \quad A_i < 0 \quad 0 < A_y < 1 \quad (8)$$

Modelin genel sonucu ise, faiz oranlarının serbestleştirilmesi durumunda, iktisadî birimlerin organize piyasalardaki banka mevduatlarına yatırım yapmak için organize olmayan piyasalardaki varlıkları kullanmalarındadır. Organize olmayan piyasaların organize piyasalara göre daha etkin işlemesi varsayımı altında finansal serbestleşme, ekonominin genelinde de bir etkinlik azalışına yol açabilecektir (van Wijnbergen, 1983a: 450-451; Kar, 2001: 92).

Yeni yapısalci yaklaşımın temel aldığı çalışmalardan Taylor (1983)'de finansal serbestleşmenin etkisini tespit etmek için tüm ekonomiyi içeren yapısal bir model oluşturulmuştur. Kurulan model büyük ölçüde van Wijnbergen (1983b)'deki modele benzemektedir. Çalışmada M-S modeline karşı geliştirilen temel argüman,

krediler için uygulanan reel mevduat faiz oranındaki bir artışın etkisinin büyük ölçüde mevduatın kaynağına bağlı olmuştur. Burada mevduatın kaynağı konusunda iki alternatif söz konusudur. Mevduatların birinci kaynağı organize olmayan kredi piyasasından gelen altın veya mücevher gibi üretken olmayan varlıklardır. Bankacılık sektörüne gelen böylesi bir kaynak, iktisadî büyümeyi olumlu etkileyebilecektir. Nitekim, böyle bir durumda bankaların kredi hacmi ile birlikte yatırım talebi teşvik edilmiş olacak ve işletme sermayesinin maliyetleri düşecektir. Öte yandan, yüksek mevduat faiz oranları tasarruf sahiplerinin varlıklarını resmî olmayan piyasalardan çekip bankalara yönlendirmelerine sebep olursa, organize olmayan kredi piyasasında genel bir daralma yaşanabilecek ve bu durum tüm piyasaya sirayet edecektir. Piyasadaki böyle bir kredi daralmasının sebebi ise, resmî kurumlardaki rezerv zorunluluklarının veya kredi sınırlamalarının (veya tavanlarının) organize olmayan kredi piyasalarından daha yoğun bir şekilde uygulanmasıdır (Kar, 2001: 93; Emek, 2000: 66; Fry, 1988: 94).

Taylor (1983)'deki modelde, hisse senetleri piyasası getiri oranlarındaki bir artış, işletme sermayesinin maliyetindeki artış vasıtasıyla fiyatlar genel seviyesini de artıracaktır. Fiyatlar genel seviyesindeki artış ise, büyüme hızının düşmesine neden olacaktır. Zira, fiyatlar genel seviyesi arttığında, her ne kadar firmalar için kârlılık düzeyi artsa da, faiz oranlarındaki artışın maliyet etkisi daha fazla olacak ve yatırım düzeyi azalacaktır (Taylor, 1983: 91; Kar, 2001: 93).

Taylor'un modelinde iktisadî birimler üç tip varlığı ellerinde tutmaktadırlar. Bunlar banka mevduatları, hisse senetleri piyasasında firmalara verilen borçlar ve altın gibi üretken olmayan varlıklardır (Fry, 1988: 94-98). Hâsıla seviyesinin mevcut sabit sermaye tarafından belirlendiği modelde, parasal genişlemenin etkileri analiz edilmiştir. Modelde hâsılaya ilişkin gösterim en basit anlamda (9) numaralı denklemdeki gibidir:

$$Y = \sigma K \quad (9)$$

(9) numaralı denklemde yer alan ( $Y$ ), hâsıla seviyesini; ( $K$ ), sabit sermayeyi göstermektedir. Modelde hâsıla aynı zamanda işgücü, sermaye ve faiz maliyetlerinden müteşekkil olabilir. Böylesi bir durum (10) numaralı denklemdeki gibi gösterilebilir:

$$PY = (1 + i)wN + rPK \quad (10)$$

(10) numaralı denklemde yer alan ( $P$ ), fiyat seviyesini; ( $i$ ), organize olmayan kredi piyasalarındaki faiz oranını; ( $w$ ), nominal ücret haddini; ( $N$ ), emek miktarını; ( $r$ ), kâr haddini göstermektedir. Taylor'un modelinde faktörler arası ikâme söz konusu değildir. Bu nedenle işgücü kullanımı (11) numaralı denklemde gösterildiği gibi hâsılanın belli bir oranına karşılık gelmektedir:

$$N = \beta Y = \beta \sigma K \quad (11)$$

(11) numaralı denklem (12) numaralı denkleme ikâme edildiğinde ise, (12) numaralı denklem elde edilmektedir:

$$r = \sigma \left[ \frac{1 - (1+i)w\beta}{P} \right] \quad (12)$$

(12) numaralı denklem fiyat seviyesi üzerinden ifade edilirse (13) numaralı denkleme ulaşılmaktadır:

$$P = \frac{\sigma w(1+i)\beta}{(\sigma - r)} \quad (13)$$

Taylor modelinde mal piyasasındaki denge [ $C + I + G = Y$ ] şeklinde gösterilmektedir. Diğer taraftan tasarruf seviyesi toplam kârın ( $rPK$ ) sabit bir oranına ( $s$ ) eşittir. Bu nedenle nominal terimlerle tüketim seviyesi (14)'de denklemde gösterildiği gibidir:

$$PC = (1 + i)wN + (1 - s)rPK \quad (14)$$

Taylor'un modelinde tasarruf/yatırım dengesi ise, (15) numaralı denklemdeki gibi ifade edilebilir:

$$g + \gamma\sigma - sr = 0 \quad (15)$$

(15) numaralı denklemde yer alan ( $g$ ), hâsıla büyüme oranını; ( $\gamma$ ), kamu harcamalarının hâsılaya oranını (yani  $G/Y$  oranını) göstermektedir. Sonuç itibarıyla (12) ve (15) numaralı denklemler denge fiyat seviyesini belirler.

Diğer taraftan sermaye stokunun (veya yatırımların) büyüme hızı, kâr oranı ile organize olmayan kredi piyasasındaki faiz oranları arasındaki farka bağlıdır. Bu durum reel terimlerle (16) numaralı denklemdeki gibi ifade edilebilir:

$$g = g_0 + h[r - (i - \pi)] \quad (16)$$

Son olarak fiyat seviyesi (17) numaralı denklemdeki gibi tekrar ifade edilebilir:

$$P = \frac{(s-h)\sigma w(1+i)\beta}{[s - (h + \gamma)]\sigma - g_0 + h(i - \pi)} \quad (17)$$

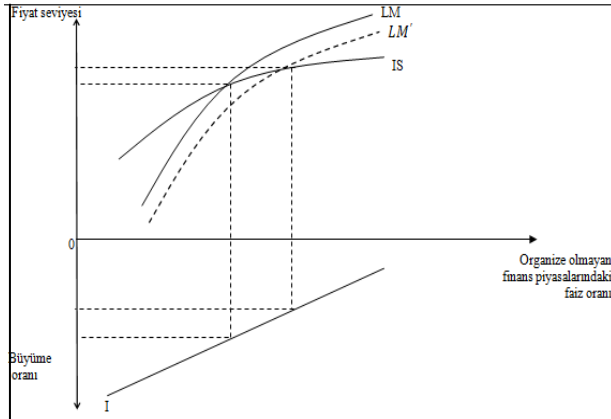
(17) numaralı eşitlik organize olmayan kredi piyasasındaki faiz oranlarındaki bir artışın işletme sermayesine ilişkin maliyetleri artırma suretiyle fiyat seviyesini de aynı yönde etkileyeceğini; ancak, yatırım talebindeki düşüşün fiyat seviyesi üzerinde ters yönlü olacağını göstermektedir. Modele göre her hâlükârda fiyat seviyesi ve faiz oranları artacak; iktisadî büyüme hızı ise düşecektir.

Taylor modelinin yukarıda belirtilen sonuçlarının daha net bir şekilde görülmesi için mal piyasasındaki dengenin (yani IS eğrisinin) analize dâhil edilmesi gerekmektedir. Modelde IS eğrisine ilişkin denklem (18) numaralı denklemde gösterildiği gibidir.

$$\frac{(s-h)\sigma(1+i)w\beta}{P} - h(i - \pi) - g_0 - [s - (h + \gamma)]\sigma \quad (18)$$

Nihâî olarak yukarıda belirtilen denklemlerin görsel açıklaması Grafik 1'e göre yapılabilir.

**Grafik 1.** İki Varlığın Olduğu Taylor Modelinde Kısa Dönem Denge



**Kaynak:** Maxwell J. Fry (1988) Money, Interest and Banking in Economic Development, Baltimore, Johns Hopkins University Press, ss. 98.

Grafik 1'de IS eğrisinin pozitif eğimli olmasının nedeni, organize olmayan kredi piyasasındaki faiz oranları arttığında işletme sermayesinin maliyetlerinin de artmasıdır. Nitekim, işletme sermayesinin maliyetleri arttığında fiyat seviyesi de artmaktadır. Fiyat seviyesinde bir artış gerçekleştiğinde sabit sermayenin nominal değerinde de bir artış gerçekleşir. Böylesi bir değişme, yatırımları teşvik edecek ve firmanın daha fazla borç talebinde bulunmasına yol açacaktır. Bu durumda daha yüksek faiz oranlarının söz konusu olduğu organize olmayan piyasalara doğru organize piyasalardan bir fon akışı gerçekleşir. Sonuçta ise, borç piyasasına ilişkin eğri de pozitif eğimli olur. Nitekim, artan fon talebinin anlamı artan faiz oranları olacaktır. Artan faiz oranları ise, bir sonraki aşamada azalan yatırımlar anlamına gelecektir (Fry, 1988: 98–99).

Şekil 1 itibarıyla sıkı para politikası uygulandığında veya para talep fonksiyonu yukarı doğru kaydığında mal piyasasındaki denge sağa doğru kayacaktır. Bu durumda organize olmayan kredi piyasasında faiz oranları artacak; yatırımlar azalacak ve iktisadî büyüme hızı düşecektir. Kısa dönemde parasal daralma, fiyat seviyesinin yükselmesine, hâsılanın düşmesine ve işsizliğin artmasına neden olacaktır (Fry, 1988: 99).

#### 4. YENİ YAPISALCI YAKLAŞIMDA FİNANSAL SİSTEM İLE İKTİSADİ BÜYÜME ARASINDA KURULAN İLİŞKİLER

1980'li yıllarda M-S yaklaşımının finans piyasaları için telkin ettiği serbestleşme içerikli politikaların ardından GOÜ'lerde büyüme konusunda belirgin ve istikrarlı bir iyileşmenin söz konusu olmaması ve hatta finans piyasalarındaki istikrarsızlıkların artarak sürekli krizlerin yaşanması, yeni yapısalci yaklaşımın iddialarına paralel olan teorik ve uygulamalı çalışmaların boyutunu artırmıştır. Bu bölümde belirtilen çalışmaların finansal

gelişmelere ilişkin ileri sürdükleri hipotezler ve sonuçlar ortaya konulacaktır.

#### 4.1. Yeni Yapısalci Yaklaşımda Finansal Serbestleşme, Finansal Gelişme ve İktisadî Büyüme İlişkisi

Daha önce de belirtildiği üzere yeni yapısalci yaklaşım M-S yaklaşımının finans piyasalarına yönelik liberal içerikli önerilerine önemli eleştiriler getirmektedir. Bu noktada yeni yapısalci okul finansal serbestleşmeye daha temkinli yaklaşmakta ve serbestleşmenin büyüme üzerinde olumsuz sonuçları olabileceğine dikkat çekmektedir. Söz konusu yaklaşıma göre, finansal serbestleşmenin olumlu etkileri ancak orta vadede ortaya çıkabilecektir. Zira, finansal serbestleşme *kısa vadede* enflasyon oranını artırarak büyüme hızını düşürebilmekte ve stagflasyona neden olabilmektedir (Emek, 2000: 73).

Yeni yapısalci yaklaşımı destekleyen literatürde en genel anlamda finansal serbestleşmenin uygun bir şekilde yapılmadığı durumlarda, bu politikanın finans piyasalarına etkinlik kazandırması bir yana, sistemi krizlere ve krizlere karşı daha kırılgan ve daha açık bir hale getirebileceği ve piyasadaki kredi hacmini daraltarak iktisadî büyüme hızını azaltacağı iddia edilmektedir. Nitekim, finansal serbestleşme sonrasında artan rekabet sonucunda, finansal araçların riskli aktifler bulundurulabilmesi; faiz oranı ve döviz kuru riskinin de artması ile finans sistemindeki fiyatların aşırı dalgalandığı daha kırılgan bir durum söz konusu olabilir. Belirtilenlerin yanında, finansal serbestleşme sonrasında organize kredi piyasalarında artan faiz oranları organize olmayan kredi piyasalarındaki faiz oranlarını da artıracak; artan faiz oranları işletme sermayesinin maliyetini yükseltecek ve sonuçta fiyatlar genel seviyesi de artacaktır (Fry, 1988: 88; Ulusoy ve Karakurt, 2001: 89; Delice, Doğan, ve Uzun, 2004: 115; Ang ve McKibbin, 2005: 6).

Finansal serbestleşmenin istikrarsızlıklara yol açması ile ilgili mekanizmaya dair literatürdeki önemli bir çalışma Stiglitz (1994)'dür. Çalışmada finansal serbestleşme, finans sisteminin yoğun bir şekilde piyasa aksaklıklarına maruz kalması temelinde eleştirilmiştir; finans sistemine yönelik kamu müdahalelerinin ise sadece bu sistemi değil, tüm ekonominin performansını olumlu etkileyebilecek bir strateji olduğu iddia edilmiştir (Stiglitz, 1994: 20; Fry, 1997: 759). Belirtilen müdahalelerin finansal baskı temelinde uygulanması, sermayenin tahsisindeki etkinliği de artırabilecektir. Nitekim, finansal baskı politikaları ile oluşan düşük faiz oranları kredi talebinde bulunan yatırımcıların ortalama kalitesini artıran bir unsur olabilir. Ayrıca, finansal baskı politikaları firmaların hisse senedi ile finansmanını teşvik edebilir ve belirtilen finansmanın hacmi artar. Hisse senedi ile finansmanın artması ise, yatırımcılar açısından borçlanmayla finansmana göre daha cazip

olabileceğinden, yatırımların hacmini daha fazla artıran bir unsur olabilir.

Esasında yeni yapısalci yaklaşımın finansal serbestleşmenin etkileri konusundaki görüşleri, finans piyasalarının ikili bir yapı göstermesinin çok da sakıncalı olmadığını varsaymaları açısından, M-S yaklaşımından farklılık göstermektedir. Yeni yapısalci yaklaşıma göre, finansal serbestleşme sonrasında organize finansal araçlarda (özellikle bankalarda) biriken mevduat hacmi artarken; gayri resmî finansal araçlarda (veya organize olmayan kredi piyasasında) biriken mevduat hacmi daralabilecektir. Böylesi bir durumun gerçekleşmesi halinde bankacılık sisteminde uygulanan zorunlu karşılık oranları<sup>5</sup> nedeniyle yatırımlara ayrılabilir fon hacminin daralması büyüme hızını düşürecektir. Bu koşullar altında yeni yapısalci görüşün finansal baskı politikasının iktisadî büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olduğu iddiası güçlenmektedir<sup>6</sup> (Taylor, 1983: 92; Kar, 2001: 91; Emek, 2000: 66; Eser, 1996: 24; Akçoraoğlu, 2000: 11; Doğan, 2002: 62; Eschenbach, 2004: 9).

Singh (1997)'de piyasalardaki aşırı dalgalanmaların artması ve bu nedenle riskten kaçınan yatırımcıların yatırım yapmaktan çekinmesi halinde, finans piyasalarındaki bazı gelişmelerin iktisadî büyümeye engel teşkil edebileceği iddia edilmektedir. Ayrıca, para piyasaları ile hisse senetleri piyasası arasındaki etkileşimlerin kriz dönemlerinde ekonomileri daha olumsuz etkileyeceği de çalışmadaki başka bir iddiadır (Singh, 1997: 779-780)<sup>7</sup>. Belirtilen iddia finansal serbestleşmeye ve finansal gelişmeye yönelik politikaların finansal istikrar üzerinde olumsuz etkilere sahip olabileceği iddiası ile birlikte düşünüldüğünde, M-S yaklaşımı tarafından telkin edilen finansal serbestleşmenin iktisadî büyüme üzerinde olumsuz etkilere yol açacağı iddia edilebilir.

Yeni yapısalci yaklaşıma göre, finansal serbestleşmenin GOÜ'lerdeki olumsuz etkilerinden biri de para ikâmesinden kaynaklanmaktadır. Nitekim, finansal serbestleşme ile birlikte serbest bırakılan döviz kurları ve sermaye hareketleri, hanehalkının portföyündeki yabancı para varlığını artıran bir etken olmuştur (Eser, 1996: 37). Para ikâmesinin yaşandığı bir ekonomide, para politikası konusundaki otonomi kaybedilmekte<sup>8</sup>, maliye ve döviz kuru politikaları etkin bir şekilde uygulanamamakta, döviz kurundaki aşırı dalgalanmanın ve buna bağlı olarak döviz

kurundaki belirsizliğin artışı söz konusu olmakta, bütçe açıklarının ve bütçe finansmanında borçlanmanın artışı gibi önemli bir sorun ortaya çıkmakta, "dolarizasyon histeresisi" adı verilen olgunun etkisi ile anti-enflasyonist politikalar başarıya ulaşmamakta ve finansal kırılganlık artmaktadır (Coşkun, 1999: 254; Küçükkale, 1999: 58; Cıvır, 2003: 22; Freitas, 2003: 3). Belirtilen olumsuzluklar, finansal serbestleşme sonrası gerçekleşen para ikâmesinin iktisadî büyüme üzerinde potansiyel bir tehdit olduğunu göstermektedir.

Her ne kadar M-S yaklaşımını desteklese ve finansal baskının iktisadî büyümeyi olumsuz etkilediğini iddia etse de, Fry (1997)'de finansal serbestleşme sonrası reel faiz oranlarındaki aşırı artışların iktisadî büyüme üzerinde olumsuz etkilere yol açabileceği belirtilmektedir. Böylesi bir durumun ortaya çıkma sebebi, finansal serbestleşme sonrası bankacılık sistemi üzerinde etkin bir düzenleme denetleme mekanizmasının kurulmaması ve hükümetlerin finansal serbestleşmeyi destekleyecek malî reformları gerçekleştirmemeleridir (Fry, 1997: 768). Belirtilen iddia esasında yeni yapısalcılarının finansal serbestleşmenin orta vadede olumlu etkilere sahip olduğu yönündeki görüşlerini doğrular niteliktedir.

Galindo, Micco, ve Ordonez, (2002)'ye göre, ithal ikâmecî sanayileşme stratejisinin uygulandığı ve emek piyasasında ücretlerin katı olduğu bir ekonomide sermaye hesabının serbestleştirilmesi, artan sermaye girişinin verimli alanlara yönelmemesine neden olabilir. Çalışmada, finansal serbestleşme, ulusal-uluslararası düzeyde zayıf ortak yönetim, düşük kanunî koruma ve asimetric bilgi ile birleştiğinde ve finansal işlemlerin dar bir piyasada gerçekleşmesi nedeni ile iktisadî büyüme hızının azalmasına yol açabilir. Finansal serbestleşme ile yurt içi finans piyasalarının uluslararasılaşması, piyasa bölünmesine (veya piyasa bölünmüşlüğü'nün artmasına) neden olabilmekte; piyasa bölünmesi ise, iktisadî büyümeyi azaltabilmektedir. Tüm bunların yanında, finansal serbestleşme makro iktisadî istikrarsızlığa yol açmak suretiyle iktisadî büyüme hızının azalmasına neden olabilir (Galindo, Micco, ve Ordonez, 2002: 10–11).

Finansal serbestleşme sonrasında üretken olmayan, rant kollamaya yönelik ve spekülâtif amaçlı faaliyetler artarak kaynak tahsisindeki etkinliğin bozulmasına ve böylece iktisadî büyüme hızının yavaşlamasına neden olabilir. Bunun yanında, finansal serbestleşme ile birlikte gerçekleşen faiz oranlarının piyasa şartlarında belirlenmesi borçlanma maliyetini artırma suretiyle iktisadî büyüme hızını da yavaşlatabilir (Onur, 2005: 139–140). Mishkin (2007)'ye göre de, M-S yaklaşımının öngördüğü finansal gelişme, GOÜ'lerdeki finans sistemlerinin asimetric bilgi sorunlarını çözmede yetersiz

<sup>5</sup> Zorunlu karşılık oranları finansal baskı politikalarının bir aracı olarak düşünülürse, yeni yapısalci yaklaşımın belirtilen eleştirisi bir anlamda M-S yaklaşımını destekler nitelikte olabilir. Nitekim, literatürde finansal serbestleşme sonrasında bankacılık kesimine akan fonların verimsiz yatırımlardan gelmesi halinde analiz sonuçlarının M-S yaklaşımı ile aynı olabileceği de iddia edilmektedir (Emek, 2000: 66).

<sup>6</sup> Bu konuda Kapur 1992'ye de bakılabilir.

<sup>7</sup> Kindleberger (1978), Diomond ve Dybvig (1983), Singh (1997), Chancellor (1999) bu konuda özdeş literatür kaynaklarıdır.

<sup>8</sup> Kar (2001)'de her ne kadar para ikâmesi ile bir ilişki kurulmasa da, finansal serbestleşme sonrasında para politikasının etkinliğinin düşeceği iddia edilmektedir (Kar, 2001: 89).



kalmalarından dolayı, bu ülkelerde yeterince faydalı olmayabilir (Mishkin, 2007: 263).

Finansal serbestleşmenin M-S hipotezinde ileri sürüldüğü gibi iktisadî büyüme üzerinde olumlu etkilere sahip olmamasına Stiglitz (1998a)'da getirilen açıklama, faiz oranlarının yatırımları etkileme gücü ile ilgilidir. Çalışmaya göre, faiz oranları yatırımları etkileyen faktörlerden yalnızca biridir; ancak, yatırımları etkileyen nakit akışı ve firmanın hisse senedi bedeli gibi başkaca önemli birçok faktör bulunmaktadır. Nitekim, finansal serbestleşmenin iktisadî büyümeyi etkilemesinde, tasarrufların faiz esnekliği de önemlidir (Stiglitz, 1998a: 3-5; 9). Türkiye gibi ülkelerde halkın finans sistemine güveninin zayıf olması ile sosyolojik ve dinî nedenlerle faiz getirilerine soğuk bakılması, bu anlamda tasarrufların faiz esnekliğinin düşük olmasına sebep olmaktadır<sup>9</sup>. Böylesi bir durumda "finansal serbestleşme-tasarruf artışı" mekanizmasından beklenen faydaların gerçekleşmesi zorlaşmaktadır.

Diğer yandan, M-S yaklaşımının finansal gelişmede önem atfettiği hisse senetleri piyasasının geliştirilmesine yeni yapısalci yaklaşım yine temkinli bir bakış açısı getirmiştir. Nitekim, finansal gelişme ile birlikte artan likidite olanakları, hisse senetleri piyasasının gelişmesi ile büyüme hızını negatif etkileyebilir. Böylesi bir durum, üç kanal vasıtasıyla gerçekleşir (Demirgüç-Kunt ve Levine, 1996: 230; Arestis, Demetriades, ve Luintel, 2001: 18):

- Hisse senetleri piyasasında likidite olanakları arttıkça, yatırım getirisinin de artması suretiyle ve gelir ile ikâme etkileri vasıtasıyla tasarruf oranları azalabilir. Nitekim, finansal araçlardan daha fazla getiri sağlanması zamanlar arası tüketim tercihinin cari dönem lehine değiştirecektir. Böylece belli bir noktadan sonra daha az tasarrufla daha çok getiri sağlanabilecek ve bu durumda tasarruf eğilimi azalabilecektir.
- Yatırımlar hakkındaki belirsizliğin azalması suretiyle hisse senetleri piyasasının artan likiditesi, tasarruf oranını da azaltabilecektir. Bu durumun nedeni ise, genel iktisadî ortamdaki azalan belirsizliğin ihtiyarî tasarrufları da azaltması ve hisse senetleri piyasasına daha az fon aktarımıdır.
- Üçüncü kanal ise, yüksek derecede likit hisse senetleri piyasasının teşvik edeceği miyopluk vasıtasıyla işlemektedir. Yatırım yaptıkları hisse senetlerinden tatmin edici getiriler elde edemeyen yatırımcılar, şirket yönetiminin mâni olamayacağı bir hızda satış yapabilirler. Böylece, şirket yönetimleri kötü yönde etkilenebilir ve bu süreçte yukarıda belirtilenlerin de etkisiyle iktisadî büyüme azalabilir.

Belirtilenlere ilave olarak bankaların ve diğer finansal araçların temsilcilik sorunlarını<sup>10</sup> gidermede hisse

senetleri piyasasından daha iyi bir pozisyonda olduğu varsayımı altında ve bankacılık sistemine ilişkin gelişimin maliyetli olması halinde, hisse senetleri piyasasının gelişmesi de iktisadî büyümeye zarar verebilir (Arestis, Demetriades, ve Luintel, 2001: 19).

#### 4.2. Yeni Yapısalci Yaklaşımda Finansal Küreselleşme ile İktisadî Büyüme Arasındaki İlişkiler

Genel anlamda küreselleşmenin GOÜ'ler üzerindeki etkisi birçok açıdan oldukça tartışmalıdır. Nitekim, faktörlerin ve malların GÜ'ler ve GOÜ'ler arası serbest dolaşımı konusunda kısmen ve/veya tamamen önemli asimetritler söz konusudur. Belirtilen asimetritler, finans piyasalarındaki sermaye akımlarında net bir şekilde ortaya çıkmaktadır. GÜ'ler kendi ellerinde daha bol bulunan ve kolayca yönlendirebildikleri finans sermayesine uygulanan ve/veya uygulanabilecek tüm kısıtlamaları kendi denetimleri ve yönlendirmeleri altında bulunan uluslararası finans kuruluşları vasıtasıyla kontrol altında tutabilmektedirler. Belirtilen engellemelerin teorik desteğini ise, neo-liberal/neo-klasik iktisadın argümanları ile sağlamaktadırlar. Böylesi bir durum ise, GOÜ'lerin finansal küreselleşmeyi (ticarî küreselleşmede olduğu gibi) lehlerine yönlendirmelerine neden olmaktadır. Bu bölümde, belirtilenlerden yola çıkarak, finansal küreselleşmenin GOÜ'ler üzerindeki etkileri yeni yapısalcıların kötümser bakış açısından ele alınacaktır.

GÜ'ler bizzat ihdas ettikleri uluslararası finans kuruluşlarının işleyişine ve çalışma prensiplerine doğrudan müdahale edebilmekte ve yönlendirebilmektedir. Nitekim, bu kuruluşların kurulma aşamalarında ve faaliyetlerinde GÜ'ler daha etkin olmaktadır. Böylesi bir durum, GÜ'lere finansal serbestleşmeyi ve küreselleşmeyi kendi lehlerine yönlendirebilme imkânı verirken; çoğu GOÜ'nün bağımsız politika geliştirme ve uygulama gücünü de zayıflatabilmektedir. Bu suretle, finansal serbestleşme ve küreselleşme GOÜ'lerde hem yurt içi gelir adaletsizliğinin yükselmesine hem de GÜ'ler ile GOÜ'ler arasındaki gelir farklılığının artmasına neden olabilmektedir (Khor, 2000: 4-5; Seyrek, 2002: 172; Wagner ve Berger, 2004: 164; Bakırtaş ve Karbuç, 2004: 106). Söz konusu durumun nedeni ise, ilgili kuruluşların temel amaçlarının GOÜ'lerin büyüme hızlarını artırma değil, ödeme güçlüklerine düşmemelerini sağlama olmasıdır.

Günümüzde geçerli olan küreselleşme tek tek ulusal ekonomilerin diğer ülkelerdeki gelişmelere olan bağımlılığın artması anlamına gelebilmektedir. Belirtilen bağımlılık artışı, ulusal ekonomi politikalarının aktarım mekanizmalarını değiştirmekle kalmamakta; ekonomilerdeki belirsizliğin artmasıyla sonuçlanmaktadır

<sup>9</sup> Belirtilen durum kısmen Dumrul ve Timur (2004)'de ele alınmış ve belirtilen görüşü destekler nitelikte bulgulara ulaşılmıştır.

<sup>10</sup> Temsilcilik sorunu, finansal sözleşmenin taraflarından birinin işlerini gördürmek için bir temsilci ataması halinde ortaya çıkmaktadır. Temsilcilik sorunu, temsilciji

atayanın temsilcinin faaliyetlerini izleyememesi veya söz konusu izlemenin maliyetli olması durumunda daha da önem kazanmaktadır (Aras ve Müslümov, 2004: 3).

(Wagner ve Berger, 2004: 164–165). Küreselleşmenin, finans sistemlerinde de etkin olmasının ve ülkelerin finans sistemleri arasındaki bağımlılığı artırmasının sonucu, bir ülkenin finans piyasalarında ortaya çıkan olumsuz koşulların diğer ülkelere çok hızlı ve etkili bir şekilde sirayet edebilmesidir. Literatürde bu duruma bulaşma etkisi<sup>11</sup> denmektedir. Bulaşma etkisinin doğmasında etken olan faktör, yerel bir ekonomide ortaya çıkan bir olumsuzluğun, piyasa katılımcıları tarafından tüm benzer ekonomilerde aynı sorunun yaşanacağına yönelik bir şüphe uyandırmasıdır. Böylesi bir şüphe ise, bir ülkenin finans piyasasındaki küçük bir olumsuzluğun tüm benzer gelişmişlik seviyesindeki ülkelere yansımaya ve krizlerin yaygınlaşmasına yol açabilmektedir (Krugman, 1997; Das, 2006: 12; Çıtak, 2007: 201–202). Sonuç olarak finansal küreselleşmeden kaynaklanabilecek bağımlılık ve belirsizlik artışı, ekonominin istikrarsız bir gelişim göstermesine ve belirtilen istikrarsızlığın büyüme hızına olumsuz bir şekilde yansımaya neden olabilmektedir. Neo-klasik ve onun takipçisi M-S yaklaşımlarının, finansal küreselleşmenin merkez-çevre açığını kapatacağına ve bu surette ülkelerin birbirine yakınsayacağına dair birçok çıkarımı söz konusudur. Ancak belirtilen görüş karşısında Keynesgil görüşlere daha yakın yeni yapısalci yaklaşımda, finansal küreselleşmenin merkez-çevre açığını daha da artıracığı iddia edilmektedir. Zira, finansal sermaye akımları daha ziyade merkez ülkeleri arasında gerçekleşmekte<sup>12</sup>; çevre ülkelere yönelik sermaye akımları ise, GOÜ'lerin istikrarını bozucu unsurlar taşımaktadır<sup>13</sup>. Belirtilen durumun nedeni ise, finansal küreselleşme ile spekülasyon sermaye akımlarının GOÜ'lere yönlendirilmesi, geçici bir dönem için büyüme oranlarını artırsa da, finans sistemlerinde kırılganlığın artması ve krizlerin daha kolay oluşmasıdır (Bakırtaş ve Karbuç, 2004: 93; 98).

Yukarıda belirtilenleri destekler nitelikte Wagner; Berger (2004) ve Matsuyama (2004)'de finansal küreselleşme hem GÜ'lerle GOÜ'ler arasındaki hem de GOÜ'lerin kendi

içindeki gelir adaletsizliğini artırabileceği iddia edilmektedir (Matsuyama, 2004: 854–588; Wagner ve Berger 2004: 164). Bu hipotezi destekleyecek şekilde Erdem (2008)'de son 20 yılda GÜ'lerin ulusal refahları yaklaşık üç kat artırımlarına karşın; GOÜ'lerin refah artışının bu denli olmadığı iddia edilmektedir (Erdem, 2008: 63). Finansal küreselleşmenin olumsuz etkilerinin genellikle GOÜ'lerde ortaya çıkmasının nedeni olarak da literatürde, GOÜ'lerdeki finans piyasalarının sığ olması-yeterli derinlikte olmaması gösterilmektedir (Çıtak, 2007: 202). Sonuç olarak, yeni yapısalci yaklaşımda finansal küreselleşmenin GOÜ'ler üzerindeki etkileri muğlaktır ve bazı durumlarda finansal küreselleşme iktisadî büyüme açısından olumsuz etkilere sahiptir.

Yukarıda belirtilen görüşlerle paralel olarak Wahba ve Mohieldin, (1998)'de makroiktisadî istikrarsızlığın söz konusu olduğu GOÜ'lerde, finansal serbestleşme ve küreselleşme stratejileri dâhilinde dolaylı sermaye akımlarına uygulanan kısıtlamaların kaldırılması ile yurt içi istikrarsızlığın daha fazla artacağı iddia edilmektedir. Özellikle, Latin Amerika ülkelerindeki gözlemler dâhilinde, dar bir zaman aralığında, aşırı ve kontrol edilemeyen bir şekilde dolaylı yabancı sermayenin yurt içine yönelmesi, ulusal paranın aşırı değerlenmesine; dolaylı yabancı sermayenin anî, kontrolsüz ve aşırı bir şekilde yurt dışına yönelmesinin de ulusal paranın aşırı değer kaybetmesine neden olduğu iddia edilmiştir (Wahba ve Mohieldin, 1998: 1339–1340). Ulusal paranın çok kısa bir zaman aralığında aşırı değer kaybetmesi/kazanması, ticarî açıdan da dışa açık bir ekonomide yüksek düzeyde makro iktisadî istikrarsızlığın ve buradan sirayetle iktisadî büyümede istikrarsızlığın nedeni olabilecektir. Büyüme hızındaki istikrarsızlık ise, belirsizlikten kaynaklanan nedenlerle, potansiyelin altında bir büyüme hızına yol açabilecektir.

Stiglitz (1998a)'da finansal küreselleşmenin sonuçlarından olan uluslararası sermaye akımlarının serbestleştirilmesinin, özellikle GOÜ'leri finansal krizlere karşı daha kırılgan hale getirdiği iddia edilmektedir. Belirtilen kırılganlığı, finans sistemindeki şeffaflık ve denetim eksikliği daha da artırmaktadır (Stiglitz, 1998a: 10). Stiglitz (1998a)'dakine benzer bir iddia Stiglitz (2000)'de de sunulmaktadır. Çalışmaya göre, sermayenin serbest dolaşımına yönelik finansal serbestleşme, ticarî serbestleşmeye göre çok tezat sonuçlara yol açabilir. Nitekim, sermaye hareketleri asimetrik bilgi, sahip-yönetici sorunları, ters seçim ve ahlâkî tehlike gibi birçok olumsuzluğun etkisi altındadır (Stiglitz, 2000: 1077–1078). Finansal küreselleşmenin iktisadî büyüme üzerindeki olumsuz etkilerinin ele alındığı Devereux ve Smith (1994)'de uluslararası düzeyde bütünleşmiş bir hisse senedi piyasası vasıtasıyla tasarruf sahiplerinin risklerini daha fazla dağıtmak isteyecekleri; bunun için yurt dışı tasarruf araçlarına yönelecekleri ve böylece yurt

<sup>11</sup> Bulaşma etkisi literatürde uluslararası piyasalardaki temel değişkenler arasında gerçekleşen ve olması gerekenden fazla korelasyon ilişkisi olarak tanımlanmaktadır. Bulaşma etkileri ile krizlerin veya diğer iktisadî gelişmelerin ülkeler arasında hızlı bir sirayeti söz konusu olmaktadır (Çıtak, 2007: 200; Kansu, 2004: 82).

<sup>12</sup> Son dönemde dolaylı yabancı sermaye akımlarının ülkeler arasındaki dolaşımının çok artmasına karşın, söz konusu akımlar daha ziyade zengin kuzey ülkeleri arasında gerçekleşmekte ve de bu durum bir paradoks olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 2007: 260).

<sup>13</sup> Belirtilen iddiayı destekler nitelikte Bulutay (2004) ve Wagner ve Berger (2004) finansal serbestleşmenin ve ardından gelen finansal küreselleşmenin sermaye hareketleri üzerinde yarattığı akışkanlığın özellikle GOÜ'ler için bazı imkânların yanında, önemli sorunları da beraberinde getirdiği iddia edilmektedir. Nitekim, literatürde özellikle portföy akımlarının doğasının (portföy akımlarının akışkanlığının yüksek derecede olmasının), GOÜ'lerin finans piyasalarında aşırı dalgalanmalara sebep olabileceği iddia edilmektedir. Hatta, bazı çalışmalara göre, 1980'li yıllarda GÜ'ler tarafından GOÜ'lere önerilen finansal serbestleşme politikalarının, aslında 1970'li yıllarda GÜ'leri de etkileyen krizlerin olumsuz etkilerini GOÜ'lere aktarma kanalları sağlama amacı olduğu iddia edilmektedir (Bulutay, 2004: 38; Wagner ve Berger, 2004: 164).

içi tasarruf düzeyinin düşerek büyüme hızının azalabileceği iddia edilmektedir (Devereux ve Smith, 1994: 535).

Wagner (2002)'ye göre, genel anlamda küreselleşme enflasyon ve hâsıla düzeyinde belirsizlik yaratmakta ve sonuçta iki durum ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, küreselleşme sürecine bağlı yapısal değişmelerin, verimlilik büyümesindeki (ve sonrasında potansiyel hâsıladaki) belirsizliği artırmıştır. İkincisi ise, küreselleşme sürecinde fiyat seviyesine ilişkin bilgi muhtevasının azalmasıdır. Her iki etki, enflasyon ve hâsıla açığı hakkındaki belirsizliği artırır. Bu konulardaki belirsizlik artışı ise, büyümenin istikrarsızlaşmasına ve potansiyel seviyesinin altında kalmasına neden olabilecektir (Wagner, 2002: 53–54).

### 4.3. Yeni Yapısalci Yaklaşımda Finansal Baskı ve İktisadî Büyüme İlişkisi

M-S hipotezine ve bu hipotezin takipçilerine göre her ne kadar finansal baskı politikaları büyük ölçüde olumsuz sonuçlara sahip olsa da, yeni yapısalcılar finansal baskı politikalarının olumlu sonuçlara sahip olabileceğini iddia etmektedirler. Söz konusu literatür dâhilinde, Stiglitz (1998b)'e göre, regresyon analizlerinde enflasyonun analiz dışı bırakılması halinde, finansal baskının iktisadî büyüme üzerinde olumsuz etkilerinin görülmeceği iddia edilmektedir (Stiglitz, 1998b: 92). Zira, daha önce de ele alınan ve yeni yapısalci yaklaşımın dayanak çalışmalarından Tobin (1965)'e göre finansal baskı para talebini (dolaylı olarak da iddiharı) azaltarak tasarrufların verimli yatırım alanların yönelmesini sağlayacak ve böylece yükselen sermaye/emek oranı ile iktisadî büyümenin hızı artacaktır (Tobin, 1965: 672). Benzer şekilde, Stiglitz, (1998a) ve Murdock ve Stiglitz (1993)'de finansal baskı politikaları ile benzer özellikleri olan ılımlı finansal kısıtlama politikalarının iktisadî büyümeye olumlu etkide bulunabileceği iddia edilmektedir (Stiglitz, 1998a: 9).

Yeni yapısalci yaklaşımda faiz oranları üzerinde uygulanan finansal baskı politikalarının büyüme üzerinde olumlu etkilere yol açacağı da iddia edilmektedir. Zira, literatürde düşük faiz oranlarının GOÜ'lerdeki yurt içi sermaye hareketliliğini kolaylaştırdığı ileri sürülmektedir. Böylesi bir durumun nedeni, faizin bir maliyet olarak değerlendirilmesi ve faiz oranlarının düşük düzeyde olması halinde, sermaye hareketliliğindeki maliyetlerin göz ardı edilebilmesidir. Böylece, GOÜ'ler açısından sermaye hareketliliği kolaylaşacaktır. Ayrıca, düşük faiz oranları GOÜ'lerde sermaye hareketliliğini kolaylaştırmakla kalmayıp, bankaların piyasa güçlerini ve piyasa değerlerini artırabilir. Literatürde finansal baskı politikaları lehine ileri sürülen başka bir iddia da, belirtilen politikaların oligopolistik bir bankacılık sistemine yol açmasına çok soğuk bakılmaması

gerektiğidir. Nitekim, oligopolistik bir bankacılık sisteminin mal piyasalarında olduğu gibi, faiz rekabeti yerine şube ağı ve finansal araçlar açısından ürün rekabetine yol açacağı; belirtilen rekabetin yatırım maliyetlerini düşürmesi suretiyle finansal istikrarsızlıkları azaltacağı iddia edilmektedir (Stiglitz, 1998a; Stiglitz 1998b; Emek, 2000: 74–75).

Finansal baskı politikalarının olası ve olumlu başka bir etkisi ise, kamu finansmanı ile ilişkilidir. Nitekim, vergi gelirlerini artırmada zorlanan bir hükümet için söz konusu politikalar bazı avantajlar sağlayabilir. Zira, rezerv yükümlülüğü, kamu borçlanma kâğıtlarını bulundurma zorunluluğu veya faiz oranlarına ilişkin tavanlar gibi finansal araçlara yönelik finansal baskı politikaları düşük veya sıfır maliyet ile tasarrufların kamu sektörüne yönlendirilmesinde yardımcı olabilmektedir (Eschenbach, 2004: 6).

Literatüre göre finansal baskı politikalarının başka bir faydası ise, oluşacak düşük faiz oranları vasıtasıyla kredilerin geri dönmeme ihtimalinin ve asimetrik bilgiden kaynaklanan finansal riskin azalması; böylece bankaların lisans bedellerinin (charter/franchise value) artmasıdır. Belirtilen gelişmeler finans sisteminden kaynaklanan sorunlar nedeniyle iktisadî büyümenin sekteye uğramasını engelleyebilecektir (Stiglitz, 1998b; Emek, 2000: 72; 80).

Finansal baskı politikalarının son yıllarda yerini alan ılımlı finansal kısıtlama politikasının temel ilkesi, M-S hipotezinde iddia edildiği üzere, devletin özel sektörden kendisine rant aktarması değil; bilhassa özel sektörde rant yaratılmasıdır. Böylece sosyal olarak faydalı özel projelerin finansmanı daha kolay ve daha düşük maliyetli olacak ve iktisadî etkinlik sağlanacaktır (Stiglitz, 1998b; Emek, 2000: 71–72). Stiglitz'e göre finansal kısıtlama iktisadî etkinliği aşağıda belirtilen kanallar vasıtasıyla artırmaktadır. Bunlar:

- Finansal kısıtlama ile oluşacak daha düşük faiz oranları, kredi müşterilerinin sağlığını artıracaktır.
- Finansal kısıtlama sermaye maliyetini düşüren bir unsur olabileceğinden firmaların da piyasa değerini artıran bir unsur haline gelebilecektir.
- Finansal kısıtlama iktisadî büyüme üzerinde daha etkili olabilecek ve teknolojik açıdan ilerlemeye daha açık sektörleri daha fazla geliştirmek için kullanılabilir bir stratejidir.

## 5. SONUÇ

1970'li yıllarda stagflasyon krizi iktisat politikalarını da önemli ölçüde etkilemiştir. Bazı iktisatçılar, bu kriz kapitalist gelişmiş ülkelerde parasal sermayenin getirisinde azalma yaratmış ve sonuçta bu getirinin tekrar artması için uluslararası düzeyde finansal serbestleşmeye gidilmiştir. Bu yıllardan itibaren Keynesyen düşüncenin müdahaleci politika önerileri yerini serbestleşme içerikli neo-klasik önerilere bırakmıştır. Serbestleşme ve deregülasyon politikaları özellikle finansal sistemde kendisini göstermiştir. Bu alanda finansal serbestleşme okulu olarak da adlandırılan M-S yaklaşımı birçok politika önerisi getirmiştir. M-S yaklaşımı esasında Keynesyen içerikli finansal baskı politikalarına bir eleştiri niteliğinde geliştirilmiştir. 1970 ve 1980'li yıllarda uygulanan finansal serbestleşme politikalarının ardından ulusal ve küresel düzeyde birçok krizin yaşanması M-S yaklaşımının finansal serbestleşme lehindeki görüşlere yönelik şüpheleri artırmıştır. Yeni yapısalcı yaklaşım bu şüpheler çerçevesinde finansal baskının (bir ölçüde düzenleme ve denetleme politikalarının) Keynesyen içerikli olarak yeniden uygulanmasını gündeme getirmiştir.

Yeni yapısalcı yaklaşımda finansal serbestleşmenin iktisadî büyümeyi olumsuz etkileyebileceğine dair birçok mekanizma ileri sürülmüş ve bu mekanizmalar kısa ve orta vadede finansal serbestleşme politikalarını uygulayan ülkelerde gerçekten görülmüştür. Özellikle de 2008 Küresel Krizi, finansal serbestleşmenin ve küreselleşmenin yeri geldiğinde finansal baskı politikaları ile yürütülmesi gereken bir süreç olduğunu göstermiştir. Nitekim piyasa koşullarında belirlenen faiz oranlarının bazı durumlarda ekonomide istikrarsızlığa yol açabileceği bu krizde teyit edilmiştir. Kaldı ki uluslararası sermaye hareketlerinin son derece yüksek ve hareketli olduğu küresel ekonomide GOÜ'lerde oluşan faiz oranları bazen aşırı yüksek bazen de aşırı düşük olabilmektedir. Böylesi bir dalgalanma ise, GOÜ ekonomilerini finansal şoklara karşı daha kırılgan hale getirmektedir.

Faiz oranlarındaki artış neo-klasik teoriye göre tasarrufları ve sonrasında yatırımları artırma yoluyla büyümeyi olumlu etkileyecektir. Ancak yeni yapısalcı yaklaşım faiz artışının enflasyon artışı ile yatırım düşüşüne yol açacağı ve sonrasında bir stagflasyon krizinin gerçekleşebileceğini iddia etmektedir. Ayrıca organize olmayan finansal araçların daha düşük faiz oranları ile daha etkin çalışmalarını da, bu görüşlerine delil olarak göstermektedirler.

Ancak ödemeler bilançosu açıklarına ve döviz kuru artışlarına faiz oranlarını tek savunma aracı olarak düşünmemek gerekmektedir. Nitekim döviz kurlarının arttığı bir durumda faiz oranlarını artırarak karşı bir politika geliştirmek, ekonominin uzun vadedeki gelişimi ve istikrarı açısından önemli sorunlar yaratabilir. Haddi zatında yeni yapısalcı yaklaşım bu sorunlara dikkat çekmektedir. Sonuç olarak, ülkeler itibarıyla M-S veya yeni yapısalcı yaklaşımdan hangisinin geçerli olduğu

ekonometrik olarak değerlendirilerek para politikalarının bu çerçevede uygulanması daha doğru olacaktır.

#### KAYNAKÇA

- Akçoraoğlu, A. (2000). Financial sector and economic growth: An exogeneity analysis. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 55(1), 1-25.
- Ang, J. B. ve Mckibbin, W. J. (2005). Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia. CAMA Working Paper Series, İnternet Adresi: <http://cama.anu.edu.au>
- Aras, G. ve Müslümov, A. (2004). Kredi piyasalarında asimetrik bilgi ve bankacılık sistemi üzerindeki etkileri. İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 222, 55-65.
- Arestis, P. ve Demetriades, P. O. (1997). Financial development and economic growth: Assessing the evidence. Economic Journal, 107(442), 783-799.
- Arestis, P., Demetriades P. O. ve Luintel K. B. (2001). Financial development and economic growth: The role of stock markets. Journal of Money, Credit and Banking, 33(1), 16-41.
- Aslan, Ö. ve Küçükaksoy İ. (2006). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye ekonomisi üzerine ekonometrik bir uygulama. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, 4, 12-28.
- Atamtürk, B. (2007). Gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye’de finansal serbestleşmenin iç tasarruflar üzerine etkisi. Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 23(2), 75-89.
- Bakırtaş, T. ve Karbuz, S. (2004). Finansal küreselleşme ve çevre ülkelerin durumu. İktisat, İşletme ve Finans, 215, 92-108.
- Buffie, E. F. (1984). Financial repression, the new structuralists and stabilization policy in semi-industrialized economies. Journal of Development Economics, 14(3), 305-322.
- Bulutay, T. (2004). Kalkınma ve büyüme. İktisat, İşletme ve Finans, 214, 5-91.
- Büyükakın, T. (2007). Yeni Keynesyen iktisat mı, yeni neo-klasik sentez mi?. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 13(1), 22-36.
- Chancellor, E.; (1999). Devil take the hindmost. A history of financial speculation, farrar, traus and giroux, New York.
- Cho, Y. J. (1990). McKinnon-Shaw versus the neostructuralists on financial liberalization: A conceptual note. World Development, 18(3), 477-480.
- Civcir, İ. (2003). Dollarization and its long-run determinants in Turkey. Middle East Economics Series, İnternet Adresi: [www.ecomod.net](http://www.ecomod.net)
- Cole, D. ve Park, Y.C. (1983). Financial development in Korea 1945-1978, Mass: Harvard University Press.
- Coşkun, N. Ö. (1999). Türkiye’de dolarizasyon ve etkileri 1990-1998. Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 15, 249-255.
- Çıtak, L. (2007). Değişen global finansal piyasalar ve Türk sermaye piyasasının geleceğine dönük beklentiler, iç. Türkiye’nin Jeoekonomisi ve Jeopolitikası, -Türkiye Geleceğin Neresinde? ed. Nejat Doğan, Ferit Kula, Mehmet Öcal, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Das, D. (2006). Globalization in the world of finance: An analytical history. Global Economy Journal, 6(1), 1-22.
- Delice, G., Doğan, A. ve Uzun, M. (2004). Finansal regülasyon ve piyasa disiplini. Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 5(1), 101-130.
- Demirgüç-Kunt, A. ve Levine, R. (1996). Stock markets, corporate finance, and economic growth: An overview. World Bank Economic Review, Vol. 10(2), pp. 223-239.
- Devereux, M. B. ve Smith, G. W. (1994). International risk sharing and economic growth. International Economic Review, Vol. 35(4), pp. 535-550.
- Diamond, D. W. ve Dybvig, P. H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. The Journal of Political Economy, 401-419.
- Doğan, H. (2002). Finansal derinleşme ve ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye örneği. İktisat, İşletme ve Finans, 190, 60-71.
- Dornbusch, R. ve Reynoso, A. (1989). Financial factors in economic development. American Economic Review Papers and Proceedings, 79(2), 204-209.
- Dumrul, C. ve Timur, Y. (2004). Kayseri’de bankacılık sektörünün yapısı: Bölgesel ve ulusal düzeyde bir karşılaştırma. Kayseri Ekonomisi Sempozyumu 2, 155-184.
- Emek, U. (2000). Finansal piyasalarda serbestleşmenin iktisadi büyüme üzerine etkileri. Rekabet Dergisi, 1(3), 58-83.
- Erdem, E. (2008). Para ve banka ve finansal sistem. Detay Yayıncılık, 2. Baskı, Ankara.
- Eschenbach, F. (2004). Finance and growth: A survey of the theoretical and empirical literature. Tinbergen Institute Discussion Paper, 2004-039/2, İnternet Adresi: <http://www.tinbergen.nl/>
- Eser, K. (1996). Finansal liberalizasyon politikalarının makroekonomik performans üzerindeki etkileri. Hazine Dergisi, 1, 21-40.
- Freitas, M. L. d. (2003). Revisiting dollarisation hysteresis: Evidence from Bolivia, Turkey and Indonesia. NIPE Working Papers, No. 12, İnternet Adresi: <http://netec.mcc.ac.uk/>

- Fry, M. J. (1988). Money, interest and banking in economic development, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Fry, M. J. (1997). In favour of financial liberalization. The Economic Journal, 107(442), 754-770.
- Galindo, A. Micco, A. ve Ordonez, G. (2002). Financial liberalization and growth: Empirical evidence. Inter American Development Bank, İnternet Adresi: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
- Kahyaoğlu, H. (2008). Finansal gelişim politikalarına yönelik temel yaklaşımlar. Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar, 45(515), 21-30.
- Kansu, A. (2004). Döviz kuru sistemleri döviz krizleri Türkiye 1994 ve 2001 krizleri, Derin Yayınları, İstanbul.
- Kapur, B. K. (1992). Formal and informal financial markets, and the neo-structuralist critique of the financial liberalization strategy in less developed countries. Journal of Development Economics, 38(1), 63-77.
- Kar, M. (2001). A Critical review of the theory of financial liberalization. Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 15(3-4), 81-96.
- Kar, M. ve Taş, S. (2004). İktisadi kalkınmada para ve sermayenin yeri. iç.: Kalkınma Ekonomisi: Seçme Konular, Ed. Sami Taban; Muhsin Kar, Ekin Kitabevi, Bursa, s. 159–195.
- Khor, M. (2000), Globalisation and the south: Some critical issues. UN Conference on Trade and Development Discussion Paper, No. 147, İnternet Adresi: <http://www.twinside.org.sg/pos.htm>
- Kindleberger, C. P.; (1978). Manias, panics, and crashes. A history of financial crises, Macmillan, London.
- Krugman, P. (1997). Currency Crisis, NBER Conference, İnternet Adresi: <http://www.web.mit.edu/>
- Küçükale, Y. (1999). Kayıtdışı ekonomi ve para ikamesi türkiye için ampirik bulgular 1986:5-1995:12. İktisat, İşletme ve Finans, 163, 58-67.
- Matsuyama, K. (2004). Financial Market globalization, symmetry-breaking and endogenous inequality of nations. *Econometrica*, 72(3), 853-884.
- Mishkin, F. S.; (2007). Is financial globalization beneficial?. Journal of Money, Credit and Banking, 39(2–3), 259-264.
- Murdock, K. ve Stiglitz, J. E. (1993). The effect of financial repression in an economy with positive real rates. Background paper for World Bank, East Asian Miracle, World Bank, Washington D. C.
- Onur, S. (2005). “Finansal liberalizasyon ve GSMH büyümesi arasındaki ilişki”, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 1(1), 127-152.
- Robinson, J. (1952). The rate of interest and other essays, Macmillan, London, Macmillan, London.
- Seyrek, İ. (2002). Küreselleşme sürecinde iktisat politikaları ve yakınsama tezi. Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Özel Sayı, s. 167-187.
- Singh, A. (1997). Financial liberalisation, stockmarkets and economic development, Economic Journal, 107(442), 771-782.
- Stiglitz, J. E. (1994). The role of the state in financial markets, iç. Proceedings of the World Bank Annual Bank Conference on Development Economics 1993, Ed. M. Bruno and B. Pleskovic, pp. 19-52. Washington, D.C.: World Bank.
- Stiglitz, J. E. (1998a). The role of the financial system in development. Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development Economics, Washington, İnternet Adresi: <http://web.worldbank.org>
- Stiglitz, J. E. (1998b). Knowledge for development economic science, economic policy and economic advice. Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, İnternet Adresi: [www1.worldbank.org](http://www1.worldbank.org)
- Stiglitz, Joseph E. (2000). Capital market liberalization, economic growth and instability. World Development, 28(6), 1075-1086.
- Taylor, L. (1983). Structuralist macroeconomics: applicable models for the third world, Basic Boks, New York.
- Tobin, J. (1965). Money and economic growth. Econometrica, 33(4), 671-684.
- Thangavelu, S. M. ve Jiunn, A. B. (2004). Financial development and economic growth in australia: An empirical analysis. Empirical Economics, 29(2), 247–260.
- Tsuru, K. (2000). “Finance and growth: Some theoretical considerations, and a review of the empirical literature”, OECD Economics Department Working Papers, No. 228, İnternet Adresi: <http://www.oecdilibrary.org>
- Ulusoy, A. ve Karakurt, B. (2001). Finansal istikrarın korunması ve önemi. İktisat, İşletme ve Finans, 188, 88–98.
- Van Wijnbergen, S. (1982). Stagflationary Effects of monetary stabilization policies: A quantitative analysis of South Korea. Journal of Development Economics, 10(2), 133-169.

Van Wijnbergen, S. (1983a). Interest rate management in LDCs. *Journal of Monetary Economics*, 12(3), 433-452.

Van Wijnbergen, S. (1983b). Credit policy, inflation and growth in a financially repressed economy. *Journal of Development Economics*, 13(1-2), 45-65.

Wagner, H. (2002). Implications of globalization for monetary policy. IMF Working Paper, SUERF Studies No. 17, Vienna, 01/184, Washington, D.C., <http://www.imf.org>

Wagner, H. ve Berger, W. (2004). Globalization, financial volatility and monetary policy. *Empirica*, 31(2), 163–184.

Wahba, J. ve Mohieldin, M. (1998). Liberalizing trade in financial services: The Uruguay round and the Arab countries”, *World Development*, 26(7), 1331-1348.

Wai, U. T. (1972). Financial intermediaries by individuals and national savings in developing countries, Praeger Pres, New York.