

KEYNESYEN VE NEO-KLASİK YAKLAŞIMLARDA FİNANSAL SİSTEM VE İKTİSADÎ BÜYÜME*

Ekrem ERDEM**
Cüneyt DUMRUL***

Özet

Finansal sistemin iktisadî büyüme üzerindeki etkileri 19. yüzyıldan beri iktisat literatüründe irdelenmektedir. Bu çalışmada iktisat tarihinde ön plana çıkan iki ekol olan neo-klasik ve Keynesyen yaklaşımların büyüme modellerinden yararlanılarak finans-büyüme ilişkileri ele alınacaktır. Çalışmanın amacı finans-büyüme konusunda bu iki yaklaşımın karşılaştırılma olanağı kazanılmasıdır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, neo-klasik yaklaşımda finans sisteminde liberal politikaların uygulanması iktisadî büyümeyi olumlu etkileyeceği iddia edilmektedir. Keynesyen içerikli teorilerde ise, finans sektörü iktisadî büyümede istikrarsızlık kaynağı olabileceği için bu sektörün kamu müdahalesi altında olması gerektiği iddia edilmektedir.

Anahtar Kelimeler: İktisadî büyüme, Finans sistemi, Keynesyen yaklaşımlar, neo-klasik iktisat.

JEL Sınıflaması: G20, O43.

* Bu çalışma esas itibarıyla Cüneyt Dumrul tarafından Prof. Dr. Ekrem Erdem'in danışmanlığında 2010 yılında Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde hazırlanmış olan "Finansal Sistemin Gelişimi ve Ekonomik Büyüme: Teori ve Türkiye Uygulaması" isimli Doktora tezinden elde edilmiştir.

** Prof. Dr., Erciyes Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, Kayseri,
E-mail: ekremerdem@erciyes.edu.tr, Tel: +90 352 207 66 66

*** Yrd. Doç. Dr., Erciyes Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, Kayseri,
E-mail: cdumrul@erciyes.edu.tr, Tel: +90 352 207 66 66

Financial System and Economic Growth in Keynesian and Neo-Classical Approaches

Abstract

The effects of financial system on economic growth have been examined in the economics literature since the 19th century. This study deals with the finance-growth relationship by using the growth models of two prominent approaches in economics: the neo-classical and Keynesian approach. The study aims to compare these two approaches and claims that while in the neo-classical approach, liberal financial policies have a positive impact on economic growth, in the Keynesian approach, financial system may create instability for economic growth and should be under public intervention.

Key Words: *Economic Growth, financial system, Keynesian approaches, neoclassical approaches.*

JEL Classification: *G20, O43.*

GİRİŞ

Makroekonomik politikaların en önemli amaçlarından biri olan iktisadî büyüme, kaynakları ve sonuçları itibarıyla iktisat literatüründe üzerinde en çok durulan konulardan biridir. Büyüme literatüründe, büyümenin kaynakları hakkında birçok teori mevcuttur. İktisadî büyümenin teorik olarak bu denli irdelenmesi, her iktisat okulunun varsayımlarına ve özelliklerine göre, farklı büyüme modellerini ortaya koymalarına yol açmıştır. İktisadî büyümenin farklı mekanizmalarla açıklanması, uygulanacak iktisat politikası önerilerini de etkilemektedir. Farklı politika önerileri, finans sistemine yönelik hükümet uygulamaları konusunda da farklı bakış açılarını beraberinde getirmektedir. Büyüme literatüründe reel sektör büyümesinin genel iktisadî büyümenin de itici gücü olduğu iddia edilmekte; oluşturulan teoriler çoğu zaman büyümenin kaynaklarından iktisadî büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi ile ele alınmakta; bazı teorilerde de iktisadî büyümeden, büyümenin kaynağı olduğu iddia edilen faktörlere doğru bir nedensellik ortaya koyulmaktadır.

Finans-büyüme ilişkisine dair teorik tartışmaların başlangıcı 19. yüzyıla kadar dayanmaktadır. Özellikle, sanayi devriminin sonuçları ekonomilerde fon akımlarını yönetecek bir finans sistemini gerekli kılmıştır. Nitekim, Sanayi Devrimi ile artan gelir, tasarruf haddini de yükseltmiş; tasarrufların yönetilmesi için güvenilir ve uzman araçların yer aldığı bir finans sistemine olan ihtiyaç da artmıştır. Zaten, bir ekonominin büyüme dinamiğini yakalaması ile birlikte finans sistemi de belirgin bir büyüme

dinamiğini yakalamaktadır. Böylesi bir durum, finans sisteminin bir büyüme kaynağı olduğu yönünde görüşler oluşturmuş; belirtilen dinamiğin hangi derecede gerçekleştiği ise, iktisat teorisinin önemli konularından biri haline gelmiştir.

Sanayi Devrimi ile birlikte kapitalist ekonomiler finansal ve reel sektör olmak üzere birbirleriyle bütünleşmiş ikili bir yapıya haiz olmuşlardır. Bu iki sektörün karşılıklı etkileşimi, genel iktisadî performansın da temel belirleyicilerinden biridir. 1929 Büyük Buhranı'ndan 2008 Küresel Finans Krizi'ne kadar geçen dönemde de finans sisteminin genel iktisadî performans açısından önemi artarak devam etmiştir. İktisat literatüründe finans sistemi ile iktisadî büyüme arasındaki ilişkinin birçok çalışmada ele alınması, özellikle 1970'li yıllardan sonra ülkelerin iktisat politikalarındaki serbestleşme yönündeki köklü değişmelerle birlikte hız kazanmıştır. Nitekim, uluslararası iktisadî sistem 1970'li yıllardaki petrol krizlerinin ve gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) dış borç krizlerinin ardından, serbestleşme yönünde yapısal değişime uğramıştır. 1980'li yıllardan sonra ise, GOÜ'lerde hem finans sistemine hem de reel sektöre dair serbestleşme yönündeki politikaların sonuçları, olumlu ve olumsuz birçok açıdan ortaya çıkmaya başlamıştır. 2008 Küresel Finans Krizi ise, 1980'li yılların ardından dünya genelinde yaşanan finansal küreselleşmenin ne denli etkili olduğunu göstermiştir. Nitekim, ABD finans piyasalarında yaşanan kriz önemli bir gecikme göstermeksizin anında tüm dünyaya yayılmıştır. Böylece ekonominin reel ve finansal kesimleri arasındaki bağın ulusal ve uluslararası düzeyde ne kadar kuvvetlendiği de ortaya çıkmıştır.

Büyüme literatüründe, reel sektörü, dolayısıyla genel iktisadî büyümeyi etkileyen ve bir büyüme kaynağı olarak ele alınan finans sistemindeki gelişmelere ilişkin birçok hipotez ve teori ileri sürülmüştür. Belirtilen teorilerde nedensellik ilişkisinin niteliği ve yönü büyümeden finansal gelişmelere ve/veya finans sisteminden büyümeye doğru, pozitif veya negatif yönlü olmaktadır. Başka bir deyişle, finans-büyüme ilişkisinin genel niteliği teorik ve uygulamalı literatürde son derece muğlaktır. Söz konusu teori ve hipotezlerin belirtilen niteliği, kalkınmışlık seviyesi, zaman, kurumsal yapı, politik uygulamalar gibi birçok faktörün etkisi altında, finans sistemi ile iktisadî büyüme arasındaki ilişkinin niteliğini ve yönünü de tartışmalı kılmaktadır. Nitekim, bazı iktisatçılar reel sektördeki gelişmenin finans sistemini de geliştirdiğini ileri sürerken; bazıları da, bunun tam tersi bir mekanizmanın varlığını iddia etmektedirler. Ancak, her iki görüşü de büyük ölçüde yansıtacak şekilde, etkileşimin karşılıklı olduğunu ileri süren iktisatçılar/çalışmalar da mevcuttur. Aynı tartışma farklı nitelikteki finansal gelişmelerin iktisadî büyümeyi olumlu veya olumsuz etkilemesi konusunda da görülmektedir.

Bu çalışmada büyüme teorilerinin ve iki temel iktisat okulu olan Keynesyen ve neo-klasik yaklaşımın finans sistemine ilişkin görüşler ve bu görüşlere ilişkin literatür ele alınacaktır. Çalışmanın ana sorunsalı, finans sistemi ile iktisadî büyüme arasındaki ilişkinin teorik arka planının ele alınmasıdır. Söz konusu sorunsalı değerlendirmek için Keynesyen, neo-klasik ve çağdaş Keynesyen okulların finans-büyüme ilişkisine dair teoriler ve ilgili mekanizmalar ortaya koyulacaktır. Çalışmadaki bölümlerin sıralaması, ele alınan iktisat okullarının ve büyüme modellerinin kronolojik gelişimi itibariyle düzenlenmiştir. Bu nedenle, sırasıyla Keynesyen görüş, neo-klasik okul ve Solow büyüme modeli, çağdaş klasik okul ve çağdaş Keynesyen teoriler ele alınacaktır. Dikkat edileceği üzere, ele alınan iktisat ekolleri tüm ekoller göz önüne alındığında sınırlı kalmaktadır. Böylesi bir sınırlamanın nedeni, finans-büyüme ilişkisinde öne çıkan görüşlerin bu iki ekole dayanmasıdır.

1. GELENEKSEL KEYNESYEN TEORİDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

II. Dünya Savaşı'ndan sonra Büyük Buhran ile birlikte önem kazanan Keynesyen öneriler, 1970'li yıllara kadar finans sistemi üzerine uygulanan politikalarda da etkili olmuştur. Böylece, Büyük Buhran'dan petrol krizlerine kadar geçen dönemde Keynesyen öneriler çerçevesinde, reel piyasalarda olduğu gibi, finans piyasalarında da kamu müdahalesi artmıştır. Keynesyen iktisadın temel önerileri, Büyük Buhran'dan çıkışa yöneliktir ve önemli ölçüde kamu müdahalesine dayalıdır. Zaten, Keynesyen görüş en temel anlamda kapitalizmin olağan krizlerinden en az zararlı nasıl çıkılacağına dair başlatılan bir tartışma içeriğine sahiptir. Bu çerçevede Keynes'in vizyonu da ekonominin neo-klasik argümanlar dâhilinde işlemediğini gösterme ve bu durumun nedenlerini ortaya koymadır. Keynes'in vizyonundan hareketle takipçileri de ekonomide etkin kaynak kullanımının sağlanması, büyüme ve kalkınmanın dengeli ve tam istihdam düzeyinde gerçekleştirilmesi, adil bir gelir ve servet dağılımının temini ve ekonomideki istikrarın sağlanması yönünde öneriler geliştirmeye çalışmışlar; finansal istikrarın tesisini ise, bu amaçların gerçekleştirilmesi için bir araç olarak görmüşlerdir (Greenwald; Stiglitz 1987:6; Akyüz 2008:3; Orhangazi 2008:144).

Keynesyen iktisadın temel iddiaları, zımnen piyasanın kendi işleyişinde en uygun çözümleri sunmayacağını imâ etmektedir. Belirtilen imânın nedenleri ise, klasik iktisadın varsayımlarıdır ve bu varsayımlara Keynesyen iktisat karşı çıkmaktadır. Nitekim, geleneksel Keynesyen görüşte

ücretlerin ve fiyatların esnek olmadığı; esnek olmayan fiyat ve ücretlerin piyasaların temizlenmesi önünde bir engel olduğu; temizlenmeyen piyasaların da tam istihdam dengesinin sağlanmamasına yol açtığı iddia edilmektedir (Aktan 1994:59). Belirtilen koşullar geleneksel Keynesyen görüşün belki de en önemli argümanları olup, ekonomideki dalgalanmalara ve dengeden sapmalara ilişkin açıklamalarında da çıkış noktasını teşkil etmektedir. Bu nedenle Keynesyen iktisadî, dalgalanmaların önlenmesinde veya etkin dengelere tam istihdam düzeyinde ulaşılmasında, devletin toplam talep üzerinde yönlendirici kararlar almasını öneren bir düşünce okulu olarak tanımlamak mümkündür.

Diğer yandan, finans piyasalarına Keynesyen bakış açısı daha ziyade verimsizlik ve istikrarsızlık üzerinedir. Nitekim, Keynes'e göre finans piyasasındaki fiyat oluşumları spekülâtörler tarafından belirlenmektedir ve bu yüzden bir ülkenin sermaye piyasasının gelişmesi, bir kumarhane faaliyetinin gelişmesini andırır¹. Zaten, Keynesyenlere göre 1929 Büyük Buhranı'nın en önemli nedenlerinden biri de, denetimsiz ve düzenlemeden yoksun finans piyasalarının aşırı genişlemesidir. Öte taraftan, yine Keynesyenlere göre iktisadî kalkınmayla birlikte reel sektöre ilişkin faaliyetler ise, daha verimsiz hale gelmektedir². Böylesi bir iddia, sermaye piyasalarının (ve finans piyasalarının) spekülasyonlar sonucunda gelirin haksız dağılımına neden olabileceğini göstermektedir. Belirtilen bakış açısı, finans sisteminde reel sektöre göre daha fazla kamu müdahalesi gerektiği sonucuna da ulaştırabilir.

Keynesyen teoride finans sisteminin bariz bir kumarhane sistemine dönüşüp genel refah düzeyinde adaletsizliğe ve iktisadî faaliyette istikrarsızlığa yol açmaması için, finans sistemine yönelik iyi bir izleme ve düzenleme mekanizmasının kurulması tavsiye edilmektedir. Nitekim, GOÜ'lerdeki finans piyasaları genellikle spekülâtif özellikler arz eder ve piyasalar içerden ticaret ile manipüle edilmeye son derece müsaittir. Bu ülkelerde finans piyasalarının, spekülâtif aşırı fiyat oluşumlarının, piyasalarda varlık fiyatlarında aşırı dalgalanmaların ve küçük tasarruf sahipleri arasında büyük bir itimatsızlık oluşturan piyasa aksamalarının tehdidi altında olduğu ileri sürülmektedir. Belirtilen nedenle, Keynesyen ekolde finans piyasalarının istikrarının GOÜ'lerde daha fazla önceliğe sahip olduğu ve finansal gelişmenin hükümetin inisiyatifi ve yönlendirmesi altında gerçekleşmesi gerektiği de iddia edilmektedir (Akçoraoğlu 2000:10).

¹ Kahyaoğlu (2008)'de, Keynes'in bu görüşünü destekler nitelikte, finans sistemindeki son dönem gelişmelerin finansal işlemlerin reel sektörden kopmasına neden olduğu iddia edilmektedir (Kahyaoğlu 2008:29).

² Geleneksel Keynesyen yaklaşımın belirtilen özellikleri için bakınız: Bornemann 1976:134; Calomiris 1993:61; Akçoraoğlu 2000:10; Singh 2002:8; Orhangazi 2008:144.

Finans sistemine yönelik kamu müdahalesine ilişkin Keynesyen literatürde ileri sürülen gerekçelerden biri de, fiyat istikrarı ile ilgilidir. Zira, Keynesyen görüşe göre fiyat istikrarının sağlanması, faiz oranlarının merkez bankası tarafından tayinini gerektirebilir. Böylesi bir politikanın uygulanabilmesi için de, finans sisteminin kamu kontrolünde yönlendirilmesi ve faiz oranlarının politika amaçlarına göre bu sisteme empoze edilmesi gerekebilir (Savaş 1999:751).

Keynesyen teoriye göre, fiyat istikrarını sağlamanın yanı sıra faiz oranlarının düşük tutulma önerisinin başka bir nedeni de, faiz oranlarının tasarruflardan çok yatırımları etkilediği iddiasıdır. Bu yüzden II. Dünya Savaşı'ndan sonra birçok gelişmiş ülkede (GÜ) ve GOÜ'de Keynesyen politika önerileri çerçevesinde ve finansal baskı politikaları dâhilinde yatırımların teşviki amacıyla faiz oranları düşük düzeylerde tutulmuş ve hatta negatif reel faiz politikası tercih edilmiştir (Savaş 1999:749–750; Kar 2001a:82; Kar; Taş 2004:161). Başka bir deyişle, düşük faiz oranları vasıtasıyla finans sisteminde istikrarın sağlanması ve yatırımların teşviki amacıyla 1970'li yıllara kadar tüm GÜ'lerde ve GOÜ'lerde finansal baskı politikaları Keynesyen argümanlar çerçevesinde ve yaygın bir şekilde uygulanmıştır.

Yukarıda belirtilenler Keynesyen teorinin finans kesiminin önemini ret ettiği anlamına gelmemektedir. Keynesyen görüşte finans sistemi açısından önem arz eden para, ödemelerin daha sonra yapılmasını sağlayan sözleşmeler ile (yani borçlanma aracılığı ile) artış göstermektedir. Böylesi bir durumda, ekonomide borçlanma ve kredi ilişkileri arttığında para arzı da artar. Keynes, çağdaş kapitalist ekonominin belli rezerv oranlarına göre işleyen gelişmiş bir banka sistemine sahip olduğunu ve para arzının finansman işleminden kaynaklandığını düşünür. Başka bir deyişle, kapitalist sistemde bankacılık sistemi ne kadar gelişmişse, piyasaların kendiliğinden para üretme gücü de o denli artar (paranın içselliği). Bu yönüyle teoride para arzı ile ilgili temel fonksiyonel ilişkiler bankacılık sistemi üzerinden kurulmuştur. Nitekim, Keynes'e göre planlanan yatırımların artması ile yükselen "kısa vadeli" fon talebinin finansmanında bankacılık sistemi önem arz edebilir. Hatta, ekonomideki atıl kaynakların harekete geçirilmesinde bankacılık sistemi anahtar bir rol oynayabilir. Başka bir deyişle, Keynes'e göre para yansız değildir. Keynes'in bu görüşlerini 1980'li yıllarda gelişen ve bankacılık sistemine analizlerinde önem veren post-Keynesyenler daha geniş boyutta ele almışlardır (Togay 1998:135; Paya 1998:368–370; Snowdon; Vane 2005:460). Sonuç olarak, Keynes'in görüşleri dâhilinde, kapitalizmin yerleşmesi ve güçlenmesi ile finans sisteminin (özellikle de bankacılık sisteminin) gelişeceği ve belirtilen gelişmenin da para arzı ve dolayısıyla da fiyat istikrarı üzerinde etkili olacağı iddia edilebilir.

Geleneksel Keynesyen teoride finans piyasalarının temel işlevi ise, varlık sahiplerine ihtiyaç duydukları likiditeyi sağlamaktır. Nitekim, Keynesyen teorinin finans piyasalarına ilişkin çıkarımları likidite tercihi teorisi çerçevesinde oluşturulmuş ve bu teori belirtilen iddia üzerine kurulmuştur. Likidite tercihi modeli, yatırımları içeren ve cari harcamaların doğrudan borçlanmaya veya refah artışına yol açmayacağı çok kısa dönemli bir analizdir. Modelde borç verilebilir fonların faiz oranlarını etkilememesi için, borçlanma analiz dışı bırakılmıştır. Analiz sonuçları, finans piyasalarına yönelik müdahale gereğine işaret etmektedir. Nitekim, likidite tercihi teorisinin taraftarları etkin piyasa teorisinin³ taraftarlarından farklı olarak, finans sisteminin piyasa katılımcılarını etkileyecek bir şekilde kurumsal ve kurallar bütünüyle kısıtlanması gerektiğini; yani, sisteme yönelik ihtiyarî düzenlemeler gerektiğini iddia etmektedirler. Böylesi düzenlemelerin olmaması halinde finans piyasalarındaki fiyat dengeleri yatırımcıların grup psikolojileri ve spekülâtorlerin davranışları nedeniyle afakî düzeylerde oluşabilecek; böylece, piyasalarda spekülâtif kazançların artmasıyla gelir dağılımı daha da bozulabilecektir. Tüm bunların yanı sıra, geleneksel Keynesyen görüşe göre dolaylı yabancı sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ve finans sisteminin bu politikaya göre düzenlenmesi sakıncalı bir uygulamadır. Zira, dolaylı yabancı sermayeye tanınan böylesi bir serbestlik faiz oranlarında; dolayısıyla da, işsizlik ve büyüme oranlarında aşırı ve istenmeyen dalgalanmalara yol açabilir (Gurley; Shaw 1955:523; Savaş 1999:752; Davidson 2002:181; Singh 2002:13). Söz konusu dalgalanmaların genel sonucu da, iktisadî büyümenin potansiyel altında gerçekleşmesi, gelir dağılımının bozulması ve refah kayıplarıdır.

Likidite tercihi modelinde kamu müdahalesinin önerilmesinin başka bir nedeni de, faiz oranlarının para piyasasında para arzı ve para talebi tarafından; gelirin ise, tasarruf ve yatırımlar tarafından belirlenmesinden kaynaklanmaktadır. Para otoritesinin para arzını artırması durumunda, iktisadî birimler ellerinde bulunan nakit mevcudu ile birlikte tahvil taleplerini de artıracaklardır. Tahvil talebindeki artış ise, tahvilin fiyatı ile faizi arasındaki ters yönlü ilişki nedeniyle piyasa faiz oranlarını düşürecek ve bu surette firmaların yatırımları artacaktır. Böylece, iktisadî faaliyet çarpan vasıtasıyla teşvik edilecektir. Bu mekanizmada, ekonominin eksik istihdamda olması nedeniyle, fiyatlar genel seviyesinde de bir artış yaşanmadığı varsayılmaktadır (Kar 2001a:84–85; Kar; Taş 2004:161). Belirtilen mekanizmada finans sisteminin önemi, finansal araçların para

³ Etkin piyasa teorisinin çıkış noktası, rasyonel beklentiler kuramının finans piyasalarına uyarlanmasıdır. Bu teoriye göre, iktisadî birimler mevcut tüm bilgiyi kullanarak finans piyasalarındaki optimal getirileri doğru tahmin edebilmekte ve böylece piyasada oluşan varlık fiyatları aynı zamanda gerekli tüm bilgiyi yansıtabilmektedir (Mishkin 2004:150–151).

arzına etkileri ile ilgilidir. Nitekim, daha önce de belirtildiği üzere, Keynesyen teoride para arzının oluşumunu etkileyen bir faktör olarak finans sistemi (özellikle de bankacılık sistemi) önemlidir. Bu nedenle, teoriye göre başarılı bir para politikası ve para arzına etkileri açısından finans sisteminin işleyiş düzeninin kamu tarafından yönlendirilmesi gerekmektedir.

Keynesyen görüşün büyüme teorisi ise, Harrod-Domar modeline dayanmakta ve bu modelde ekonominin üretim kapasitesinin artırılmasından ziyade, ekonominin tam istihdam seviyesinde üretim yapması için gerekli tasarruf ve yatırım dengesi sorgulanmaktadır. Başka bir deyişle, modelin temel amacı tam istihdam dengesine ulaşmada gerekli dinamik şartların ortaya koyulmasıdır. Nitekim, Harrod modelinin başlangıç versiyonlarında finans sistemi dikkate alınmamaktadır. Modelde, tasarruf oranlarındaki bıçak sırtı dengiyi bozacak artış, işsizliğe ve fazla sermaye birikimine neden olarak ekonominin eksik istihdamda işlemesi neden olur (Williamson 1970:168; Yülek 1997:93;95). Böylesi bir bakış açısından finans sisteminin serbestleştirilmesi ya da küreselleşmesi ve ardından gelen tasarruf artışı, iktisadî büyümeyi olumlu etkilemeyeceği gibi, sekteye de uğratabilir. Söz konusu çıkarımın doğruluğu tartışmalıdır ve Harrod-Domar modeline yönelik başlıca eleştirilerden biridir (Snowdon; Vane 2005:601). Nitekim, yurt içi tasarrufların yetersiz kaldığı bir durumda yurt dışı kaynaklara başvurulmaması (yani dışa dönük finansal serbestleşmenin uygulanmaması); bunun yerine sadece yurt içi tasarrufları artırmaya yönelik politikaların uygulanması tasarruf paradoksundan kaynaklanan sorunlara yol açabilir.

Büyüme üzerindeki portföy etkileri, dengeli büyümeye ilişkin Harrod-Domar modelinin geliştirilmiş versiyonlarında görülebilir. Esasen, Harrod-Domar modelinde büyümenin finansal esaslarına değinmemekle birlikte tasarrufun kendiliğinden ve belirli bir oranda yatırımlara kanalize olduğu varsayılmaktadır. Bu nedenle sermaye/hâsıla oranı (σ) sabittir (McKinnon 1973:125).

Keynesyen teorinin finans piyasaları ile alâkalı bir diğer yaklaşımı da, toplam talebe ilişkin görüşlerinden yola çıkılarak açıklanabilir. Teoriye göre, ekonomideki istikrarsızlıklarda temel iktisadî sorun hâsıla için yeterli talep yaratılamaması olduğu için, yatırımlardan ziyade tüketici talebini artırıcı kamu müdahaleleri uygulanmalıdır. Zira tüketici talebinin artması ile faiz oranlarının kamu müdahaleleri ile düşük düzeylerde tutulması arasında bir tutarlılık vardır. Nitekim, faiz oranlarının düşük tutulması tüketici kredilerine uygulanan faiz oranlarını da düşük düzeyde kalmasına neden olacak; böylece, tüketici talebi artacaktır. Belirtilen durumdan ve yatırımları teşvik edici politikaların ekonomideki istikrarı bozacağı varsayımından hareketle, finans sisteminin genel anlamda yatırımları teşvik edici özelliği, ekonomideki istikrarın bozulmasına yol açabilir (Patrick 1966:183). Zira,

konjonktür teorilerinde aşırı yatırımların dengesizliklere yol açabileceğini iddia eden Keynesyen içerikli görüşler, yukarıda belirtilenler ile tutarlılık göstermektedir.

Literatürde geleneksel Keynesyen teorinin büyümenin finans sistemine ilişkin kaynaklarını analiz etmede yeterli olmadığı da iddia edilmektedir. Gurley; Shaw (1955)'e göre, böylesi bir durumun iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, Keynesyen teorilerin harcamayı etkileyen finansal faktörleri ve borçlanma ilişkilerini açıklamamasıdır. İkincisi ise, likidite tercihi teorisinin para ve bono olmak üzere sadece iki finansal varlık üzerinde durması; yani, araçları ve aracıları açısından gelişmiş bir finans sistemini göz önünde tutmamasıdır. Belirtilen sebeplerden dolayı, Keynesyen teori finansal aracılığın endüstriyel gelişme üzerindeki etkisini açıklamamakta ve/veya ihmal etmektedir (Gurley; Shaw 1955:524-525).

2. NEO-KLASİK TEORİDE VE SOLOW BÜYÜME MODELİNDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Finans-büyüme ilişkisine dair ele alınması gereken ikinci temel iktisat okulu, birçok takipçi ekolü ile birlikte neo-klasik görüştür. Bu bölümde ilk olarak neo-klasik teorinin temel argümanları çerçevesinde finansal gelişmelerin sonuçlarından bahsedilecek; daha sonra, bu okulun finans-büyüme ilişkisine dair belli başlı görüşleri aktarılacaktır. Son olarak, neo-klasik iktisadın temel büyüme teorisi olan Solow modeli ele alınacak ve bu model içerisinde finans sisteminin yeri ortaya koyulacaktır.

2.1. Neo-Klasik Teorinin Temel Argümanları Çerçevesinde Finans Sistemi ve İktisadî Büyüme İlişkisi

Neo-klasik iktisat Keynesyen iktisadın zayıf kaldığı mikro analizlerden yola çıkarak makro analizlere sağlam bir altyapı kazandırmaya çalışmış ve Keynesyen iktisada belirtilen şekilde karşı çıkmıştır. Gerçekten de, Keynesyen iktisadın en fazla maruz kaldığı eleştiri makro teorilerinin mikro temellerinin olmamasıdır. Belirtilen eleştiriyi temel alan neo-klasik teori modellemelerinde mikro piyasalardaki işleyişi dikkate alarak piyasaların kendiliğinden dengeye geldiği, Walrasyan genel dengenin ve rasyonel beklentilerin geçerli olduğu, fiyat ve ücretlerin sürekli ve tam esnek olduğu varsayımları ile makro sonuçlara ulaşmışlardır (Snowdon; Vane 2005:223).

Söz konusu argümanlardan yola çıkılarak, neo-klasik teoride piyasaların etkinliği savunulmakta; etkin bir dengenin ise, fayda maksimizasyonu ile rasyonel hareket eden iktisadî birimlerin davranışları

çerçevesinde oluşacağı iddia edilmektedir. Teoriye göre, finans piyasaları da dâhil olmak üzere serbest işleyen tüm piyasalarda bilginin toplanması ve dağıtılması konusunda fiyat mekanizması vasıtasıyla tam bir etkinlik söz konusudur. Belirtilen etkinlik, bilginin toplanmasına ve dağıtılmasına ilişkin maliyetlerin olmadığı varsayımı ile ileri sürülmektedir. Bilginin dağıtılması ise, fiyatlar vasıtasıyla gerçekleştirilir. Böylece, hem piyasalarda oluşabilecek dengesizlikler anında giderilebilmekte hem de kaynak tahsisi etkin bir şekilde gerçekleştirilmektedir. Bilginin toplanmasındaki ve dağıtılmasındaki etkinliğin sağlanması ise, iktisadî birimlerin homojen beklentilere sahip olmalarına yol açmaktadır. Sonuçta, finans piyasalarının belirtilen özellikleri reel ve finansal varlıkların getirilerini birbirine eşitlemekte ve bu surette piyasa etkinliği sağlanmaktadır (McKinnon 1973:43; Greenwald; Stiglitz 1987:1; Emek 2000:68). Bu önermelerden çıkarılacak politik sonuç, piyasaların iktisadî etkinliği kendiliğinden sağlayan mekanizmalar kurması nedeniyle tüm piyasaların serbestleştirilmesi ve dışa açılmasıdır.

Belirtilen çerçevede etkin dengelerin finans piyasalarında da oluşması için, bu piyasalarda serbestleşme, küreselleşme ve deregülasyon yönündeki politikalar neo-klasikler ve neo-klasiklerin takipçileri tarafından desteklenmektedir. Teoriye göre, finans piyasalarında etkin bir denge yüksek oranlı bir iktisadî büyümenin de gereğidir ve belirtilen politikalar tıpkı mal piyasalarındaki serbestleşmeye ve küreselleşmeye benzer faydalar sağlar. Ayrıca, teoride finansal serbestleşmenin dışa dönük uygulamaları ile artan fon hacminin ve finansal araç çeşitliliğinin GOÜ'lerdeki finansal derinleşmeyi artıracığı ve tasarruf yetersizliğini gidereceği ileri sürülmektedir. Bununla birlikte, belirtilen olumlu etkilerin ortaya çıkması için bazı yapısal koşulların ihdas edilmesi ve bu koşulları sağlayacak politikaların uygulanması gerektiği de telkin edilmektedir (Singh 2002:8; 69; Onur 2005:135; Atamtürk 2007:76–77). Söz konusu yapısal değişimlerin ve politikaların finans sisteminde de dışa açıklığa olanak verecek şekilde uygulanması, neo-klasiklere göre makroekonomik performansın iyileşmesine yol açacaktır.

Neo-klasik teori GOÜ'lerdeki az gelişmiş finans piyasalarının varlığını, uzun yıllar kamu otoritesinin uyguladığı finansal baskı politikaları ile (özellikle faiz oranlarına uygulanan kısıtlamalar ile) açıklamaktadır. Nitekim, GOÜ'lerde iktisadî birimlerin tüketim eğilimleri daha fazla olmakta ve kısıtlı tasarrufları da kısa vadeli finansal varlıklarda ve/veya üretime katkıda bulunmayacak yatırım alanlarında değerlendirilmektedir. Böylesi bir durumun sonucu ise, iktisadî büyümenin arz yönlü kaynaklarının işlememesidir. Ayrıca, teoriye göre hükümetin enflasyonist finansmandan başka bir seçeneği olmadığı durumlarda yüksek enflasyon reel faiz oranlarını

düşürmekte; böylece, zaten kısıtlı olan tasarruf düzeyi daha da daralmaktadır (McKinnon 1973:90; 98–99; Akçoraoğlu 2000:8).

Neo-klasik teorinin finans sistemi ile ilgili temel görüşlerinin başlangıç noktası para arzının oluşumu ile ilgilidir. Teoriye göre, para arzı iktisadî sistemde dışsal olarak değil içsel olarak belirlenir ve para arzındaki değişiklikler reel büyüme hızı üzerinde hiçbir etkiye sahip değildir. Başka bir deyişle, para arzı artışından kaynaklanan (parasal) enflasyon, reel hâsıla büyümesine dışsaldır (paranın yansızlığı); belirtilen nedenle, para arzındaki artış ekonomide belirsizliklerden kaynaklanacak olumsuzlukları önleyecek bir hızda yapılmalıdır. Aksi takdirde, parasal süreç iktisadî büyümeyi olumsuz etkileyebilecek bir faktör haline gelmektedir (Fry 1982:732; Ghosh 2005:3; Erdem 2005:203).

Neo-klasik teoriye göre, reel iktisadî büyüme sermaye, emek ve verimliliğin artış hızı gibi “reel” faktörler tarafından belirlenir. Belirtilen nedenlerle GOÜ’lerin büyüme sürecinde en önemli etken, üretken sermayenin ve üretime ilişkin diğer faktörlerin arzında artışın gerçekleşmesidir. Bu noktada finansal araçlar, kalkınma safhasında verimli altyapının ve endüstriyel yatırımların finanse edilmesi için uygun ve iyi işleyen kanallar oluşturma işlevine yükümlüdür (Patrick 1966, 183).

Neo-klasik görüşün finansal gelişmelerle iktisadî büyüme arasında kurduğu ilişkiler para talebi fonksiyonundan yola çıkılarak da gösterilebilir. Neo-klasik iktisadın para talebi fonksiyonu (1) numaralı denklemde gösterildiği gibidir (McKinnon 1973:44):

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = H(Y, r, d - \dot{P}^*) \quad (1)$$

(1) numaralı denklemde $\left(\frac{M}{P}\right)^D$, reel para talebini; (Y) , reel hâsıla seviyesini; (r) , hem fiziksel sermayenin hem de parasal olmayan finansal varlıkların reel getirisini; (d) , mevduatlara uygulanan nominal faiz oranlarını; (\dot{P}^*) , enflasyonun beklenen gelecek değerini; $(d - \dot{P}^*)$ de mevduatların reel getirisini göstermektedir. Bu denklemde (r) ’nin, $(d - \dot{P}^*)$ ’den daha düşük bir oranda mevduat hesabının fırsat maliyeti olduğu varsayılmaktadır. Yukarıda belirtilen kapalı fonksiyonda yer alan bağımsız değişkenlerin para talebini etkileme yönleri cebirsel olarak (2) numaralı denklemde gösterilmiştir;

$$\frac{\partial H}{\partial Y} > 0; \quad \frac{\partial H}{\partial r} < 0; \quad \frac{\partial H}{\partial (d - \dot{P}^*)} > 0 \quad (2)$$

(2) numaralı denklemden de görüleceği üzere neo-klasik teoride para talebi ile gelir ve mevduatların reel getirisi arasında pozitif; fiziksel sermayenin ve parasal olmayan finansal varlıkların reel getirisi ile negatif ilişkisi söz konusudur. Başka bir deyişle, neo-klasik teoride, fiziksel sermayenin getirisi arttıkça iktisadî birimler paranın işlem amaçlı kullanım avantajlarından vazgeçip fiziksel sermaye yatırımlarına yöneleceklerdir. Bu durumda para ile reel sermaye arasında bir “ikâme ilişkisi” ortaya çıkmaktadır (McKinnon 1973:44-45).

Para ile toplam yatırımlar arasındaki ikâme ilişkisi göz önünde tutulduğunda neo-klasik yatırım fonksiyonu (3) numaralı denklemdeki gibi yazılabilir;

$$I = \frac{dK}{dt} = sY + (s-1)(\dot{M} - \dot{P})\frac{M}{P} \quad (3)$$

(3) numaralı denklemde (I), fiziksel sermaye yatırımlarındaki toplam yıllık artışı; (K), fiziksel sermaye stokunu; (t), zaman indeksini; (s), marjinal tasarruf eğilimini göstermektedir. Denklemde yer alan $\left[(s-1)(\dot{M} - \dot{P})\frac{M}{P} \right]$, sıfırdan küçük bir değer aldığı için reel para stokuna ilişkin talepteki bir artış yatırımları da azaltacaktır.

Neo-klasik iktisadın yukarıda belirtilen temel görüşleri, merkez bankalarının bağımsızlığının sağlanma gereğini de ima etmektedir (Ghosh 2005:3). Böylesi bir iddia, finansal serbestleşme politikalarının merkez bankası bağımsızlığını da içermesi anlamına gelmektedir. Nitekim, merkez bankasının tek politika amacının enflasyonu düşük düzeylerde tutma olarak belirlenmesi, temel para otoritesi olarak ekonomiye kısıtlı müdahale anlamına gelir ki, bu da neo-klasik iktisadın (ve takipçilerinin) GOÜ’ler için şiddetle önerdiği finansal serbestleşmenin özüne uygundur⁴.

2.2. Solow (Neo-Klasik) Büyüme Modelinde Finans Sistemi ve İktisadî Büyüme İlişkisi

Neo-klasik teorinin iktisadî büyüme modeli olan Solow modeli, büyümenin kaynakları konusunda önemli bir temele sahiptir ve finans sistemindeki gelişmeler dâhil olmak üzere birçok açıdan genişletilmiştir.

⁴ Merkez bankalarının temel hedefinin fiyat istikrarı olması, dışa dönük finansal serbestleşmenin başarısını da etkileyen bir faktördür. Zira, uluslararası finansal sermaye akımları reel getirilere göre hareketlilik göstermekte ve fiyat istikrarsızlığı reel getirileri belirsiz hale getirebilmektedir. Söz konusu belirsizlik, finansal serbestleşmeden beklenen faydaların yetersiz kalmasına neden olacağı için özellikle GOÜ’lerde merkez bankasının bağımsızlığı ve fiyat istikrarı son dönemde önemli bir politika amacı olmuştur.

Belirtilenler doğrultusunda bu bölümde Solow büyüme modeli açıklanacak ve modelin finans sistemi açısından nasıl genişletildiği gösterilecektir. Bunların yanı sıra, yakınsama konusu da ele alınacaktır. Bu alt kesimde Solow modelinin temel çıkarımlarından yakınsama konusunun ele alınma nedeni, finansal gelişmelerin kurumsal bir altyapı unsuru olarak GOÜ'lerin GÜ'ler seviyesine ulaşmasında etken olup olmayacağını irdelemektir.

2.2.1. Solow Büyüme Modelinin Temel Unsurları ve Sonuçları

Solow büyüme modeli, Solow (1956) ve Swan (1956)'ya dayanmakta ve "neo-klasik toplam üretim fonksiyonundan" hareketle büyümeyi ve/veya büyümenin kaynaklarını açıklamaktadır. Modelin temel amacı, ülkeler arasındaki kalkınmışlık farkına ilişkin sebeplerin ortaya koyulmasıdır. Modelde azalan verimler yasasına ve ölçüğe göre sabit getiriye tâbi üretim fonksiyonu [$GSYIH = f(L, K, H)$] kullanılmakta ve bu fonksiyonel ilişkiden hareketle büyümenin temel kaynakları da, emek (L), fizikî sermaye (K) ve beşerî sermaye (H) olmaktadır. Belirtilen girdiler arasında doğrusal ve pozitif ikâme olduğu varsayılmaktadır. Denklemden de anlaşılacağı üzere neo-klasik büyüme modelinde teknolojik gelişme, analize dâhil edilmemiştir –ki bu özelliği eleştiri almış ve çağdaş büyüme modellerinde belirtilen eksiklik giderilmeye çalışılmıştır (Lipseş; Courant; Ragan 1999:729–730; Barro; Sala-i Martin 1999:10; Jones 2001:18).

Temel Solow modelinin teorik gösterimi için $Y(t) = A(t)F[K(t), L(t)]$ şeklindeki üretim fonksiyonunu ele alabiliriz. Denklemden yer alan (Y), hâsılayı; (K), sermayeyi; (L), emeği ve (A) da bilgi ya da emeğin etkinliğini, ya da toplam faktör verimliliğini göstermektedir. Bu üretim fonksiyonunun iki temel özelliği vardır. Birincisi, zaman üretim fonksiyonunu doğrudan etkileyen bir değişken değildir. Fakat zaman, hâsıla düzeyini (K), (L) ve (A) vasıtasıyla etkiler. Üretim fonksiyonunun ikinci özelliği ise, (A) ve (L)'nin birbirleri ile ilişkilendirilebilmesidir. Bu durumda (AL), etkin emeği gösterir ve teknolojik süreç işgücü yanlı veya Harrod-yansızdır. Teknolojik sürecin işgücü yanlı olması, emeğin marjinal ürününü artıran teknolojik değişimin, diğer üretim faktörlerinin marjinal ürünlerinin artışından daha fazla olması anlamına gelmektedir. İşgücü yanlı teknolojik sürecin geçerli olduğu durumda işgücü stokundaki artış, aynı yönde toplam hâsılayı da artıracaktır. Harrod-yansız teknolojik gelişmenin anlamı ise, yeniliklerin emek veya sermaye tasarrufunu eş-değer etkilemesidir. Başka bir deyişle, teknolojik yenilikler, üretim faktörlerine ilişkin marjinal ürün değerlerinin veri bir sermaye/emek oranında değişmemesine neden oluyorsa, söz konusu teknolojik gelişme Harrod-

yansız olarak adlandırılır. Tüm bunların yanında, üretim fonksiyonuna ilişkin temel varsayım iki girdinin (K, L) olduğu durumda, ölçüğe göre sabit getirinin söz konusu olmasıdır. Sabit getiri varsayımı ise, iki varsayımı beraberinde getirir. Birincisi, ekonomi uzmanlaşmanın sağlayacağı kazançları massedebilece kadar büyüktür. İkincisi, sermaye, emek ve bilgi dışındaki değişkenlerin öneminin olmadığıdır. Başka bir deyişle, model toprak ve doğal kaynaklar gibi faktörleri de analiz dışı bırakmaktadır (Barro; Sala-i Martin 1999:33; Lipsey; Courant; Ragan 1999:732; Jones 2001:33–34; Romer 2006:9). Son olarak üretim fonksiyonunda Inada koşulları geçerlidir (Yülek 1997:94). Bu üretim fonksiyonunun her iki tarafının logaritması ve zamana göre türevi alınırsa, toplam hâsılanın büyüme hızı (4) numaralı denklemde gösterildiği gibi faktör büyüme hızlarından hesaplanabilir (Barro; Sala-i Martin 1999, 346):

$$\dot{Y}(t) = \frac{\partial Y(t)}{\partial K(t)} \dot{K}(t) + \frac{\partial Y(t)}{\partial L(t)} \dot{L}(t) + \frac{\partial Y(t)}{\partial A(t)} \dot{A}(t) \quad (4)$$

(4) numaralı denklemde $\frac{\partial Y}{\partial L} = \left[\frac{\partial Y}{\partial AL} \right] A$ ve $\frac{\partial Y}{\partial A} = \left[\frac{\partial Y}{\partial AL} \right] L$ şeklinde

eşitliklerin geçerli olduğu varsayılmaktadır. Ayrıca, değişkenler üzerindeki nokta işareti ilgili değişkenlerin değişim oranlarının alındığını göstermektedir (Romer 2006:29). Denklemin her iki tarafı $Y(t)$ 'ye bölünürse, (5) numaralı denkleme ulaşılabilir:

$$\begin{aligned} \frac{\dot{Y}(t)}{Y(t)} &= \frac{K(t)}{Y(t)} \frac{\partial Y(t)}{\partial K(t)} \frac{\dot{K}(t)}{K(t)} + \frac{L(t)}{Y(t)} \frac{\partial Y(t)}{\partial L(t)} \frac{\dot{L}(t)}{L(t)} + \frac{A(t)}{Y(t)} \frac{\partial Y(t)}{\partial A(t)} \frac{\dot{A}(t)}{A(t)} \\ &\equiv \alpha_K(t) \frac{\dot{K}(t)}{K(t)} + \alpha_L(t) \frac{\dot{L}(t)}{L(t)} + R(t) \end{aligned} \quad (5)$$

(5) numaralı denklemde yer alan $[\alpha_L(t)]$, (t) döneminde hâsılanın emeğe göre esnekliğini; $R(t)$ ise, $[A(t)/Y(t)] \left(\frac{\partial Y(t)}{\partial A(t)} \right) \left[\frac{\dot{A}(t)}{A(t)} \right]$ 'yi

göstermektedir. Denklemin her iki tarafından $\left(\frac{\dot{L}}{L} \right)$ ifadesi çıkartılırsa ve

$\alpha_L(t) + \alpha_K(t) = 1$ şeklindeki eşitlik göz önünde tutulursa, işçi başına hâsılanın büyüme hızı için (6) numaralı denkleme ulaşılır:

$$\frac{\dot{Y}(t)}{Y(t)} = \alpha_K(t) \left[\frac{\dot{K}(t)}{K(t)} - \frac{\dot{L}(t)}{L(t)} \right] + R(t) \quad (6)$$

(6) numaralı denklemde yer alan $R(t)$ Solow bakiyesidir⁵ ve Solow büyüme modelinde finans sistemindeki gelişmelerin iktisadî büyümeye etkisi, toplam faktör verimliliğini etkileyen politik ve kurumsal yapı göz önünde tutularak belirtilen bakiye içinde yer almaktadır.

Diğer taraftan Solow modeli, ölçeğe göre sabit getiri varsayımı altında, Cobb-Douglas üretim fonksiyonundan $[Y_t = A_t K_t^\alpha (L_t)^{1-\alpha}]$ yola çıkılarak da açıklanabilir. Belirtilen denklemden hareketle hâsıla büyümesi (g_y), (7) numaralı denklemde gösterildiği gibidir (Jones 2001, 20–24; İsmihan; Özcan 2006, 79–80):

$$g_y = \alpha g_k + g_a \quad (7)$$

(7) numaralı denklemde yer alan g_y , $\left(y = \frac{Y}{L}\right)$ 'deki yani işçi başına hâsıladaki büyüme hızını; g_k , $\left(k = \frac{K}{L}\right)$ 'deki yani, işçi başına sermayedeki büyüme hızını; g_a ise, toplam faktör verimliliğindeki büyümeyi temsil etmektedir. (7) numaralı denklemden hareketle Solow bakiyesi aşağıdaki gibi ölçülebilir:

$$g_a = g_y - \alpha g_k \quad (8)$$

Solow modelinin beşerî sermayeyi de içerecek şekilde genişletilmesi Cobb-Douglas üretim fonksiyonunun $[Y_t = A_t K_t^\alpha (L_t H_t)^{1-\alpha}]$ şeklinde olmasını sağlar. Bu denklemden hareketle işçi başına hâsıla ve Solow bakiyesi (9) numaralı denklemde gösterildiği gibidir (İsmihan; Özcan 2006, 80):

$$g_y = \alpha g_k + (1 - \alpha)g_h + g_a \quad (9)$$

(9) numaralı denklemde (g_h), $\left(h = \frac{H}{L}\right)$ oranındaki değişimdir. Bu denklemden hareketle (10) numaralı denklem elde edilebilir:

⁵ Temel Solow modelinde Solow bakiyesi (kalıntısı, artığı), iktisadî büyümeyi sermaye ve emek dışında etkileyen faktördür. Literatürde Solow bakiyesinin teknolojik gelişmeye (veya toplam faktör verimliliğindeki artışa) tekabül ettiği iddia edilmektedir.

$$g_a = g_y - \alpha g_k - (1 - \alpha)g_h \quad (10)$$

Sonuç olarak, Cobb-Douglas üretim fonksiyonundan hareketle finans sisteminin iktisadî büyüme üzerindeki etkisi toplam faktör verimliliğindeki değişmelerden (g_a) yola çıkılarak tespit edilmektedir.

Solow modelinin finans-büyüme ilişkisi açısından da önemli olabilecek temel çıkarımları ise, aşağıda sıralandığı gibidir:

- Solow modelinde işçi başına reel çıktı, veri zaman periyodu boyunca yaklaşık olarak sabit bir oranda büyür. Reel sermaye stoku da, yaklaşık olarak, işgücünün büyüme oranını aşan sabit bir oranda ve benzer trendde büyür. Belirtilen nedenle, sermayenin kâr oranı yatay bir trende sahiptir. Böylece, sermaye hâsıla oranı sistematik bir trend göstermemektedir (Kydland; Prescott 1990:1–2; Lipsey; Courant; Ragan 1999:732). Başka bir deyişle, dışsal faktörler etkili olmadıkça ekonomideki durağan büyüme hızı değişmemektedir.
- Modelde yalnızca teknolojik sürece ilişkin değişmeler “büyüme etkisine” sahipken, diğer faktörler “seviye etkisine” sahiptir. Başka bir deyişle, durağan durum dengesinde iktisadî büyümeyi etkileyen faktörler, nüfusun artış hızındaki ve teknolojik ilerlemedeki değişmelerdir. Belirtilen iki değişken ise, modele dışsaldır⁶. Bu nedenle, dışsal olduğu kabul edilen teknolojik gelişme durduğunda, kişi başına büyüme hızındaki artış da durur (Barro; Sala-i Martin 1999:10; Jones 2001:19; Romer 2006:19). Bu durumda yenilikler iktisadî büyümeyi olumlu etkileyen bir faktör olsa da, bunların ekonomiye dışsal faktörler tarafından belirlendiği kabul edilmektedir. Başka bir deyişle, yeniliklerin gelişmesindeki iktisadî faktörler Solow modelinde açıklanmamıştır (Lipsey; Courant; Ragan 1999:736).
- Modelde daha fazla tasarruf yapan ülkeler, daha fazla sermaye birikimine sahip olarak daha fazla zenginleşirler. Bu sonucu ile Solow modeli Harrod-Domar modelinin çıkarımları ile önemli bir farklılık göstermektedir (Yülek 1997:94–95).
- Uzun dönem büyüme oranı üzerinde, paranın (ve para politikasının) herhangi bir rolü yoktur. Paranın büyüme sürecinde bir etkisinin olmaması, paranın yansızlığının geçerli olduğu yönündeki neo-klasik görüş ile de tutarlıdır (Kar; Taş 2004:172). Esasen, modelde hükümet politikalarının hiçbir surette uzun dönem büyümeyi etkilemediği iddia edilmektedir (Renelt 1991:3).

⁶ Özellikle daha iyi sermaye mallarının geliştirilmesi anlamında teknolojik değişme, içerilmiş teknolojik gelişme olarak adlandırılmakta ve Solow modeli içerisinde zımnen yer almaktadır (Lipsey; Courant; Ragan 1999:732).

- Modelin önemli bir sonucu da, ülkeler arasındaki koşullu yakınsamayı öngörmesidir (Barro; Sala-i Martin 1999:10). Koşullu yakınsamanın politik anlamı ise, GOÜ'lerin kurumsal altyapılarını GÜ'lerdeki kurumsal altyapılar ile özdeşleştirmeye yönelmeleridir⁷.

Sonuç olarak, ilerleyen bölümlerde açıklanacak finans-büyüme ilişkilerine dair mekanizmalar Solow modelinin başlangıç versiyonlarında analiz dışı bırakılmıştır. Ancak, zımnen tasarruf oranlarındaki artışın daha fazla sermaye birikimine ve dolayısıyla seviye etkisine yol açarak büyüme üzerinde sürekli olmayan bir etkiye sahip olduğu ve finans sisteminin teknolojik gelişme ile yenilikleri teşvik edici bir yapı göstermesinin de sürekli büyüme etkisine yol açacağı yukarıda belirtilenlerden çıkarılabilir.

2.2.2. Solow Büyüme Modelinin Finans Sistemi Açısından Genişletilmesi

Solow modelinin dayandığı neo-klasik iktisada göre, finans-büyüme ilişkisi, finansal araçların fonksiyonları itibariyle gerçekleşmektedir. Modelde finans sisteminin fonksiyonlarının sermaye teşekkül oranı ve teknolojik yenilikler için önemli olduğu; ancak, finansal araçların ve piyasaların temel rolünün iktisadî büyüme için gerekli tasarruf oranını etkilemekle sınırlı olduğu iddia edilmektedir. Finans sistemi sermaye teşekkül oranı vasıtasıyla büyümeyi etkilediğinde, reel faiz oranları iktisadî kalkınmada önemli bir rol oynamaktadır. Ancak, belirtilen etki üretim fonksiyonuna ilişkin azalan getiri varsayımı nedeniyle, iktisadî büyüme üzerinde geçici bir etkiye (yani seviye etkisine) yol açmaktadır. Modelde finans sisteminin tasarruf artışı sağlaması vasıtasıyla iktisadî büyüme üzerinde sürekli bir etkiye yol açması, üretim fonksiyonu için en azından sabit getiri varsayımının kullanılmasını gerektirmektedir (Levine 1997:720–721; Asomoah 2003:3–4; Akçoraoğlu 2000:2).

Solow modelinin varsayımları itibariyle, yatırımlar ekonomide sürekli bir büyüme dinamiği yaratmadığı için önemsizdir. Yatırımlara yönelen bir tasarruf artışı ise, iktisadî büyümeyi kısa bir dönem için hızlandıracaktır. Zira, tasarruf artışının ardından oluşacak yatırım artışı, sermayenin işgücüne olan oranını da artıracak; sermayenin marjinal ürünü azalacak ve dengeli büyüme yolundaki işçi başına hâsılanın büyüme hızı değişmeyecektir. Böylesi bir durumda, daha öncede belirttiği gibi, tasarruf artışı “seviye etkisine” sahip iken, “büyüme etkisine” sahip değildir. Sonuç

⁷ Uluslararası finans kuruluşlarının “yapısal reformlar” adı altında telkin ettiği politikalar da esasen koşullu yakınsamada iddia edilen görüşlerin teorik çerçevesi ile tutarlılık göstermektedir. Nitekim, söz konusu yapısal reformlar GÜ'lerin iktisadî düzeninde yer alan kurumsal yapılar ile GOÜ'lerdeki kurumsal yapıları özdeşleştirme yönündeki politikaları içermektedir.

olarak, tasarruflardaki bir artıştan sonra durağan durum dengesine tekrar ulaşılabilecek ve yatırım artışının kişi başına büyüme oranına etkisi geçici olacaktır. Bu sebepten ötürü, tasarruf cephesinden bakıldığında iyi işleyen bir finans sistemi, denge büyüme haddinin sadece seviyesini etkileyebilecektir. Başka bir deyişle, finans sisteminin gelişmesiyle artabilecek tasarruflar uzun dönem büyümeyi etkilemeyecektir (Renelt 1991:13–14; Kar; Taş 2004:172; Romer 2006:18–19).

Solow büyüme modeli dâhilinde, geliştirilmiş Cobb-Douglas üretim fonksiyonundan yola çıkılarak herhangi bir (i) ülkesine ilişkin (t) döneminde finans sisteminin dâhil edildiği büyüme denkleminin aşamaları (11) ve (16) numaralı denklemler arasında gösterilmiştir (Graff; Karmann 2006:137–138):

$$Y_{i,t} = A_{i,t} K_{i,t}^{\alpha} L_{i,t}^{\beta} H_{i,t}^{\gamma} \quad (11)$$

(11) numaralı denklemin her iki tarafının işgücü miktarına (L) bölünüp logaritması ve türevi alındığında ise, (12) numaralı denklem elde edilir.

$$g(Y/L)_{i,t} = g(A)_{i,t} + \alpha g(K/L)_{i,t} + \gamma g(H/L)_{i,t} + (\alpha + \beta + \gamma - 1)g(L)_{i,t} \quad (12)$$

(12) numaralı denklemde yer alan $g(\)$ notasyonları, ilgili değişkenlerin sürekli büyümelerini göstermektedir. (11) ve (12) numaralı denklemlerin bilgi ile ilişkilendirilmesi, denklemlerin (H) ve (A) değişkenleri için söz konusudur. Teorik modellerde toplam faktör verimliliğindeki büyüme hızı [$g(A)$], bazı değişkenlerle ilişkisi ortaya koyularak modele dâhil edilmektedir. Böylesi bir fonksiyonel ilişki (13) numaralı denklemdeki gibi gösterilebilir:

$$g(A)_{i,t} = a_0 + a_1 \ln(Y/L)_{i,t-1} + \sum_j a_j X_{j,i,t-1} \quad (13)$$

(13) numaralı denklemde ($\sum_j X_j$), toplam faktör verimliliğinde önemli değişimlere yol açabilecek tüm değişkenleri; $\ln(Y/L)_{i,t-1}$ ise, ülkelerin yakalama potansiyellerini göstermektedir. Denklemdeki zımnî varsayım finans sisteminin toplam faktör verimliliğindeki artışı dışsal olarak etkilediğidir. Finans sisteminin tahsis etkisi vasıtasıyla toplam faktör verimliliğini iyileştirdiği varsayımıyla söz konusu değişken içselleştirildiğinde (14) numaralı denklem elde edilmektedir:

$$g(A)_{i,t} = a_0 + a_1 \ln(Y/L)_{i,t-1} + a_2 F_{t-1} \quad (14)$$

(14) numaralı denklemde yer alan (F), finansal faaliyet düzeyini temsil etmekte ve toplam faktör verimliliğindeki büyüme hızını [$g(A)$] bir dönem gecikme ile olumlu yönde etkilemektedir. Ancak, belirtilen gecikmenin süresi değişik şartlar altında farklı olabilir. (14) numaralı denklem (12) numaralı denklem ile birlikte ele alınırsa, (15) numaralı denklem elde edilebilir:

$$g(Y/L)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 g(K/L)_{i,t} + \beta_2 g(H/L)_{i,t} + \beta_3 \ln(Y/L)_{i,t-1} + \beta_4 F_{i,t-1} \quad (15)$$

(15) numaralı denklemden görüleceği üzere, işçi başına hâsıla artış hızını belirleyen temel faktörler işçi başına fiziksel ve beşerî sermayenin artış hızı ile işçi başına hâsılanın ve finansal faaliyetin bir dönem gecikmeli seviyesidir.

Öte yandan geleneksel üretim fonksiyonundan hareketle Solow modelinin finans sistemi açısından genişletilmesi sağlanabilir. Böylesi bir durumda, durağan durum büyüme ile ilgili denklem (16) numaralı fonksiyonel gösterimde olduğu gibidir (Kularatne 2001:5):

$$f(k) = \left(\frac{gL}{s} \right) k \quad (16)$$

(16) numaralı denkleme göre sermaye emek oranı [$f(k)$], emeğin büyüme oranına (gL) ve tasarruf haddine (s) sabit bir oranda bağlıdır. Solow modeli dâhilinde ve bu denklem itibari ile ekonomideki tüm tasarrufların yatırım alanlarına kanalize olduğu, finans sisteminin tam etkinlik ile işlediği ve paranın yansız olduğu varsayılmaktadır (Kularatne 2001:5).

2.2.3. Solow Büyüme Modelinde Yakınsama ve Finans Sisteminin Yakınsama Açısından Önemi

Solow büyüme modelinin sonuçlarından olan yakınsama kavramı, uzun vadede iktisadî büyümenin dışsal teknolojik ilerlemeye bağlı olduğunu gösteren ve büyük ölçüde politik yorumlara açık bir kavramdır. Yakınsama kavramı ile ülkelerin aynı yapısal parametrelere ve benzer üretim teknolojilerine sahip olması durumunda, daha düşük gelire ve kişi başına sermayeye sahip ülkelerin daha yüksek gelirli ve kişi başına sermayeye sahip ülkelerin seviyesine zamanla ulaşacağı iddia edilmektedir. Nitekim, yakınsama hipotezine göre düşük gelir ve kişi başına sermaye sahibi ülkeler yüksek gelirli ülkelerin seviyesine ulaşana dek daha hızlı büyüme oranlarına sahip olacaklardır. Daha hızlı büyüme oranlarının nedeni ise, daha düşük kişi başına sermaye sahibi ülkelerin daha yüksek getiri oranlarına ve daha yüksek faiz oranlarına sahip olmasına bağlı olarak daha fazla sermaye girişine

maruz kalmaları yüksek sermaye girişinin de daha hızlı büyüme oranlarına yol açmasıdır. Bunların yanında, GOÜ'lerde sermayenin azalan getirisine ilişkin varsayım da belirtilen mekanizmada etkindir (Barro; Sala-i Martin 1999:10; Barro 2001:2; Jones 2001:57; Asomoah 2003:52–53; Atamtürk 2007:77). Söz konusu mekanizmanın işlemesi için finansal serbestleşmenin ve küreselleşmenin de sağlanması gerekmektedir. Nitekim, belirtilenler dâhilinde, GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin serbest bir şekilde ülkeler arasında hareket etmesi gerekmektedir. Ancak, belirtilen mekanizmanın gerçekleşmesinde tek başına sermaye hareketlerine serbestlik tanınması da yeterli değildir. Yakınsamanın bu mekanizma dâhilinde gerçekleşmesi için, yurt içi finans piyasalarında da serbestlik söz konusu olmalıdır. Zira neo-klasik teoriye göre GÜ'lerden gelen parasal sermayenin yurt içinde etkin bir şekilde değerlendirilmesi, rekabetçi ve piyasa koşulları dâhilinde işleyen bir finans sisteminin varlığını gerektirmektedir.

Yakınsamaya Solow modeli açısından bakıldığında, uzun dönemde fakir ve zengin ülkelerin birbirleri ile aynı kalkınmışlık seviyesine gelmeleri için üç gerekçe ileri sürülebilir. Bunlardan birincisi, modelde her ülkenin zaman içerisinde kendi dengeli büyüme yoluna meyledeceğinin iddia edilmesidir. Başka bir deyişle, modelde her ülkenin kendi dengeli büyüme yoluna göre farklı bir noktada olmasının, işçi başına hâsıla düzeyinde de farklılığa neden olduğu ve bu farklılığın giderilmesi halinde fakir ülkelerin zengin ülkeleri yakalayacağı ileri sürülmektedir. İkinci gerekçe ise, modelde işçi başına sermayenin daha fazla olduğu ülkelerde sermayenin getiri oranının düşük olduğunun iddia edilmesidir. Bu yüzden, arbitraj ilkeleri gereği GÜ'lerden GOÜ'lere doğru bir sermaye akımı oluşacaktır. Belirtilen sermaye akışı ise, GOÜ'lerin üretim düzeylerindeki ve dolayısıyla büyümelerindeki artış oranını GÜ'lerden yüksek kılacak ve zaman içerisinde yakınlaşma gerçekleşecektir. Son olarak, bazı ülkelerde (özellikle de GOÜ'lerde) henüz mevcut en iyi teknolojinin kullanılmadığı iddiasıdır. Bu ülkelerde zaman içerisinde beşerî sermayenin de gelişmesi ile mevcut teknolojinin daha iyi kullanılması, yakınsamanın gerçekleşmesine vesile olacaktır. Bu mekanizmanın işlemesi, ülkeler arasındaki teknoloji açığının da giderilmesine bağlıdır. Teknoloji açığının giderilmesi ise, neo-klasik teoriye göre, genel serbestleşme politikaları ile kolaylaşmaktadır (Romer 2006:31–32).

Solow modelindeki yakınsama, koşullu bir nitelikte de ele alınabilir. Nitekim, sermayenin durağan durum seviyesi ve işçi başına hâsıla, tasarruf oranına, nüfus artış hızına ve üretim fonksiyonunun içeriğine bağlıdır. Ayrıca, koşullu yakınsamanın gerçekleşmesi politikaların, kurumların ve beşerî sermayenin başlangıç seviyesinin veri olduğunun kabulünü gerektirir (Barro; Sala-i Martin 1999:10; Barro 2001:2). Koşullu yakınsamanın belirtilen özelliğinde, ülkelerin kurumsal ve politik yapılarının veri olduğu

varsayılmaktadır. Zira, GÜ'ler güçlü kurumlara ve dirayetli politik uygulamalara sahiptir. Finans piyasaları için belirtilen kurumlar ile politikalar önem arz edebilmekte ve finans-büyüme ilişkisi GOÜ'lere göre farklı nitelik ve nicelik gösterebilmektedir. Başka bir deyişle, finans kurumlarının GÜ'ler ve GOÜ'ler arasındaki kalkınmışlık farkı, koşullu yakınsama açısından önemlidir. Zira, yakınsamanın gerçekleşmesi için GOÜ'lerde gelişmiş ve iyi organize edilip düzenlenmiş bir finans sistemine de ihtiyaç olabilir.

3. İÇSEL BÜYÜME MODELLERİNDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Solow büyüme modelinde yeniliklerin, teknolojinin ve diğer birçok faktörün iktisadî büyüme üzerindeki etkisinin önemli olduğu kabul edilmekle beraber, bunların iktisadî sistemin işleyişi dışında geliştirildiği (ve/veya geliştiği) ileri sürülmektedir. Bu nedenle Solow modelinde ülkeler arasındaki kalkınma farkları tam olarak açıklanamamaktadır. Nitekim, ülkeler arasında Solow modelinin öngördüğü şekilde yakınsamanın değil ıraksamanın gerçekleşmesi, bu modelin geçerliliğine olan güveni sarsmıştır. Oysa, içsel büyüme modelleri (İBM) olarak adlandırılan iktisadî büyümeye ilişkin son dönem literatürde, yeniliklerin yanı sıra büyümeyi etkileyebilecek birçok faktörün iktisadî sistemin işleyişi dâhilinde açıklanma çabası mevcuttur. Belirtilen çaba ile ülkeler arasındaki kalkınmışlık farklılıkları daha iyi bir şekilde ortaya koyulabilmektedir. Bu bölümde İBM'nin temel unsurları ile sonuçlarından bahsedilecek; ardından, söz konusu modeller finans-büyüme ilişkisi çerçevesinde irdelenecektir.

3.1. İçsel Büyüme Modellerinin Temel Unsurları ve Sonuçları

İBM'de büyüme teorileri açısından en önemli katkı, bilgi, teknolojik ilerleme, Ar-Ge faaliyetleri, beşerî sermaye, işbölümü ve uzmanlaşma, ölçek ekonomileri, dışsallıklar ve yayılma etkileri, altyapı yatırımları, kamu politikaları gibi değişkenlerin büyüme modellerine dâhil edilmesidir. Böylece, Solow modelindeki azalan getiriler varsayımı giderilerek sabit veya artan getirilerin yol açabileceği dinamikler ortaya koyulabilmektedir. Yukarıda sayılanlardan özellikle teknolojik gelişme İBM'de dikkate alınan en önemli değişkendir. Teknolojinin içselleştirilmesi, bilimsel ilerlemeye bağlı teknolojik gelişmenin ve buna bağlı olarak yenilik geliştirmenin kâr güdüsü ile hareket eden firmaların önemli bir stratejisi olduğu düşüncesine dayanmaktadır. Başka bir deyişle, bu modellerin çıkış noktası teknolojik gelişmelerin (ve Solow modelinde dışsal olduğu kabul edilen birçok

değişkenin) iktisadî sistemin işleyişi içerisinde ortaya çıkması ve sermaye stokunu artıracak yatırımların Solow modelinin aksine, azalan getirilerden ziyade sabit veya artan getirilere sahip olabilmesidir. Belirtilen açıdan İBM'nin teorik kurguları da ya sermaye dışsallıklarına ya da durağan durum hâsıla büyümesini sağlamak için ölçeğe göre sabit getiriye olanak tanıyarak üretim yapılabilen sermaye mallarına yöneliktir⁸. Belirtilen değişkenlerin önemli kısmı, finans sisteminin gelişmesi ile ilişkilendirebilir. Nitekim, finans sistemi reel sektörün teknoloji ve yenilik geliştirmesini kolaylaştırabilir. Söz konusu gelişmeler de, çalışmanın birçok kısmında belirtildiği üzere, iktisadî büyümenin hızlanmasında önemli bir etkidir.

İBM'de yakınsama görüşü, birçok değişkenin (özellikle de kurumsal değişkenlerin) içselleştirilmesinin bir sonucu olarak, reddedilmektedir. İBM'nin yakınsamaya ilişkin iddiaları, neo-klasik teoriden belki de en önemli farkıdır ve daha ziyade koşullu yakınsamanın geçerli olduğu gösterilmeye çalışılmaktadır. İBM'ye göre, GOÜ'ler gerekli politikaları uygulamazlar ise (örneğin finans sistemini geliştirmeye ve serbestleştirmeye yönelik reformları yapmazlar ise), GÜ'ler ile olan kalkınma farkları giderek artacaktır. Belirtilen iddia, politik olarak da önemli bir sonuç doğurmaktadır. Nitekim, söz konusu iddiaya göre GOÜ'lerde kamu otoritesi politika uygulamalarında ve kurumsal düzenlemelerde yetersiz kalırsa, arzu edilen büyüme hızına ulaşmada ve GÜ'ler ile olan kalkınma farkını kapatmada yetersiz kalabilir (Yülek 1997:90).

3.2. İçsel Büyüme Modellerinde Finans Sistemi İle İktisadî Büyüme Arasındaki İlişkilere Dair Literatür ve Hipotezler

İBM'ye ilişkin literatürde finansal araçların risk dağıtımı ve likidite tedariki gibi işlevleri açısından finans sistemindeki gelişmenin, yaparak öğrenme vasıtasıyla gerçekleşen verimlilik ve etkinlik artışına bağlı olarak sermaye tahsisindeki etkinliğe ve dolayısıyla uzun dönem iktisadî büyüme oranına (ya da durağan durum büyüme oranına) olumlu etkilerinin olduğu; finansal araçlara yönelik ayrımcı vergiler vasıtasıyla uygulanan finansal baskının ise, iktisadî büyüme üzerinde olumsuz etkilere yol açtığı iddia edilmektedir⁹. İlgili literatüre göre, finans sistemi toplam yatırım verimliliği

⁸ İBM'nin belirtilen temel özellikleri için bakınız: Romer 1986:1002; Romer 1990:426–427; Fry 1997:758; Yülek 1997:96; Lipsey; Courant; Ragan 1999:733; 736; Akçoraoğlu 2000:8; Asomoah 2003:10; Demir; Üzümcü 2003:17; 19; Al-Tammam 2005:11–12.

⁹ Finans-büyüme ilişkisini irdeleyen ve İBM'nin unsurlarını içeren bazı çalışmalar şu şekilde sıralanabilir: Romer (1986), Lucas (1988), Greenwood; Jovanovic (1990), Romer (1990), Bencivenga; Smith (1991), Grossman; Helpman (1991), Levine (1991), Roubini; Sala-i Martin (1992), Saint-Paul (1992), Bencivenga; Smith (1993), Pagano (1993),

üzerinde (ve dolayısıyla ekonomideki genel verimlilik üzerinde) dışsal bir katkıda bulunarak ve risk dağıtımını sağlayarak sürdürülebilir büyüme hızının artmasında önemlidir. Başka bir deyişle, söz konusu modellerde finansal aracılığın gelişmesinin durağan durum büyüme oranına olumlu etkide bulunduğu; finans sistemine yönelik baskı içerikli müdahalelerin büyüme haddine olumsuz etkide bulunduğu iddia edilmektedir¹⁰. Yine de İBM çerçevesinde oluşturulan modellemelerde finansal gelişmenin iktisadî büyüme üzerinde olumlu etkilere sahip olmadığını iddia eden çalışmalar da mevcuttur. Belirtilen yönleri ile genel olarak İBM'nin finans-büyüme ilişkisinde McKinnon-Shaw hipotezini destekler nitelikte olduğunu söylemek mümkündür.

Her şeyden önce, İBM literatüründeki finans-büyüme ilişkisine dair çalışmalarda finansal baskı politikaları eleştirilmektedir. Bunlardan Roubini; Sala-i Martin (1992)'de sermayenin azalan getirisinin olmadığı AK tipi bir içsel büyüme modeli¹¹ çerçevesinde, finansal baskı politikaları incelenmiştir. Modelde hükümetlerin daha kolay bir şekilde enflasyonist gelir elde etmek için finansal baskı politikalarını tercih ettiği varsayılmaktadır. Nitekim, finansal baskı politikaları enflasyon vergisini artıracak şekilde bireylerin daha fazla nominal para stoku bulundurmalarına yol açabilmektedir. Daha yüksek oranlı bir gelir vergisinin bireylerin vergi kaçırmasına neden olması veri iken, hükümetler enflasyonu hızlandırıcı ve finans sistemini baskı altına alıcı bir politikayı tercih edebilirler. Sonuç olarak, finansal baskı politikalarının tasarruf hacmini ve dolayısıyla sermayenin verimliliğini düşüreceği; böylece, büyüme hızının azalacağı çalışmanın temel iddiasıdır (Roubini; Sala-i Martin 1992:5–8; 27–28). Bu çalışmanın belirtilen sonucu da McKinnon-Shaw yaklaşımının finansal baskı konusundaki eleştirileri ile tutarlıdır. Bencivenga; Smith (1993)'de de piyasa aksaklıklarına bağlı AK tipi bir içsel büyüme modeli kullanılarak finans-büyüme ilişkisi irdelenmiştir. Belirtilen modelde finansal baskı politikaları dâhilinde uygulanan kredi tayinlemede doğru bir şekilde uygulanmaması halinde iktisadî kalkınmanın olumsuz etkileneceği gösterilmiştir (Bencivenga; Smith 1993:97–99; 120–121).

Berthelemy; Varoudakis (1996), Bencivenga; Smith; Star (1995), Mattesini (1996), Saint-Paul (1996), Graff; Karmann (2003).

¹⁰ İBM'de finans-büyüme ilişkisine dair belirtilen görüşler için bakınız: Bencivenga; Smith 1991:196; Bencivenga; Smith; Starr 1995:242–243; Berthelemy; Varoudakis 1996:300–301; Fry 1997:758; Ghali 1999:310; Akçoraoğlu 2000:2; Eschenbach 2004:22; Kar; Taş 2004:174; Ang; McKibbin 2005:2; Erim; Türk 2005:40–41; Aslan; Küçükaksoy 2006:27.

¹¹ İçsel büyüme teorisinde AK tipi ve beşerî sermaye tipi olmak üzere iki tür model kullanılmaktadır. AK tipi bir model, üretim fonksiyonuna dair gösterimle ilgilidir. Nitekim, üretim fonksiyonunun ($Y = AK$) şeklinde kullanıldığı bir büyüme modeli, AK tipi büyüme modeli olarak adlandırılır (Jones 2001:151; Al-Tammam 2005:11–12).

Söz konusu literatürün önemli çalışmalarından Greenwood; Jovanovic (1990)'da da finans piyasalarının durağan durum büyümesine olumlu etkide bulunacağı iddia edilmektedir. Çalışmada, finansal gelişme ile büyüme arasında çift yönlü bir ilişki olduğu varsayılmış; finansal hizmetler ile mevduata olan talep bir arada gösterilmiş ve finans sisteminin etkinliğindeki artışın hâsıla büyümesine yol açacağını betimlemek için dinamik bir genel denge modeli kullanılmıştır. Belirtilen model aynı zamanda finansal aracılığı ve içsel büyümenin dinamiklerini de içermektedir. Çalışmada finans kurumlarının yeni finansal araçları sunmasıyla tasarruf sahiplerinin portföy tercihlerinde bir değişikliğe yol açtıklarında, yeniliklerin daha da fazla ortaya çıkacağı iddia edilmektedir (Greenwood; Jovanovic 1990:1076).

Son dönem büyüme literatürüne ilişkin başka bir grup modellerde ise, yeni üretim süreçlerinin ve yeni malların icadı üzerinde durulmaktadır. Nitekim, Romer (1990)'a göre teknolojik gelişme iktisadî büyümenin itici gücüdür ve teknolojik gelişme sermaye birikimini, dolayısıyla da kişi başına hâsılayı artıran bir unsurdur. Çalışmada teknolojik yenilik oranını değiştirme suretiyle, finans sisteminin durağan durum büyümesini olumlu etkileyebileceği cebirsel temellerle gösterilmiştir. Çalışmada her ne kadar azalan faiz oranlarına fiziksel sermaye yatırımlarını artıran bir faktör olarak bakılsa da, özellikle Ar-Ge sektörünün finansmanında finans sisteminin gelişmesi önemlidir ve bu sektörün finansman olanaklarının artması büyüme üzerinde olumlu etkilere sahiptir (Romer 1990:71; 92). Romer'in belirtilen görüşünden yola çıkılarak sermaye birikimindeki artıştan teknolojik gelişmeye doğru bir nedensellik ilişkisi kurularak da (yani belirtilen nedensellik ilişkisi tersine çevrilerek de), finans sistemindeki gelişmenin kişi başına hâsıla artışına yol açabileceği ileri sürülebilir. Zira, gelişmiş bir finans sistemi sermaye teşekkülünü artırma ve sermaye tahsisini iyileştirme vasıtasıyla piyasadaki firmaların teknolojik gelişmeyi artıracak yatırımlara girişmelerine olanak sağlayabilecektir.

Yukarıda belirtilen iddiayı destekleyen çalışmalardan Saint-Paul (1992)'de finans piyasalarının teknoloji seçimi ve işbölümü üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışmanın modelinde yatırımcılar iki tip teknoloji arasından seçim yapmaktadır. Bunlardan birincisi, esnek ve farklılaştırmaya olanak veren; ancak, düşük verimlilikteki teknolojidir. İkincisi ise, katı, daha uzmanlaşmış teknolojidir. Finans kurumlarının yetersiz gelişme gösterdiği bir durumda, riskten kaçınan yatırımcılar yüksek verimli teknolojiler yerine esnek teknolojileri tercih edecektir. Nitekim, gelişmiş finans piyasaları bireylere negatif talep şoklarından korunmaları için portföy oluşturmalarına olanak sağlar ve bu şekilde riskleri azaltır. Gelişmiş finans piyasalarının varlığında yatırımcılar daha üretken yatırımları tercih edebilirler ve böylesi bir tercih işbölümünün de artmasına olanak sağlar. Çalışmada kullanılan

modelde çoklu dengelerin oluşabileceği de gösterilmiştir. Zira finans piyasalarında ekonomideki ikili yapıya bağlı olarak daha düşük düzeylerde gerçekleşen dengeler az gelişmişliği göstermekte ve bu nedenle insanlar düşük verimliliğe sahip esnek teknolojileri tercih etmektedirler. Bu tip bir teknoloji tercihi, daha düşük bir risk içermekte; ancak, finans piyasalarının gelişmesini de kısıtlamaktadır. Böylece, ekonomi fakirlik tuzağında olduğu gibi fasit bir çıkmaza girmektedir. Diğer bir denge ise, finans piyasalarının yüksek seviyedeki denge durumudur ve bu denge düzeyinde uzmanlaşmış ve göreceli daha riskli teknolojiler kullanılmaktadır. Belirtilen çoklu denge durumları itibariyle çalışmanın modeli farklı özellikte ülkeler için kullanılabilir (Saint-Paul 1992:763; 765–766; 768; 773–775).

İBM literatürü dâhilinde Bencivenga; Smith (1991)'de belirli şartlar altında finansal araçların büyümeyi teşvik edecek sermaye birikimine yönelik tasarruf bileşimini değiştirebildiğini gösteren bir model geliştirilmiştir. Çalışmada finansal araçların kaynak dağılımındaki etkileri vasıtasıyla iktisadî büyümeyi nasıl etkilediği de açıklanmaya çalışılmış ve iktisadî büyümenin hızlandırılmasında etkin bir finans sisteminin nasıl tesis edileceği de ele alınmıştır. Çalışmanın temel hipotezi, gelişmiş finans sisteminin ve finansal araçların yatırım verimliliğini ve finansal varlıkların likiditesini artıracığı; iktisadî büyümeyi olumlu etkileyecek yayılcı dışsallıklar sağlayacağı; belirsizlikleri azaltacağıdır. Bu hipotez McKinnon-Shaw yaklaşımının görüşleri ile büyük ölçüde uyuşmaktadır. Çalışmanın ilgi çekici bir iddiası da, finansal gelişme sonrası toplam tasarrufların düşmesi durumunda bile, finansal gelişmenin yatırımların etkinliği üzerindeki olumlu etkisinin daha baskın gelmesiyle iktisadî büyümenin hızlanacağıdır (Bencivenga; Smith 1991:195–196; 205–208).

Levine (1991)'de ise, hisse senetleri piyasasının fonksiyonlarının, riskleri azaltma suretiyle yatırım yapma yönündeki yatırımcı isteğini artırarak ve böylece durağan durum büyüme oranını değiştirerek iktisadî büyümeyi hızlandıracağı varsayımı ile bir içsel büyüme modeli geliştirilmiştir. Çalışmada hisse senetleri borsasının iki şekilde büyümeyi hızlandırdığı iddia edilmektedir. Bunlardan birincisi, hisse senetleri piyasasının firmalardaki verimliliği düşürmeden, bunların mülkiyetinin kolayca el değiştirmesine olanak sağlaması; ikincisi ise, iktisadî birimlerin portföy farklılaştırmasını kolaylaştırmasıdır. Çalışmada hükümetlerin vergi politikalarının büyümeyi doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde etkilediği iddia edilmektedir. Doğrudan etki, vergi politikalarının etkilemesiyle ve bunun da büyümeye doğrudan sirayet etmesiyle ortaya çıkmaktadır. Dolaylı etki ise, vergi sisteminin finans sisteminin işlevlerini etkilemesi suretiyle oluşmaktadır (Levine 1991:1445; 1447; 1458–1459).

Berthelemy; Varoudakis (1996)'da, finans sistemi ile reel sektör arasında çift taraflı pozitif dışsallıkları içeren ve yaparak öğrenmeye dayalı bir içsel büyüme modeli kurulmuştur. Çalışmada iktisadî büyümenin başlangıç aşamalarında reel sektördeki büyümenin, finans sistemindeki oligopolistik yapının rekabetçi yapıya çevrilmesine yardımcı olduğu; bunun da etkinlikte bir artışa yol açtığı iddia edilmektedir. Çalışmada aynı zamanda rekabetin ve artan etkinliğin, reel sektörde pozitif etkilere yol açacak bir şekilde ve tasarruf hacmini artırma suretiyle, ödünç almaya ve ödünç vermeye ilişkin faiz oranlarındaki farkın azalmasına yardımcı olduğu da iddia edilmektedir. Belirtilen mekanizmaların işleyişi ise, şu aşamalardan geçmektedir: İlk olarak finans sistemi yatırım olanakları hakkında bilgi toplama ve analiz etme suretiyle daha verimli alanlara tasarrufları kanalize etmektedir. Daha sonra reel sektörün genişlemesi ve kalkınması ile birlikte tasarruf hacminde bir artış gerçekleşir. Finans piyasalarının artan işlem hacmi, yaparak öğrenme vasıtasıyla, reel sektördeki rekabeti, uzmanlaşmayı ve teknik etkinliği teşvik eder. Sonuçta belirtilen çift yönlü ilişki çoklu dengelere neden olacak şekilde birikimli bir sürecin oluşmasına neden olmaktadır. Yetersiz finansal gelişme ise, belirtilen mekanizmanın tersine işlemesine ve sonuçta bir fakirlik tuzağına düşülmesine neden olacaktır (Berthelemy; Varoudakis 1996:300–301)

Bencivenga; Smith; Starr (1996), İBM dâhilinde Bencivenga; Smith (1991) ile benzer özelliklere ve önermelere sahip bir çalışmadır. Çalışmada finans kurumlarındaki gelişmenin, likidite riskinin azalmasına, işlem maliyetlerinin düşmesine, finansal varlıkların hisse senedi piyasasındaki ticaretinin kolaylaşmasına ve sonuçta tasarruf hacminin artmasına yol açacağı iddia edilmektedir. Tasarruf hacminin artması ise, sermaye stokuna olumlu bir etkide bulunarak uzun dönemli yatırımların ve dolayısıyla uzun dönem büyüme hızının da artışına yol açacaktır (Bencivenga; Smith; Starr 1996: 241; 245; 263).

Mattesini (1996)'da, finansal gelişme ve iktisadî büyüme arasındaki ilişkiler konusunda farklı bir bakış açısı sunulmuştur. Çalışmada kredi piyasalarının asimetrik bilgiden kaynaklanan özelliklere sahip olduğu bir model kullanılmış ve finans kurumlarının izleme maliyetlerinin iktisadî büyümenin belirleyici faktörlerinden biri olduğu iddia edilmiştir. Nitekim, izleme maliyetlerinin finansal aracılık sisteminin etkinliğini de gösterdiği ileri sürülmüştür. Söz konusu yüksek izleme maliyetlerinin iktisadî büyüme oranını azalttığı iddia edilmiştir (Eschenbach 2004:12).

Graff; Karmann (2006)'da finansal gelişme ve beşerî sermayenin çeşitli yollarla ilişkilendirildiği bir model formüle edilmiştir. Çalışmada yüksek derecede yetenekli beşerî sermayenin üretim fonksiyonuna bir girdi olarak alınmasının, bu girdinin finansal faaliyette de temel bir bileşen

olmasına yol açacağı iddia edilmiştir. Belirtilen iddiadan hareketle kalifiye olmayan beşerî sermayenin, finans sistemi vasıtasıyla da fakirlik çıkmazına yol açtığı ileri sürülmüştür (Graff; Karmann 2006:130; 138; 146).

4. ÇAĞDAŞ KEYNESYEN TEORİLERDE FİNANS SİSTEMİ İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Çağdaş Keynesyen teori, geleneksel Keynesyen teorinin finans piyasalarına ilişkin temel çıkarımlarına mikro iktisadî temellerde rasyonalite kazandırmayı amaçlamaktadır. Nitekim, daha önce belirtildiği üzere, Keynesyen teoriye yönelik eleştiriler bunların mikro iktisadî temellerden yoksun olduğu üzerine yoğunlaşmaktadır. Bununla birlikte, çağdaş Keynesyen teoride geleneksel Keynesyen teorinin finans piyasalarına bakış açısı büyük ölçüde korunmakta; yani, bu piyasalarda fiyat oluşumlarının etkinsizlik ve verimsizlik temelinde spekülâtif ve grup psikolojisi çerçevesinde gerçekleştiği iddia edilmektedir. Belirtilen bağlamda çağdaş Keynesyen teoriler finans piyasalarındaki iktisadî birimlerin grup davranışlarına; buna bağlı yayılma-bulaşma etkilerine ve diğer rasyonel olmayan durumlara mikro iktisadî temellerde rasyonel açıklamalar sağlamaya çalışmaktadır¹² (Singh 2002:13). Bu bölümde, yeni Keynesyen ve post-Keynesyen teorinin finans sistemi ile iktisadî performans arasında kurduğu ilişkiler ele alınacaktır.

4.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerin Genel Özellikleri

Çağdaş Keynesyen teorilerin iki alt okulu olan yeni Keynesyen ve post-Keynesyen teori, yeni yapısalcı yaklaşımla benzer esaslara sahiptir. Her iki teori de bünyesinde birbirinden belli ölçülerde farklı birçok görüşü barındırmaktadır. Belirtilen görüşlerin en önemli ortak noktası ise, yeni klasik teorinin temel varsayımlarını eleştirmeleri ve Keynesyen esaslara sahip olmalarıdır. Zaten, bu teoriler Keynes'in görüşlerine yoğun bir şekilde eleştiri getiren yeni klasik teoriye ve bu teori çerçevesinde oluşan McKinnon-Shaw ekolüne karşı geliştirilmiştir.

Çağdaş Keynesyen teori (özellikle de yeni Keynesyen teori) ile yeni klasik teori arasındaki en önemli farklılık fiyat ve ücretlerin intibak hızları ile istihdam seviyesi konusundadır. Ayrıca, çağdaş Keynesyen teorilerde klasik dikotomi görüşü ret edilmekte ve ekonominin Walrasyan olmayan özelliklere sahip olduğu iddia edilmektedir. Oysa ki, yeni klasik teoride fiyat ve ücretlerin esnek olduğu varsayılmakta ve bunun sonucunda yine varsayımsal olarak arz-talep dengesinin birbirine anında intibak ettiği "temiz

¹² Bu konularda ayrıntılı tartışmalar için bakınız: Singh (1999); Singh; Weisse (1999).

piyasalar” oluşmaktadır. Söz konusu varsayımın geçerli olması ise, finansal krizlerin gelişme mekanizmasının açıklanamamasına neden olmaktadır. Yeni Keynesyen teoride ise, piyasaların sürekli temizlendiği modellerin kısa dönemli iktisadî dalgalanmaları açıklamada yetersiz kaldığı; zaten gerçek hayatta birçok nedenle piyasaların anında ve sürekli temizlenmediğini; bu yüzden yapışkan fiyat ve ücretleri temel alan modellerin kullanılması gerektiği iddia edilmektedir. Bu esaslar doğrultusunda oluşturulan yeni Keynesyen teoriye dayalı modellerde, gayri iradî işsizliğin neden mevcut olduğu ve para politikasının iktisadî faaliyet düzeyi üzerinde niçin çok güçlü bir etkiye sahip olduğu (yani paranın neden yansız olmadığı) açıklanmaya çalışılmaktadır (Mankiw 2002; Snowdon; Vane 2005:363–364; Atamtürk 2007:78; Büyükkakın 2007:27; 29).

Çağdaş Keynesyen teorileri geleneksel Keynesyen teoriden ayıran temel fark ise, daha önce belirtildiği üzere, makro sorunların mikro temellerinin sorgulanması ve Keynesyen analizlerin arz yönünü güçlendirmeye çalışılmasıdır. Böylece, geleneksel Keynesyen teorinin tutarsızlıklarının ve paradokslarının giderilmesi amaçlanmaktadır. Belirtilen nedenlerle çağdaş Keynesyen teorileri benimseyen iktisatçılar, mikro yaklaşımlardan hareket ederek dengesizlik sonuçları içeren makro modeller geliştiren iktisatçılar olarak da tanımlanabilir (Greenwald; Stiglitz 1987:19–20; Paya 1998:355; Eschenbach 2004:9; Snowdon; Vane 2005:361; 365; Büyükkakın 2007:25; 27).

Çağdaş Keynesyen teoriler iki alt ekolde incelenebilir. Bunlardan ilki post-Keynesyen teori, diğeri ise, yeni Keynesyen teoridir. Yeni Keynesyen teori rasyonel bekleyişler teorisini benimsemekte, post-Keynesyenler¹³ ile bu noktada ayrılmaktadırlar. Ancak, her iki teori de eksik bilginin finans piyasalarındaki rolü, etkin ücret teorisi, geleneksel Keynesyen makro iktisadî önerilerin monopolcü ve monopolcü rekabet piyasa ortamıyla birleştirilmesi gibi mikro temellere dayanmaktadır. Yöntem olarak yeni Keynesyenlerin, yeni klasik iktisada daha yakın oldukları iddia edilebilir. Post-Keynesyenler ise, tarihçi ekolün yöntem ve görüşlerine daha yakındırlar. Nitekim, post-Keynesyenler ekonomiyi tarihsel bir süreç içerisinde ele almakta ve bu özellikleri ile Marksist görüşle de yakınlık göstermektedirler. Diğer taraftan, post-Keynesyenlere göre beklentilerin ekonomi üzerinde büyük bir önemi bulunmaktadır. Bu beklentiler geleceğe yön vermekte ve beklentilerin çok farklı olması bir öngörü sorununu da ortaya çıkarmaktadır. Bu durumun finans piyasalarına yansımaları ise, spekülasyon kazançlarının çok yüksek seviyelerde seyredebilme olasılığıdır. Nitekim, post-Keynesyen teoriye göre para ve kredi kurumlarının ekonomi üzerinde belirgin bir rolleri bulunmaktadır. Nitekim, post-Keynesyenlere

¹³ Nitekim post-Keynesyenler uyarlayıcı bekleyişleri kabul etmektedirler.

göre para yansız değildir. Bu kurumların davranış biçimlerinin iktisadî modellere yansıtılması gerektiği de bu görüş tarafından iddia edilmektedir (Savaş 1999:923–924; Heijdra; Ploeg 2002:359–360; Snowdon; Vane 2005:472).

4.2. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Sistemi ve İktisadî Büyüme Arasındaki İlişkiler

Finans sistemi hakkında çağdaş Keynesyen teorilerin yeni klasiklere yönelik eleştirileri finansal serbestleşmenin etkileri konusunda yoğunlaşmaktadır. Nitekim, çağdaş Keynesyen teorilere göre finansal serbestleşme GOÜ'lerde, belli koşullar altında, iktisadî büyümeyi olumsuz etkileyebilecek bir unsur haline gelebilir. Aşağıdaki alt bölümlerde çağdaş Keynesyenlerin söz konusu iddiaya dair argümanları ele alınacaktır.

4.2.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarının Özellikleri ve Bu Piyasaların İktisadî Büyüme Etkisi

Çağdaş Keynesyen teorilerin iktisadî büyümede finans sisteminin rolüne dair görüşleri, temel olarak finansal serbestleşme okuluna (yani McKinnon-Shaw ekolüne) yönelik eleştiriler üzerine kurulmuştur. Neo-klasik teoride finans piyasalarının çok iyi düzeyde rekabetçi bir yapıya sahip olduğu varsayılmakta, piyasaların işleyişi ödünç verilebilir fonlar teorisi ile açıklanmakta ve finans sisteminin kurumsal gelişimi göz ardı edilmektedir. İşte çağdaş Keynesyen teoriler, neo-klasik teorisinin belirtilen görüşlerinin geçerli olmadığını iddia etmekte; eksik istihdamın, fiyat istikrarsızlıklarının ve aksak rekabetin söz konusu olduğu bir ekonomide ödünç verilebilir fonlar teorisinin de geçerliliğini kaybedeceğini ileri sürmektedirler. Gerçekten de, finans piyasalarında asimetrik bilgi nedeniyle oluşan etkisiz piyasa dengeleri neo-klasik teori tarafından açıklanamamakta ve çağdaş Keynesyenler de bir piyasa aksaklığı olan asimetrik bilginin etkilerinden yola çıkarak söz konusu mekanizmaları ele almaktadırlar (Greenwald; Stiglitz 1987:19; Akçoraoğlu 2000:9; Atamtürk 2007:78).

Çağdaş Keynesyen teorilerde, faiz oranlarının oluşumu ödünç verilebilir fonlar teorisinde iddia edildiği gibi salt fon arz ve talebine bağlı kalmamaktadır. Bunun sebebi de, finans piyasalarında kredi tayinlemesinin yaygın olmasıdır. Kredi tayinlemesinde piyasa faiz oranının fon arz ve talep edenler tarafından bazı durumlarda (hatta çoğu durumda) dikkate alınmaması söz konusudur ve bu durum fon arz edenlerin sadece piyasada geçerli olan faiz oranına göre hareket etmemelerinden kaynaklanır. Nitekim, yüksek ve piyasayı temizlediği iddia edilen faiz oranları, kötü ödünç alıcıları veya daha riskli yatırım projelerine sahip yatırımcıları cezbedebilir ve böyle bir durum da ödememe riski artabilir. Diğer taraftan, fon arz edenler

verdikleri fonların geri dönmesini sağlayacak bir faiz oranını tercih ederlerse, fon talep edenler arasından bir seçim yapacaklardır. Bu seçim (veya tayınlama) fon arz edenin elde edeceği faiz gelirini düşürecektir; nitekim, belli niteliklere sahip fon talep edenlerin sınırlı olması piyasadaki fon talep edenlerin (finansal araçların ve/veya yatırımcıların) sayısını da sınırlayacaktır. Özetle, kredi tayınlamasının özünde faiz oranlarının fon piyasasındaki işlemlerin tek belirleyicisi olmaması; asimetrik bilgiden kaynaklanabilecek risk ve belirsizlik faktörlerinin de piyasada önem arz etmesi söz konusudur. Bu durum finans piyasalarında çoklu dengelere yol açabilecek bir mikro iktisadî aksaklık olarak değerlendirilebilir ve genel itibarla büyük çaplı borç ilişkilerinde ortaya çıkabilir (Paya 1998:358; Parasız 1998:338; Rutherford 2002:143; Eschenbach 2004:9; Bilgin 2007:61–63) Çağdaş Keynesyen teorilerin kredi tayınlaması konusundaki belirtilen iddiaları, neo-klasiklerin finans piyasalarına ilişkin çıkarımlarını da geçersiz kılabilmektedir.

Kredi piyasasında yaşanan tayınlama etkisi asimetrik bilginin doğuracağı sorunları gidermede önemli role sahip olabilir. Zira, riskli kredi müşterilerine daha yüksek faiz uygulanması, bu müşterilerin taleplerinde bir azalmaya yol açabilecektir. Öte yandan, riski düşük kredi müşterilerine daha düşük faiz oranı uygulanması, bu müşterilerin piyasadan çekilmesini engelleyecektir. Böylece finansal serbestleşmenin yol açacağı sorunlar dikkate alındığında, ikinci en iyi politika anlamında daha etkin dengelere ulaşılabilecektir.

Belirtilenlerin yanında, çağdaş Keynesyen teorilerde, yeni yapısalcı yaklaşımda olduğu gibi, finans sisteminin özellikle GOÜ'lerde resmî ve resmî olmayan (ya da organize olmayan) finans piyasalarından oluştuğu iddia edilmekte; bu nedenle de, ekonomide faiz oranlarının farklılıklar arz edebileceği ileri sürülmektedir (Eser 1996:32). Söz konusu durum ise, kredi tayınlamasında olduğu gibi, etkinsizlik anlamında finans piyasalarında çoklu dengelerin oluşumuna yol açabilecektir.

Çağdaş Keynesyen teorilerin para ve sermaye piyasalarına ilişkin görüşleri ise, kredi tayınlamasının yanında asimetrik bilgiye bağlı ters seçim ve ahlâkî tehlike sorunları olmak üzere iki başlık altında incelenebilir. Belirtilen sorunların finans sisteminin kurumsal gelişimi ile alâkalı olduğu ve makro iktisadî istikrarın tesisinde söz konusu kurumsal gelişimin doğru bir şekilde yönlendirilmesi gerektiği ileri sürülmektedir. Aksi takdirde, asimetrik bilginin piyasalarda etkinsizliğe yol açarak iktisadî büyümenin önünde bir engel teşkil edeceği iddia edilmektedir. Aşağıdaki alt bölümlerde söz konusu sorunların nitelikleri ele alınacak ve bu sorunların büyüme üzerindeki olası etkileri değerlendirilecektir.

4.2.1.1. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarındaki Asimetrik Bilginin İktisadî Büyüme Üzerindeki Etkileri

Gerçek hayatta tüm piyasalar için ve neo-klasik iktisatta iddia edildiği gibi, gerek bilginin toplanmasında gerekse de dağıtılmasında tam etkinlik söz konusu değildir. Ayrıca, bilginin hem toplanması hem de dağıtımı (yani bilgi akışkanlığının sağlanması) maliyetli bir süreçtir. Belirtilen maliyetler ve bu maliyetlere tüm iktisadî birimlerin katlanamaması bir piyasa başarısızlığının yani bilgi asimetrisinin oluşmasına ve oluşan bilgi asimetrisi de piyasaların etkinlikten uzaklaşmasına neden olmaktadır. Etkin olmayan piyasaların varlığı ise, iktisadî büyüme açısından olumsuz sonuçlara yol açmaktadır.

Genel anlamda asimetrik bilgi, iki tarafın aynı konu hakkında bilgi sahibi olması; ancak, bu bilgilerin farklı değer taşıması durumudur. Asimetrik bilgi finans piyasalarında temel olarak ters seçim ve ahlâkî tehlike sorunlarına yol açmakta ve literatürde bu sorunlar “temsilcilik teorisi” çerçevesinde ele alınmaktadır (Seyidoğlu 2001:13; 32; 312; Mishkin 2004:174–175; Karahan 2006:151–152; Bilgin 2007:58; Büyükkın 2007, 31; Erdem 2008:90-91). Çağdaş Keynesyen teorilerde para ve sermaye piyasalarında etkinsizliğe yol açan asıl problem de, asimetrik bilgiye bağlı olarak ortaya çıkan ahlâkî tehlike ve ters seçimdir. Nitekim, asimetrik bilgidен kaynaklanacak sorunları gidermede teminat sistemlerinin geliştirilmesi ve sınırlayıcı sözleşmelerin düzenlenip uygulanması, gelişmiş bir finans sisteminin ve yetkin bir hukukî düzenin varlığını gerektirmektedir. Belirtilenler ekonominin altyapısal unsurlarıdır ve söz konusu kurumsal alt yapının yetersiz olduğu ülkelerde (özellikle de GOÜ’lerde) asimetrik bilgidен kaynaklanabilecek sorunlar iktisadî performansı da olumsuz etkileyecektir (Mishkin 2004:187–188).

Ahlâkî tehlike finansal sözleşmelerde, taraflardan birisinin diğer taraf aleyhine sözleşmeden yararlanacak biçimde davranışını değiştirmesi durumunda sözleşme sonrası ortaya çıkmaktadır. Bu sorun, yöneticiler ile hissedarlar veya borç verenler ile borç alanlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanmakta; borç verenlerin veya hissedarların etkin bir izleme sistemlerinin olmadığı durumlarda, borç alanları veya yöneticileri ödeme güçlüğüne düşürecek riskli davranışlara girişmeleri ile ortaya çıkmaktadır (Emek 2000:69; Seyidoğlu 2001:13–312; Aras 2002:195; Asomoah 2003:12; Mishkin 2004:174; Bilgin 2007:59–60).

Ahlâkî tehlike sorunu, başlangıçta yapılacağı söylenen düşük riskli yatırımların getirisinin borç alma maliyetini karşılamayacağı görüldüğünde, ödünç alıcıların yüksek riskli yatırımlara yönelmesiyle de oluşabilir. Böylesi bir durumda, borç alıcı kişisel kullanım için fonları kötü niyetle tahsis etmeye, az çalışmaya ve yalnızca kişisel gücünü ve statüsünü artırmaya

yarayan verimsiz projelere yönelir. Nitekim, borç alanın kullandığı para başkasının parasıdır. Bu yüzden, ödünç verici geri dönmemesi muhtemel olan ve kullanılmasını istemediği alanlarda tahsis edilen krediler nedeniyle borç alanın yol açacağı tahribata maruz kalabilir. Böylesi bir tahribata maruz kalmamak için borç veren, borç alana sınırlayıcı sözleşmeler uygulayabilir ve/veya etkin bir gözetim sisteminden yararlanabilir. Ancak, hem ilgili sınırlamalar ve bu sınırlamaların uygulanması ve uygulanıp uygulanmadığının denetimi hem de etkin bir gözetim sisteminin kullanılması ek bir maliyet getirir. Belirtilen maliyet artışı ise, finans piyasalarındaki faiz gibi değişkenlerdeki aşırı dalgalanmayı (yani istikrarsızlığı) artırır. Faizlerdeki aşırı dalgalanma (veya faiz oranlarındaki aşırı artışlar) ise, finans sisteminin kırılabilirliğini artıran bir faktördür. Böylece ahlâkî tehlikenin tehdidi altında alıcı ve satıcılar arasındaki potansiyel çıkar çatışması, fon sahiplerinin verebileceğinden daha azını borç vermesine yol açar (Mishkin 1999:4–5; Asomoah 2003:12–13; Bilgin 2007:60–61). Bu durum ise, finans piyasalarının işlevlerini yerine getirememesine, piyasaların finansal krizlere karşı kırılabilir bir yapı göstermesine ve böylece büyüme oranlarının arzu edilenin altında kalmasına neden olur.

Ahlâkî tehlikenin finans piyasalarındaki aşırı dalgalanmalara ve krizlere neden olması, mevduat güvence sisteminin yürürlükte olması ile daha yüksek bir olasılık kazanır. Nitekim, bir yandan mudiler yüksek faiz oranlarının cazibesine kapılarak ve olası bir olumsuzlukta mevduatlarını kamunun ödeyeceğini düşünerek yeterli bilgilenmeye gereksinim duymayacak; diğer yandan da, banka sahipleri finansal serbestleşme adına hafifletilen ve hatta kaldırılan kısıtlamalar nedeniyle toplanan mevduatı rahat ve sorunsuz bir şekilde zimmetlerine geçirebilecektir (Bakırtaş; Karbuç 2004:99). Sonuçta oluşan ahlâkî tehlike, kamu ile kötü niyetli bankacılar arasındadır ve piyasa sistemi bu noktada asıl muhatap olan ve yetersiz bilgilenme gibi bir suçu işleyen mudileri cezalandır(a)mayacak; halk, zarara katlanacaktır. Belirtilen durum, GOÜ'lerde ve Türk ekonomisinde finansal serbestleşme sonrasında bir vak'a olmuştur.

4.2.1.2. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Piyasalarındaki Ters Seçim Sorunu ve Bu sorunun İktisadî Büyüme Üzerindeki Etkileri

Asimetrik bilginin ahlâkî tehlike yanında yol açtığı başka bir sorun da, ters seçimdir. Ters seçim, fiyat politikasının yalnızca en az tercih edilen müşterilerin işlem yapmasına yol açması durumudur. Bu sorun, finans piyasalarında varlıkların alım satım sözleşmesi yapılmadan önce ortaya çıkar ve bu yönüyle ahlâkî tehlike sorunundan farklılık arz eder (Emek 2000:69; Seyidoğlu 2001:13; Aras 2002:195; Mishkin 2004:174).

Finans piyasalarında potansiyel kredi risklerinin daha fazla olduğu yatırımlar için borç almaya daha fazla çaba gösteren kişilerin varlığı, ters

seçim sorununu ortaya çıkarır. Zira göreceli olarak daha riskli yatırımlar için fonları talep eden kişiler veya fonları aslında yatırım amaçlı talep etmeyen kişiler, aynı zamanda borcu elde etmek için en hevesli kişilerdir. Bu kişiler açısından borcun geri ödenmesi düşünülmediği için, borcun faizi de önemli değildir. Belirtilen nedenlerle borç verenler, riskli yatırımlarla uğraşan borçluları finanse etmelerinin çok daha muhtemel olduğu durumlarda, borç vermekten kaçınırlar. Böylesi bir durumda “iyi” firmalar finans piyasasından çekilirken, “kötü” firmalar daha fazla fon elde etme imkânına kavuşur. Nitekim, “iyi” firmalar finans piyasalarına sundukları borç araçlarının eksik ve asimetrik bilgi nedeniyle yetersiz talep göreceğini bilirler ve finans piyasası yoluyla fon tedarikinden kaçınırlar. Bu durumda azalan arz, kötü firmaların finans piyasasına sundukları araçların aşırı değerlenmesine neden olur. Belirtilen koşullar altında, kötü firmaların finansmanı teşvik edilmiş olur (Mishkin 1999:4; Asomoah 2003:12; Emek 2000:69).

Finans piyasalarında ters seçim sorununu ortaya çıkaran başka bir etken de, faiz oranlarının yükselmesi ve/veya aşırı dalgalanmalar göstermesidir. Bu durum getirisi ve riski düşük olan yatırım alanlarının finansmanını engellerken; getirisi riskine göre yüksek olan yatırım alanlarının finanse edilmesine yol açabilir. Bankacılık sistemi böylesi bir durumda asimetrik bilgi nedeniyle, risk-getiri karşılaştırmasını sağlam bir şekilde yapamayabilir. İşte bu yüzden bankacılık sistemi, getirisi ve riski düşük yatırımları finanse etmesi gerekirken; getirisi mutlak olarak yüksek olsa da göreceli olarak riski de yüksek yatırımları finanse edebilir.

Ters seçim sorununun varlığı finans piyasalarındaki fon arzını daraltacak, faiz oranlarını da artıracaktır. Artan faiz oranları, daha önce de belirtildiği gibi, piyasadaki iyi niyetli yatırımcıların finans piyasasından elde ettikleri fonların payını azaltırken; piyasadaki kötü niyetli yatırımcıların payını daha da artıracak ve mekanizma sürekli kendini besleyecektir. Söz konusu mekanizmanın kendini besleyerek işlemesi, fonların getirisine göre yüksek riskli yatırımlarda kullanılmasına ve bunların yatırım yapma niyetinde bulunmayan kişilere geri dönmeyecek şekilde aktarılmasına neden olacaktır. Böylece, finans sisteminde geri dönmeyen krediler artacak; bankaların geri ödemelerinde sorun yaşanacak; mudilerin bankalara olan güveni sarsılacak; bankalara hücum gerçekleşecek ve sonuçta bankacılık sisteminde kriz yaşanacaktır. Finans piyasalarındaki belirtilen olumsuzluklar kendi kendini besleyecek ve nihâî olarak istikrarsızlığa ve krizlere neden olabilecektir. Oluşan krizlerin genel sonucu ise, iktisadî büyüme hızının düşmesidir.

4.2.2. Çağdaş Keynesyen Teorilerde Finans Sistemi ve İktisadî Büyüme Arasındaki İlişkiler

Çağdaş Keynesyen teorilerin yeni Keynesyen ve post-Keynesyen teorinin finans-büyüme konusunda McKinnon-Shaw yaklaşımı ile önemli ölçülerde farklılaşan, yeni yapısalcı yaklaşımla da önemli ölçüde özdeşleşen iddiaları söz konusudur. Yeni Keynesyen teoride finansal baskı politikalarına daha olumlu bir bakış açısı söz konusudur. Nitekim, teoriye göre GOÜ'lerdeki tasarruf ve yatırım yetersizliği finansal baskı politikalarından ileri gelmemektedir. Hatta, finansal baskı politikaları faiz oranlarında bir istikrar sağlayarak finansal istikrara da katkı sağlayacağından olumlu bir tercih olarak görülebilir (Eser 1996:25–26). Başka bir deyişle, yeni Keynesyen görüşte içe ve dışa dönük finansal serbestleşme politikalarına temkinli bir bakış açısı söz konusu olduğu gibi finans sisteminin baskı altında tutulması gerektiği de telkin edilmektedir.

Yeni Keynesyen teorinin belirtilen görüşlerine ek olarak post-Keynesyen teoride de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, asimetrik bilgi ve aracı sorunları dâhilinde değerlendirilmektedir. Her ne kadar bu yönüyle yeni Keynesyen teori ile özdeşleştiği düşünülse de post-Keynesyen teori finansal serbestleşmeyi makro iktisadî koordinasyon başarısızlığı ve spekülâtif sorunlarla birlikte meydana gelecek belirsizlikler dâhilinde ele almaktadır. Belirtilen açıdan neo-klasik iktisat ile önemli ölçüde çelişen post-Keynesyenler, finansal istikrarsızlıkların ve krizlerin nedeni olarak yeni Keynesyen iktisadın iddia ettiği gibi bilginin varlığındaki ve şeffaflığındaki eksikliklerden ziyade, geleceğin belirsizliğini ve gelecek hakkında bireylerin çok farklı algılamalarının varlığını gösterirler. Belirsizliğin sonucu ise, yatırımlar üzerinde görülmekte ve yatırımların seyri de istikrarsızlaşmaktadır. Belirtilen nedenlerden dolayı, finans piyasalarındaki koordinasyonun etkin olmaması ve otoritelerin de koordinasyonu sağlayıcı politikalar geliştirmemesi, finansal serbestleşme sonrası artan ve değişkenlik gösteren faiz oranlarının yol açtığı spekülâtif ortamda iktisadî büyümenin optimum altında gerçekleşmesine neden olabilir (Kregel 1983:38; Singh 2002:8; Onur 2005:135; Atamtürk 2007:78–79).

Bunların yanında post-Keynesyen iktisatçılar, neo-klasik teoriye alternatif olarak finans sisteminin büyüyen bir ekonominin talebine pasif olarak cevap verebildiğini ve finansal gelişmenin iktisadî büyümenin ardından geldiğini iddia etmektedirler. Ayrıca finans sisteminin sermayenin etkin dağıtımını konusunda yeterli olmadığı durumlarda kamu müdahalesinin yapılma gereğini de savunurlar. Post-Keynesyen görüşte bilgi asimetritelerinin ve piyasa aksaklıklarının daha fazla aktif bir hükümet müdahalesini gerekli kıldığı da iddia edilmektedir. Bu nedenlerle finans piyasalarını ve kurumlarını geliştirmek için uzun dönemli bir hükümet stratejisi ve

planlaması liberal iktisatçıların piyasa yanlısı önerilerinden daha başarılı olacaktır (Akçoraoğlu 2000:3; 9).

SONUÇ

Finansal sistem ile iktisadî büyüme arasındaki ilişkilere dair iktisat ekollerinin görüşleri ve politika önerileri, bunların varsayımları ve temel görüşleri ile uyumlu olmuştur. Günümüz hakim iktisat literatürünün Keynesyen ve neo-klasik iktisat çerçevesinde geliştiği göz önüne alınırsa, bu teorilerin finans sistemine bakış açıları temel varsayımlarından hareketle ortaya koyulabilir. Nitekim, finans-büyüme ilişkisinde de Keynesyen bakış açısı müdahale içerikli önerileri savunurken; neo-klasik bakış açısı daha serbestleşme içerikli önerilere sahiptir. Literatürde yer alan iktisat ekollerinde finans-büyüme ilişkisine yönelik açık ve zımnî hipotezler söz konusudur. Belirtilen hipotezler iktisat okullarının teorik gelişimine bağlı olarak, zamanla zımnî olmaktan çıkıp daha belirgin hale gelmiştir. Örneğin, klasik ve Keynesyen büyüme modellerinde büyümenin kaynakları daha dar bir çerçeveden açıklandığı için, bu modellerin finans-büyüme ilişkisine yönelik hipotezleri de dar kapsamlı ve dolaylı bir anlatım çerçevesinde kalmıştır. Oysa, neo-klasik okul çerçevesinde geliştirilen Solow ve içsel büyüme modellerinde, büyümenin kaynakları daha geniş bir bakış açısından ele alınmakta; böylece, finans-büyüme ilişkisi daha net bir şekilde ortaya koyulmaktadır.

Finans sisteminin büyüme fonksiyonunda gösterilebildiği Solow büyüme modelinde finans sisteminin tasarruflardan ziyade yatırım verimliliğini etkileyeceği iddia edilmektedir. Nitekim, Solow modelinde tasarruf artışı büyüme üzerinde geçici bir etkiye sahiptir. Oysa, gelişmiş bir finans sistemi tasarrufların yanı sıra Ar-Ge faaliyetlerini de finanse ederek teknolojik gelişmeye katkıda bulunacaktır. Başka bir deyişle, finans sistemi Solow bakiyesini etkileyebilecek işlevlere sahiptir. Ayrıca, koşullu yakınsama görüşü dâhilinde GOÜ'lerin iktisadî altyapılarını (ve finans sistemlerini) GÜ'ler ile uyumlaştırması gerektiği sonucu da ortaya çıkmaktadır. Bu görüş 1980'li yıllardan sonra birçok GOÜ'nün finans sistemlerine yönelik politikalarını açıklamaktadır. Nitekim, uluslararası finans kuruluşlarının telkinleri ile birçok GOÜ, finans sistemlerine yönelik politikalarını da koşullu yakınsama görüşü doğrultusunda uluslararası standartlara göre ihdas etmişlerdir. Belirtilenlerin anlamı ise, finans sisteminin Solow modeli açısından da önem arz etmesidir.

Finans sisteminin iktisadî büyüme üzerindeki rolü özellikle İBM çerçevesinde daha detaylı bir şekilde incelenmektedir. Zaten, İBM'nin önceki modellerden farkı iktisadî büyüme ile ilişkili birçok değişkenin

dikkate alınmasıdır. Bunlardan en önemlisi ise, Solow modelinde dışsal kabul edilen teknolojik gelişmedir. İBM'ye ilişkin literatürde birçok değişkenle birlikte teknoloji de büyüme modellerine dâhil edilmiş ve teknolojik gelişmenin finansmanında finans sisteminin önemli bir payının olduğu iddia edilmiştir. Modern, gelişime açık ve teknoloji yoğun firmaların finans sistemi tarafından seçilerek daha fazla finanse edileceği ve belirtilen mekanizmanın işleyişi ile iktisadî büyümenin hızlanacağı İBM'de gösterilmektedir.

Neo-klasik teorinin ve bu teorinin varsayımları ile kurulan büyüme modellerinin temel varsayımı piyasa aksaklıklarının olmamasıdır. Oysa, gerçek hayatta tam rekabet piyasaları tüm varsayımları ile geçerli olmamaktadır. Bu durum özellikle eksik bilginin ve tekelci gücün varlığı nedeniyle finans piyasalarında da görülmekte; başka bir deyişle, piyasa aksaklıkları finans piyasalarında da yaşanmaktadır. Özellikle finansal serbestleşme politikaları sonrasında finans krizlerinin oluşması yeni Keynesyen ve post-Keynesyen teorilerin belirtilen aksaklıklardan yola çıkarak finans-büyüme ilişkisine farklı bir bakış açısı getirmesine neden olmuştur. Bu yaklaşımlarda asimetrik bilgiden kaynaklanan sorunların çözümünde kamu politikalarının önemli olduğu iddia edilmektedir. Belirtilen teorilere göre, finans sisteminin hacim kazanması yerine finansal istikrarın sağlanmasına dönük politikalar daha önemlidir. Nitekim, istikrarsız bir finans sistemi iktisadî büyümede de istikrarsızlıklara yol açabilecek; hâsıla açığı bu surette artabilecek ve hâsıla açığındaki artış da potansiyel büyüme hızını düşürebilecektir.

Finans sistemi, reel sektörden önemli ölçüde farklı bir işleyiş ve yapıya sahiptir. Nitekim, finans sisteminde çoğu zaman reel sektördeki gibi rekabetçi bir yapı oluşmamakta; bu yüzden, düzenleme, denetleme ve müdahale genellikle zorunlu olmaktadır. Başka bir deyişle, neo-klasik iktisadın varsayımlarının finans piyasalarında reel piyasalara göre daha geçersiz olması muhtemeldir ve bu durum kamu müdahalesini gerekli kılabilir. Finans sisteminin belirtilen özellikleri dikkate alındığında, Keynesyen ve neo-klasik içerikli yaklaşımların finans-büyüme ilişkisine dair hipotezleri farklılık arz etmiştir. Özellikle, neo-klasik üretim fonksiyonuna ve bu teorinin varsayımlarına dayanan büyüme modellerinde finans sisteminin piyasa koşullarında işlemesi dolaylı bir büyüme kaynağı olarak görülmektedir. Nitekim, Solow modelinde hem koşullu yakınsamanın gerçekleşmesinde hem de Solow artığı dâhilindeki teknolojik gelişmenin sağlanmasında finans sistemi önem arz etmektedir. Benzer şekilde, İBM'de dikkate alınan büyüme kaynakları dâhilinde finans sistemi modellerde dikkate alınmaktadır. Bu modellerin genel sonucu ise, gelişmiş ve serbestleşmiş bir finans sisteminin iktisadî büyüme hızlandıracağıdır.

Neo-klasik iktisadın iktisadî büyümede finans sistemine yönelik attığı öneme Keynesyen teorilerde temkinli bir bakış söz konusudur. Nitekim, Keynesyen iktisadın çıkış noktası neo-klasik iktisatta ileri sürülen varsayımların geçerli olmaması ve piyasa aksaklıklarının varlığıdır. Ayrıca, geleneksel Keynesyen teoride neo-klasik iktisadın tasarruflar ve yatırımlar ile faiz oranları arasında kurduğu ilişkinin yetersiz olduğu; yatırımların temel belirleyicisinin müteşebbislerin geleceğe dönük talep tahminleri olduğu ve bu tahminlerin de hayvani güdülerle yapıldığı ileri sürülmektedir. Öte yandan, teoride tasarrufların büyük ölçüde gelirin fonksiyonu olduğu iddia edilmektedir. Bu koşullar altında, finans sisteminin iktisadî büyümenin ardından gelişeceği yönünde bir fikir oluşmaktadır. Büyük Buhran'ın ardından finans sistemine yönelik baskı politikalarının teorik temelleri de Keynesyen yaklaşımın belirtilen iddialarıdır. Nitekim, finansal baskı politikalarının temel amacı, reel faiz oranlarının düşük tutularak yatırımcı beklentilerini ve dolayısıyla yatırımları artırmak; iktisadî büyümeyi hızlandırarak bireylerin gelir düzeylerini yükseltmek ve sonrasında tasarrufları artırmak yönünde olmuştur. Bu surette, artan tasarruflar ekonomideki fon hacmini artıracak; artan fon hacmi de finans sisteminin gelişmesini sağlayacaktır. Ayrıca, finans sisteminin dışı kapanık bir şekilde işlemesi de finansal baskı politikalarının finansal istikrara yönelik unsurudur. Belirtilen mekanizmanın 1970'li yıllara kadar işlediği ve büyümenin altın yılları olarak tanımlanan bir dönemin yaşandığı ileri sürülebilir.

Sonuç olarak, ele alınan iktisat teorilerinde finans piyasalarına yönelik politika önerileri Keynesyen ve neo-klasik iktisadın temel varsayımları nedeniyle farklılık göstermektedir. Keynesyen teoriler denetimsiz ve düzenlemeden yoksun bir finans sistemini bir istikrarsızlık unsuru olarak görürken; neo-klasik teori ve buna bağlı büyüme teorileri iktisadî büyümede piyasa koşullarında işleyen finans sistemini iktisadî büyüme kaynağı olarak görmektedir.

KAYNAKÇA

- Akçoraoğlu, Alpaslan (2000). "Financial Sector and Economic Growth: An Exogeneity Analysis", *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Cilt 55(1), s. 1-25.
- Aktan, Coşkun Can (1994). *Çağdaş Liberal Düşüncede Politik İktisat*, TAKAV Matbaası, Ankara.
- Akyüz, Yılmaz (2008). "Managing Financial Instability In Emerging Markets: A Keynesian Perspective", *Turkish Economic Association Discussion Paper*, 2008/4, İnternet Adresi: <http://www.twinside.org.sg/title2/ge/ge12.pdf>, Erişim Tarihi: (09.01.2009).

- Al-Tammam, Mohammed (2005). *Causality Between Financial Development and Economic Growth: The Cases of Kuwait, Oman and Saudi Arabia*, Doktora Tezi, Colorado State University, İnternet Adresi: <http://www.proquest.co.uk/en-UK>, Erişim Tarihi: (21.08.2007).
- Ang, James B.; Warwick J. McKibbin (2005). “Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia”, *CAMA Working Paper Series*, İnternet Adresi: <http://cama.anu.edu.au>, Erişim Tarihi: (02.10.2007).
- Aras, Güler (2002). “Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilginin Rolü”, İnternet Adresi: <http://www.ceterisparibus.net/kongre/kocaeli1.htm>, Erişim Tarihi: (03.07.2005).
- Aslan, Özgür; İsmail Küçükaksoy (2006). “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı 4, s. 12-28.
- Asomoah, Senanu Y. (2003). *Essays on Institutional Development, Financial Development and Economic Growth*, Doktora Tezi, Binghamton University, New York.
- Atamtürk, Burak (2007). “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 23(2), s. 75-89.
- Bakırtaş, Tahsin; Sohbet Karbuz (2004). “Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerin Durumu”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Sayı 215, s. 92-108.
- Barro, Robert J. (2001). “Quantity and Quality of Economic Growth”, *Working Papers Central Bank of Chile*, Vol. 168, pp. 1-44, İnternet Adresi: www.bcentral.cl/eng/conferences-seminars/annual-conferences/pdf/barro.pdf, Erişim Tarihi: (25.09.2006).
- Barro, Robert J.; Xavier Sala-i-Martin (1999). *Economic Growth*, McGraw-Hill, New York.
- Bencivenga, Valerie R.; Bruce D. Smith (1991). “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, *Review of Economics Studies*, Vol 58(2), pp.195-209.
- Bencivenga, Valerie R.; Bruce D. Smith (1993). “Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol.17(1-2), pp. 97-122.
- Bencivenga, Valerie R.; Bruce D. Smith; Ross M. Starr (1995). “Transactions Costs, Technological Choice and Endogenous Growth”, *Journal of Economic Theory*, Vol. 67(1), pp. 153-177.
- Bencivenga, Valerie R.; Bruce D. Smith; Ross M. Starr (1996). “Equity Markets, Transactions Costs and Capital Accumulation: An Illustration”, *World Bank Economic Review*, Vol 10(2), pp. 241-265.

- Bilgin, Cevat (2007). *Finansal İstikrarsızlık Sorunu ve İktisat Politikası Bağlamında Türkiye Örneği*, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Bornemann, Alfred H. (1976). "The Keynesian Paradigm and Economic Policy", *American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 35(2), pp. 125-136.
- Büyükkakin, Tahir (2007). "Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi?", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 13(1), s. 22-36.
- Calomiris, W. Charles (1993). "Financial Factors in the Great Depression", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7(2), pp. 61-85.
- Davidson, Paul (2002). *Financial Markets, Money, and the Real World*, Edward Elgar Publishing, Northampton, Mass., İnternet Adresi: <http://books.google.com>, Erişim Tarihi: (08.07.2006).
- Demir, Osman; Adem Üzümcü (2003). "İçsel Büyümenin Kaynakları", *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 17(3-4), s. 17-37.
- Emek, Uğur (2000). "Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri", *Rekabet Dergisi*, Cilt 1(3), s. 58-83.
- Erdem, Ekrem (2005). "Yeni Klasik ve Reel Konjonktür Yaklaşımlara Göre Paranın Yansızlığı ve Para Politikasının Etkinliği", *Para Teorisi ve Politikasında Son Gelişmeler Sempozyumu*, TCMB ve Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F., s. 203-233.
- Erdem, Ekrem (2008). *Para ve Banka ve Finansal Sistem*, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, Ankara.
- Erim, Neşe; Armağan Türk (2005). "Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 10(2), s. 21-45.
- Eschenbach, Felix (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/discussionpapers/04039.pdf>, Erişim Tarihi: (24.10.2008).
- Eser, Kadir (1996). "Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri", *Hazine Dergisi*, Sayı 1, s. 21-40.
- Fry, Maxwell J. (1982). "Models of Financially Repressed Developing Economies", *World Development*, Vol. 10(9), pp. 731-750.
- Fry, Maxwell J. (1997). "In Favour of Financial Liberalization", *The Economic Journal*, Vol. 107(442), pp. 754-770.
- Ghali, Khalifa H. (1999). "Financial Development and Economic Growth: The Tunisian Experience", *Review of Development Economics*, Vol. 3(3), pp. 310-322.
- Ghosh, Jayati (2005). "The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries", *DESA Working Paper*, No. 4, İnternet Adresi: <http://www.un.org/>, Erişim Tarihi: (14.02.2008).

- Graff, Michael; Alexander Karmann (2006). “What Determines the Finance-Growth Nexus? Empirical Evidence for Threshold Models”, *Journal of Economics*, Vol. 87(2), pp. 127–157.
- Greenwald, Bruce; Joseph E. Stiglitz (1987). “Keynesian, New Keynesian, and New Classical Economics”, *NBER Working Paper Series*, No. 2160, İnternet Adresi: <http://www.nber.org/papers/w2160.pdf>, Erişim Tarihi: (21.11.2008).
- Greenwood, Jeremy; Boyan Jovanovic (1990). “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98(5), pp. 1076-1107.
- Grossman, Gene; Elhanan Helpman (1991). “Quality Ladders in the Theory of Economic Growth”, *Review of Economic Studies*, Vol. 58(1), pp. 43-61.
- Gurley, John G.; Edward S. Shaw (1955). “Financial Aspects of Economic Development”, *The American Economic Review*, Vol. 45(4), pp. 515-538.
- Heijdra, Ben J.; Frederick van der Ploeg (2002). *The Foundations of Modern Macroeconomics*, Oxford University Press Inc., New York.
- İsmihan, Mustafa; Kuvılcım Metin Özcan (2006). “Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları: 1960-2004”, *İktisat İşletme ve Finans*, Sayı 241, s. 74-86.
- Jones, Charles, L. (2001). *İktisadi Büyümeye Giriş*, çev. Sanlı Ateş ve İsmail Tuncer, Literatür Yayınları 1. Basım, İstanbul.
- Kahyaoğlu, Hasan (2008). “Finansal Gelişim Politikalarına Yönelik Temel Yaklaşımlar”, *Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Cilt 45(515), s. 21-30.
- Kar, Muhsin (2001a). “A Critical Review of The Theory of Financial Liberalization”, *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 15(3-4), ss. 81-96.
- Kar, Muhsin; Seyhan Taş (2004). “İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri”, *Kalkınma Ekonomisi: Seçme Konular*, İçinde, Derl. Sami Taban; Muhsin Kar, s. 159–195, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Karahan, Özcan (2006). “Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği”, *Yönetim ve Ekonomi*, Cilt 13(2), s.151-163.
- Kregel, J. A. (1983). “Post-Keynesian Theory: An Overview”, *The Journal of Economic Education*, Vol. 14(4), pp. 32-43.
- Kularatne, Chandana (2001). “An Examination of the Impact of Financial Deepening on Long-Run Economic Growth: An Application of a VECM Structure to a Middle Income Country Context”, Trade and Industrial Policy Strategies, *Annual Forum*, İnternet Adresi: <http://www.tips.org.za/f2001/kularatne.pdf>, Erişim Tarihi: (06.09.2007).
- Kydland, Finn E.; Edward C. Prescott (1990). “Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis*, İnternet Adresi: <http://minneapolisfed.org/research/qr/qr1421.pdf>, Erişim Tarihi: (28.08.2002).

- Levine, Ross (1991). "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", *Journal of Finance*, Vol. 46(4), pp. 1445-1465.
- Levine, Ross (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35(2), pp. 688-726.
- Lipsey, Richard G.; Paul N. Courant; Christopher T. S. Ragan (1999). *Economics*, Twelfth Edition, Addison-Wesley Publishing Company, Boston.
- Lucas, Robert E. Jr. (1988). "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22(1), pp. 3-42.
- Mankiw, N. Gregory (2002). New Keynesian Economics, İnternet Adresi: <http://www.econlib.org/library/Enc/NewKeynesianEconomics.html>, Erişim Tarihi: (19.03.2004).
- Mattesini, Fabrizio (1996). "Interest Rate Spreads and Endogenous Growth", *Economic Notes*, Vol. 25(1), pp. 111-129.
- Mckinnon, Ronald I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Brokings Institution, Washington D. C.
- Mishkin, Frederic S. (1999). "Global Financial Instability; Framework, Events, Issues", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13(4), pp. 3-20.
- Mishkin, Frederic S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Seventh Edition, The Addison-Wesley Series in Economics, Boston.
- Onur, Sara (2005). "Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki", *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 1(1), s. 127-152, İnternet Adresi: www.caycuma.karaelmas.edu.tr, Erişim Tarihi: (12.02.2007).
- Orhangazi, Özgür (2008). "Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallaşmaya: İktisat Literatürü ve ABD Ekonomisinin Finansallaşmasına Tarihsel Bir Bakış", *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt 35(1), 133-159.
- Pagano, Marco (1993). "Financial Markets and Growth: An Overview", *European Economic Review*, Vol. 37(2-3), pp. 613-622.
- Patrick, Hugh T. (1966). "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14(2), pp. 174-89.
- Parasız, İlker (1998). *Modern Para Teorisi*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa. Paya, M. Merih (1998). Para Teorisi ve Para Politikası, Filiz Kitabevi, 2. Baskı, İstanbul.
- Renelt, David (1991). "Economic Growth: A Review of the Theoretical and Empirical Literature", *Policy Research and External Affairs Working Papers*, No. 678, Washington, D.C. The World Bank. İnternet Adresi: <http://www-wds.worldbank.org>, Erişim Tarihi: (11.07.2007).
- Romer, Paul M. (1986). "Increasing Returns and Long-run Growth", *Journal of Political Economy*, Vol. 94(5), pp. 1002-1037.

- Romer, Paul (1990). "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, Vol. 98(5), pp. 71-102.
- Romer, David (2006). *Advanced Macroeconomics*, Third Edition, The McGraw-Hill Companies, New York.
- Roubini, Nouriel; Xavier Sala-I Martin (1992). "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, Vol. 39(1), pp. 5-30.
- Rutherford, Donald (2002). *Routledge Dictionary of Economics*, Second Edition, Taylor & Francis Group, New York.
- Saint-Paul, Gilles (1992). "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, Vol. 36(4), pp. 763-781.
- Saint-Paul, Gilles (1996). "Demand-Driven Financial Development", *Financial Development and Economic Growth* içinde, Ed.: N. Hermes and N. R. Lensink, pp. 37-52, London: Routledge, İnternet Adresi: <http://www.google.com/books>, Erişim Tarihi: (25.07.2008).
- Savaş, Vural Fuat (1999). *İktisatın Tarihi*, Siyasal Kitabevi, 3. Baskı, Ankara.
- Seyidoğlu, Halil (2001). *Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri, Açıklamalı Sözlük*, Geliştirilmiş 2. Baskı, İstanbul.
- Singh, Ajit (2002). "Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development", *University of Cambridge Working Paper*, No. 245, İnternet Adresi: <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP245.pdf>, Erişim Tarihi: (03.08.2003).
- Singh, Ajit; Bruce A. Weisse (1999). "The Asian Model: A Crisis Foretold", *International Social Science Journal*, Vol. 53(160), pp. 203-215.
- Snowdon, Brian; Howard R. Vane (2005). *Modern Macroeconomics Its Origins, Development and Current State*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
- Solow, Robert M. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70(1), pp. 65-94.
- Swan, Trevor W. (1956). "Economic Growth and Capital Accumulation", *Economic Record*, Vol. 32(3), pp. 334-361.
- Togay, Selahattin (1998). "Finans Güdüsüyle Para Talebi: Önemi ve Yarattığı Sonuçlar", *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt 13(1), s. 133-144.
- Williamson, John (1970). "A Simple Neo-Keynesian Growth Model", *The Review of Economic Studies*, Vol. 37(2), pp. 157-171.
- Yülek, Murat A. (1997). "İçsel Büyüme Teorileri, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Kamu Politikaları Üzerine", *Hazine Dergisi*, Sayı 6, s. 89-103.