

**T.C.
HASAN KALYONCU ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT DOKTORA PROGRAMI**

**GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL AÇIKLIK İLE
EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ:
BİR PANEL VERİ ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

**HAZIRLAYAN
TUĞBA ÖZYILDIZ**

GAZİANTEP-2021

**T.C.
HASAN KALYONCU ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT DOKTORA PROGRAMI**

**GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL AÇIKLIK İLE
EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ:
BİR PANEL VERİ ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

**HAZIRLAYAN
TUĞBA ÖZYILDIZ**

**TEZ DANIŞMANI
Dr. Öğretim Üyesi EDA DİNERİ**

GAZİANTEP-2021

KABUL VE ONAY

Tuğba ÖZYILDIZ tarafından hazırlanan “Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Açıklık İle Makroekonomik Göstergeler Arasındaki İlişki: Panel Veri Yöntemi” başlıklı bu çalışma tarihinde yapılan savunma sınavı sonucu **başarılı** bulunarak jürimiz tarafından **Doktora Tezi** olarak kabul edilmiştir.

.....
(Başkan)

.....
(Üye)

.....
(Üye)

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım./...../.....

Prof. Dr. İbrahim Halil GÜZELBEY
Müdür Vekili

TEZ ETİK VE BİLDİRİM SAYFASI

Doktora Tezi olarak sunduğum ‘‘Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Őlkelerde Finansal Açıklık İle Makroekonomik Göstergeler Arasındaki İlişki: Panel Veri Yöntemi’’ başlıklı çalışmanın tarafımda, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı dősecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden olduğunu ve bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve onurumla doğrularım./...../.....

[İmza]
Tuğba ÖZYILDIZ

ÖNSÖZ

*Yas, kaybettiğimiz sevdiklerimize içimizde bir yer açmaktır;
onları içimize sığdırmak için kendimizi büyütmeektir.*

“Ş. Hablemitoğlu”

19. yüzyılın son çeyreğinde hızla artış gösteren küreselleşme sonucunda uygulamaya koyulan finansal serbestleşme politikaları dünya ekonomilerinin dikkate değer ölçüde finansal açıklık düzeyine erişmesine neden olmuştur. Küreselleşme süreciyle birlikte finansal açıklık, ülke ekonomileri için giderek daha karmaşık bir alan oluşturduğundan, finansal açıklığın ekonomik etkilerini daha iyi anlamaya yönelik çalışmalar bu nedenle önemlidir. Rekabetçi ve etkin piyasa modellerine dayanan ekonomik teori, finansal açıklığın ekonomik büyümeyi ve gelişmeyi desteklemesi gerektiğini söylese de ampirik çalışmalar şimdiye kadar böyle bir bağlantının varlığına dair ikna edici kanıtlar bulamamıştır. Bazı ülkeler finansal açıklıktan fayda sağlarken, diğerleri finansal açıklık seviyesinde yaşanan artıştan daha yüksek ekonomik büyüme yaşamamış veya liberalleşmeyi takip eden yıllarda ciddi krizler ve durgunluklar yaşamıştır. Bu çalışmada 1995-2018 dönemine ait veriler kullanılarak gelişmiş ülke ve gelişmekte olan ülke grupları üzerinde finansal açıklığın ekonomik büyüme üzerindeki etki ve sonuçları panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir.

Bu çalışmayı sonuçlandırmam için sağladığı katkı ve yönlendirmeleri dolayısıyla tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Eda DİNERİ'ye, değerli öneri, eleştiri ve yardımları için Prof. Dr. Hanifi ASLAN'a ve katkıları için Doç. Dr. Mehmet ŞENTÜRK ve Dr. Öğr. Üyesi Zeynep KÖSE'ye teşekkürü borç bilirim. Bu yola çıktığımdan beri bir an olsun beni yalnız bırakmayan ve desteğini hep hissettiğim babam Muhsin YEŞİLYURT'a ve annem Hayriye Sultan'a sonsuz teşekkürler. Mezuniyet hayalini birlikte kurduğum, çalışmamın her satırında yer alan gizli kahramanım, zamansız vedalaşmak zorunda kaldığım kıymetli eşim, meslektaşım ve yol arkadaşım Hasan ÖZYILDIZ'a sonsuz minnetlerimi sunarım. Hayatın arda kalanı için yaşamı anlamlı kılan biricik oğlum Tuna'ya teşekkür eder, çalışmanın tüm ilgililere yararlı olmasını dilerim.

ÖZET

Bu çalışmada, finansal dışa açıklık ile makroekonomik göstergeler arasındaki ilişki panel veri analizi yöntemiyle incelenmektedir. Çalışmada, finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerinde açıklayıcı bir güce sahip olup olmadığını gösteren Dumitrescu-Hurlin Testi ve Panel ARDL Modelinden yararlanılmıştır. Çalışmada 1995-2018 dönemi için hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde finansal açıklık ile ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisinin varlığı ortaya konulmuştur. Panel ARDL sonuçlarına göre uzun dönemde, finansal açıklık derecesinde yaşanan artışlar gelişmiş ülke ekonomilerinde ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilerken, gelişmekte olan ülkeler için finansal açıklığın ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisinin olduğu görülmüştür. İki ülke grubu için finansal açıklık seviyesi ticari açıklık ve geniş para arzına pozitif etkide bulunurken, gelişmekte olan ülkeler grubunda finansal açıklık derecesinde yaşanacak bir artış özel sektör kredilerini negatif yönde etkilemektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal açıklık, ekonomik büyüme, ticari açıklık ve finansal serbestleşme.

ABSTRACT

In this study, the relationship between financial openness and macroeconomic indicators is examined by panel data analysis method. The method used in the study is the Dumitrescu-Hurlin Test and the Panel ARDL Model, which shows whether financial openness has an explanatory power on economic growth. In the study, the existence of a causal relationship between financial openness and economic growth in both developed and developing countries for the period 1995-2018 has been revealed. According to the panel ARDL results, in the long run, increases in the degree of financial openness affect economic growth negatively in developed country economies, while financial openness has a positive effect on economic growth for developing countries. While the level of financial openness has a positive effect on trade openness and large money supply for the two country groups, an increase in the level of financial openness in the developing countries group affects private sector loans negatively.

Keywords: Financial openness, economic growth, trade openness and financial liberalization.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
ÖZET.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iv
TABLolar LİSTESİ.....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	viii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	ix

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ.....	1
1.1. Problem Durumu	1
1.2. Araştırmanın Amacı	1
1.3. Araştırmanın Önemi	4
1.4. Araştırmanın Varsayımları	5
1.5. Araştırmanın Yöntemi.....	5
1.6. Araştırmanın Sınırları.....	6

İKİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK SERBESTLEŞME, SERMAYE HAREKETLERİ VE DIŞA AÇIKLIK... 7	7
2.1. Ekonomik Serbestleşme	7
2.1.1. Ticari Dışa Açıklık	10
2.1.2. Uluslararası İşgücü Hareketleri.....	13
2.1.3. Finansal Dışa Açıklık	15
2.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Sınıflandırılması	17
2.2.1. Özel Sermaye Hareketleri	18
2.2.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	19
2.2.1.2. Uluslararası Portföy Yatırımları.....	20
2.2.1.3. Diğer Sermaye Hareketleri.....	22
2.2.2. Resmi Sermaye Hareketleri.....	24
2.3. Gelişmiş Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	24
2.4. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	28
2.5. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ülkelerarası Dağılımı.....	31
2.6. Sermaye Hareketlerinin Ülkelere Yönelmesini Belirleyen Faktörler	35
2.7. Finansal Serbestleşme ve Dışa Açıklık İlişkisi	36

2.7.1. Finansal Açıklığın Hesaplanma Yöntemleri	43
2.7.2. Finansal Serbestleşmenin Teorik Temelleri	46
2.7.2.1. McKinnon-Shaw Teorisi	47
2.7.2.2. Yapısalcı Teori	51
2.7.2.3. Neo-Keynesyen Teori.....	53
2.7.2.4. Post Keynesyen Teori.....	56
2.7.2.5. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi	58
2.7.2.6. Spekülatif Gelişme Modeli.....	60
2.7.2.7. Marksist Yaklaşım.....	61
2.8. Finansal Dışa Açıklığın Etkileri	62
2.8.1. Finansal Dışa Açıklığın Olumlu Etkileri.....	62
2.8.1.1. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma.....	62
2.8.1.2. Ekonomik Dinamizmin Artması	63
2.8.1.3. Rekabet Yapısının İyileşmesi	64
2.8.1.4. Teknoloji ve Bilgi Transferinin Kolaylaşması	65
2.8.1.5. Kaynak Dağılımının Küresel Boyutta Optimizasyonunun Gerçekleşmesi	65
2.8.2. Finansal Dışa Açıklığın Olumsuz Etkileri	66
2.8.2.1. Ulusal Ekonomi Politikalarının Sınırlanması.....	66
2.8.2.2. Ekonomik Kırılganlığın Artması ve Krizler.....	66
2.8.2.3. Borçlanma Maliyeti ve Rant Ekonomisi	69

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DÜNYADA FİNANSAL AÇIKLIK VE MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

3.1. Para Arzı ile Finansal Açıklık Arasındaki İlişki	74
3.2. Büyüme ile Finansal Açıklık Arasındaki İlişki	77
3.3. Ticari Açıklık ile Finansal Açıklık Arasındaki İlişki	80
3.4. Özel Sektör Kredileri ve Finansal Sektör Kredileri ile Finansal Açıklık Arasındaki İlişki	82
3.5. Faiz Oranı ile Finansal Açıklık Arasındaki İlişki.....	84
3.6. Döviz Kuru ve Finansal Açıklık Arasındaki İlişki.....	85

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL AÇIKLIK İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ: BİR PANEL VERİ ANALİZİ

4.1. Daha Önce Yapılan Çalışmalar	87
4.2. Ekonometrik Model, Veri Seti ve Yöntem.....	107
4.2.1. Veri Seti.....	107
4.2.2. Panel Veri Analizi	108
4.2.2.1. Panel Birim Kök Testleri.....	110
4.2.2.2. Dumitrescu-Hurlin Nedensellik Testi	111
4.2.2.3. Panel ARDL Sınır Testi	112
4.3. Uygulama	113

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	128
-------------------------------	------------

KAYNAKLAR.....	133
-----------------------	------------

EKLER.....	165
-------------------	------------

TABLolar LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1. Net Finans Kaynakları, 1970-1994 (Fiziksel Yatırımın Yüzdesi).....	27
Tablo 2. 1990’larda Dünya Çapında Gelir Grubuna Göre Finansal Gelişme (GSMH’nın Yüzdesi Olarak Varlık Durumu)	30
Tablo 3. Finansal Serbestleşmeye Dayalı Bankacılık ve Ödemeler Dengesi Krizleri.....	69
Tablo 4. Çalışmada Kullanılan Değişkenler.....	109
Tablo 5. Gelişmekte Olan Ükelere ait Değişkenlerin LLC ve IPS Birim Kök Testi Sonuçları.....	115
Tablo 6. Gelişmekte Olan Ülke Grubu Dumitrescu- Hurlin Nedensellik Testi Sonuçları.....	116
Tablo 7. Gelişmekte Olan Ükeler Panel ARDL Sonuçları	119
Tablo 8. Gelişmiş Ükelere Ait Değişkenlerin LLC ve IPS Birim Kök Testi Sonuçları.....	122
Tablo 9. Gelişmiş Ülke Grubu Dumitrescu- Hurlin Nedensellik Testi Sonuçları.....	123
Tablo 10. Gelişmiş Ükeler Panel ARDL Sonuçları.....	126

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Çeşitleri.....	18
Şekil 2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Rolü.....	22
Şekil 3. DYY Girişleri, Küresel ve Ekonomik Gruba Göre, (2007–2018).....	32
Şekil 4. Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri, İlk 20 Ev Sahibi Ekonomi, (2017-2018) (Milyar Dolar).....	34
Şekil 5. Doğrudan Yabancı Yatırım Çıkışları, İlk 20 Ev Ekonomisi, (2017- 2018) (Milyar Dolar).....	35
Şekil 6. McKinnon ve Shaw Yaklaşımı ve Faiz Uygulaması.....	51
Şekil 7. Kredi Arz Miktarındaki Azalma.....	57
Şekil 8. Gelişmiş Ülkelere Ait Değişkenlerin LLC ve IPS Birim Kök Testi Sonuçları.....	65

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika BirleŖik Devletleri
age.	: Adı geçen eser
AIC	: Akaike Bilgi Kriteri
ARDL	: Otoresif DađıtılmıŖ Gecikme
AREAER	: Döviz Düzenlemeleri ve Döviz Kısıtlamaları Faaliyet Raporu
bk.	: Bakınız
BRICS	: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika Ekonomileri
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
FHI	: Finansal İstikrarsızlık Hipotezi
FS	: Finans Sektörü Tarafından Sağlanan Yurtiçi Kredi
FSAP	: Finansal Sektör Değerlendirme Programları
FO	: Finansal Açıklık Oranı
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
M2	: GeniŖ Para Arzı
PS	: Özel Sektöre Sağlanan Yurtiçi Kredi
s.	: Sayfa
SC	: Schwarz Bilgi Kriteri
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TO	: Ticari Açıklık Oranı
UNCTAD	: BirleŖmiŖ Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
WB	: Dünya Bankası
VEC	: Vektör Hata Düzeltme Modeli
ve diğ.	: Ve Diğerleri
YASED	: Uluslararası Yatırımcılar Derneği

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

1.1. Problem Durumu

Finansal serbestleşme politikaları 70'li yıllarda gelişmiş ülkelerin uyguladığı bir politika iken 80'li yıllara gelindiğinde gelişmekte olan ülkeler de finansal serbestleşme politikaları için harekete geçmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerde, finansal serbestleşme hareketleri uluslararası kuruluşlar öncülüğünde başlatılmıştır. 1980-1990 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerine serbestlik tanımak adına birçok reform uygulamasına gitmiştir. Bu reform uygulamaları içerisinde kredi tavanı, faiz oranları, munzam karşılıklar, bankacılık sektöründe açıklık ve sermayenin önündeki engellerin kaldırılması sayılabilir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:108).

90'lı yıllarda yaşanan ve birçok ekonomiyi etkileyen krizler, finansal açıklığın sorgulanmasına ve finansal açıklığın faydalarına karşı şüphe duyulmasına neden olmuştur. Finansal açıklık ile artan ekonomik bağımlılık, ülke ekonomilerindeki kırılganlık seviyesini yükseltmiş ve sermayenin kısa vadeli giriş çıkışları, ekonomilerde şok etkisine neden olmuştur. Bütün bu gelişmeler neticesinde ülkelerin yaşamış olduğu ekonomik sıkıntılar diğer ülkelerde de benzer sorunları tetiklemiştir (Özcan, 2011: 3713). Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri açısından bir diğer sakıncası da merkez bankalarının hareket gücünü kısıtlayabilmesidir. Sermaye hareketlerindeki kısa vadeli dalgalanmalar, ülkelerin uyguladıkları döviz kuru ve faiz politikası üzerindeki denetimlerinin kaybolmasına neden olmaktadır. Finansal serbestleşmenin sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen artışlar, arbitraj ve spekülasyon ile beslenmektedir. Sıcak para, ülke ekonomisi açısından olumsuz bir durum yaşanmasına ve yurt dışında daha kârlı alanlar görmesi halinde ülkeyi hızlıca terk ettiğinden reel piyasalarda da oldukça ciddi sorunlara yol açmaktadır (Canbay, 2018:9).

Spesifik olarak, hızlı büyüyen bir finansal dışa açıklık derecesi, yatırım oranlarına zarar vererek, makroekonomik istikrarsızlığı büyüterek ve ekonomik kırılganlığı ve kaynakların yanlış tahsisini artırarak üretimi ve genel büyümeyi geciktirme durumunu ortaya çıkarabilmektedir.

1.2. Araştırmanın Amacı

Ekonomide çıktı düzeyini belirleyen dört tane unsur bulunmaktadır. Bunlar sermaye, emek, teknoloji ve doğal kaynaktır. Ekonomilerin büyüme süreçleri bu dört faktöre olduğu

kadar dışa açıklık derecesine de bağlıdır. Bir ekonomiye ait temel dinamikleri kavrayabilmek için ülkeye ait makroekonomik göstergeler ile dışa açıklığın birbirlerini nasıl etkilediğini biliyor olmak büyük önem taşımaktadır.

Dışa açıklık kavramı genel bir ifadeyle, ulusal ekonomi ile uluslararası ekonominin bütünleşme derecesidir. 1970'li yıllarda gelişmiş ülkelerin öncülüğünde başlayan finansal piyasalardaki bütünleşme ve finansal serbestleşme, küreselleşmeyi hızlandırmakla birlikte küreselleşmenin bir unsuru olarak da karşımıza çıkmaktadır. Finansal küreselleşme kavramı, Obstfeld ve Taylor'un (2003) çalışmalarında dört dönemde incelenmiştir. Bu dönemler, 1914 öncesi dönem, 1914-1945 Büyük Buhran ve dünya savaşlarını içine alan dönem, 1945-1971 Bretton Woods Anlaşmasını içine alan dönem ve 1971'ten sonraki sabit döviz kur rejimi uygulamalarından vazgeçilen dönemdir (Özcan, 2011:3714).

Ulusal ekonomiye giriş ve çıkış yapan uluslararası sermayenin ölçüsü olan finansal açıklık, ulusal ekonomideki finansal serbestleşmenin düzeyine bağlıdır. Ülkelerin dışa açıklık seviyelerinin tespit edilmesinde sermaye hesabı önemli bir gösterge olarak yer almaktadır. Aizenman (2008) tarafından yapılan çalışmanın esas alındığı ve en çok kabul gören yöntemiyle finansal açıklık $[(\text{gayri safi özel sermaye girişi} + \text{gayri safi özel sermaye çıkışı}) / \text{gayrisafi yurtiçi hasıla} * 100]$ formülü ile bulunmaktadır. Finansal açıklık ölçüsü, Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund) tarafından dış varlıklar ile dış borçların toplamının GSYH'ye oranı şeklinde ifade edilmektedir. Finansal açıklık, bir ülkenin vatandaşları tarafından yabancı varlıklar ile yükümlülükler elde etmesini kolaylaştırmanın yanı sıra yabancı ülke vatandaşlarına da aynı ayrıcalıkları sağlamaktadır (Estrada, Park ve Ramayandi, 2015:4).

Finansal serbestleşme düzeyinin bir göstergesi olan finansal açıklık ve finansal açıklığın ulusal ekonomilerde yaratacağı refah etkisi McKinnon-Shaw (1973) tarafından inceleme konusu olmuştur. Literatürde kendi isimleri ile anılan McKinnon-Shaw Hipotezi, tasarruflar üzerinde olumsuz sonuçlar yaratan negatif faiz oranının, yatırımları azaltma yoluyla ekonomik büyümenin önüne geçeceği şeklindedir (McKinnon ve Shaw, 1973).

McKinnon ve Shaw, gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf yetersizliğine işaret ederek tasarruf eksikliğinin, beraberinde yatırım eksikliğini getireceğini ve tüm bunların sonucunda ekonomik büyümenin olumsuz etkileneceğinin altını çizmişlerdir. Ekonominin bu kısır döngüden kurtulmasının tasarrufları artırıcı politikalarla mümkün olduğunu söyleyen McKinnon ve Shaw, ekonomi üzerindeki tüm müdahalelerin kaldırılmasını ve finansal alandaki

sınırlandırmaların en düşük düzeye indirilmesini önermişlerdir (Demetriades ve Hussain, 1996:388).

Gelişmekte olan ülkelerin dışı açılma sürecinden önce, finansal alandaki yapısal reformlar önem taşımaktadır. Finansal dışı açıklık süreci gerçekleştiği halde yapısal sorunlarını çözememiş ülkeler, finansal krizlere maruz kalmaktadır. Finansal krizler, ahlâki tehlike ve tersine seçimin varlığında ortaya çıkar. Böyle bir durumda ulusal ekonomideki fonlar kullanılabilen en verimli alandan çekilerek verimsiz alanlara yönlendirilmekte, bunun sonucunda da finansal piyasalarda yaşanan bozulmalar ulusal ekonomiyi olumsuz etkilemektedir (Mishkin, 1996: 39).

90'lı yıllarda gelişmekte olan birçok ülke, dışı açıklığı önemli ölçüde sağlamıştır. Dışa açıklık, bu dönemde ekonomik ve finansal krizleri beraberinde getirmiştir. 1994-1995 Latin Amerika Krizi, 1994-1995 Türkiye Para ve Bankacılık Krizi, 1997-1998 Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 2000-2001 Türkiye Krizi, 2001 Arjantin Krizi önemli krizler arasında yer almaktadır (Delice, 2003: 66-67).

Finansal açıklık, gelişmekte olan ülkeler için hâlâ tartışmalı bir konu olma özelliğini korumaktadır. Bu ülkeler, finansal açıklık için gerekli olan yasal çerçeveyi oluşturmakta ve ekonomi üzerindeki engelleri kaldırmaktadır (Tung Bui ve Hoai Bui, 2019:1). Finansal dışı açıklığın yarattığı ekonomik değişiklikler üzerine yoğun çalışmaların yapıldığı bir araştırma konusu olmuştur. Bu çerçevede, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarında finansal açıklığın farklı makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Özellikle 80'li yıllarla birlikte ulus ötesi sermaye akımlarında görülen hareketlilik, finansal açıklığın ülkeler bazında ekonomik etkilerinin daha fazla incelenmesine neden olmuştur. Son zamanlarda, finansal serbestleşme ve finansal dışı açıklık konusu, dünya genelinde politika gündemlerinde bir öncelik haline gelmiştir. Bu çalışmanın amacı, finansal açıklık literatürünü teorik sonuçlarıyla inceledikten sonra, ülkelerin kendine özgü koşullarını da dikkate alarak, panel veri analizi uygulamak suretiyle, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal açıklığın makroekonomik değişkenler üzerinde yarattığı etkileri anlamaktır. Mevcut çalışmalar, finansal açıklık teorisinin argümanlarını daha fazla ampirik araştırmaya indirgemektedir. Finansal dışı açıklığın ekonomik büyüme etkisini araştıran literatürdeki mevcut çalışmaların dışında farklı değişkenlerin bir arada gösterildiği bir çalışma amaçlanmaktadır. Çalışmaya sadece özel sermaye girişleri ve özel sermaye çıkışlarını dahil ederek, finansal dışı açıklığın ekonomik büyüme için önemini altını çizmeye çalışmıyoruz, aynı zamanda özel sektör kredileri, finans sektörü kredileri, geniş para arzı ve ticari açıklık

derecesinin finansal açıklıkla ilişkisi olup olmadığı hipotezini de test etmeyi amaçlıyoruz. Çalışmada kullanılan değişkenler sadece nedenselliğin yönünü değil, aynı zamanda tahminlerin büyüklüğünü de değiştirebilir. Daha fazla değişken kullanılarak yapılan çalışmalar daha fazla bilgi içerdiği için yapmış olduğumuz çalışmanın literatüre katkısı amaçlanmaktadır.

1.3. Araştırmanın Önemi

Küreselleşme süreciyle birlikte uluslararası ekonomilerin birbirine olan bağımlılığında yaşanan artış, ülke ekonomilerinin birbirlerinden etkilenme düzeyini de artırmıştır. Bu sebeple ülke ekonomilerinde yaşanan finansal sistem değişikliği, ülkelerin makroekonomik değişkenlerini araştırmayı önemli hale getirmiştir. Geçmiş dönem çalışmaları gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için daha çok finansal açıklık ve büyüme arasındaki ilişkileri incelerken, yeni dönem çalışmaları yönünü, finansal açıklığın makroekonomik etkileri üzerine çevirmiştir.

Finansal dışa açıklık değişkeninin ölçümüyle ilgili çeşitli tartışmalar olduğu için, finansal dışa açıklığın ekonomik büyümeyi etkileyebileceği farklı kanalların çeşitliliğini yakalamak adına dört vektörden oluşan değişken kullanıyoruz. Finansal gelişme göstergelerinin her biri, finansal dışa açıklığın farklı bir yönünü ele alır ve her birinin kendi içinde güçlü ve zayıf yönleri vardır. Özel sektöre verilen yurt içi krediler likit yükümlülükleri, bankaların fonları harekete geçirme kabiliyetini veya ekonomiye göre bankacılık sisteminin büyüklüğünü ölçmektedir. Geniş para stoku ($M2/GSYİH$), büyüyen bir ekonominin finans sektörünün gerçek boyutunu göstermek için tasarlanmıştır. Finans sektörü tarafından verilen yurt içi krediler, finansal gelişmişlik düzeyini etkileyen ve çalışmaya hahil edilen bir diğer değişkendir. Bu değişkenin seçilmesinin temel nedeni yatırım ve büyüme ile doğrudan ilişkili olmasıdır. Özel sektör yatırımları ekonomik büyümeyi etkileyen en önemli değişkenlerden biridir. Bu değişkenin seçilmesinin temel nedeni yatırım ve büyüme ile doğrudan ilişkili olmasıdır. Özel sektör yatırımları ekonomik büyümeyi etkileyen en önemli değişkenlerden biridir. Ticari açıklık değişkeni de finansal dışa açıklık ve ekonomik büyüme ile yakın ilişkili olduğundan önem arz etmektedir.

Bu çalışma farklı gelir düzeylerine ve farklı finansal açıklık derecesine sahip ülke grupları arasındaki ekonomik büyüme ilişkisini araştırmaktadır. Bir dereceye kadar, bu çalışma geleneksel finansal açıklık teorisinin açıklayıcı gücünü zenginleştirebilir. Bu nedenle, finansal sektörde yaşanacak gelişimin güçlü ve zayıf yönlerini değerlendirmek, finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerindeki rolünü anlamak ve ulusal ekonomilerin finansal açıklık

sonucunda yaşanacak gelişmelere karşı küresel direncini artırmak için uygun politikaları belirlemek kritik öneme sahiptir.

1.4. Araştırmanın Varsayımları

Yapılan araştırmanın varsayımları aşağıdaki şekildedir:

- Finansal açıklık, ülkelere ait bankacılık işlemleri ve diğer finansal işlemler üzerine koyduğu kısıtlamaları kaldırmaktan daha ileri giderek ulusal piyasalara uluslararası piyasalarla entegre olması yönünde ivme kazandırmıştır.
- Finansal açıklık, tasarrufların ülkeler arasında yeniden dağılımını gündeme getirmiş ve ülkeler arasındaki faiz oranları eşitliği üzerinde etkili olmuştur.
- Finansal açıklık, ülke içindeki firmalar ile yabancı firmaların rekabetini gündeme getirmektedir.
- Finansal açıklık, 80’li yıllardan itibaren yabancı sermaye önündeki engellerin ortadan kaldırılması sonucu gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında sermaye hareketlerini etkilemiştir.
- Finansal açıklığın, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde önemli etkileri bulunmaktadır.

1.5. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmada finansal açıklık ve ticari açıklık ile geniş para arzı, finansal sektörü tarafından sağlanan yurt içi krediler, özel sektöre verilen yurtiçi krediler, büyüme arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yöntemi yardımıyla incelenecektir. 1995-2018 yıllarına ait veriler kullanılarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarındaki finansal açıklık, ticari açıklık, büyüme, geniş para arzı, finansal sektörü tarafından sağlanan yurt içi krediler, özel sektöre verilen yurtiçi krediler gibi değişkenler arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılacaktır.

Yapılan uygulamada, gelişmekte olan ülke grubu için çalışmaya dâhil edilen ülkeler; Brezilya, Bulgaristan, Çin, Güney Afrika, Hindistan, İran, Kenya, Güney Kore, Kongo Cumhuriyeti, Malezya, Meksika, Mısır, Nijerya, Pakistan, Rusya, Şili, Uganda, Ukrayna ve Uruguay’dır. Gelişmiş ülke grubu içine dahil edilen ülkeler ise şu şekildedir: Amerika Birleşik Devletleri, Avustralya, Danimarka, İsveç, İzlanda ve Japonya’dır. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke grubu için 1995-2018 yıllarına ait GSMH, geniş para arzı, finansal açıklık, ticari açıklık, finansal sektör kredileri, özel sektör kredilerine ait veriler kullanılarak panel

uygulaması gerçekleştirilmiştir. Analiz öncesi serilerin durağanlık testleri Levin-Lin-Chu ve Im-Pesaran-Shin birim kök testleri ile gerçekleştirilmiştir. Serilere uygulanan durağanlık testinden sonra Granger Nedensellik Testi uygulanarak değişkenler arasındaki nedenselliğin yönü tespit edilmiştir. Ardından değişkenler arasındaki ilişkinin şiddetiyle işareti hakkında bilgi sunmadığından Nedensellik Analizi Panel ARDL Testi yapılarak hem kısa hem de uzun dönem değişkenler arasındaki ilişkinin şiddetiyle işareti tespit edilmiştir.

1.6. Araştırmanın Sınırları

- Söz konusu ülkelerin verilerine ulaşmanın zorluğu nedeni ile çalışma 1995-2018 dönemi ile sınırlandırılmıştır.
- Çalışmada kullanılması planlanan değişkenlere ait verilere ulaşmak, ülke grupları ve çalışma dönemi için mümkün olmamıştır. Bu nedenle çalışmaya faiz oranı ve döviz kuru değişkeni dahil edilememiştir.
- Çalışmada kullanılan değişkenler, finansal dışa açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin farklı bir yönünü ele alır. Kullanılan her bir değişkenin finansal dışa açıklığı açıklamada güçlü olduğu yönleri mevcuttur.
- Çalışmaya ait ülke grupları ve ilgili değişkenler, belirtilen yıllar dahilinde Dünya Bankası veri tabanından elde edilmiştir.
- Çalışma, yalnızca mal ve varlıklara ait uluslararası ticaretin önündeki engeller değil, aynı zamanda yerel finans piyasaları dâhil emtia ve emek piyasalarında da minimum düzeyde hükümet kısıtlamalarının yer aldığı sınırlama çerçevesinde incelenmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK SERBESTLEŞME, SERMAYE HAREKETLERİ VE DIŞA AÇIKLIK

1944'te yapılan Bretton Woods Konferansı'nda, sermaye kontrolleri ve uluslararası ticaret arasındaki temel bağlantıya işaret edilmiştir. Konferans sonucu oluşturulan Uluslararası Para Fonu'nun amaçlarından biri de dünya ticaretini engelleyen döviz kısıtlamalarını ortadan kaldırmaktı. İlk zamanlar ticareti teşvik etmek adına sabit döviz kurlarını destekleyen sermaye kontrollerinin varlığı tutarsız ekonomi politikası olarak görülmezken, 70'li yılların sonlarına doğru bu politika tercihi sorgulanmaya başlanmıştır (Tamirisa, 1999: 69).

80'li yıllarda yaşanan teknolojik gelişmeler ve iletişim alanındaki ilerlemeler ile birlikte ekonomik serbestleşme olgusu, tüm dünyanın dikkatini üzerine toplayan ve aynı zamanda siyasal, sosyal, kültürel ve ekonomik olarak tüm dünyayı birleştiren bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Her ne kadar serbestleşme olgusu 80'li yıllarda hız kazanmış olsa da, temelleri İkinci Dünya Savaşı'na kadar uzanmaktadır (Şanlı, 2004:160). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, 80'li yıllarda uygulanmaya başlanan serbestleşme politikaları, ekonominin hemen hemen her alanında kendini göstermeye başlamıştır (Kıran ve Güriş, 2011: 70).

Ekonomik serbestleşmenin göstergeleri arasında ticari dışa açıklık, finansal dışa açıklık ve uluslararası işgücü hareketleri yer almaktadır. Ticari açıklık, finansal açıklık ve işgücünün serbest dolaşımı ile ilgili düzenlemelere bakılarak bir ülkedeki ekonomik serbestleşme derecesi hakkında bilgi sahibi olunabilir. Kısacası ülkelerdeki ekonomik serbestleşmenin boyutunu dışa açıklık dereceleri göstermektedir. Çalışmanın bu bölümünde, ilk olarak ekonomik serbestleşme kavramı ile ilgili açıklamalar yapılacak ve hemen ardından ekonomik serbestleşmenin göstergeleri tartışılacaktır.

2.1. Ekonomik Serbestleşme

Ekonomik serbestleşme, ekonomiyi "laissez-faire" ve "laissez-passe"a götürme amacı taşıyan politika reformudur. Ekonomik serbestleşme, yalnızca mal ve varlıklara ait uluslararası ticaretin önündeki engeller değil, aynı zamanda yerel finans piyasaları dâhil emtia ve emek piyasalarında da minimum düzeyde hükümet kısıtlamalarının yer aldığı bir tanımı içermektedir. Piyasalar üzerinde hükümet müdahalelerinin sınırlı olması gerektiğini savunan Neoklasik iktisadi görüşe göre, hükümet müdahalelerinin kabul edilebilir sınırları şu şekildedir: dışsallıklar, dinamik katılıklar, kaynak dağılımında etkinliğin sağlanamaması, tamamlanmamış

piyasalardan kaynaklanan piyasa başarısızlıkları ve ilk defa Paul A. Samuelson'un işaret etmiş olduğu kamusal mallar. Piyasaya müdahale edilmesinde ekonomik rasyonelin en önemli gerekçeleri bunlardır. Piyasaya yapılan müdahalelerin faydaları, piyasaya müdahale etmenin maliyetinden yüksek olmalıdır. Bu teorik argüman, piyasaların serbest bırakılması sonucu ekonomik büyüme ve sosyal gelişmede hızlı yol kat eden Batı ülkelerinin örnekleri ile desteklenmiştir (Banuri, 1991: 5-10; Doğangün Yasa, 2017: 287).

Solomon'a göre (1999), 70'li yılların sonuna doğru küresel ölçekte uluslararası piyasaya yönelik ekonomi politikalarına yönelmeye başlanmıştır. Piyasaya yönelik olan bu politikalar, Washington Mutabakatı olarak bilinen ve çok taraflı kurumların (Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu) himayesi altında gerçekleştirilen iç ekonominin serbestleştirilmesini esas alan yapısal reformlardan oluşmaktadır. Ekonomik serbestleşmeyi amaçlayan uyum politikalarının odak noktaları ise:

- Mali disiplini sağlamak,
- Kamu harcamalarına öncelik tanımak,
- Vergi reformunu gerçekleştirmek,
- Finans piyasalarının, döviz kurlarının, ticaretin ve doğrudan yatırımların serbestleşmesini sağlamak,
- Devlete ait işletmelerin özelleştirilmesini sağlamak,
- Serbestleşme için gerekli olan deregülasyonları gerçekleştirmektedir.

Dünya Bankası ve IMF tarafından geliştirilip ekonomik serbestleşmeyi amaçlayan "Yapısal Uyum Programı" gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanmaya koyulmuştur. Yapısal uyum programı ile ülkelerdeki mali baskının aşamalı olarak kaldırılması amaçlanmıştır (Muhammad vd., 2017: 1256-1257; Sulaiman vd., 2012: 17).

Günümüzde küreselleşme ve serbestleşme kavramı ekonomik açıdan birlikte ilerlemektedir. Serbestleşme kavramını, devletin elinde bulunan üretim araçları mülkiyetinin ve ekonomiyi yönlendirme gücünün elinden alınması ya da tüm bu gücün özel sektöre devredilmesi olarak tanımlamak mümkündür (Glyn, 2006: 36). Küreselleşme ise, ticaret, finans ve bilgi birikiminin dünya ekonomisiyle entegrasyonunu sağlanmasıdır. Teknolojide yaşanan ilerlemeler ve ekonomik faaliyetlerin uluslararası hale gelmesi ulaşım ve iletişim maliyetlerinin düşmesini sağlarken ticari ve mali rejimlerde meydana gelen serbestleşme eğilimi ise malların ve sermayenin önünde bulunan engellerin kalkmasını sağlamıştır. Toplumlar ve hükümetler

üzerinde son derece etkili olan küreselleşme, ekonomik serbestleşme hareketini de beraberinde getirmiştir. Dünya genelinde yaşanan tüm bu gelişmeler, ülkeleri daha az müdahaleci ve daha fazla serbestlik tanıyan ekonomi politikaları uygulamaya yöneltmiştir. Ekonomik serbestleşmenin, işgücü, sermaye, mal ve hizmet dolaşımında uluslararası sınırların önündeki engelleri kaldırdığı yadsınamaz bir gerçektir (Sıddıqui, 2017: 514; Mascarenhas, 2002: 96-97; Özel vd., 2012: 31).

Ekonomik serbestleşmenin odaklanmış olduğu nokta, ciddi derecede kısıtlama getirilmiş komuta ve kontrol sisteminin yerine, büyümenin motoru olarak özel sektöre duyulan güvenin artırılması ve görece daha fazla liberal bir rejimin benimsenmesi olmuştur. Tüm bu bilgilerin ışığında ekonomik serbestleşmeyi, gümrük tarifelerinin, kotaların, kısıtlamaların ve sermaye engellerinin azaldığı bir dünyada malların, hizmetlerin, sermayenin ve işgücünün daha kolay dolaşabilir olması şeklinde tanımlayabiliriz. Ekonomik serbestleşmenin kazançları olduğu kadar kayıpları da olmuştur. Ülkeler ekonomik serbestleşmeyi büyümenin ve kalkınmanın itici gücü olarak kullanırken diğer taraftan serbestleşme, krizlerin ve ekonominin kötüye gitmesinin de sebebi olmuştur. Bu nedenle ekonomik serbestleşme kavramı başından sonuna karmaşık bir süreçtir (Sulaiman vd., 2012: 17; Adıgüzel, 2013: 3-4).

Küreselleşme süreci, 20. yüzyıldan çok daha önce başlamıştır. 18. ve 19. yüzyıllara uzanan küreselleşme, sömürgeleştirme ve sömürgeleştirme ve bunun sonucu olarak küresel sermayenin genişlemesiyle ortaya çıkmıştır. Dünya ekonomisinin son iki yüzyılda iki farklı küreselleşme evresi geçirdiği söylenebilir. Bunlardan ilki 1870-1914 yıllarını kapsayan ve küreselleşmenin ilk evrimi olarak kabul edilen Sanayi Devrimi, ikincisi de 1980 sonrası yaşanan ekonomik gelişmelerdir (Sıddıqui, 2017: 518; Günsoy, 2004: 331-332).

Ekonomik serbestleşme temel olarak üç farklı aşamada kendini göstermektedir. Ekonomik serbestleşmenin göstergelerinden ilki olan ticari dışa açıklık, ticaretin serbestleşmesini; finansal dışa açıklık, finans piyasalarındaki engellerin ortadan kaldırılmasını ve uluslararası işgücü hareketlerinin serbestleşmesi ise emek faktörünün tam hareketliliğini ifade etmektedir. Bu durumda, dışa açıklık kavramının sınırlarının belirsiz ve çok geniş kapsamlı olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Genel olarak yabancı aktörlerin ulusal ekonomiye katılması veya katılma derecesi olan dışa açıklık, ülkelerin uluslararası pazarlarla bütünleşmesini göstermektedir. (Gräbner vd., 2020: 3; Kader, 2013: 48-49).

2.1.1. Ticari Dışa Açıklık

Ticari serbestleşme ve ticari açıklık birbiriyle yakından ilişkilidir ancak aynı değildir. Ticaretin serbestleştirilmesi, ticari açıklığı artırmaya yönelik politika önlemlerini (daha düşük tarife oranını ve ülkeler arasındaki serbest ticaret anlaşmalarına katılmayı) içerirken, artan ticari açıklık tipik olarak, toplam çıktıya göre bir ekonominin ticarete konu olan sektörlerinin büyüklüğündeki bir genişlemeyi ifade eder. Ticari dışa açıklık, ülkelerin dış dünya ile gerçekleştirdiği ticari ilişkilerinde sergiledikleri tutumu ifade etmektedir. Ticari açıklığın genel kabul görmüş bir tanımı yapılacak olursa, ulus/ulus ötesindeki aktörlere serbestleştirme sağlanarak mal ve hizmet akımları üzerindeki engellemelerin kaldırılmasıdır. Ülkelerin ticari dışa açıklık seviyeleri, dış ticaretten ne oranda kazançlı çıktıkları ile yakından ilgilidir. Çünkü ülkeler dış ticaret kazançlarını artırdıkça ticari dışa açıklık seviyelerini de artırmak isteyeceklerdir. İki ülke arasında yapılan dış ticaret sonucunda tek ülkenin kazançlı çıkacağına dair görüş, yani Merkantilist düşünce günümüzde terk edilmiş ve onun yerine dinamik ve statik kazançlar elde edidiği ticaret ortaklığının varlığı kabul görmüştür. Ticaret ortaklarının yapmış oldukları dış ticaret sonucunda her iki tarafında kazançlı çıkacağına dair düşünce Adam Smith'in "Mutlak Üstünlükler Teorisi"ne kadar uzamaktadır. Ticari açıklık seviyesi, bir ülkenin yatırımı üstlenmedeki üstünlük derecesini de göstermektedir. İçsel büyüme teorileri içinde yer alan işlem maliyeti teorisine göre, daha fazla ticari açıklık derecesi, üretim faktörlerinin karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu sektörlerle yeniden yönlendirilmesini sağlayarak yatırımların dağılımında etkinliğin oluşmasına sebep olacaktır (Adhıkary, 2011: 16; Özyıldız vd., 2018: 337; Güriş ve Kıran, 2011: 70).

Ekonomi literatürünün büyük bir kısmı tarafından ticari açıklığın, ülkelerdeki yerel kaynakların daha verimli alanlara yönelmesini sağlayarak ekonomik refahın artırılacağı düşünülmektedir. Smith (1776) ve Ricardo (1817), ticari üretkenliğin, iş bölümünü geliştirmek suretiyle refah artışına yol açacağını savunurlar. Arrow (1962), üretimde yaşanan deneyimlerin verimlilik artışlarına neden olacağını, Romer (1986), yaparak öğrenmenin bilgi birikimine katkı sağlayacağını savunur. Helpman ve Krugman (1985) ile Dornbusch (1992), serbest ticaretin ölçek ekonomileri sonucu yaratacağı kazanca dikkat çekmişlerdir. Young (1991), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ticari açıklığın beşerî sermayeye katkıda bulunduğunu açıklamaktadır. Sprout ve Weaver (1993), ticari açıklığın sağlanabilmesi için uygulanması gereken ihracat teşviklerinin ülke ekonomilerine olumlu katkı yaptığını ileri sürmüştür. Feenstra (1996), daha az nitelikli işgücü yapısına sahip olan küçük ülkelerin, ticari açıklık olmaksızın ekonomik büyümeyi sağlayamayacağına değinmiştir. Bruno (1997), birim başına

maliyetlerin düşmesini, ülke içindeki üreticiler arasındaki rekabet ortamının oluşmasını, kaynak tahsisi yoluyla verimlilik artışını ticari açıklıkla ilişkilendirmiştir.

Krugman (1990), ticari serbestleşmenin gelişmekte olan ülkelerde büyümeyi hangi kanallar üzerinden etkileyeceğini özetlemiştir. Birincisi, gelişmekte olan ülkelerde üretim emek yoğun şekilde gerçekleşir. Çarpık üretim kalıplarına sahip olan bu ülkelerde kişi başına gelirden düşük seviyededir ve ülke pazarları küçüktür. Ticaret rejiminde sağlanan serbestleşme, düşük maliyetli ürünlerin ulusal pazarlardan daha ötesine geçmesine yardımcı olacaktır. Aynı zamanda yerli sanayiye korumak için uygulanan koruyucu politikalar yerini rekabetçi politikalara bırakmıştır. Ticaret rejiminde yaşanan bu değişimler piyasaya güven duygusunu artırır (Manni ve Afzal, 2012: 38).

Ticaretin tüm ülkelerin yararına olduğunu gösteren başlıca üç neden bulunur. Bunlardan ilki kaynak dağılımında etkinlik sağlamaktır. Örneğin günümüzde sanayide kilit rol oynayan enerji kaynakları, bu kaynaklara sahip olmayan ülkeler açısından son derece önem arz etmektedir. İkinci olarak, ülkelerin uzmanlaştıkları malların üretiminden elde ettikleri karşılaştırmalı üstünlüklerinden doğan kazançlardır. Son olarak ise tüketicilerin ölçek ekonomisinden ötürü sağlamış olduğu kazançtır. Küçük pazarlar için yapılan mal ve hizmet üretimi, maliyetlerin yüksek olması sebebiyle daha yüksek fiyatlardan tüketicilere arz edilir. Fakat ölçek ekonomisi ile gerçekleştirilen ve başka pazarlara ulaşmayı amaçlayan mal ve hizmetler, geniş çaplı üretim sonucu daha düşük fiyatlardan tüketicilere ulaşır. Böylelikle tüketici, aynı kalitedeki mal veya hizmeti daha düşük bedeller ödeyerek satın alma şansına sahip olur ve fayda maksimizasyonunu gerçekleştirmiş olur (Saçık, 2008: 281).

Ticari dış açıklık içerik olarak basit bir teoriye sahip iken ölçülmesi için genel kabul gören tek bir yöntem yoktur. Literatürde iki tür ticari açıklık ölçüsü yöntemi mevcuttur. Bunlardan olaya dayalı ölçüm tekniği, ülkelerdeki tarifelerin seviyesi ve dağılımı gibi göstergeleri kapsamaktadır. Bahsi geçen göstergeler ülkelere ait ticaret politikalarını anlamak için en uygun göstergeler olmasına rağmen bazı sakıncalar taşımaktadır. Mesela birçok ülkede tarifelere ilişkin tutarlı verilere ulaşmak, yeterli yıl aralığı sayısı için mevcut değildir. Sonuç odaklı ölçüm tekniklerinde ise veriler kolay elde edilebilir olduğu için kullanımı daha yaygındır. Sonuç odaklı ölçüm teknikleri içerisinde en çok kullanılan ticari açıklık endeksi, ithalat ve İhracat toplamının GSYH'ye oranı şeklinde gösterilendir. Sonuç odaklı ölçüm teknikleri içerisinde, fiili ticaret ve öngörülen ticaret arasındaki sapmalara bakılarak elde edilen yöntem de mevcuttur. Yakın tarihte ise Fuji (2019), ticaret/GSYİH değerinin tüm mekânsal uzaklıkları ve sektörel üretim dağılımını ölçtüğünü bulmuştur. Fiili Ölçüm Teknikleri, sonuç

odaklı, De Jure Ölçüm Teknikleri ise olay odaklıdır. Ayrıca, Barro-Lee (1994) 'nin Karaborsa Döviz Kuru'nun tersi, Dollar (1992) 'ın Fiyat Bozulma Endeksi, Chenery ve Syrquin (1986) tarafından önerilen Yapısal Düzeltilmiş Ticaret Ölçüsü ve Lee'nin S Ölçüsü, ticaret açıklığı hesaplamada kullanılan diğer tekniklerdir (Gräbner vd., 2020: 6; Özel, 2012: 24).

İlk olarak 1960 ve 70'li yıllarda ticari açıklık değişkeni Kiyoshi Kojima tarafından basit ve sezgisel bir hesaplama yöntemi şeklinde geliştirilmiştir ve günümüzde halen kullanılmaya devam etmektedir. Shen (2005), girdi-çıktı bakış açısıyla GSYİH yerine payda olarak ekonomik toplamın (brüt çıktı ve ithalatın toplamı) kullanılmasını öne sürmektedir. Pei ve Peng (2006), dış ticarete bağımlılık derecesi = (ihracat katma değeri + ithal edilen hammadde, ara ürün miktarı) / (GSYİH + ithal edilen hammadde, ara ürün miktarı) hesaplama yöntemini geliştirmişlerdir. Bao ve diğerleri (2003), ticarete açıklığını sırasıyla dış ticarete bağımlılık derecesi, fiili tarife oranları, dövizin karaborsa işlem maliyetleri, Dolar Endeksi ve düzeltilmiş dış ticaret bağımlılık derecesi ile ölçmüş ve endekse işgücünü de eklemişlerdir. Ticari açıklığın ölçümünde kullanılan endeks metodu da tek endeks metodu ve kapsamlı endeks metodu olarak ikiye ayrılmaktadır. Tek endeks metodu, Dolar (1992)'ın serbest ticaret koşulları altında, tüm ülkelerin emtia fiyatlarının yakınsanması gerektiğini, eğer herhangi bir farklılık varsa, bunun ticaretin korunmasının rolü olduğunu, bu nedenle emtia fiyatlarındaki sapmanın bir ülkenin ticaret çarpıklıklarını yansıttığı şeklindedir. Kapsamlı endeks yönteminin ana temsilcileri olan Sachs ve Warner (1995), ticari açıklığı ölçmekte kullanılan en etkili ve en eski yöntemdir. SW endeksinde bir ülke, tarife dışı oranlara ilişkin beş kriterden en az birine sahipse, kapalı olarak kabul gören ikili endeksten oluşmaktadır (Zhao ve Liu, 2015: 463-464).

İktisadi literatürde ticari açıklığa ilişkin hesaplamada ithalatın yoğunluğu, ithalatın i ülkesinin GSYH'na bölünmesi (Mi/GSYHi) ile hesaplanır. İhracat ticaret yoğunluğu ise, ihracatın i ülkesinin GSYH'na bölünmesi (Xi/GSYHi) ile bulunur. Ticaret yoğunluğunu hesaplayabilmek için, ihracat ve ithalatın i ülkesinin GSYH'na bölünmesi [(X+M)/GSYHi] gerekmektedir. Aşağıda ticari dışa açıklık derecesinin hesaplanması ile ilgili yazılmış olan formül, alan uzmanları tarafından en çok bilinen ve çalışmalarda en çok kullanılan formüldür.

$$*** \text{ Ticari açıklık derecesi} = [\text{ihracat} + \text{ithalat}] / \text{GSYH} \times 100$$

Yukarıda da değinildiği üzere, ticari açıklık derecesini ölçmek için çok farklı yöntemler kullanılmaktadır. Fakat kullanılan en yaygın ve en popüler yöntem olan ithalat ve ihracat değerlerinin toplamının GSYH'ya bölünmesi şeklinde olanıdır (Spilimbergo vd., 1999: 34; Türedi ve Berber, 2010: 305).

2.1.2. Uluslararası İşgücü Hareketleri

19. yüzyılın ve 20. yüzyılın başlarındaki işçi hareketleri, muazzam büyüklükte bir ekonomik ve demografik fenomen olarak karşımıza çıkmaktadır. 1840 ve 1929 yılları arasında yaklaşık 55 milyon insan Avrupa'dan Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Arjantin, Brezilya ve Meksika'ya taşınmış; bunların 25 milyondan fazlası 1890 ile 1913 yılları arasında yer değiştirmiştir. Birinci Dünya Savaşı'ndan önce, işgücü hareketleri üzerindeki kısıtlamalar asgari düzeydeydi ve Avrupalılar için çoğunlukla bağlayıcı değildi. Amerika Birleşik Devletleri'nde, örneğin işgücüne ilişkin politika düzenlemeleri 1917 yılında savaşın sonuna yakın başlamış ve 1921, 1924 ve 1929 yılında kotaların ve kısıtlamaların yürürlüğe girmesi ile devam etmiştir (Klein ve Ventura, 2009:1059).

Günümüzde üretimin şekli, emek yoğun çalışma şekline bilgi yoğun çalışma şekline döndüğü için, tüm ülkelerin en önemli sorunlarından birisi de “işsizlik”tir. Küreselleşme sürecinde yaşanan teknolojik gelişmeler üretimde verimlilik derecesini yükselterek emek talebini azaltmaktadır. Yaşanan teknolojik gelişmeler ise emek talebinin iki yönlü olmasına neden olmaktadır. Özellikle son dönemde vasıflı işçi talebi, vasıfsız işçi talebinin aleyhine artış göstermektedir (Erdoğan, 1999: 116-117).

Geleneksel görüşe göre, işgücü piyasası düzenlemesinin önemli bir amacı, çalışma koşullarını ve işçilerin refahını iyileştirmektir. Ancak genel olarak bunun işverenler için bir maliyeti olduğuna ve içeriden/dışarıdan çıkar çatışmaları yarattığına inanılmaktadır. Bu nedenle, düzenleme büyük olasılıkla işgücü maliyetlerini ve işsizliği artırmaktadır (Boulhol, 2009:224).

İşgücünün hareketliliği, ekonomik bütünleşme ve serbestleşmenin özünü oluşturmaktadır. Ekonomik serbestleşme ve bireysel istihdam hareketleri için literatürde fikir birliği yoktur. Menezes-Filho ve Muendler (2011), serbestleşmenin uluslararası işgücü üzerinde uzun vadeli verimlilik sağlayacağına dikkat çekmişlerdir. Uluslararası serbestleşme, emek tasarrufu sağlayan teknolojik gelişme ve verimlilik kazançlarını destekleyecektir. Wacziarg ve Wallack (2004) ise uluslararası işgücü hareketlerinin sektörler arası iş gücü dağılımını olumsuz etkilediğine dikkat çekmişlerdir. Caselli (2005), Hall ve Jones (1999), Hendricks (2002), Klenow ve Rodriguez-Clare (1997), McGrattan ve Schmitz (2000), Parente ve Prescott (2000) ve Prescott (1998) ülkeler arasında işçi başına çıktıda büyük farklılıklar olduğuna dikkat çekmişler ve bu farklılıkların büyük kısmını toplam fiziki verimlilik

farklarından kaynaklandığı sonucuna ulaşmışlardır (Mejía vd., 2018: 44; Klein ve Ventura, 2009: 1059).

İşgücünün serbest dolaşımı ile ilgili ülkeler arasında ikili veya çok taraflı anlaşmalar yapılmıştır. Fakat yapılan anlaşmalara rağmen alınan kararlar çoğu kez kâğıt üzerinde kalmış, fiili olarak uygulamaya geçememiştir ve birçok devlet sınırlarını, işgücünün serbest dolaşımına kapatmıştır. Çünkü gelişmekte olan ülkelere doğru işgücü hareketleri, bu ülkeleri tedirgin etmektedir. Bu nedenle de işgücü akışı birçok yasal engelle karşılaşmaktadır (Özpınar, 2003: 73).

Roma Anlaşması'nda, topluluğa üye ülkelerin vatandaşlarına, topluluk içerisinde bulunan herhangi bir ülkenin vatandaşı olma ve o ülke vatandaşları ile aynı sosyal ve güvenlik haklarına sahip olma imkanı tanınmıştır

1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılması ile birlikte sermayenin serbest dolaşımının önündeki engellerin kalkması, küreselleşmenin ivme kazanması olumlu gelişmelerden sayılırken, emeğin kaçak dolaşımı, olabildiğince ucuzlaması ve sömürülmesi de olumsuz gelişmeler olarak görülmektedir.

İş kanunları, sendikalaşma, işsizlik ve sosyal güvenlik gibi nedenlerden ötürü küreselleşmenin üçüncü kuralı olan işgücünün serbest dolaşımı gerçekleşmemektedir (Apak, 2002: 118). Ayrıca işgücü piyasalarının küreselleşme eğiliminin, ticari küreselleşme ve finansal küreselleşmeden geri olmasının altında farklı nedenler de bulunmaktadır. Örneğin işgücünün uluslararası alanda hareketli olmasından ötürü ortaya çıkan maliyeler çok yüksektir. Ayrıca işgücünün uluslararası hareketliliği durumunda, ulusal devletlerin vatandaşlık ile ilgili düzenlemeleri ve çalışmaya ilişkin yasal düzenlemeleri bu duruma engel teşkil etmektedir (Özpınar, 2003: 135).

Küreselleşme süreci içerisinde işgücü piyasaları yeterince küreselleşemiyor olmasına rağmen sermaye, küreselleşme sonucu kendine en ucuz emek sağlayacak bölgeleri seçmektedir. Günümüzde mevcut olan işgücü hareketliliğini kısıtlayıcı tüm düzenlemeler işgücünün değil, işin küreselleşmesini sağlamaktadır. Sermaye piyasalarında yaşanmakta olan bu hareketliliğin yönü, hareketsiz emek rezervlerine doğru olmaktadır. Sermayenin sınırsızca dolaşmakta olduğu günümüzde, işgücüne pasaport, vize, çalışma izni gibi birçok yasal engel getirilmektedir. Bu durum ise küreselleşme sürecinin hız kazandığı son yıllarda, yine küreselleşmenin gerekleri ile çelişen bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır (Chossudovsky, 1999: 113-114).

Küreselleşme eğiliminde yaşanan artış, ülke ekonomilerindeki bağımlılık derecesini artırarak uygulanan makroekonomi politikalarında değişikliğe neden olmuştur. Finansal açıklık kavramı, yaşanan değişiklikler sonucunda kimi kesimlerce dikkate değer görülmeye başlanmıştır. Kavram olarak finansal açıklık, sabit ve statik bir süreç olmaktan ziyade kapalı finansman yapısını açık finansman yapısına dönüştürmeyi başarabilen dinamik bir süreci ifade etmektedir (Mendonça ve Nascimento, 2018: 1, Chu, 2016: 24).

Ülke ekonomilerinin dışa açılma oranları arttıkça dış risk faktörünün artışı nedeniyle hükümetlerin müdahale ve harcamaları da artmaktadır. Küreselleşmenin yarattığı etkilerle birleşen finansal açıklığın oluşturduğu krizler ve ekonomik durgunluklar, hükümetleri yakından ilgilendirmektedir (Yılmaz vd., 2016: 114).

2.1.3. Finansal Dışa Açıklık

Finansal serbestleşme, ülke ekonomilerinin küresel ekonomik güçlerle bütünleşme derecesini gösterirken, finansal açıklık ülkelerin finansal serbestleşme düzeylerini ölçmek için kullanılmaktadır. Ülkenin para politikası ile döviz kuru politikasını da etkileme gücüne sahip olan finansal açıklık, özellikle gelişmekte olan ülkelerde kendini göstermektedir. Lance Taylor (1979) finansal açıklığı, yerel finansal sistemin dünya sermaye piyasalarıyla etkileşimini gösteren ve dış borç yükü gibi faktörler dâhil, uluslararası sermaye akışlarının niteliğini, hacmini ve sermaye hesabı kontrollerini ölçebilmenin bir yolu olarak tanımlamaktadır. Arif ve Rawat (2018) finansal açıklığın, ülkenin sermaye hesabı ile cari işlemler hesabındaki engellemelere karşı düzenlenen yaklaşım olduğunu söylemektedirler (Quinn ve Toyado; 2008: 1405). Uluslararası sermaye hareketlerini sınırlandırmanın ve kısıtlamanın derecesini ifade eden finansal açıklık, ülkelerin yerel piyasalarını ulusal piyasalara entegre edebilmek için gerekli koşul ve şartları sağlaması olarak da ifade edilebilir (Carmignani ve Chowdhury, 2005: 4).

Fiili finansal piyasalardaki entegrasyonun tek başına bile oldukça ilgi çekici olduğunu söyleyen Prasad, Rogoff, Wei ve Kose (2003) 'nin gerçek finansal açıklığı, ülke ekonomisinin sahip olduğu mevcut düzenlemeler ile piyasa güçleri arasındaki etkileşim olarak tanımlamaktadırlar (Aizenman ve Noy, 2003: 1). Finansal açıklığı ölçmek amacıyla yönelik geleneksel önlemler, sermaye hesabına ait yoğunluğu hesaba katmamaktadır. IMF'nin Döviz Düzenlemeleri ve Değişim Kısıtlamaları Yıllık Raporu (AREAER)'nda bu önlemlerin en belirginleri kategorik numaralandırmaya dayanan ikili değişkenleri içermektedir. Bunlardan ilki olan "de Jure" açıklığına göre, IMF'nin AREAR ölçüsünde yer alan sermaye hareketlerine

getirilen kısıtlamaların kaldırılmasıyla oluşan ve genellikle 0-1 arasında değer alan değişkeni ifade etmektedir. Kural temelli ve yasal kısıtlamaları barındıran “de Jure” ölçümler Quinn, Johnnton ve Miniane'nin içinde bulunduğu tanınmış yazarlar tarafından uygulanmaktadır. Değişkenin sıfır olması tam kapalılığı, bir değerini alması ise tam açıklığı belirtmektedir. Bir diğeri “de Facto” açıklık, fiili sermaye hareketleri ile ölçülmektedir. Finansal açıklığın ölçümünü dış varlıkların ve dış borçların GSYH'ye oranı şeklinde tanımlayan IMF, AREAER'in verileri ışığında yeni bir finansal açıklık endeksi geliştirmiştir. Bu fiili ölçüm yöntemini kullanan Feldstein ve Horioka (1980) sermaye kontrollerinin seviyesini ölçebilmek için yatırım ile tasarruf arasındaki korelasyonu kullanmışlardır. de Facto yöntemi sermaye hareketliliğini kontrol etmede başka faktörlerinde etkili olabileceği düşüncesi sebebi ile eleştiriye maruz kalmıştır. 1967 yılından beri AREAER, ülkelerin büyük bir kısmına ait dış hesapların kural ve düzenlemeleri hakkında bilgiye ulaşılmasını sağlamıştır. Finansal açıklık için özet oluşturan bu tablo dört temel değişken üzerine kurulmuştur. Bu dört temel değişkenden ilki, birden fazla döviz kuru varlığını gösteren değişkenler, ikincisi cari işlemler üzerindeki kısıtlamalar, üçüncüsü sermaye hesabı işlemleri üzerindeki kısıtlamalar ve dördüncüsü ise ihracat kazancı üzerindeki kısıtlamalardır (Fratzscher ve Bussiere, 2004: 10-11; Potchamanawong, 2007: 7-8; Chinn ve Ito, 2008: 310).

Hukuki tedbirler arasında Finansal Açıklık Endeksi (FOI), Johnnton ve Tamirisa (1998) ile Brune ve Guisinger (2006) tarafından sunulan ve en geniş ülke ile zaman aralığını kapsayan endekstir. Bu endeks iç ve dış akışlar ile yerleşik ve yerleşik olmayan işlemler arasında ayırım yapmaktadır. Sermaye hareketlerine ait alt bileşenleri ayrıntılı bir şekilde ayrıştıran bu endeks, Chinn ve Ito'nun (2008) aksine halka açık bir endeks değildir. FOI endeksi aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Estrada ve diğerleri, 2015: 4):

$$*** [(Gayri safi özel sermaye girişi + gayri safi özel sermaye çıkışı) / GSYH] \times 100$$

Fakat alan yazınında finansal dışa açıklığın en genel ve kabul görmüş tanımı yukarıda bahsedildiği şekildedir. Aizenman (2004:1)'in çalışması baz alınarak oluşturulan, Wei ve Wu (2002) ile Prasad ve diğerleri (2003) tarafından belgelenen ve uygulanan veriler kullanılarak finansal açıklık derecesi ölçülmektedir. Literatürde finansal dışa açıklık konusunda yapılan çalışmaların çok büyük bir kısmı bu tanımlama çerçevesinde yapılmıştır (Aizenman, 2008: 373).

2.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Sınıflandırılması

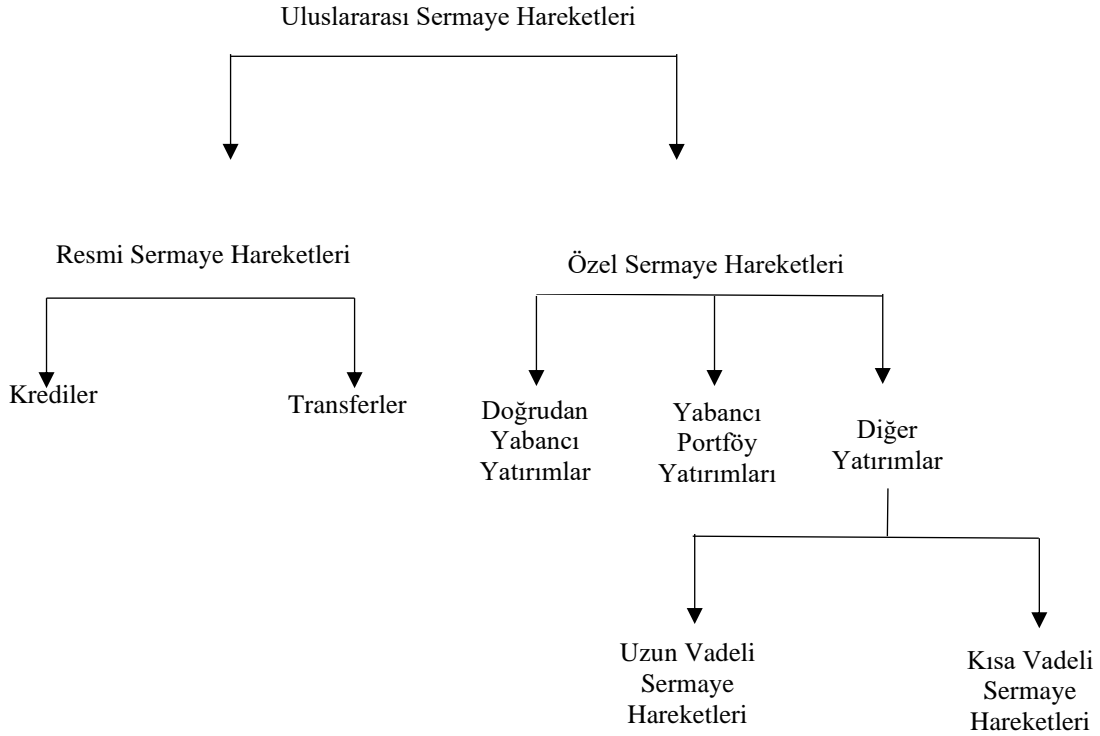
Uluslararası sermaye hareketlerinin dünya genelinde destek görmesine sebep olan temel görüş Neoklasik İktisat'a aittir. Bu iktisadi görüş, uluslararası sermaye hareketlerinde yaşanan artışın farklı gelişmişlik düzeyine sahip olan tüm ülkelerde kazanç sağlayacağını ileri sürmektedir. Uluslararası sermayenin ekonomik refahı artırıcı etkisi hem sermayeyi kullanan hem de sermayeyi sağlayan ülkeler için geçerlidir. Her iki tarafında kazançlı çıkacağı savunulan uluslararası sermaye hareketlerini tanımlayacak olursak, *bir ülkede yerleşik olarak bulunan gerçek ve tüzel kişilerin diğer ülke yerleşikleri ile kurumlarına fon sağlaması ya da karşı taraftan aktif satın alabilmek üzere fon aktarmasıdır* (Kalandarovna ve Jamshid ugli, 2020: 80; Aydemir ve Genç, 2015: 18-19).

Uluslararası sermaye hareketleri, son yıllarda ekonominin temel dengesizliklerini giderme amaçlı olan doğrudan yabancı yatırımdan ziyade spekülatif özellik taşıyan portföy yatırımlarına dönmüş durumdadır. Ayrıca önceleri kaynağına göre uluslararası sermaye hareketlerinin yönü özel sektörden kamu sektörüne doğru ilerlerken günümüzde özel sektörden özel sektöre doğru yön değiştirmiştir. Son dönemlerde uluslararası sermaye hareketleri, banka dışı gerçekleşen uluslararası sermaye hareketleri şeklinde gerçekleşmekte ve en çokta portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar olarak kendini göstermektedir. Krizlerin yaşandığı ülkelerden ve bölgelerden uzak duran uluslararası sermayenin, uluslararası rezerv bakımından zengin, yükselen ekonomilere sahip ülkelere yöneldiği gözlemlenmektedir (McQuade ve Schmitz, 2017: 7).

Finansal alanda her geçen gün etkisini daha da belli olan küreselleşme olgusu, ülkeler arasında var olan sınırları kaldırmakta ve ekonomik faaliyetler açısından ülkeleri birbirleriyle ortak hareket etmeye mecbur bırakmaktadır. Dışa kapalı ya da ithal ikameci politika uygulayan ülkeler, ekonomi ve finans alanından mevzuat değişiklikleri yaparak uluslararası sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldırma yoluna gitmektedirler. Dünya politika uygulaması ve teknolojiye yaşanan gelişmeler, son yıllarda uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler üzerinde kayda değer büyümesine neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin giriş yaptığı ülkelerde yerel tasarruflar artış göstermiş, teknoloji ve teşvikler gelişme kaydetmiştir. Buradaki teknolojik gelişme bilgi işlem ve iletişim alanındaki gelişmelerden çok daha fazlasını içermektedir ve uluslararası yatırımı teşvik edip artıran finansal teknoloji gelişimini de kapsamaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin taşıdığı risk, maliyet, tersine çevrilebilme, koşulsallık taşıma ve fikri mülkiyet hakkına erişim gibi birbirinden farklı

özellikler gösteren biçimlerde gerçekleşmektedir (Feldstein, 1999: 2-3; Kottaridi ve Siourounis, 2007: 152).

Kurumlar açısından etkin bir rol sahibi olan uluslararası sermaye hareketleri, *özel sermaye hareketleri ve resmi sermaye hareketleri* olmak üzere iki farklı sınıfa ayrılmaktadır. Özel sermaye hareketleri kendi içinde *doğrudan yabancı sermaye akımları, portföy yatırımları ve diğer sermaye hareketleri* olmak üzere üç ayrı başlık altında incelenmektedir.



Şekil 1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Çeşitleri

Kaynak: Arslan ve Çiçek:2016: 293.

Uluslararası sermaye, ülkeleri yönetenlerin ellerindeki ekonomik araçlardan bir tanesidir. Uluslararası sermayeyi ülkenin ekonomik menfaatleri doğrultusunda kullanmak ülke ekonomisini yöneten kişilerin tasarrufundadır. Bu nedenle ülkeler, değişen dünya şartlarında karşılıklı menfaatlerinin gerekli kıldığı ilişkiler içerisinde, uluslararası sermaye hareketlerinden en azami düzeyde faydalanmak için gereğini yapmalıdırlar.

2.2.1. Özel Sermaye Hareketleri

Özel sermaye hareketleri, sanayileşmiş ülkelerdeki büyük işletme ve kurumların farklı ülke pazarlarındaki ekonomik faaliyetleri için doğrudan yatırımları, bireylerin ya da kurumların yatırım faaliyetleri sonucunda üstlenmiş oldukları riskleri azaltıp dağıtmak için yapmış

oldukları portföy yatırımlarını, uluslararası para piyasalarından ve uluslararası sermaye piyasalarından sağlanan ticari kredileri kapsamaktadır (Acavarcı, 2000: 6).

Uluslararası işlem niteliğinde olan özel sermaye hareketlerinin kapsadığı zamana göre vade süreleri değişmektedir. Bir yıldan daha az zaman dilimini kapsayan vadeli bir işlem, kısa vadeli sermaye hareketi içerisinde, vadesi 1-5 yıl arasında olan sermaye hareketi orta vadeli sermaye hareketleri içerisinde, 5 yıldan fazla vadeye sahip sermaye hareketleri de uzun vadeli sermaye hareketleri içerisinde yer almaktadır (Ağır ve Rutbil, 2019: 288).

2.2.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ülkede yerleşik olan bireylerin ve firmaların başka bir ülkede yapmış oldukları yatırımlardır. Bayraktar (2003)'a göre, doğrudan yabancı sermaye yatırımı, başka bir ülkedeki firmayı satın alma, kurulan bir firmanın sermayesini temin etme veya varlığını devam ettiren bir firmaya sermaye sağlama şeklindedir. Ayrıca başka bir ülke firmasına yapılan teknoloji, işletme bilgisi ve yatırımcı denetimi sağlayan yatırımların tamamından oluşmaktadır (Kartal vd., 2019: 1082; Keskin, 2008: 26-27).

Sermaye stoğu ilavesinin çok daha ötesinde olan doğrudan yabancı yatırımlar, modern yönetim teknikleri ile küresel pazarlara kolay erişimi sağlamaktadır. Ayrıca yerel şirketlerin dünya piyasalarını incelemesine sebep olan doğrudan sermaye yatırımları, muhasebe şeffaflığını da artırmaktadır. Başka bir ülkede yatırım yapan şirketler, girdilere daha düşük maliyetle sahip olurken verimli üretim yöntemiyle karlılıklarını artırmaktadır (Feldstein, 1999: 3).

Doğrudan yabancı yatırımlar ülke ekonomilerine fiziki sermaye olarak yöneldiği için olumsuz ekonomik koşullarda yatırımın yapıldığı ülkeyi çok kolay terk edemez. Çünkü olumsuz ekonomik koşullar esnasında fiziki sermayenin likiditeye dönüşüm hızı çok düşüktür. Bu sebepten ötürü ev sahibi ülkeler açısından yabancı sermaye yatırımları içerisinde en çok tercih edilen yatırım şekli, doğrudan yabancı yatırımdır (Takım, 2016: 42).

Doğrudan yatırımların, daha çok sanayi sektörüne yapıldığı görülmektedir. Ülkeler arasında sermaye transferinden ziyade, ülkelerin ilgili sanayi dalları arasında sermaye akışı şeklinde olmaktadır. Gerçekleşen sermaye akışı dikey ve yatay yatırımları desteklemektedir. Yatay yatırımlar, yatırım yapan ülkeye ait malların yatırım yapılan ülkede de üretilmesi şeklinde oluşurken dikey yatırımlar, yatırımın yapıldığı ülkede yatırımcı ülke mallarının işlenmesi ve bu malların satılması sonucunda oluşmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların karlılık oranı sadece ev sahibi ülkenin faktör oranlarını değil, bunun yanı sıra firmanın

pazarlama tekniklerini, tarife uygulamalarını, vergi kurallarını ve politik riskleri de yansıtmaktadır (Feldstein, 1991: 331).

Ülkeler, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını kendi ülkelerine çekebilmek adına her geçen gün daha fazla tedbirler almaktadır. Yatırımların yöneldiği ülke açısından doğrudan yabancı sermaye girişlerinin ülke ekonomisi üzerinde olumlu etkileri bulunmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye, ülkelerdeki ürün çeşitliliğini artırmakta, belirli pazarlara olan bağımlılığı azaltmakta, ülkelerin GSMH'sine ve sabit sermaye bileşenine olumlu katkı sağlamaktadır. Doğrudan yatırımlar, ülkelerde hem yeni teknolojiyi hem de alt yapı yatırımlarını destekleyerek ülke içinde rekabeti artırmakta, kalite ve verimlilikte iyileşme sağlamaktadır. Yatırım yapılan ülkelerin ihracat potansiyelini ve ülke içinde istihdam imkanlarını artırmakta, reel çıktıya önemli katkı sağlamaktadır (Soydal, 2007: 10-12).

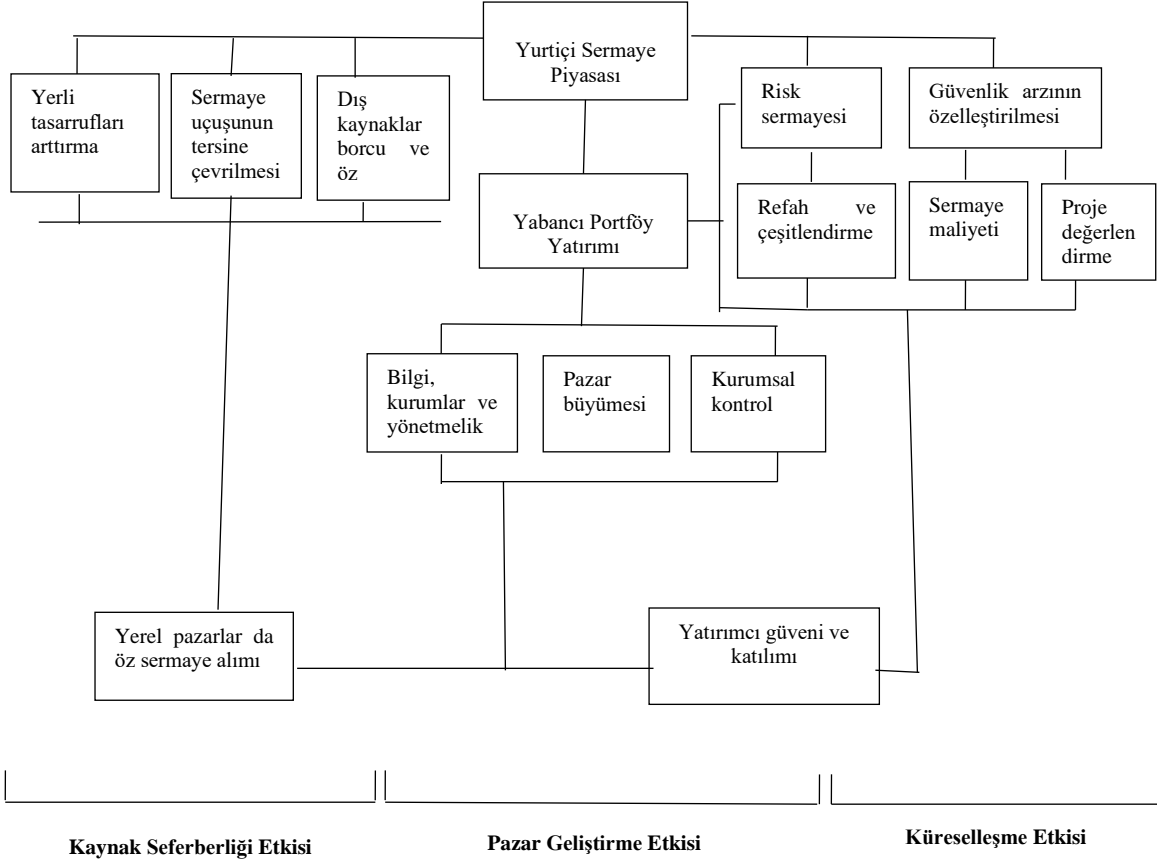
2.2.1.2. Uluslararası Portföy Yatırımları

IMF'nin 2009 yılında yapmış olduğu tanımlamaya göre portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar ile rezerv varlıkların dışında kalan hisse senedi ile borçları kapsayan menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Kumar (2018)'a göre portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin ek riskler (politik risk, döviz kuru riski) üstlenmesi sonucunda, uluslararası sermaye piyasalarından sermaye kazancı, faiz ile temettü geliri kazançları elde etmesini sağlayan hisse senedi ile tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımları kapsamaktadır. Devredilebilir özelliği bulunan ve finansal bir araç olan yatırım fonu katılım payları da portföy yatırımı olarak değerlendirilmektedir. Portföy yatırımlarının devredilebilir olması, söz konusu varlıkların alım satım işlemlerini kolaylaştırmakla birlikte aynı zamanda yatırımcılara portföy çeşitlendirme ve istedikleri zaman yatırımlarından vazgeçme imkânı tanımaktadır. Yabancı portföy yatırımları, ekonominin işleyişindeki değişiklikleri yansıtmaktadır. Bekaert ve Harvey (1996), Harvey (1998), King ve Levine (1993), Levine ve Zervos (1996), Rajan ve Zingales (1997), ülkelerin borsa performanslarının yabancı portföy yatırımlarının çekiciliğini etkilediğini savunmaktadırlar. Calvo vd. (1996) ve Singhania ve Saini (2018), yabancı portföy yatırımının gelişmekte olan ülkelere önemli katkılarının bulunduğunu ve yabancı portföy yatırımlarının, yurtiçi tasarrufları ve yatırımları destekleyerek daha yüksek üretkenliğe, istihdama ve ekonomik büyümeye neden olan ileri teknoloji gelişimini desteklediğini ifade etmişleridir (Akışoğlu, 2013: 6-7; Karahan ve İpek: 2013: 301; Mugableh ve Oudat, 2018: 1; Makoni, 2020: 101).

Portföy yatırımları, pasif yatırım stratejisi kapsamında yer almaktadır. Hedeflenen süre zarfında finansal kazanç elde etmeyi amaçlar. Gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında yaşanan istikrarsızlıklar nedeni ile risk taşımaktadır. Ana hedef, çeşitlendirilmiş portföy oluşumu ile riski azaltarak finansal kazancı en yüksek seviyeye çıkarmaktır. Ülke ekonomilerinde yaşanan herhangi bir olumsuzluk durumunda portföy yatırımlarının kolaylıkla yön değiştirebiliyor olması, ülkelerin ihtiyati politikalar izlemesine ve hatta bu yatırım türüne kısıtlamalar getirmesine neden olmaktadır (Ünal ve Koyuncu, 2018: 98).

Yabancı sermaye yatırımları içerisindeki portföy yatırımları 20. yüzyılın son yirmi yılında birçok gelişmekte olan ülkede öncelik kazanmıştır. Yerel hisse senedi piyasalarında yaşanan duyarlı gelişim süreci, portföy yatırımları için elverişli koşullar yaratmıştır. Yaşanan sürecin sonunda yabancı yatırımcıların yerel pazarlara erişimi ve yerli yatırımcıların da portföylerini uluslar aranda çeşitlendirmesi sağlanmıştır. Fakat ulusal veya küresel kriz dönemlerinde, yabancı portföy yatırımları akışının yüksek oynaklığa sahip olduğu da bilinmektedir. Portföy yatırımlarının yapılabilmesi için bazı gereklilikler söz konusudur. Örneğin portföy yatırımı yapabilmek için ülkelerdeki menkul kıymet verimliliklerinin birbirinden farklı olması gerekmektedir. Yine yatırım yapılırken ülkelerdeki enflasyon ve büyüme oranlarının da birbirinden farklı olması yatırımcılar tarafından arzu edilmektedir. Aracı kurumların şirketler için sağlayacağı bilgi tam ve yanılmayacak şekilde olmalıdır. Şirket tabloları zamanında ve uluslararası standartlara uygun hazırlanmalıdır. Yabancı yatırımcılara özel uygulamaya konulan koşulların ilgili taraflarca bilinmesi gerekmektedir (Khayat, 2020: 51; Errunza, 2001: 703).

90'larda ortaya çıkan portföy yatırımları, sermaye kıtlığı ve tasarruf sıkıntısı yaşayan ülkelerde, yabancı para birimi cinsinden sermayeyi borçlanmadan sağladığı için sermaye maliyetlerini düşürmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen sermaye girişlerinin büyük bir kısmı portföy yatırımları şeklindedir. Portföy şeklindeki yatırımların likiditeye dönüşümü çok hızlı olduğundan, yatırımcılar tarafından en az riske sahip olan yatırım türü olarak kabul edilmektedir. Fakat istikrarsızlık sonucunda yatırım yapılan ülkeyi çok hızlı terk edebileceği için yatırımın yapıldığı ülke açısından en çok risk taşıyan yatırım türünü oluşturmaktadır (Yıldız, 2012: 24).



Şekil 2. Yabancı Portföy Yatırımlarının Rolü

Kaynak: Errunza, 2001: 710.

Şekil 2, yabancı portföy yatırımlarının kaynak seferberliği etkisi, piyasa gelişimi etkisi ve küreselleşme etkisinin hangi kanallar üzerinden gerçekleştirdiğini gösterir.

2.2.1.3. Diğer Sermaye Hareketleri

İyi bir şekilde organize edilen küresel ekonomide, yatırımların finansman maliyetlerini düşürmek, teknolojik gelişmeyi artırmak ve sermaye tahsisini kolaylaştırmak için yüksek uluslararası sermaye hareketliliği gereklidir. Yabancı sermaye, ülke ekonomileri için çok önemli bir kaynaktır. Vadesine göre farklılık gösteren sermaye türü, kısa ve uzun vadeli yabancı sermaye olarak ikiye ayrılmaktadır. Ülkeler bütçe açığı finansmanını sağlamak, vadesi geçmiş borçlarını ödeyebilmek veya ekonomik büyümeyi gerçekleştirebilmek için yabancı sermayeyi tercih etmektedir (Tsao, 2016: 273; Sağın, 2018: 369).

Vadesi bir yıldan uzun olan sermaye hareketleri, büyük nitelikteki yatırımların finansmanı için tercih edilmektedir. Uzun vadeli sermaye çeşidine, kamu ve büyük özel şirketler ile ticari bankaların yurtdışındaki bankalardan, çok uluslu finansal kuruluşlardan ve

yabancı ülkelerden temin ettikleri krediler örnek olarak gösterilebilir. Uzun vadeli sermayenin fon kaynağını, uluslararası yatırım bankaları, Uluslararası Para Fonu, Dünya Bankası, bankaların oluşturmuş oldukları konsorsiyumlar sağlamaktadır. Uzun vadeli sermaye kaynağı iki nedenden ötürü sunulmaktadır. Bunlardan ilki ülkelerin içinde buldukları makroekonomik nitelikteki sorunlarını çözmek, bir diğeri de büyük çaplı yatırımlara kaynak temin etmektir. Fakat verilen kredilerin vadesinin uzun olması, kredinin verimli alanlara tahsis edilmemesi, istikrarsızlıkları da beraberinde getirmektedir (Akyol Eser, 2012: 13).

Kısa vadeli sermaye, yurt içi yerleşik birimlerle yurtdışı yerleşik birimler arasında gerçekleşen ve bir yıldan daha az süreli borçlanmaları kapsamaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ülkelerin makroekonomik denge durumlarından ziyade, finansal aktiflerin yüksek oranlı getirisinden ve faiz ile kur farklılıklarından doğan arbitraj getirisinden faydalanmak için gerçekleşmektedir (Wang, Su ve Tao, 2019: 2761).

90'lı yıllarda art arda yaşanan krizlerde kısa vadeli sermaye hareketleri etkili olmuştur. Fakat kısa vadeli sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerde yaşanan tasarruf açığını gidermekte etkin bir yöntemdir. Claessens, Dooley ve Warner (1995), kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine olumlu katkılarının olduğunu ileri sürmektedirler (Biçen, 2017: 100).

Yatırımlarını kısa vadeli yapacak olan yatırımcılar, kendi ülkelerindeki faiz oranını, yatırım yapmayı planladığı ülkedeki faiz oranını ve kurlardaki oynaklığı göz önünde bulundurmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin nasıl gerçekleşeceği konusunda açıklamada bulunan Faiz Oranı Paritesi Teorisi, kısa vadeli sermaye hareketi için faiz ve döviz kurunun en önemli parametreler olduğunu vurgulamaktadır. Buna göre (Mishkin, 2007: 441):

$$i^D < i^F - (E^{e,t+1} - E^t) / E^t$$

i^D : yatırımların yöneleceği ülkedeki faiz oranı,

i^F : yatırım sahibinin ülkesindeki faiz oranı,

$E^{e,t+1}$: (t+1) dönemine ait döviz kuru beklentisi,

E^t : t dönemindeki döviz kurunu göstermektedir.

Böyle bir durumda yatırımcının başka ülkede yatırım yapması sonucunda elde edeceği finansal kazanç, kendi ülkesine yapılan yatırımın kazancından fazla ise yatırım gerçekleştirilebilir. Yatırımın gerçekleştirilebilir olması durumunun belirleyicisi tek başına faiz

oranı değildir. Ayrıca yatırım yapılan ülkede, yatırım süresi boyunca elde edilen kazancı ortadan kaldıracak döviz kuru kaynaklı değer kaybı yaşanmamalıdır. Aksi takdirde fonlar yüksek getiri sağlayabilecek alternatif ülkelere yönelecektir.

2.2.2. Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi sermaye hareketleri, uzun vadeli sermaye hareketidir ve ticari hiçbir amaç gütmemektedir. Tarafları resmi kuruluşlar olan bir ülkeden ekonomik, kültürel, ahlaki, askeri ve politik sebeplerden ötürü başka ülkeye hareket eden sermaye şeklidir. Vade süresi uzun ve piyasa şartları dikkate alınarak verilen kredilerin faiz oranları da çok düşük seviyededir. Genel olarak gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere bağış ve kredi yoluyla giden yardımlar, resmi sermaye hareketleri içinde bulunmaktadır. Ülkelerin yapmış olduğu yardımlar bağış şeklinde ise uluslararası transfer niteliğinde, kredi şeklinde ise devletlerarası borçlanma olarak kabul edilmektedir (Sümer, 2009: 9).

2.3. Gelişmiş Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Potansiyel yatırımlar hakkında bilgi sahibi olmak belirli bir maliyet taşımaktadır. Örneğin sözleşmeleri yazıp yorumlamak, sözleşmeleri uygulamak ve maliyet hesabını yapma konusunda birtakım belirsizlikler mevcuttur. Tüm bunların yanı sıra malların, hizmetlerin ve finansal araçların piyasada işlem görmesinden kaynaklı maliyetlerde mevcuttur. Piyasanın bu kusurları, toplumun var olan tasarrufunu en iyi projelere ve fikirlere dönüşmesini engelleyerek ekonomik gelişmeyi ve yaşam standartlarını olumsuz etkilemektedir. Finansal hareketlerin, sözleşmelerin, piyasaların ve araçların ortaya çıkmasına sebep olan da bu piyasa kusurlarından doğan maliyetlerin varlığıdır. Piyasa kusurlarını ortadan kaldırmak isteyen hükümetler, hukuk ve muhasebe sistemleri dâhil devletin bankalarına kadar uzanan birçok hizmet sunma yoluna gitmektedirler (Cihak vd., 2012: 4). Piyasa kusurlarını ortadan kaldıran doğru kurumların varlığı ekonomi için bir gerekliliktir. Nobel ödülüne sahip olan Douglass North'un kurum tanımlaması: "bir toplumdaki oyunun kuralları veya daha resmi olarak insan müdahalesini şekillendiren insanca tasarlanmış kısıtlamalar" şeklindedir. Bu tür kurumlar, güçlü mülkiyet hakkını, etkin hukuk sistemini, verimli ve sağlam mali sistemin kurulmasını ve bu yapının sürdürülmesini sağlamaktadır. Fakat finansal gelişmeyi destekleyen kurumların geliştirilmesi çok kolay değildir. Kurumların gelişip yerel koşullara ayak uydurması için zamana ihtiyaç vardır (Mishkin, 2007: 1).

Sermaye piyasalarında yaşanan entegrasyon, dünya ekonomisi açısından son zamanlardaki en önemli hikayelerden biri olmayı başarmıştır. Sermaye kontrollerini ortadan

kaldırarak dünya çapında finansal gelişimin hızlanmasına yol açan Bretton Woods Sistemi, finansal hareketlerin gelişimi açısından etkili bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Walter Bagehot (1873) ve John Hicks (1969), sermaye hareketlerde yaşanan gelişmeleri İngiltere’de sanayileşmeyi ateşleyen ve muazzam işler için seferber edilen sermayenin etkin olduğunu iddia etmektedirler. Hicks (1969)’e göre, İngiltere’deki sanayi devriminin başlıca nedeni likidite riskini azaltan sermaye piyasalarındaki iyileşmelerdir. Çünkü Hicks, sanayi devriminin ilk on yılında üretilen ürünlerin çok daha erken icat edildiğini fakat icatların birçoğunun gerçekleşebilmesi için sermayenin büyük enjeksiyon ve uzun vadeli taahhüt gerektirdiğini savunmaktadır. Bu sebepten ötürü Hicks, yeni kritik bileşen olan sermaye piyasası likiditesinin gelişimini vurgulamaktadır. Yapılan öngürüleri haklı çıkartacak doğrultuda, İngiltere'nin gelişmiş mali sistemi 19. yüzyıl boyunca Kanada, Amerika Birleşik Devletleri ve Avustralya gibi diğer ülkelerdeki kârlı girişimleri belirlemede de iyi bir iş çıkarmıştır. İngiltere, az gelişmiş mali sistemlere sahip birçok ekonomiye mali sermayenin yanı sıra mali hizmetleri de ihraç etmiştir. Joseph Schumpeter (1912) ise iyi işleyen bankaların, yenilikçi ürün ve hizmet üretecek girişimcilere sunmuş olduğu finansman sayesinde teknoloji alanında yenilikler sağladığını kabul etmektedir (Levine, 1997: 688-692).

1870-1914 yılları arasında uygulanan altın standardının Birinci Dünya Savaşı’nın başlaması sonucu sona ermesi, 1929 yılında yaşanan Büyük Buhran ile sorgulanmaya başlanmıştır. Avustralya’da bulunan büyük bir bankanın 1931 yılında yükümlülüklerini gerçekleştirememesi Avrupa’da panik ortamının oluşmasına neden olmuştur. Uluslararası düzeni sağlayamayan gelişmiş ülkeler, 30’lu yılları korumacı politikalarla geride bırakmıştır. 1945 yılına gelindiğinde gelişmiş ülkeler uzun vadeli sermaye hareketlerini; ülke ekonomisini olumlu etkileyeceği düşüncesi ile desteklerken kısa vadeli sermaye hareketleri üzerine kısıtlamalar getirmiştir. Sermaye hareketleri içerisinde doğrudan yabancı yatırımlar hariç diğer yatırım türlerine önemli rol verilmemiştir (Göver, 2014: 9-11).

1947 yılında IMF, üye ülkelere savaş sonrası geçiş döneminde uluslararası ödemeler üzerindeki kısıtlamaları koruyabilmeleri için izin vermiştir. Bu geçiş döneminin sonunda üye ülkeler, cari uluslararası işlemler için ödemelerine ve transferlerine getirmiş oldukları kısıtlamaları uygulamaktan kaçınmışlardır. Fakat IMF’nin finansal hareketlerde hızlı bir şekilde açıklığı sağlayacak hareketi başarısızlıkla sonuçlanmıştır. 50’li yıllarda mali açıdan açıklık sağlayan ülkeler ise ABD, Kanada ve Almanya’dır. Bu yıllardan itibaren birçok gelişmiş ülke IMF’nin tam serbestleşme hareketini tamamlamıştır (Quinn ve Inclan, 1997: 772).

1973 yılında Bretton Woods Sistemi'nin son bulması ve dalgalı kur sistemine geçilmesi sonucunda sermaye hareketleri serbestisi sağlanmış ve böylelikle 60'lı yıllardan itibaren sermaye hareketleri üzerine getirilen kısıtlamalar etkisini kaybetmeye başlamıştır. 1980'lerde yaşanan gelişmeler, hem gelişmiş ülkeleri hem de gelişmekte olan ülkeleri başta ekonomi olmakla birlikte, sosyal, kültürel ve siyasal anlamda yakınlaştırmıştır. Yaşanan bu gelişmeler ülkeler arasında sermaye, mal ve hizmet hareketliliğini de beraberinde getirmiştir (Biçen, 2017: 98).

Dünyada küreselleşme eğiliminin arttığı 1980'den itibaren liberal politikaların uygulandığı dönem olarak karşımıza çıkmaktadır. Gelişmiş ülkelerde finansal serbestleşmeyi destekleyen ülke içi gelişmelerde yaşanmıştır. İngiltere'de ve ABD'de başkanlık seçimleri sonrası devletin rolünü küçülten ve özel sektörün rolünü arttıran politikalar benimsenmiş, sermaye hareketlerinin serbest olduğu uygulamalara gidilmiştir (Göver, 2014: 9-14).

80'li yıllarda uluslararası piyasalarda finansal serbestleşmenin yeniden yapılandırılabilmesi için:

- Ülkelerin finans piyasalarına koymuş oldukları sınırlamaları kaldırması,
- Ülkelerin her birinin uygulamakta olduğu farklı sınırlandırmalar ve kontrollerin ortadan kaldırılması,
- Piyasalarda konvertibilitenin sağlanması,
- Serbest kur rejimine geçilmesi,
- Uluslararası sermaye hareketlerini teşvik edici uygulamalarla sermayenin hareketliliğinin artırılması gerekmektedir.

1980'lerde finansal alanda yapılan reformlar, finansal baskı dönemini ortadan kaldırmak için gereklilik niteliğindedir. Ülkeler, bu gereklilikleri yerine getirebilmek için faiz üzerine sınırlama getirmiş, kredi politikalarında değişim yapmış, bankacılık piyasasına düzenleme getiren uygulamalar sağlamış, yabancı sermayenin hareketini engelleyen kısıtlamaları gidermiş ve menkul kıymetler borsasını kurarak işlem hacmini artırmaya çalışmıştır.

Finansal serbestleşmenin ilk adımı için gereklilikler yerine getirildikten sonra 1990'lı yıllarda yeni düzenlemeye gidilmiştir. Yapılan reformun amacı, ülkelerde makroekonomik istikrarı sağlanmak, kredi piyasalarını olumsuz etkileyen asimetrik bilginin önüne geçebilmek adına düzenleme ve denetleme mekanizması oluşturmak, ulusal ve uluslararası kredi

piyasalarda iletişimi güçlü kılmak ve dünya borsaları ile menkul kıymetler borsasının entegrasyon derecesini arttırmak olmuştur (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 109).

Gelişmiş sanayi ülkelerinde hükümetlerin uyguladığı ekonomi politikaları büyük ölçüde değişiklik göstermektedir. Hükümetlerin uluslararası finans alanında yapmış olduğu değişiklikler belirginlik taşımaktadır. Birçok ülke bu elli yıllık zaman zarfında finansal akışlarını birkaç kez kısıtlama yoluna gitmiştir. Bu kısıtlamalar ise uluslararası sermaye akışında ihmal edilebilir düzeyde gerçekleşmiştir (Quinn ve Inclan, 1997: 772-774).

Tablo 1. Net Finans Kaynakları, 1970-1994 (Fiziksel Yatırımın Yüzdesi)

	Almanya	Japonya	Birleşik Krallık	ABD
İç Kaynaklar	78.9	69.9	93.3	96.1
Banka Finansmanı	11.9	26.7	14.6	11.1
Tahviller	-1.0	4.0	4.2	15.4
Yeni Öz Sermaye	0.1	3.5	-4.6	-7.6
Ticari Kredi	-1.2	-5.0	-0.9	-2.4
Sermaye Transferi	8.7	-	1.7	-
Diğer	1.4	1.0	0.0	-4.4
İstatistiksel Düzenleme	1.2	0.0	-8.4	-8.3

Kaynak: FitzGerald, 2006: 20.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde bile kurumsal yatırımlar elde tutulan karlardan sağlanmaktadır. Tablo 1'deki Almanya, Japonya, İngiltere ve ABD'deki fiziksel yatırım için bu ülkelerin finansal piyasaları çok fazla gelişmiş olmasına rağmen sadece İngiltere ve ABD'de elde tutulan kârların daha yüksek olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda bu iki ülkede bankaların kilit role sahip olduğu da görülmektedir. Özellikle ABD'de önemli bir kurumsal yatırım kaynağının tahviller olduğunu ve tahvillerinde bankalarda tutulduğunun altını çizmekte fayda vardır (FitzGerald, 2006: 20).

90'lı yıllarda özellikle Fransa ve Japonya'da devletçi finansal sistem hâkim olmuştur. Devlet kurumları tarafından yerel tasarruflar piyasa oranlarının altında ticari yatırımlara kanalize edilmiştir. Mali baskı yöntemi ile hükümetler, yerli tasarruf sahiplerinin uluslararası piyasalarda elde edeceği daha yüksek faiz oranının önüne geçmek ve yerli-yabancı firma rekabetini önlemeyi amaçlamıştır. 1990'larda özellikle Japonya, finansal sermaye hareketlerini sınırlandırmaya devam etmiştir. Ancak Avustralya, Kanada, İrlanda, Yeni Zelanda, İngiltere ve ABD gibi liberal ülkeler, finansal açıklık politikası aracılığı ile ekonomilerini güçlendirme yolunu seçmişlerdir (Quinn ve Inclan, 1997: 775-776).

ABD gibi gelişmiş bir ekonominin, Brezilya, Çin, Hindistan, Rusya ve Güney Afrika gibi hızlı büyüme kaydeden ve gelişmekte olan ekonomilere az yatırım yapıyor olması son dönemde dikkat çekmektedir. 2017 yılında ABD tarafından BRICS ülkelerine yapılan kurumsal yatırımlar, tüm yatırımların %1'ini oluşturmaktadır. Sayısal verilerle yatırım miktarı Brezilya'da 8 milyar Dolar, Çin'de 3 milyar Dolar, Hindistan'da 6 milyar Dolar, Rusya'da ise sıfıra yakın olduğu düşünülürse, Kanada'ya yapılan 390 milyar Dolar, İngiltere'ye yapılan 308 milyar Dolar'a göre çok düşük seviyelerde olduğu görülmektedir (Coppola vd., 2020: 16). UNCTAD'ın (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı) düzenli bir şekilde her yıl yayınlamış olduğu Dünya Yatırım Raporu verilerine göre, 2018 yıl sonu itibari ile küresel alanda yapılan uluslararası yatırım miktarında yüzde 19'luk bir düşüş söz konusudur. Bu durumun altındaki temel neden ise gelişmiş ülkelere yapılan doğrudan yatırım miktarının, yüzde 40'lık bir düşüş yaşamasıdır. 451 milyar Dolar olarak gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımları etkileyen en önemli faktörler içerisinde ABD bazlı kobilere ait birikmiş dış gelirler gösterilmektedir (YASED, 2019: 11).

2.4. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Gelişmekte olan ülkelerdeki politika tavsiyesi 1950'lerden itibaren hükümetlerin, finansal hareketlere kısıtlama getirmesi yönünde olmuştur. Fakat 70'li yıllara gelindiğinde finansal hareketler üzerindeki baskı ciddi şekilde eleştirilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin yaşamış olduğu ciddi derecedeki finansman zorlukları, finansal sistem üzerinde reform hareketlerini kaçınılmaz kılmıştır. Yapılan finansal liberalizasyon, Keynesyen politikaların yerini deregülasyonlara bırakmış ve özelleştirme, rekabet politikaları hız kazanmıştır. Finansal sistemin liberalleştirilmesi görüşü McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından güçlü bir şekilde tartışılırken, aynı zamanda zayıf finansal düzenlemeler gelişmekte olan ülke ekonomilerini istikrarsızlığa sürüklemiştir. Cole and Slade (1998), 1980'lerde yaşanan Arjantin ve Şili bankacılık krizleri, finansal yapının zayıf olmasından ötürü GSMH'sinin sırasıyla yüzde 20-55 ve yüzde 13-42 düzeyinde ülke ekonomilerine zarar vermiştir. 1990'larda Venezuela bankalarını kurtarabilmenin maliyeti GSMH'nin yüzde 16'sına ulaşmıştır. Finansal yapının oturmadığı gelişmekte olan ülkelere, 1976-1996 yılları arasında yaşanan krizlerin ortalama maliyeti GSMH'nin yüzde 9'unu oluşturmaktadır. 1970 ve 1980'lerde yaşanan finansal serbestleşmenin olumsuz sonuçları, gelişmekte olan ülkelere ilk revizyonların başlatılmasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerdeki politika yapıcılara, acil ve gelişigüzel eyleme itilmekten ziyade finansal sektör reform sürecinde uygun 'orta yol' arayışında ek süre, takdir ve

alan yetkisi verilmesi gerekmektedir (Emil ve Vehbi, 2003 :2; Andersen ve Tarp, 2003: 190-191).

Ülkelerde sözleşmeleri hızlıca uygulayacak mülkiyet haklarını ve mali gelişmeleri destekleyen bir hukuk sisteminin varlığı kaçınılmazdır. Sözleşmelerde belirtilen kriterler ancak yasal olarak uygulanabilirse bir değer taşımaktadır. Örneğin basit iş kurabilmek için ABD’de basit bir form doldurmak ve sembolik lisans ücreti ödenmek yeterli olurken Peru’da küçük bir giysi atölyesi kaydınının 289 gün süren bir zaman dilimini kapsıyor olması, zenginler dışında mülkiyet hakkının olmayışı, finansal gelişimi büyük sekteye uğratmaktadır (Mishkin, 2007: 3).

1980’lerdeki borç krizinin ardından gelişmekte olan ülke piyasalarına artan oranlı fon akışı gerçekleşmiştir. Gerçekleşen sermaye hareketleri, iki şekilde kendini göstermiştir. Bunlar, portföy yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Piyasaların kurumsal ve hukuksal yapısında yaşanan gelişmeler ile teknolojik ilerlemeler, gelişmekte olan ülkelerde uluslararası portföy yatırımlarını hızla artırmıştır (İMKB, 1994: 8).

80’li yılların ortalarına kadar gelişmekte olan ülkeler, ekonomik büyüme finansmanı sağlayabilmek adına resmi kuruluşlar ile uluslararası kuruluşlara yönelmişlerdir. 90’lı yıllara gelindiği zaman ise alternatif finansmana daha fazla yönelim olmuştur. Alternatif finansmandan kasıt, geri ödemesi bulunmayan dış finansmanı ifade etmektedir. Dış finansman çeşitleri içerisinde, DYY, proje kredileri, lisans anlaşmaları ve portföy yatırımları yer almaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal hareketlerin önem kazanması, dış finansman kaynaklarını önemli bir yapıya kavuşturmuştur. Gelişmekte olan ülkelere özel sermaye akışı net altı kattan fazla artarak 1987-1989 döneminde yıllık yaklaşık 36 milyar Dolar’dan 1995-1997 döneminde yılda 230 milyar Dolar’a ulaşmıştır (Bailliu, 2000: 1; Cengiz ve Karacan, 2015: 328).

Tablo 2. 1990’larda Dünya Çapında Gelir Grubuna Göre Finansal Gelişme

(GSMH’nın Yüzdesi Olarak Varlık Durumu)

	Bankalar	Banka Dışı Mali Kurum	Hisse Senedi Piyasası	Toplam
Yüksek Gelirli Ülkeler	81	41	33	155
Üst Orta Gelirli Ülkeler	40	21	11	72
Düşük Orta Gelirli Ülkeler	34	12	12	58
Düşük Gelirli Ülkeler	23	5	4	32

Kaynak: FitzGerald, 2006: 2.

Tablo 2’den çıkartılabilecek iki sonuç bulunmaktadır. Bunlar, ilki toplam finansal varlıkların milli gelire ve çıktıya oranlarını artırabilmek için daha yüksek finansal derinlik

seviyelerine ulaşmanın gerekliliğidir. İkincisi, bankalardan banka dışı finansal araçlara ve bu ikisinden de hisse senedi piyasalarına doğru hareket sağlayan bir mali yapıya ihtiyaç olduğudur.

2000’li yıllara gelindiğinde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinde azalma görülmüştür. 1997-1998 Doğu Asya Krizi, büyük özel sermaye akışlarının görece iyi yönetilen ekonomileri bile finansal krizlere karşı savunmasız hale getirebileceğini göstererek o dönemin hakîm ana görüşünü tamamen sarsmıştır. Yaşanan olumsuz gelişmeler, sermaye hesabını serbestleştiren birçok ülkenin, yeniden sermaye kontrolleri getirmesiyle sonuçlanmıştır. Brezilya, Peru ve Kore dahil bazı gelişmekte olan ekonomiler, sermaye girişlerine kısıtlamalar getirmiş ve bu kısıtlamalar 2008-2009 Küresel Finansal Krizle daha da artış göstermiştir (Erten vd., 2019: 2). Gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında artan risk, finans piyasalarının etkin işleyişini engellemiştir. Gelişmekte olan ülkelerin piyasalarda oluşan bu riskleri çözebilmek için bazı reformları gerçekleştirmeleri gerekmektedir. Bu reformlar içerisinde ülkelerin seçmiş olduğu kur politikasının, uygulanan makroekonomi politikaları ile uyumlu olması yer alır. Ayrıca ülkelerin merkez bankaları, bağımsızlığını sağlamış ve güçlü bir yapıya ulaşmış olması gereklidir. Kredi tahsisi esnasında devlet müdahalesine yer verilmeyen yeterli denetim ve gözetim sağlanmış finansal sistemin varlığı şarttır. Son olarak eksik bilginin olmadığı, finansal kurumlarda şeffaflığın sağlandığı bir yapı oluşturulmalıdır (Wong ve Carranza, 1999: 4; Cengiz ve Karacan, 2015: 329).

Gelişmekte olan ülkelerde uluslararası net sermaye akışları değişkenlik göstermektedir. Bu değişkenlikler, daha az gelişmiş finansal piyasalarda olumsuz dışsallıklar yaratarak ekonomiyi olumsuz etkilemektedir. Ekonomi üzerinde meydana gelen bu olumsuz etkiler, sermaye akışlarında yaşanan dalgalanma sonucu oluşan döviz değerlenmesi ve buna bağlı olarak rekabet kaybı, ticari açıkta yaşanan artış, yüksek enflasyon, konut ve borsada yaşanan balonlar şeklinde görülmektedir. 1990’lardan bu yana sermaye akışında patlama ve ani durma döngüsü üç kez kendini tekrarlamıştır. İlk yükselme dönemi 1990’ların başında başlamış ve 1997-1998 Doğu Asya Mali Krizi ile sona ermiştir. Yükselen piyasalara yönelen sermaye girişi 1994’te Meksika Krizi ile kesintiye uğramış ve 1997 Tayland merkezli başlayan Doğu Asya Krizi ile Endonezya, Malezya, Kore dahil, Rusya, Arjantin, Brezilya ve Türkiye’ye etki etmiştir. İkinci genişleme dalgası 2003 yılının başlarında Fed’in faiz indirimi sonucunda başlamış ve 2007-2008 ABD’nin Mortgage Krizi ile son bulmuştur. Mortgage krizini takiben gerileme aşaması sadece birkaç yıl sürmüştür. Birçok gelişmekte olan ülke 2008-2009 yıllarında en büyük çıkışı yakalamıştır. Son döngü içindeki genişleme aşaması ise 2010 yılında gelişmiş ülkelerde yaşanan parasal genişlemenin gelişmekte olan ülkelere doğru sermayeyi

tetiklemesi ile meydana gelmiştir. Bu süreç FED'in genişletici para politikasından vazgeçmesi sonucu 2013'te sermaye piyasalarında daralma ile sonuçlanmıştır. 2016-2017 yıllarında sermaye piyasalarında hareketlilik biraz artış göstermiş olsa da son göstergeler, daralma aşamasının devam ettiğine işaret etmektedir (Bilge vd., 2019: 25-26).

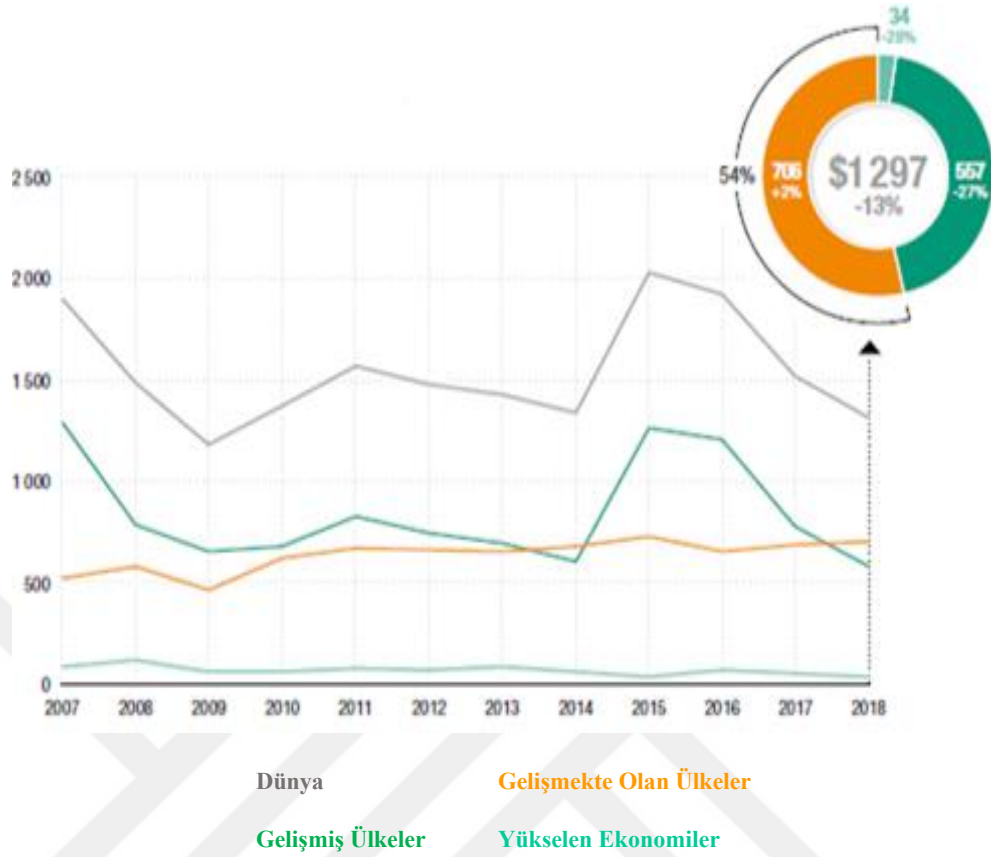
Gelişmekte olan ülkeler açısından finansal hareketlerin serbestleşmesi sonucunda finansal sermaye havuzundan faydalanma yeteneği geliştirmekte olan pek çok ülkeye büyük "potansiyel fayda" sunmaktadır. Potansiyel fayda niteliği taşıyan durumlar şu şekilde sıralanmaktadır (Bosworth vd., 1999: 144):

- Gelişmekte olan ülkelere net dış kaynak girişleri, özel tasarruf miktarını artırarak daha yüksek sermaye birikimini desteklemektedir.
- Başta doğrudan yabancı sermaye yatırımları kanalıyla olmak üzere gerçekleşen yabancı sermaye girişleri, geliştirmekte olan ülkelere yönetimsel ve teknolojik bilgi birikimine pozitif katkı sağlamaktadır.
- Yabancı banka kredileri ve portföy yatırımları, geliştirmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında derinliği artırıcı etki yaratmaktadır.
- Sermaye hesabının sınır ötesi serbestlik kazanması daha disiplinli makroekonomik politikaları teşvik etmektedir.

2.5. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ülkelerarası Dağılımı

Finansal açıklık, finansal küreselleşmenin önemli bir özelliği olmakla birlikte aynı zamanda uluslararası sermaye akışlarının büyüklüğünün temel yansımasıdır. Finansal gelişme zamana bağlı bir süreç olduğundan finansal sektörler zaman içerisinde daha da gelişmektedir (Demetrio ve Garcia, 2012: 165).

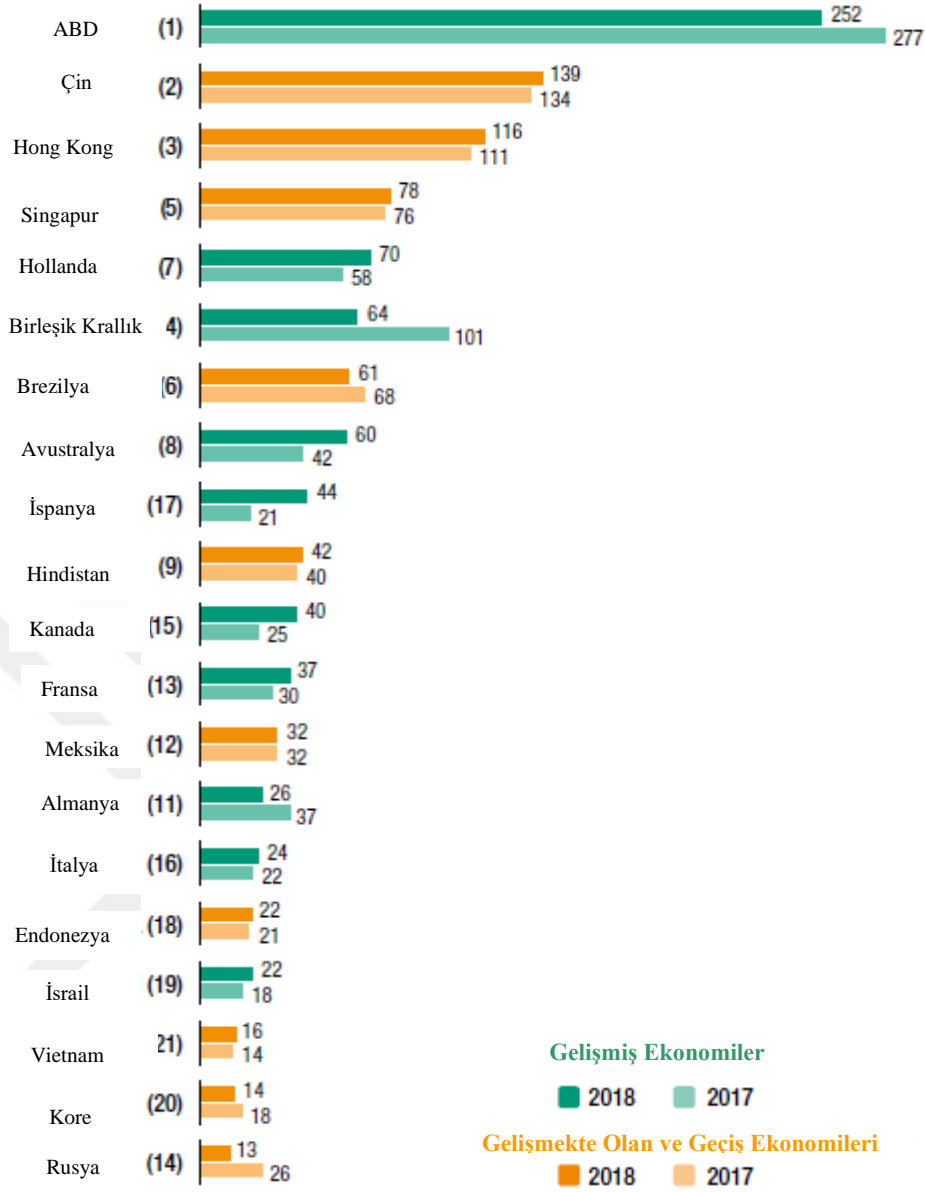
Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu, finansal sistemlerin istikrarını ve etkinlik derecesini değerlendirmek için Finansal Sektör Değerlendirme Programlarını (FSAP) uygulamaya başlamıştır. Gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkelere finansal gelişme kıyaslaması, politika yapıcılar üzerinde uluslararası kıyaslamalar yapılmasına olanak sağlamaktadır (Beck vd., 2008: 2).



Şekil 3. DYY Girişleri, Küresel ve Ekonomik Gruba Göre, (2007–2018)

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report 2019, 1.

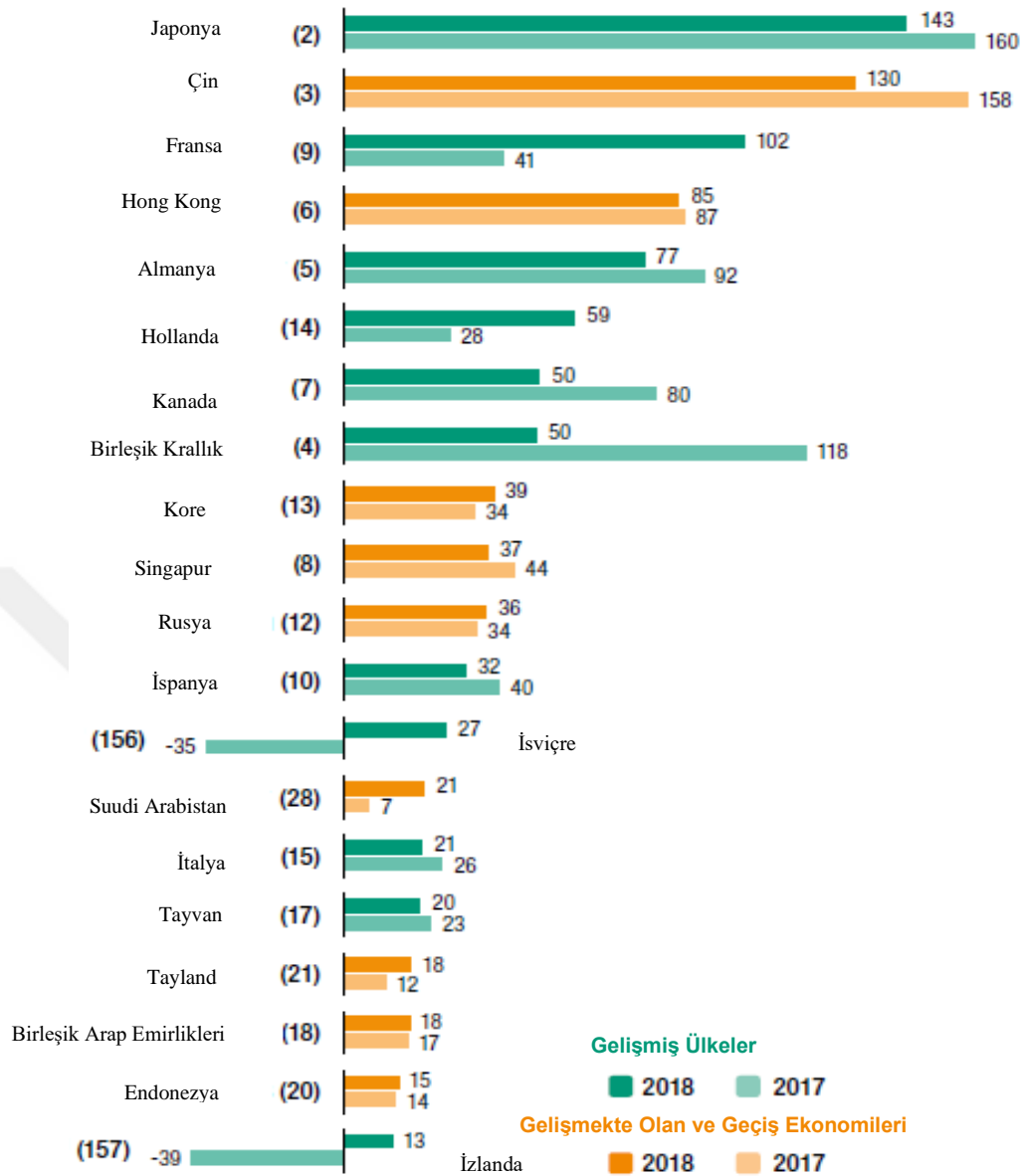
Yeni ulusal yatırımlar için uygulamaya koyulan politika önlemleri yabancı yatırıma karşı daha kritik bir duruş sergilemektedir. Uygulanan politika ile 2018 yılında 55 ekonomi, en az 112 yeni önlem getirerek yabancı yatırımları etkilemiştir. Bu önlemlerin 1/3'ten fazlası yeni düzenlemeler veya kısıtlamalar getirmektedir. Küresel finansal yatırımlar, 2016-2017 yıllarında olduğu gibi 2018 yılında da düşüş trendini sürdürerek 1,3 trilyon Dolar'a gerilemiştir. Gelişmiş ülkelerde DYY girişleri düşüş yaşamasına rağmen, gelişmekte olan ülkeler çok düşük seviyede olsa da yabancı yatırımlarda artış kaydetmeyi başarmıştır. Gelişmiş ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımlar, son 15 yıldaki en düşük seyrini kaydederek 2004 yılından sonra en düşük noktasına ulaşmıştır. Net sermaye hareketleri içerisinde önem taşıyan ve istikrarlı olma özelliği gösteren kalem, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Doğrudan yabancı yatırımların herhangi bir faiz yükümlülüğüne yol açmaması ülkelere yeni teknolojiyle birlikte üretim bilgisi de sağladığı için maliyetlerin düşmesine neden olmaktadır (Cengiz ve Karacan, 2015: 331).



Şekil 4. Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri, İlk 20 Ev Sahibi Ekonomi, (2017- 2018)
(Milyar Dolar)

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report 2019, 3.

ABD'ye yapılan yatırımlar bir önceki yıla göre yüzde 9 oranında düşmüş olsa da 252 milyar Dolarlık yatırımla birinci sırada olmayı başarmıştır. Avustralya'da ise yabancı bağlı kuruluşlar 25 milyar Dolar tutarındaki rekor düzeyde gerçekleşen kârlarını ülkeye tekrar yönlendirmesi sonucu 60 milyar Dolarlık seviyeye ulaşmıştır. Gelişmiş ülkelerin DYY miktarlarında yaşanan anormal düşüşe karşı gelişmekte olan ülkeler, küresel çapta paylarını yüzde 54'e çıkartmayı başarmıştır. ABD'nin en büyük DYY alıcısı olması devam ederken Çin ve Hong Kong, ABD'yi izleyen ülkeler olarak karşımıza çıkmaktadır.



Şekil 5. Doğrudan Yabancı Yatırım Çıkışları, İlk 20 Ev Ekonomisi, (2017- 2018), (Milyar Dolar)

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report 2019, 4.

Şekil 5'te görüldüğü üzere DYO çıkışlarının olduğu ilk yirmi ülke listesinde ABD bulunmamaktadır. Bu durum, ABD çokuluslu şirketlerine ait büyük ölçekli fonların geri dönüşlerinin, olumsuz DYO çıkışlarına dönüşmesinden kaynaklanmaktadır. 2018 yılında gelişmiş ülkelere dışarıya gerçekleştirilen DYO miktarı 2017 yılına göre yüzde 40 düşüşle 558 milyar Dolar'a gerilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu rakam 417 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. En büyük yatırımcı anavatan olarak ilk sırada yer alan Japonya'yı Çin ve Fransa takip etmektedir.

2.6. Sermaye Hareketlerinin Ülkelere Yönelmesini Belirleyen Faktörler

Uluslararası sermaye hareketliliğinin teorik mantığı, sermaye hareketlerinin sermaye tahsisinin daha iyi yapılması sonucunda üretimi artırdığı ve tüketimin ülke içinde yapılan üretimden bağımsızlaşmasını sağlayarak ekonomik refahı artırdığı öncülüne dayanmaktadır. Sermaye akışları brüt ve net olarak görülmektedir. Fakat brüt ve net sermaye akışları arasında belirli farklılıklar bulunmaktadır. Net sermaye akışları, mal ve hizmetlerin karşılığında varlıkların mübadele edilmesinden oluşmaktadır. Brüt sermaye akışları ise ülkelerin portföylerini çeşitlendirmek suretiyle uluslararası riskleri paylaşmalarına yardımcı olan ticareti ifade etmektedir (Hannan, 2018: 5-6).

Üretimin en önemli unsurlarından biri olan sermaye, ülke içindeki kaynaklardan temin edilemiyorsa uluslararası sermaye yoluyla başka ülke kaynaklarından temin edilmektedir. Sermaye getirileri, gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşen dış finansman akışı, ülkenin kendine özgü koşullarından ziyade gelişmiş ülkelerdeki düşük getiri oranlarından kaynaklanmaktadır. Küresel ekonominin gelecek dönem belirsizliklerinin artması, uluslararası sermaye girişlerinde dalgalanmalara neden olmaktadır (İTO, 1967: 18).

Küreselleşme eğilimi ile birlikte artan rekabet, özellikle gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermayeye olan ihtiyacını belirginleştirmiştir. Gelişmekte olan ülkeler, uluslararası sermaye sayesinde sadece teknoloji ve kaynak temin etmekle kalmayıp aynı zamanda ülke içinde istihdam artışı ile birlikte üretim artışı da sağlamaktadır. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin, uluslararası sermayenin hareket sınırlarını belirleyen yasal düzenlemeleri, sermaye hareketlerinin önemli bir belirleyicisidir (Kineş, 2014: 37-38).

Artan sınır ötesi finansal işlemler, birbiriyle bağlantılı olan riskleri yayma eğilimindedir. Fakat girişimciler risklerinin bir kısmını borçlanarak ve gelirlerini varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yaparak paylaşma yoluna gitmektedirler. Özel riskleri en iyi şekilde sigortalayabilecek bir sistemin varlığı, sermaye hareketlerinde belirleyicilik unsuru olarak görülmektedir (Phelan ve Toda, 2017: 572-573).

Sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerin makro düzeyde istikrar gösteren ekonomi şartları, çekici faktörler olarak nitelendirilmektedir. Ülkelerin sağlamış oldukları yurtiçi büyüme oranları, kullandıkları döviz kurunun esnekliği, ülke içerisindeki doğal kaynakların bolluğu, cari hesaplarının durumu ve ülkeye giren sermayenin bileşenleri ile yatırımcıların risklerine ve getirilerine etki eden makroekonomi politikaları, ülkelerin resmi politikaları ve

piyasa şartları, uluslararası sermayeyi çeken faktörler arasında bulunmaktadır. Örneğin cari işlemler hesabındaki gelişmeler, net girişlerdeki artışların sağlam bir öngörücüsüdür. Bu nedenle yüksek cari açıklar, daha fazla miktarda dış finansman sağlamaktadır. Sermaye hareketlilik derecesinin, büyük sanayileşmiş ülkeler için bile tasarruf yatırım dengesizliğinin cari hesap dengesinde sebep olduğunu göstermektedir. Tasarruf ile yatırım arasındaki fark, diğer ülkelerin net kredilendirmesine eşit olduğundan sanayileşmiş ülkelerin yatırım-tasarruf açığı, ödemeler dengesinde yaşanan cari hesap fazlasına eşit olmaktadır (Aslan, vd., 2014: 17; Blecker, 1998: 13-14).

Çekici faktörler kendi içerisinde, yapısal ve döngüsel faktörler olarak iki gruba ayrılmaktadır. Döngüsel faktörler, zamanla değişen ve ülkeye özgü faktörleri içermektedir. Örneğin, faiz oranı ve ülkenin büyüme performansı döngüsel faktörlere örnek gösterilebilir. Yapısal faktörler ise yatırımcıların çok daha fazla dikkat ettiği, ülke ekonomisine ait belirli özellikleri temsil eden ve yavaş hareket etme özelliğine sahip değişkenleri kapsamaktadır. Yapısal faktörlere döviz kuru rejimi, sermaye açıklığı, finansal gelişme durumu örnek olarak gösterilebilir (Calderon ve Kubota, 2019: 116-122-123).

Sermaye kârlılığında düşüşe sebep olan ve sermayenin yön değiştirmesine neden olan faktörler, itici faktör olarak tanımlanmaktadır. İtici faktörler, küresel alanda likidite arzına destek veren arz yönlü faktörlerden oluşmaktadır. İtici faktörlere ait ilk fikir Neoklasik Teori'ye dayanmaktadır. İtici faktörlerin oluşmasında, faiz oranlarındaki farklılıklara tepki gösteren sermayenin, yüksek getiri oranına sahip ülkelere yöneldiği düşüncesi hakimdir (Hannan, 2018:6).

Sermayenin getiri oranının düşmesine neden olan ve sermayenin daha yüksek getiri oranlarından faydalanabilmek için ülkeyi terk etmesine sebep olan itici faktörleri: Ekonomik durgunluğun varlığı, faiz oranlarının düşük olması, iş dünyasında gelişme gösteren olumsuzluklar, ülke borçluları tarafından ihraç edilen varlıklardaki risk-getiri dengesinin bozulması ve yaşanan politik gerginlikler şeklinde sıralamak mümkündür (Aslan, Terzi ve Saimpan, 2014: 17).

2.7. Finansal Serbestleşme ve Dışa Açıklık İlişkisi

70'lerden bu yana küresel ekonomi içerisinde finansmanın önemi artmış son yıllarda ise daha da belirginleşmiştir. 90'lı yılların başlarında literatürde görülmeye başlanan finansallaşma terimi karmaşık bir kavramdır. Finansallaşma kavramı, kapitalizm içerisinde finansal işlemlerin artan rolünü anlamak ve finanstaki artışı tanımlayabilmek için kullanılır. Epstein (2005)'e göre

en geniş anlamıyla finansallaşma, yerel ve uluslararası ekonomilerin işleyiş sürecinde mali piyasaların, mali güdülerin, mali aktörlerin ve kurumların artan rolü olarak tanımlanabilir. Finans sektörlerinin niceliksel genişlemesinden ve küresel finansal akışlardan çok finansallaşma, çağdaş kapitalizme özgü bir birikim sürecini tanımlamaktadır. Örneğin Bagehot (1873), İngiltere’de finansal yapıdaki anonim şirketin kurulması gibi bir yeniliğin büyük ölçekli finansmanı kolaylaştırarak ilk endüstriyel devrimi desteklediğini savunmaktadır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ile ilgili ufuk açan çalışmalardan biri Patric (1966) ’a aittir. Patric (1966), finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında iki olası ilişkiden bahsetmektedir. Ekonomik gelişmenin finansal gelişmeye neden olduğu “talebi takip etme” varsayımı ile, finansal kurumlardaki gelişmenin ekonomik büyümeyi sağlanacağı “arza yön verme” varsayımıdır. Schumpeter (1911), ülke tasarruflarının yenilikçi girişimlere yönlendirilmesinde en önemli rolün finansal kanallara bağlı olduğunu ileri sürmektedir. Robinson (1952), finansın önemini “Girişimin önderlik ettiği yerde, finans bunu izler.” biçiminde ifade etmiştir. Daha sonraları Gerschenkron (1962), ülkelere ait finansal organizasyon yapısının sermayeyi teknolojik sektörler yönlendirmesinde etkili olduğunu vurgular. Goldsmith ve Hics (1969) de ekonomilerde yaşanan büyümeyi finans ile ilişkilendirmiş ve finansal serbestleşmenin büyümeyi hızlandırdığını öne sürmüşlerdir. Levine (1997) ve Ang (2008), ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesinde finansın öneminden bahsetmişlerdir.

Gelişmiş ülkelerin öncülüğünde başlayan ve ekonomik politikaya dayalı olan finansal serbestleşme hem ulusal hem de uluslararası düzeyde büyük değişiklikler yaşanmasına neden olmuştur. Finansal serbestlik ülkelere, finansal konularda karar alma hakkı ve kendileri için uygun kalkınma politikaları belirleme imkanı sunmuştur. Finansal serbestleşme beraberinde, bazı zorlukları da getirmektedir. Dani Rodrik (2012) ’ e göre, finansal serbestleşme sonucunda ekonomilerde yaşanan büyüme ve artan coğrafi hareketlilik, açık ve kapsamlı kuralları ve daha güvenilir uygulamaları gerekli hale getirecektir (Siddiqui, 2017: 525).

Finansal serbestleşme ve finansal açıklık birbirinden farklı kavramlar olduğu hâlde literatürde sıklıkla birbiri yerine kullanılmaktadır. Finansal serbestleşmeyi sağlayabilmek için serbestleşmenin özel bir durumu olan finansal açıklık şarttır. Finansal açıklık kavramını açıklayabilmek için öncelikle finansal serbestleşme üzerinde durmak gerekmektedir. Serbestleşme kavramı, devletin ekonomi üzerinde kurmuş olduğu otoriteyi sonlandırması veya ekonominin işleyişini özel sektör eliyle gerçekleştirmesine izin vermesidir. Kapitalizm, en zengin ve en gelişmiş ülkelerde büyümeyi sağlamak adına baskın bir ideoloji olarak gelişmiştir.

Kapitalist ideoloji ile birlikte serbestleşme sürecinin ekonomi üzerindeki ilk göstergesi ABD ve İngiltere’de özelleştirme şeklinde kendini göstermiştir. 80’li yıllara gelindiğinde Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği ‘nin dağılması ve deregülasyon kavramı ile serbestleşme hareketi ivme kazanmıştır (Glyn, 2006: 5).

Galindo, Micco ve Ordoñez (2002), sermaye hesabındaki sınırlamaların ortadan kaldırılması, finansal sistemdeki baskıların azaltılması ve ilerleyen dönem içerisinde tamamen son bulması ile yabancı ülke vatandaşlarının mülkiyet edinmesi önündeki engellemelerin bitirilmesini finansal serbestleşme olarak tanımlarlar. Williamson ve Mahar (1998), finansal serbestleşmeyi faizlerin kredi alan ve kredi veren tarafından belirlenmesine izin verildiği, açık şekilde belirtilen şartları sağlayan şirketlerin finansal piyasalara girişinin kısıtlanmadığı, bankaların kendi işlerini yapabilme konusunda özgür bırakıldığı ve sermaye hareketlerinin üzerindeki engellemelerin ortadan kaldırıldığı bir durum olarak ifade eder. Arestis ve Sawyer (2005) ’a göre finansal serbestleşme, ülke yerleşikleri için yabancı para birimiyle varlık ve borç sahibi olmayı, yabancıların (ülkede yerleşik olmayanlar) yurtiçi finansal piyasaları kullanarak işlem yapabilmesini kolaylaştıran bir politikadır. Finans sisteminin işleyişine etki eden tüm para-maliye politikası ile diğer kısıtlamaların ortadan kaldırılmasına da finansal serbestleşme denilmektedir. Yine finansal serbestleşme, yüksek kar oranları ve getiri oranlarının bulunduğu ülke ve sektörler arasında herhangi bir kısıtlama olmaksızın sermayenin dolaşımının serbest olmasıdır. Sermaye hesabında serbestleşme sağlanabilmesi için uluslararası ekonomik mimari oluşturulurken sadece mükemmel ekonomik yönetimin varlığını oluşturulacak bir tasarı düşünmek yanlıştır. Uluslararası ekonomik mimarinin demokratik toplumlarda yanılma yaşayabilecek hükümet ve kamu görevlileri ile çalışacak şekilde de tasarlanması gerekir (İlter ve Burtan Doğan, 2018: 93-94, Stiglitz, 2000: 1075).

Ülkelerde uygulanmaya başladığından bu yana geçen sürede finansal serbestleşmenin temel amacı, risk faktörünü çeşitlendirmek, sermayenin maliyetini düşürmek ve bilginin verimli kullanılmasını sağlamak olmuştur. Finansal serbestleşmenin amacı doğrultusunda kullanılan araçlar, ülke ekonomilerinin büyümesini olumlu etkileyecektir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme piyasalardaki mali durumu iyileştirerek ekonomik büyümede etkili olacaktır (Rejeb ve Boughrara, 2015: 161).

Finansal serbestleşmenin önemli göstergelerinden bir tanesi de uluslararası sermaye akışıdır. İki ana türden oluşan sermaye akışı, yabancı portföy yatırımları ile doğrudan yabancı yatırımları kapsamaktadır. Yabancı portföy yatırımları finansal girişleri içermekle birlikte, hisse senedi ve tahvil satın alımlarını da içermektedir. Yabancı portföy yatırımlarındaki sürü

davranışları sebebi ile risk taşıyan bu yatırım türü, ülke ekonomileri için de risk taşımaktadır. Finansal serbestleşme kapitalist sisteme katkı sağlayacak bir süreç olmanın yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerde kalkınma ve refah açısından sıkıntılar doğurabilir. Doğrudan sermaye yatırımları ise sadece fon transferini değil, küresel karı üst seviyelere çıkartabilecek üretim, yönetim, pazarlama uzmanlığı, ürün, reklam, iş uygulamaları için tüm fiziksel ve sermaye tekniklerini kapsamaktadır (Wilson, 2010: 8-9; Beju ve Ciupac-Ulici, 2012: 792).

Dış finansal serbestleşme için para piyasası ile kamu finansman dengesi sağlanmış olmalıdır. Sermaye hareketleri engellemeleri ortadan kalktığı için bankacılık sistemi sermayenin ülke ekonomileri arasında aktif dağılımı görevine aracılık etmektedir. Ülke içindeki yerleşik kişilerin yabancı para birimi cinsinden varlık ya da borç elde etmesine ve yerleşik olmayanlarında finansal faaliyetlerini daha rahat gerçekleştirmelerine olanak sağlayan politika uygulamalarına dış finansal serbestleşme denir. Son dönemde sınır ötesi sermaye hareketlerinde ve sermaye hareketleri içerisinde yer alan uluslararası portföy varlıklarında da önemli artışlar kaydedilmiştir (Araujo, Mykhaylova ve O'Carroll, 2015:214).

Serbestleşmenin en önemli ve ikinci ayağını oluşturan finansal serbestleşmenin teorik temelleri McKinnon (1973) ile Shaw (1973) tarafından ortaya atılmıştır. Bu hipotez, gelişmekte olan ülkelerin finansal dışa açılma süreci sonucunda, tasarruf miktarının artacağını, artan tasarrufların yatırımları teşvik edeceğini ve bu durumdan da ekonomik büyümenin pozitif yönde etkileneceğini savunmaktadır. Serbestleşme sonucu oluşan yüksek faiz oranları daha verimli kaynak tahsisine neden olacaktır. McKinnon ve Shaw (1973), hükümetin finansal baskı politikalarının faiz oranını bozduğunu ve düşürdüğünü ileri sürer (Sulaiman vd., 2012: 17; Kıran ve Güriş: 2011: 70).

1929 yılında yaşanan Büyük Buhran sonucunda itibar kazanan Keynesyen görüş, 1970 yıllarına gelindiğinde tekrar sorgulamaya başlanmıştır. Keynesyen görüşün temelinde kamunun müdahalesi ve yönlendirmesi yer almaktadır. 1970'lere kadar gelişmekte olan ülkeler, müdahaleci ve ithal ikâmecî sanayileşme politikaları kullanarak kalkınmalarını gerçekleştirmeye çalışmışlardır. Finansal sistem, kalkınma amacıyla kullanılacak bir araç olarak kabul edilmesine rağmen, dünya genelinde finans piyasalarına yapılan müdahale ve engeller normal kabul edilmiştir (Oktayer, 2009: 74). Bu tarihten sonra ülkeler, müdahaleci iktisadi politikaları terk edip, düzenlemelerden vazgeçen ve serbest piyasa mekanizmasına ağırlık veren politika uygulamalarına taraf olmuştur (Keskin, 2008: 6). Özellikle gelişmekte olan ülkelerin içinde bulunduğu yüksek düzeyde seyreden kamu açıklarının varlığı ve yurtiçi tasarrufların yetersizliği finansal serbestleşmenin benimsenmesinin en önemli

sebeplerindedir. Bütün bu gelişmelere takiben 80'li yıllara gelindiğinde birçok gelişmekte olan ülke, Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'nın sağlamış olduğu finansal destek yardımıyla yapısal uyum ve destek programlarını uygulamaya koymuştur (Kıran ve Güriş; 2001: 70).

Hükümetlerin, finansal varlıkların yurtiçi ve yurtdışı alım-satımı üzerindeki engelleri kaldırıldığı finansal serbestleşme dalgası 90'lı yıllarda tüm dünyada etkili olmuştur. Ancak, 90'lı yılların sonuna doğru ülkelerin yaşamış oldukları finans krizler korumacı politikaları tekrar gündeme getirmiştir. Ülkelerin kısıtlama uygulamaları içerisinde döviz hedef almasının temel amacı, zayıf ödemeler dengesi pozisyonlarını korumaktır. Ülkelerin sınırlı rezerv miktarına sahip olması da var olan dövizleri hayati önem taşıyan işlemlere yönlendirmek için kısıtlamayı gerekli kılabılır. Makroekonomik hedeflerin kısa vadeli sermaye akışları tarafından bozulmasını engellemek ve gelişme aşamasındaki mali piyasaları korumak için sermaye hareketleri üzerine engeller getirilebilir. Özellikle ülkelerin kriz yaşadıkları dönemlerde sermayenin hızla ülke sınırları dışına çıkışını önlemek için kontrol uygulamaya koyulabilir. Örneğin 1998 Arjantin krizinin aşılmasında hükümetin sermaye çıkışını önlemek için bankacılık ve döviz kontrolleri getirdiği görülmektedir. Bireysel banka hesaplarından çekilen paradan yurtdışı seyahatlerinde kullanılacak döviz miktarına kadar kısıtlamalar getirilmiştir. Asya krizlerinden sonra uygulanan kontrollerin sermaye piyasasında yaşanan oynaklığı azaltmada etkili olduğuna dair görüş saygınlık kazanmıştır (Brune ve Guisinger, 2006: 2; Anderson, 2013: 2).

Finansal piyasaların gelişmesi ve finansal derinliğin sağlanması, finansal serbestleşme hareketinin en önemli beklentileri arasında yer almaktadır. Durum böyle olunca kamu tarafından gerçekleştirilen tüm müdahalelerin piyasa işleyişine zarar verdiği düşünülmektedir. Devlet müdahalelerinin ortadan kalktığı veya asgari seviyeye çekildiği durumlarda piyasa ekonomisinin daha da işlerlik kazanacağı düşüncesi hakim olmuştur. Neo Klasik kurama dayalı finansal piyasaların serbestleştirilmesinde ülkeler, ülkenin çıktısı olan GSYİH'yı değil, vatandaşlarının gelirlerini yani GSMH'yı maksimize etmeye çalışmalıdır. Ülke vatandaşlarının, ülkedeki herhangi bir yatırımdan daha yüksek getiri sağlayan başka bir yatırım alanı bulması halinde, fonların ülkeyi terk etmesine izin verilerek GSMH artışı sağlanacak, oluşan daha yüksek getiri ülke vatandaşlarını daha fazla tasarruf etmeye teşvik edecektir. Artan tasarruf miktarı yatırıma kanalize edilerek iktisadi büyüme sağlanacak ve sonuç olarak finansal serbestleşme, ülkelerin ekonomik büyüme oranları üzerinde pozitif etki yaratacaktır (Stiglitz,2000: 1076).

Tüm bu tanımlamalardan yola çıkarak finansal serbestleşmeyi, Tswamuno ve diğerleri (2009), tasarruf yetersizliği içerisinde bulunan ülkelerin, gelişmiş ülkelerdeki finansal faaliyetleri kendi ülkelerine çekebilmek amacıyla, bankacılık ve finans kesiminde var olan tüm kısıtlamaları kaldırması veyahut minimum düzeye indirmesi şeklinde tanımlamaktadırlar. Sawyer (2005) ' e göre, finansal piyasaları herhangi bir müdahaleden kurtarması ve piyasanın kredi tahsisini belirlemesine izin vermesidir. Finansal serbestleşmenin sağlanabilmesi için hem iç hem de dış uygulamaların yapılması gerekmektedir. Örneğin, faiz kontrollerinin kaldırılması, zorunlu rezerv oranlarının azaltılması, yerli paranın konvertibilitesinin sağlanması bu uygulamalar arasında gösterilebilir.

Finansal serbestleşme, ekonomik büyümeyi destekleyici bir katalizördür. Finansal serbestleşme hareketi ise kendini iki şekilde göstermektedir. Bunlardan ilki, faizin piyasa tarafından belirlendiği, kredi tayinlanması ve kredi tavanlarının kaldırıldığı, finansal araçların çeşitlendirilerek piyasaya girişin kolaylaştırıldığı yurtiçi finansal serbestleşme hareketidir. Finansal serbestleşmenin ülke ekonomisini etkilediği iç kanallar, faizlerin piyasadaki fon arzı ve fon talebine göre belirlenmesini sağlayıp daha yüksek seviyede faiz oranları üreterek getiri oranı daha fazla olan projelere sermaye aktarımını gerçekleştirmek ve ekonomi üzerindeki kontrolleri azaltmaktır. İç finansal serbestleşme hareketinde, hükümetin sermaye hesabı önündeki engelleri kaldırıp kaldırmayacağı ve ne zaman kaldıracağı önem arz etmektedir. Ayrıca politikacıların, sermaye engellerinin kaldırılmasının ardından sermaye akışlarını nasıl yönetecekleri, sermayenin istenilen büyüklüğü, kompozisyonu ve olgunluğunun sağlanabilmesi de önem taşımaktadır. Genel bir tanımlama ile iç finansal serbestleşme, ülke içerisinde yönetim tarafından para piyasasına ve sermaye piyasasına konulan kuralların ve kısıtlamaların son bulmasıdır Bir diğeri ise yurt sakinlerinin dışarıdan kolayca borçlanmasını sağlayan dışarıya kolayca sermaye transfer edilebilen ve yabancı paralar üstünde tüm işlemlerin rahatlıkla yapılabildiği yurtdışı finansal serbestleşme hareketidir. Dış finansal serbestleşmede de gerekli yapısal düzenlemelerin belirlenmiş olması önem arz etmektedir (Fratzscher ve Bussiere, 2004: 12; Njikam, 2017: 73; Cicioğlu, 2009: 12-14).

Küreselleşme eğiliminde yaşanan artış, ülke ekonomilerindeki bağımlılık derecesini arttırarak uygulanan makroekonomi politikalarında değişikliğe neden olmuştur. Serbestleşme sürecinin hız kazanması beraberinde açıklık kavramını da getirmiştir. Finansal açıklık kavramı yaşanan değişiklikler sonucunda bazı kesimlerce dikkate değer görülmeye başlanmıştır. Kavram olarak finansal açıklık, sabit ve statik bir süreç olmaktan ziyade kapalı finansman

yapısını açık finansman yapısına dönüştürmeyi başarabilen dinamik bir süreci ifade etmektedir (Mendonça ve Nascimento, 2018: 1; Chu, 2016: 24).

Finansal dışa açıklık ile finansal serbestleşme kavramları birbirlerinden tamamen farklıdır. Finansal sistemin gelişmesi, finansal piyasalar arasında daha yakın ilişkiler kurularak yabancı finansal yatırımların açık hale gelmesini ifade etmektedir. Finansal dışa açıklığın, finansal gelişmeyi hem negatif hem de pozitif etkilediğine dair görüşler mevcuttur. Yabancı kurumsal nitelikli yatırımcıların piyasalara girişi finansal piyasalar açısından olumlu bir etki yaratırken kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda oynaklığın artmasıyla birlikte finansal sistemde yaşanan istikrarsızlıklar ise olumsuz etki yaratmaktadır (Yıldırım ve Çevik, 2017: 3).

Finansal açıklık, hükümetlere bazı politik faydaları doğrudan sunmaktadır. En beligin kazanç, finansal açıklığın düşük tasarruf oranlarına sahip ülke hükümetlerinin, yerli yatırımları dışarıda bırakmadan, uluslararası yatırımcılardan dünyanın rekabetçi fiyatlarından borç almalarına olanak sağlamasıdır. Finansal açıklığın ekonomik faydalarıyla birlikte politik maliyetleri de mevcuttur. Sermaye piyasalarının açık olması, ekonomik birimler tarafından sermaye ve servet vergilendirme politikalarının baltalanmasına neden olabilir. Bunun sonucunda, firmalar genellikle yeni yatırım için düşük vergi politikalarına sahip ülkelere “gereğinden fazla” yatırım yapacakken yüksek vergi politikaları olan ülkelere “yetersiz” yatırım yapacaklardır. Hükümetlerin sermaye hesabını tamamen serbestleştirilmesi, bir miktar makroekonomik politika denetiminden vazgeçmesi ile sonuçlanacaktır (Quinn ve Inclan, 1997: 773).

Finansal açıklık, finansal sistemdeki baskının kaldırılmasını sağlayarak, sermaye ve para piyasasında rekabeti ve etkinliği artıracak, daralma sürecinde rekabete dayanamayan zayıf firmaların elenmesini sağlayarak daha güçlü kurumların oluşmasına ortam hazırlayacaktır (Çalışkan ve Altıntaş, 2017: 218). Genel kabul görmüş olmakla birlikte bu görüşte finansal açıklık, gelişmekte olan ülkelerdeki milli gelir seviyesini gelişmiş ülkelere yakınlaştırdığı ve gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik istikrarı sağladığı düşünülmektedir. Ayrıca finansal açıklık uluslararası piyasalarda finansal araçların çeşitliliği ve farklı sermaye akımlarıyla riskin, ülkeler arasında etkin bir şekilde paylaşımını sağlamaktadır. Fakat bazı iktisat uzmanları kontrol edilemeyen sermaye hareketlerinin, kurumsal açıdan belirli bir seviyeye ulaşmamış gelişmekte olan ülkeler açısından, ekonomi ve finans alanında ani iniş ve çıkışlar yaratabileceği için küresel bir tehdit olarak görmektedirler. Ülke ekonomilerinin dışa açılma oranları arttıkça, dış risk faktörünün artışı nedeniyle hükümetlerin müdahale ve harcamaları da artmaktadır.

Küreselleşmenin yarattığı etkilerle birleşen finansal açıklığın oluşturduğu krizler ve ekonomik durgunluklar, hükümetleri yakından ilgilendirmektedir (Serdaroğlu, 2013: 24-25-75; Yılmaz, Akbulut ve Uğurlu, 2016: 114).

2.7.1. Finansal Açıklığın Hesaplanma Yöntemleri

Birçok analist son yıllarda uluslararası sermaye hareketliliğinde artış olduğu konusunda hemfikirdir. Fakat sermaye hareketliliği derecesinin ölçümünde bu fikir birliğinin daha az olduğu görülmektedir. Fikir birliğinin az olmasının sebebi ise ülkelerin sermaye hareketliliğini ölçebilmenin çok hassas ve zor olmasıdır. Özellikle ülkeler arasında ve belirli zaman dilimleri içerisinde faydalı karşılaştırmalar yapabilen endeksler oluşturmak oldukça zordur. Sermaye hesabındaki kısıtlamaların bir endeksi ile ölçülen finansal açıklık literatürde yaygın bir görüş olan AREAER'in bilgileri ışığında oluşturulmaktadır.

Finansal entegrasyonun ölçüm teknikleri üç sınıfa ayrılmaktadır. Yasal (de jure), fiili (de facto) ve hibrit göstergeler olmak üzere üç grupta toplanmaktadır. Çoğu yasal gösterge için ana kaynak, Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yayınlanan ve çok çeşitli dış hesap işlemlerini yöneten kural ve düzenlemelerin kapsamı ve doğası hakkında bilgi sağlayan Döviz Kuru Düzenlemeleri ve Döviz Kısıtlamalarına İlişkin Yıllık Raporudur. IMF'nin Döviz Düzenlemeleri ve Mübadele Kısıtlamalarına İlişkin Yıllık Raporu (AREAER) gibi yasal ölçüler, tipik olarak bir ülkenin sermaye hesaplarının açık olduğu ve kısıtlamalar ve kontrollerden arınmış olduğu yıl sayısını gösterir (Quinn vd., 2011:489).

De jure açıklık, IMF'nin AREAER'in yayımlandığı sermaye hesabı işlemlerine yönelik kısıtlamaların kaldırılmasıyla temsil edilir. De jure açıklık ölçümü, değişikliklerin çok daha hassas bir şekilde sınıflandırılmasına izin verir. De jure önlemler sermayeyi kısıtlayan düzenlemeler içerdiği için bir ekonomiye ait uluslararası sermaye piyasalarında yaşanan entegrasyon derecesini her zaman doğru şekilde yansıtmayabilir. Ayrıca de jure önlemler sermaye kontrollerinin uygulama derecesini de kapsamamaktadır. Bu nedenle, fiili veya bazı durumlarda "karışık" önlemler, bir ülkenin küresel finans piyasalarına entegrasyonunu ölçmek için alternatif bir yol sunar. Finansal entegrasyon derecesini ölçebilmenin diğer bir alternatif yolu fiili göstergeleri kullanmaktır. De facto ölçüm teknikleri fiili sermaye akışlarına dayanmaktadır. Niceliğe dayalı olan ve bir ülkenin uluslararası finans piyasalarına maruz kalmasını ölçmekte de facto ölçüm teknikleri kullanılır. Yasal ve fiili ölçüm tekniklerinin bir arada bulunduğu uygulamalar hibrit önlemler olarak sınıflandırılmaktadır (Bussière,2007: 145; IMF,2001:158).

Edison ve Warnock (2003)'un geliştirdiği FORU hibrit önlemler içinde yer almaktadır. Geliştirilen tedbirin paydası miktardan oluşurken, hisse senedi üzerinde uygulanan kısıtlamaları da içermesi açısından melez bir ölçüm tekniği olarak karşımıza çıkar. Dreher (2006) ile Dreher, Gaston ve Martens (2008) tarafından geliştirilen eGlobe yani ekonomik küreselleşmenin ölçüsü de hibrit önlemler arasında en kapsamlı gösterge olarak kabul edilen ölçüm tekniğidir (Edison ve Warnock, 2003:93; Dreher, 2006:1097).

Edwards ve Kant (1995) yaptıkları çalışmada ülkelerin iç ve dış faiz oranlarının yakınsama derecesinin finansal açıklık derecesini ölçmek için kullanılabileceğini söylemişlerdir. Haque ve Montiel (1991) ve Dooley (1997), ülkelere ait yurtiçi faiz oranlarına ait yeterli veri olmaması durumunda bile sermaye hareketliliğinin tahminini sağlayan modeller geliştirmişlerdir (Edwards, 2005: 75-76).

Sermaye düzeyini ilk kez sermaye kısıtlanma endeksine uygulayan Quinn (1997), çok değişkenli regresyon modelinde 64 ülkenin uluslararası finansal işlemlere ait düzenlemelerini kullanarak bir analiz oluşturmuştur. Uluslararası finansal değişiklikler, uzun dönem ekonomik büyüme, gelir eşitsizliği, kurumlar vergisi ve devlet harcamalarının içinde bulunduğu bir tahmin yöntemi geliştirmiştir. Quinn (1997) bu yöntemi “Açıklık” olarak adlandırmaktadır. Açıklık ölçümü, hükümetlerin iç ve dış finansal işlemlere ait politikalarını değerlendirip karşılaştırma yapılmasına olanak sağlamaktadır. 1950-1994 yılları arasında yasaları mevcut 64 ülkenin, yerel ve uluslararası yasalarının kodlanmasıyla oluşturulan ölçüm, ülkelerin finansal dereceleri ve düzenleme şekilleri hakkında hesaplamayı gerçekleştirebilecek yeterli bilgi sunmaktadır. Quinn (1997) metodolojisi, verilerin ayrıştırılması ve uzun süre aralığı nedeni ile sermaye kısıtlama ölçümlerini en iyi şekilde sağladığı iktisat literatüründe yaygın olarak kabul görmüştür (Quinn, 1997: 531; Potchamanawong, 2007: 10).

Rossi (1999), 1990-1997 yıllarına ait 15 gelişmekte olan ülkenin verileri kullanılarak sermaye kontrollerini, ihtiyatî düzenlemeleri, denetimi ve mevduat sahiplerinin güvenliğini yeni ölçütler kullanarak incelemektedir.

Sermaye kontrolleri giriş ve çıkışa ait endeksler Johnston ve Tamirisa (1998) ve Brune ve Guisinger (2006)'nın geliştirdiği endeksler kullanılarak belirlenmiştir. Veri setinin hazırlanmasında kullanılan sermaye kontrolleri, ihtiyatî düzenlemeler, denetim ve mevduat sahiplerinin güvenliğini ölçmek için oluşturulan endeks değerinin sıfır ile bir arasında değer alma zorunluğu, analizde kullanılan ülkeleri ve zaman kapsamını daraltmayı zorunlu kılmıştır. Mali Açıklık Endeksi (FOI), 12 kategori için ikili puanın kümülatif toplamını temsil eder ve

içerideki ve dışarı ki akışlar arasında ayırım yapar. Bununla birlikte, nitel metinden ikili puanlara eşlemeyle ilgili veriler ve ayrıntılar kamuya açık değildir. (Rossi, 1999: 3-5; Brune ve Guisinger, 2007:4).

Brune, Guisinger, Sorens ve Garrett (2001), AREAER'den faydalanarak 173 ülke için 1973-1999 yılına ait verileri kullanarak sermaye hesabı açıklık endeksi oluşturmuşlardır. Bu endeksi oluştururken dokuz cari ve sermaye kısıtlaması kategorisi kullanılarak hesaplama yapılmıştır. Genel endeks değeri, sıfır (tamamen kapalı) ile dokuz (tamamen açık) arasında puanlanmıştır (Potchamanawong, 2007: 16).

Miniane (2004), 1983 yılından 1996 yılına kadar olan zaman diliminde IMF'in düzenlemiş olduğu raporu (AREAER) dikkate alarak 34 ülke için ayrıştırılmış sermaye hesabı endeksleri düzenlemiştir. Tek bir kukla değişken kullanarak 1983-1993 yılları arasında ülkelere özgü serbestleşme hareketlerini hem de sermaye hesabında yaşanan liberalleşme hareketlerini ölçmede etkin bir hesaplama yöntemi oluşturmuştur. Sermaye kontrollerinin finansal açıklığı nasıl etkilediğini araştıran birçok çalışma başka güvenilir bir sermaye kontrolleri endeksi bulunmadığından bu ölçüm metodunu benimsemiştir (Miniane, 2004: 276-277).

Edwards (2005), son otuz yıllık sermaye hesabı kısıtlamalarının gelişimini üç veri kaynağını bir araya getirerek oluşturmuştur. Quinn (2003) endeksi, Mondy ve Murshid (2002) endeksi ve ülkelere özgü kaynaklardan elde edilmiş özgün bilgiler ışığında oluşturulan yeni endeks sayesinde analiz gerçekleştirmiştir. 1970-2000 yıllarına ait veriler düzenlenerek 163 ülke için sermaye hareketliliği kısıtlaması incelenmiştir (Edwards, 2005: 82-83).

Mody ve Murshid (2005) yapmış oldukları çalışma, 1979-1999 yılları arasında 60 ülkeyi kapsayacak şekilde hazırlanmıştır. Mody ve Murshid (2005) IMF'in raporundan aldıkları ve finansal açıklığın ölçümü için kullandıkları dört araç değişkenin varlığı ile finansal açıklık endeksi oluşturmuşlardır. Finansal açıklığı hesaplamada kullanılan endeks sıfır ile dört arasında değer almaktadır. Bulunan değerlerin sıfır olması o ülkenin sermaye hesabı ile cari hesabını kapattığını ifade ederken değerlerin dört olması ülkenin tamamen açık bir rejim uyguladığını göstermektedir (Mody ve Murshid, 2005: 250-251; Potchamanawong, 2007: 19).

Lane ve Milesi-Ferretti (2006), çalışmalarında 147 ülke ve 1970-2004 yılları arasındaki verileri kullanarak dünya piyasalarındaki finansal entegrasyonu ölçmektedirler. Toplam dış varlıklar toplamını toplam dış borçların toplamıyla GSYH'ye oranlayarak araç değişken olarak belirlemiştir. Analiz sonucunda ortaya çıkan oranın yüksek bir değer alması, finansal piyasaların entegre ve sermaye hareketleri kısıtlamalarının düşük olduğunu göstermektedir.

Oranın düşük değer alması durumunda ise finansal entegrasyonun zayıf ve sermaye kısıtlamalarının yüksek olduğuna işaret etmektedir (Lane ve Milesi-Ferretti, 2006: 4-6).

Chinn ve Ito (2008), AREAER'in tablosunu esas alan ve sermaye kontrolleri ile yoğunluğunu bir araya getiren KAOPEN ismini verdikleri bir endeks oluşturmuşlardır. KAOPEN sınır ötesi sermaye hareketlerinde kısıtlamaları kodlayan ve ikili kukla değişkenden oluşan ayrıca, ülkeler arasında farklı gelir gruplarını gösteren bir endektir. Oluşturmuş oldukları bu endeks, sermaye kontrolleri yoğunluğuna atıfta bulunmalarını sağlarken aynı zamanda zaman varyasyonlarını da içermektedir. Verilerin 1970-2005 dönemine ait ve 181 ülkeyi kapsıyor olması finansal açıklık ölçümlerinde endeks ile süre arasında çok büyük bir katkı sağlamaktadır. Geliştirilen bu finansal açıklık endeksi k_1 , k_2 , k_3 ve k_4 olarak farklı bilgileri temsil etmektedir. k_1 'in varlığı döviz kurlarını, k_2 ve k_3 'ün varlığı cari işlemleri ve sermaye işlemlerini, k_4 'ün ise ihracat gelirlerini temsil etmesine ait gerekliliğin bilgisini içermektedir. Hem KAOPEN hem de FOI, toplu bilgi için ideal bir endektir (Chinn ve Ito, 2008: 311; Özel, 2012: 27; Ayad ve Belmokaddem, 2017: 212-213).

Daha fazla ayrıştırılmış bir ölçü gerekiyorsa, örneklem boyutu daha küçük olmasına rağmen Schindler (2009)'in indeksi daha uygun olabilir. Diğer endekslerden farklı olarak, Schindler (2009)'in indeksi, bireysel işlem türleri düzeyinde ikili kodlar sağlar. Ayrıca, varlık kategorisi, ikamet durumu ve girişler ve çıkışlar bazında endeksler oluşturulabilmekte, ödemeler dengesi ikamet odaklı ve sermaye akışlarının yönüne göre analiz edilebilmektedir (Estrada,2015:4).

2.7.2. Finansal Serbestleşmenin Teorik Temelleri

Bir ekonomide finans sektörü, finansal kaynakların seferberliğinden ve aracılığından sorumludur. Finans sektörü, ekonominin diğer sektörlerindeki üreticiler ve nihai tüketiciler arasında sermaye girdisi olarak kullanılan fonları sağlamalıdır. Finans sektörünün aracılık konusunda etkin işleyişi, reel faiz oranı, nakit rezerv oranı, birincil borç verme oranı, döviz kuru, enflasyon ve çeşitli finansal piyasalara ait göstergelerle yakından ilişkilidir. Finansal göstergeler üzerindeki çeşitli tavan politikası uygulamalarının tasarrufları, sermaye birikimini ve kaynak dağılımında etkinliği bozduğu görülür (Peter ve Temidayo, 2017: 2).

Bazı ana akım iktisat uzmanları finansal serbestleşmenin faydalı olduğunu savunmaktadır. Rousseau ve Sylla (2001), finansal serbestleşmenin küresel çapta tasarruf ve yatırım arasında verimli bir aracılık sağladığını iddia eder. Ayrıca portföy çeşitlendirme, küresel risk paylaşımı ve değişimi ile ülke ekonomilerine refah kazanımı sağlar. Finansal

serbestleşme büyümei sağlam mikroekonomik temeller mevcut olduğunda artırabilir. Bu mikroekonomik temeller, iyi kurumların varlığı ve yüksek kalitedeki yönetimden oluşmaktadır. Rekabeti teşvik eden, özel mülkiyet haklarının garanti altına alındığı, hukuki ihtilafların çabuk çözümlendiği ve yolsuzluğun engellendiği, makroekonomik istikrarı sağlayan makro politika kurallarının var olması gerekir. Finansal serbestleşme sağlanması için gerekli olan reformlar şu şekilde sıralanır (Nissanke ve Stain, 2003: 289; Botta, 2018: 367-368):

- İç ekonomilerin uluslararası ticarete açılmış olması, ulusal mal piyasalarında serbestlik sağlanmış olması,
- Makroekonomik istikrar gerçekleştirilmelidir. Örneğin, düşük enflasyon, büyük mali açıklardan kaçınmak, enflasyon ve para politikasının tutarlı olması,
- Bankaların sermaye yeterlilik oranları ile ahlaki tehlike kredilerinin kısıtlanması,
- Son adım, uzun vadeli doğrudan yabancı yatırımlara ilk önce serbestlik tanınması, kısa vadeli portföy yatırımlarına ise ikinci aşamada serbestlik tanınması,

Son yıllarda yabancı doğrudan yatırımlar ve yabancı olmayan doğrudan yatırımlarda önemli bir artış görülmektedir. Ortodoks iktisat uzmanları, gelişmekte olan ülkelerin iç ve dış finansal serbestleşmenin sırasını dikkatle takip ederek refah ve kalkınmayı artırmak için sermaye akışlarına erişebileceklerini ifade ederler. Neoliberal eleştirinin “finansal baskıya” yönelik ekonomik mantığını ve ardından finansal serbestleşmeye verilen desteği anlamının en iyi yolu, finansal serbestleşme teorilerini incelemektir. Çalışmanın bu kısmında finansal serbestleşmenin teorik temelleri üzerinde durulacaktır.

2.7.2.1. McKinnon-Shaw Teorisi

“Mali Baskı Analizi” ismi ile bilinen, Dünya Bankası ve IMF destekli finansal serbestleşmeyi amaçlayan teori, 1973 yılında R. I. McKinnon ve E. S. Shaw’ın ayrı ayrı yapmış olduğu çalışmalar sonucunda oluşmuştur. Finansal serbestleşme okulu, büyüme ve kalkınma arasındaki arza yön veren liderlik ilişkisine yönelmiştir. Bu teori, 60’larda gelişmekte olan ülkelerde çok yaygın olan faiz oranı tavanları, yüksek rezerv gereksinimleri, idari kredi tahsisi ve hükümetlerin neden olduğu diğer çarpıtmalar dâhil olmak üzere finansal baskı politikasına meydan okumaktadır. McKinnon-Shaw Hipotezi, finansal baskıyı ülke ekonomileri için bir dengesizlik fenomeni olarak görür. Bu durumun, piyasaların tahsis işlevlerini en uygun şekilde takas etmesine ve hizmet verilmesine engel olur (McKinnon, 1973: 57; Andersen ve Tarp, 2003: 191).

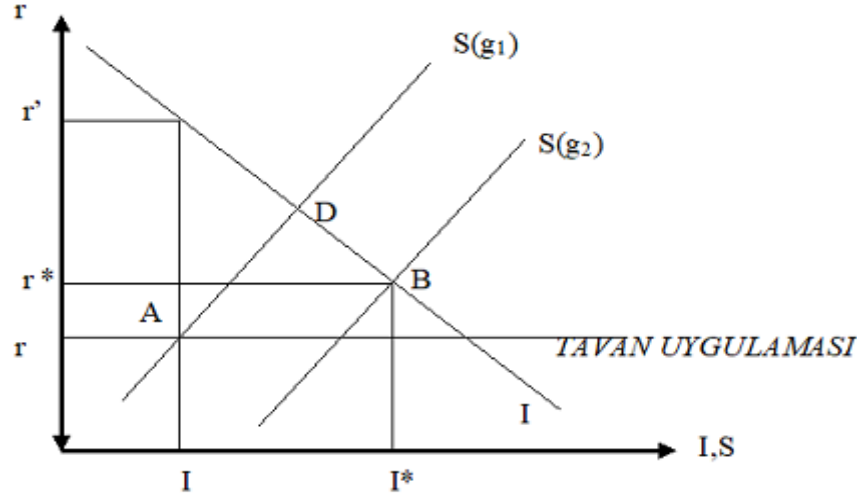
Finansal piyasalarda düşük tutulan faiz oranları ve yönetilen faiz oranları, yurtiçi kredi kontrolleri, yüksek rezerv gereksinimleri ve imtiyazlı kredi uygulamaları ülke içinde tasarrufları caydırır. Ödünç verilebilir fonları azaltır ve kaynakların verimli tahsisini geciktirerek ekonomik büyüme oranını düşürür. Fakat reel faiz oranlarında yaşanan artış, tasarruf sahiplerini daha fazla tasarruf etmeye yönlendirir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'a göre, önceden yapılan tasarruflar birikim sürecine yardım eder. Asıl önemli olan nokta ise faiz oranları yoluyla tüketim ve tasarruf arasındaki teşviklerin değişmesidir. Faiz oranlarının düşük seviyede tutulması beraberinde sıkı finansmanı getirecektir. Shaw (1973), "Derinleşme, faiz oranlarının mevcut tüketim yerine yatırımın ikâme edilmesi ve tüketicilerin beklentilerinin düşmesi için var olan fırsatları daha doğru rapor etmesi gerektiğini ima etmektedir. Finansın derinleştiği ülkelerde reel faiz oranları yükseldiğini ifade etmektedir. McKinnon-Shaw Hipotezi, tasarruf ve yatırım arasındaki dengenin sağlanmasında faizin etkili olduğunu savunan klasik modeli izler. Reel faiz oranlarında meydana gelen artış, tasarruf miktarını artırıp tüketim miktarının azalmasını sağlayacaktır. Para tutmanın sağlayacağı getiri oranları da yatırımların artmasına neden olacaktır. McKinnon-Shaw Hipotezi'nde, para tutma arzusu negatif ilişkiye sahip olan portföy yaklaşımının aksine sermaye getirisi oranından olumlu etkilenir. Yatırım seviyesinde yaşanan artışlar, tasarruf seviyelerinde artışa neden olacaktır. Fakat kredi tayinlaması aracılık hizmetinin kalitesini olumsuz etkileyerek yatırımların da kalitesini düşürmektedir (Bouزيد, 2012: 24; Shaw, 1973: 8; Arestis vd., 2005: 247).

Özel mülkiyet eliyle yaratılacak rekabet, mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki farkı azaltmada etkili olacaktır. Yaratılan rekabet, bankalar arasında ve ayrıca borç alan ile borç veren arasında en verimli anlaşmaları teşvik edecektir. Gelişmekte olan ülkelerde firmaların ve hane halklarının karşılaşmış olduğu farklı efektif fiyatlar, hükümet politikalarının bir sonucudur. Devlet müdahalesinin ortadan kaldırılarak tek sermaye piyasasının yaratılması, ekonomideki parçalanmayı tersine çeviren en önemli unsurdur. Ayrıca yerli tasarruf sahiplerinin getiri oranlarını artırabilmeleri için sömürülebilir yatırım fırsatları oluşturmak ve sermaye piyasalarını birleştirmekte önemlidir. McKinnon ve Shaw Hipotezi, özel karar vericilerin faydayı maksimum kılacak zamanlararası seçimi üstlenebilmeleri için sermaye hesabının serbestleştirilmesini desteklerler (McKinnon, 1973: 5-9).

McKinnon ve Shaw Hipotezi, gelişmekte olan ülkelerde 70'lerde ve 80'lerde finansal sektör politikalarını karakterize eden hükümetlerin yapmış olduğu kontrollerin ve müdahalelerin, ekonomik büyümeyi engelleyen çarpıklıkları tetiklediğini varsayar. McKinnon (1973)'un çalışması, gelişmekte olan ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik koşulları

vurgulamaktadır. Bu ekonomik koşullar arasında, özel firmaların genel olarak küçük boyutta olması, küçük boyutta olan özel firmaların finansman eksikliğinin bulunması ve yatırımların belli bir yerde toplanmış olmasını gösterir. Böyle bir ortamda para, fiziksel yatırım miktarının artırılması ve nitelik olarak iyileştirilmesinde önemli bir rol üstlenir. Yatırımların gerçekleştirilebilmesi için öz sermayeye ihtiyaç vardır. Para talebinin durağan olmadığını vurgulayan McKinnon, yatırım eylemini gerçekleştirmek için para bakiyelerinin birikimini gerekli görür. McKinnon'a göre para, yatırım yapılabilir mablağ birikiminin gerçekleştirildiği bir kanaldır. McKinnon Hipotezi, birincil araç olarak tanımlanan paranın tasarruf aracılığı ile gerçekleştiğini vurgular. Shaw'ın Finansal Derinleşme Hipotezi (1973), finansal sistemde yaşanan gelişmelerin, para dışındaki alternatif finansal varlıkların finansal tasarruflar için kullanılabilmesini söylemektedir. Tasarruf ve yatırımın gerçekleşmesi parasal olmayan varlıkların birikimiyle de sağlanabilir. Kısaca, nakit bakiyelerin yatırımdan önce biriktirilmesine gerek duyulmaz. McKinnon ve Shaw'ın hipotezlerinde birbirinden ayrıldığı noktalar şöyledir. McKinnon parasal tabanı dikkate alarak modelini para ile sermayenin birbirini tamamladığı fikri üzerine inşa etmiştir. Çünkü McKinnon sermayenin biçimlenmesinde paranın aracılık ettiğini söyler. Shaw ise içsel parayı yani bankalarda mevduat olarak toplanan parayı önermektedir (Hassan vd., 1993: 79; Kargbo, 2008: 132; Thornton ve Poudyal, 1990: 398).

McKinnon ve Shaw, gelişmekte olan ülkelerdeki düşük seviyelerde belirlenen büyüme hızını, bu ülkelerin geri kalmışlık sebeplerini anlamayı ve çözmeyi amaçlar. Ödünç verilebilir fonlar teorisini temel alan bu yaklaşım, yaşanacak finansal serbestleşme sonucunda sermayenin getiri olarak az görece olarak bol olduğu yerden "gelişmiş ülkeler", sermaye faktörünün kıt fakat getirisinin bol olduğu bölgelere "gelişmekte olan ülkeler" yönelmesi sonucunda finansal derinliğin artıracığını savunur (Atamtürk, 2007: 76).



Şekil 6. McKinnon ve Shaw Yaklaşımı ve Faiz Uygulaması

Kaynak: Botta, (2018), Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Etkileri, s. 365.

Faiz oranları ile büyüme oranları arasındaki pozitif yönlü ilişki Şekil 6'da gösterilmektedir. Grafikte yatırımlar ile faiz oranları ters yönlü bir ilişki içindeyken tasarrufların hem milli gelir ile hem de faiz oranları ile doğru yönlü bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. Ayrıca ekonominin büyüme miktarını gösteren değişkenin $g_1 < g_2$ olduğu bilinmektedir. Ekonomiye herhangi bir müdahalenin olmaması halinde büyüme oranı g_1 'den g_2 'ye yükseldiği zaman tasarruf miktarı da artış göstererek $S(g_1)$ 'den $S(g_2)$ 'ye yükselecektir. Ekonomi bu durumda iken denge noktası r^* faiz oranı ile I^* yatırım miktarının eşitlendiği D noktasında dengeye gelecektir. Devletin mali baskı sonucunda faize tavan uygulaması getirdiği varsayımı yapılsın.. Böyle bir durumda r faiz oranı, sınırlamaya karşılık gelen faiz oranını temsil etmektedir. Klasik varsayımın yatırım tasarruf eşitliği dikkate alınacak olursa, r faiz oranı ve I yatırım düzeyinde yeni denge sağlanmış olacaktır. Fakat Şekil 1'den de anlaşıldığı üzere faiz tavan uygulaması sonucunda AB kadar yatırım talebi karşılanamayacaktır. Yapılan mali baskı, kredi miktarını kısıtlayarak bazı verimli ve etkili yatırımların hayata geçirilememesine sebep olacaktır. Böylelikle verimli yatırımların önü kesilecek ve sonuç olarak ekonomik büyüme bu durumdan olumsuz etkilenecektir.

McKinnon ve Shaw (1973), az gelişmiş ülkelerde yeterince organize olmayan sermaye ve para piyasaları, bireylerin servetlerini depolayacakları yeterli finansal ve fiziksel araç seçeneği sunamamaktadır. Piyasalardaki bilgi eksikliği nedeniyle para harici finansal araçların pazarlanması da kolay olmamaktadır. Hipotezin en önemli noktası, herhangi bir gelir düzeyinde özel tasarruflarda yaşanan artışın ortalama gelirden oluşan artışa yol açmasıdır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki özel tasarrufların artması, birikim kanalının para olduğunu göstermektedir (Rehman ve Gill, 2005: 22).

McKinnon, gelişmekte olan ülkelerde iç finansman ihtiyacı için, etkin ve gelişmiş bir finansal sistemin varlığına, dış finansman ihtiyacı için ise bankacılık sektörünün çok önemli olduğuna dikkati çekmekte ve bu düşüncesini de bazı varsayımlara dayandırmaktadır. Bu varsayımlardan ilki, yatırımcılar yatırımlarını finanse edebilmek için kendilerine ait olan kaynakları (otofinansman) kullanmaktadırlar. İkincisi üretim sürecinin modern olması ile ilgilidir. Üretim sürecinin modern olması, büyük yatırım ve aynı zamanda büyük miktarda kaynağı gerekli kılmaktadır. Üçüncüsü örgütlenmiş bir yapıya sahip olan finansal sektörün ihracat endüstrisine, kentsel ve modern endüstrilere kredi yoluyla kaynak temin ettiği varsayılmıştır. Son olarak dördüncü varsayım ise, hükümetlerin cari dönemde yapmış oldukları kamu harcamalarını toplamış oldukları vergi gelirleri ile finanse edip ülke içindeki sermaye birikimini dikkate almadıklarıdır (Taş ve Kar, 2004: 165-166).

McKinnon ve Shaw'ın ileri sürdüğü teori, para ile sermaye arasındaki ilişki nedeniyle Neo-Klasik modelden ayrılmaktadır. Neo-Klasik model para ve sermaye arasında ikâme ilişkisi olduğunu savunurken, McKinnon ve Shaw tamamlayıcılık ilişkisinin varlığından söz etmektedir. McKinnon tamamlayıcılık hipotezinde ki para ile fiziki sermaye arasındaki ilişkinin etkileşimini şu şekilde izah etmektedir. Ekonomik birimlerin borç alabilecek durumu yoksa tasarruf miktarlarını artırmaları gerekir. Faiz oranları ile doğru orantılı olan tasarruf birikimi daha büyük miktarda yatırımların yapılmasına fırsat tanıyacaktır. Böylelikle para ve fiziki sermaye arasındaki tamamlayıcılık ilişkisi oluşacaktır (Molho, 1986: 93).

2.7.2.2. Yapısalıcı Teori

Yapısalıcı düşünceye ilk Raúl Prebisch tarafından dikkat çekildiği kabul edilmektedir. Prebisch, 1949 manifestosunda, uluslararası yapının endüstriyel bir hegemonik merkez ile tarıma bağımlı bir çevre arasında bölündüğü bir kavram ortaya atmıştır. Yapısalcılık terimi hem bilimsel hem de kültürel bağlamda farklı anlamlarda kullanılmıştır. Blankenburg, Palma ve Tregenna (2008) yapısalcılığı, sosyal ve beşerî bilimler gibi birçok disiplinde mevcut olan kavrayış biçimine meydan okuyan teorik bir yaklaşım olarak tanımlarlar. Street ve James (1982)'e göre ekonomik yapısalcılık ekonomik sistem ve insan doğasını içeren iki temel kavramı temsil eder. Yapısalıcı Teori'de, yapıyı oluşturan ilişkilerin, unsurların tek başına her birinden daha önemli olduğu görülür ve Ortodoks düşünceye eleştiri niteliğindedir. Neoklasik ekonominin aksine, denge durumlarını karakterize etme endişesiyle bu yapı, ekonomik yapıda

nitel değişime yol açan süreçleri, onları düzenli ve sistemik süreçler olarak ele almaktan vazgeçmeden kavramayı amaçlamaktadır. Kısaca Yapısalcı Teori, ekonomik değişkenlerdeki davranışları tanımlayan sosyal yapıları vurgular (Oreiro, 2015: 250; Schumpeter, 1982: 44).

Gibson (2003) ve Jamenson (1986) gibi araştırmacılar tarafından, ekonomik yapısalcılığın kökenlerinin oldukça büyük bir bölümünün, özellikle de Levi-Strauss (antropoloji), Godelier (sosyoloji), Piaget (psikoloji), Foucault (felsefe) gibi alanlarındaki önceki çalışmaların bir ürünü veya uzantısı olarak 40'lı ve 50'li yıllarda ortaya çıktığı savunulmaktadır. Ekonomik yapısalcılık, 50'lerin ilk yarısında Latin Amerikalı iktisatçılar arasında ortaya çıkan bir düşünce okuludur. Yapısalcı teorinin ana hedefi, makroekonomik modellerin ekonomik olmayan parametrelerinin önemini kanıtlamaktır. Ekonomik değişkenlerin göstermiş olduğu davranışlar ekonomik olmayan parametreleri kapsamlı araştırmaya itmiştir (Love, 2005: 101; Furtado, 2000: 95).

Yapısalcı Teori, Neoklasik okulun gözden kaçırdığı ve üzerinde durmadığı ürün farklılaşması, ölçek ekonomileri, öğrenme süresi ve dinamik dışsallıkların varlığı üzerinde durarak ekonomik değerlendirmeler yapmaktadır Ayrıca kısa ve uzun vadeli tedbirlerde düzenleme yapılması, kamu ve özel sektör arasında uyumlu hareket etmeyi saylayan girişimlerin sağlanması, büyük ölçüde eşitlik ilkesini sağlayacak üretim ve yönetim yapısının oluşturulması ve ulusal özerkliğe destek verecek strateji ve politikaların belirlenmesi Yapısalcı Teori'nin önemli unsurları arasında yer almaktadır. Yapısalcı Teori, tarafsız politikalardan ziyade seçici politikalar sunmaktadır (Ffrench-Davis, 1988: 39).

Yapısalcı Teori 40 ve 1950'lerde formüle edildiğinden beri Neoklasik Teori'den farklılıklar göstermektedir. Yapısalcı teorinin farklılıkları şöyledir (Bresser-Pereira, 2012: 349-350):

- Ekonomik gelişimi anlamak için varsayımsal tümdengelimli modellerin yerine tarihsel tümdengelimli yöntemi kullanır.
- Piyasaların kusursuz bir ekonomik koordinasyona sahip olduğunu kabul eder. Arka planda genişleme arayan kararlı bir ulus ve devletin varlığını savunur.
- Gelişmekte olan ülkelerde kazançlı yatırım fırsatlarının olmayışı, devletin zorunlu tasarrufları teşvik etmesine neden olur.
- Orta gelirli ülkeler de dahil olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin kalkınmaları için gerekli olan tasarrufu yaratamayacaklarını varsayar.

- Gelişmekte olan ülkelerde karşılaştırmalı üstünlük yaratacak uzmanlaşmaları ve geleneksel ekonomi tarafından tarife korumalarına yapılan kınamaları red eder.
- Yapısal enflasyonun ekonomik gelişmeyi zorunlu bir şekilde takip edeceğini savunur. Özellikle gıda üretim piyasasındaki sınırların fiyatlarda yaşanacak bir artışla çözülebilecek bir darboğaza sahip olduğunu imâ eder.

Taylor'a göre, gelişmekte olan ülkeler basit formüller kullanılarak yapılan yapısal reformlar nedeniyle finansal yapılarının sorunlarını çözemeyecektir. Bu sebepten ötürü hükümet müdahalesi yoluyla yatırımlara ve teknolojiye doğrudan yönlendirmede bulunulmalıdır. Ancak bu şekilde gelişmekte olan ülkelerde sürdürülebilir kalkınma adına istikrarlı bir adım atılmış olabilir.

2.7.2.3. Neo-Keynesyen Teori

70'lerin sonlarında Stanley Fischer (1977), Edmund Phelps ve John Taylor (1977) ücret ve fiyat yapışkanlığının mikroekonomik temellerini oturtmaya çalışmışlardır. Neo-Keynesyen ekonomi etiketinin bilimsel bir makalede ilk kullananlardan biri Laurence Ball, N. Gregory Mankiw ve David Romer (1988)'dir. Zamanımızın en ünlü Neo-Keynesyen Ekonomi Teorisi temsilcileri ise iktisat dalında iki Amerikan Nobel Ödülü sahibi olan Joseph Stiglitz ve Paul Krugman'dır (Gardon, 1990: 1115).

Neo-Keynesyen Teorisi'ne göre, istihdam yaratmayı amaçlayan faaliyetler hem kısa vadeli hem de uzun vadeli hükümet yatırımlarını içerebilir. Kısa vadede faiz oranlarını sıfıra indirmek ekonomik durgunluğu atlatabilmek için yeterli değildir. Çünkü ulusal ve uluslararası talebin yetersiz olması, faiz oranlarından bağımsız bir şekilde borçlanma ve yatırımı engeller. Yatırım miktarını artırmak için kullanılacak olan vergi politikası da etkilimeyeceğini söylemektedir. Başlıca temsilcisinin Stiglitz olduğu "Neo-Keynesyen" görüşe göre, gelişmekte olan ülkelerde finansal sektör istikrarsız ve kırılığandır. Bu nedenle finansal liberalizasyon her zaman yatırım kanalı ile büyüme oranını artırıp, enflasyon oranını düşürememektedir. Finansal sistem içerisinde oluşan bu olumsuzluklar, gelişmekte olan ülkelerin kendine özgü finansal yapılarıyla ilişkilidir (Veggeland, 2016: 23).

McKinnon ve Shaw Hipotezi ekonomide tam istihdam varsayımından hareketle finansal liberalizasyonun gelişmekte olan ülke ekonomilerine olumlu etki yapacağını söylerken bu görüşün aksine Neo-Keynesyen yaklaşım, ekonomilerin her zaman tam istihdam seviyesinde bulunmayacağını, açık işsizlik ve eksik istihdamla mücadele eden ekonomilerin finansal liberalizasyondan olumsuz etkilenebileceğini söyler. Neo-Keynesyen yaklaşım McKinnon ve

Shaw Hipotezi'ni bazı varsayımlarından ötürü ciddi şekilde eleştirmektedir. McKinnon ve Shaw Hipotezi'ni eleştirme sebeplerinden bir tanesi de asimetrik bilginin varlığıdır. Finans piyasalarında yapılan işlemlerde bilgi akışının sektöre uğraması beraberinde asimetrik enformasyon sorununu oluşturur. Gelişmekte olan ülkelerde kredi veren kurumlar, eksik bilginin varlığı sebebiyle kredi tayinlemesine gider (Kılıç, 2011: 28).

Stiglitz'e göre, gelişmekte olan ülkelerde daha yaygın görülen bir durum da banka sayısı fazla olmasına rağmen ikincil piyasaların yaygın olarak görülüyor olmasıdır. Stiglitz'e göre gelişmekte olan ülkelerde eksik bilginin bulunduğu piyasalar ikincil piyasaların oluşumunu kaçınılmaz yapar. Stiglitz, finansal baskı politikasının bazı durumlarda etkili olduğunu düşünür (Stiglitz, 1998: 31).

Neo Keynesyen Teori'ye göre asimetrik bilginin varlığı piyasaların yapısını bozmaktadır. Asimetrik bilgi, işleme taraf olan kişilerden birinin tam bilgiye sahip olurken diğerinin eksik bilgi sahibi olmasını ifade etmektedir. Borçlular, çalışkanlıklarını, ahlaki dürüstlüklerini ve teminatlara bağlılıklarını borç verenden daha iyi bilmektedir. Borç verende borç alanın gerçek özelliklerinden faydalanarak bilgi sahibi olacaktır. Fakat ahlaki tehlike, piyasadaki katılımcılar arasında doğru bilgi aktarımını engeller. Gerçek özelliklerin doğrulanma süresi çok uzun ya da maliyetli olabilir. Doğru bilgi aktarımını sağlanamadığı müddetçe piyasalar kötü performans sergilemektedir. Özellikle finansal piyasalarda belirgin olan asimetrik bilgiye ilk dikkat çeken isim George Akerlof'tur. Limon probleminden yola çıkan Akerlof (1970), kamu müdahaleleri yoluyla finansal piyasalarda yaşanan asimetrik bilginin önüne geçilebileceğini söylemektedir (Leland ve Pyle, 1977: 371).

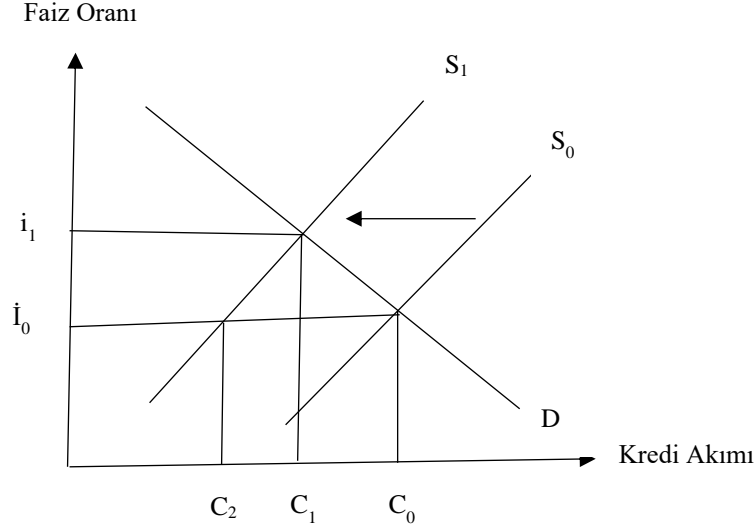
Özellikle kredi ödünç alanların tüm özelliklerinin bilinmiyor olması beraberinde ters seçim sorununu da getirmektedir. Ters seçim sorunu, işletmelerin kredi talebinde bulunurken işletme varlıklarının daha az veya daha fazla açıklamasından da kaynaklanabilir. Finansal piyasalarda yaşanan ters seçim sorunu ise krediyi alabilmek için çok daha fazla çaba gösterip arzu edilmeyen bir sonuca sebep olma ihtimali daha yüksek olan kredi alıcılarını ifade etmektedir. Bu türden kredi alıcıları, aldıkları krediyi geri ödeyememe riskini daha çok artırır. Ters seçim sorunu, bankacılık sektöründe geri ödemede sorun yaşanacak yüksek riskli kredilerin ağırlıkta olmasına sebep olmaktadır. Ters seçim aynı zamanda risk primi ödemelerinin de önüne geçebilmektedir. Kredi talep edenlerin kredi arzını gerçekleştiren kurumlara sunmuş oldukları bilginin doğruluğuna dair bir şüpheye karşın risk primi talebinde bulunabilirler fakat bu kredi maliyetinin yükselmesine sebep olur (Yiğitbaş, 2012: 26-27).

Stiglitz ve Weiss'e göre, bir banka ya potansiyel borçluları seçerek ya da faiz oranını belirleyerek kredi havuzunun riskini yönetebilir. Faiz oranlarını yükseltmek bankalar açısından kârsız olabilir. Faiz yükseltmek yerine kredi tayinlemesine gidilmesi optimaldir. Kredi tayinlemesi, birbiriyle aynı özellikleri taşıyıp borçlanma isteği içinde olan ve potansiyel kredi kullanma talebinde bulunanların bazılarının kredi kullanması, geri kalanların ise daha yüksek faiz oranlarına razı olmalarına rağmen borçlanamadığı durumu ifade etmektedir. Bu problemin ortadan kalkması için fon arzının var olandan daha fazla olması gerekmektedir. Kredi tayinlemesi iki şekilde ortaya çıkar (Niinimäki, 2018: 97; Özel, 2011: 159; Paya, 2020: 364).

- Fon talebi tayinlemesi, geçerli faiz oranını ödemeye razı fon talep edenler, fon arz edenlerin imkanlarının sınırlı olmasından ya da fon arzının riskli bulunmasından ötürü fonlama gerçekleşmeyerek tayinlanmış olur.
- Arz cephesi tayinlemesi, durumunda da piyasanın kısa ayağını talep cephesi oluşturur. Piyasada geçerli faiz oranından fon arzında bulunanlar olmasına rağmen fon talebinin yetersiz kalması tayinlamanın gerçekleşmesine sebep olur.

Kredinin geriye ödenebilme olasılığı, bankaların beklenen getirisidir. Bu nedenle bankalar kredi verirken kredi talep edenleri iyi değerlendirmeli ve ona göre kredi vermelidir. Bankalar aldıkları krediyi geri ödeme ihtimali yüksek olan borçluları tespit etmelidir. Bankalar, bu tür kredi talep edenleri diğerlerinden ayırabilmek için bazı tespit yöntemleri kullanmaktadırlar. Kredi faizini ödeme yönünde gösterilen isteklilik bu yöntemlerden bir tanesidir. Yukarıdaki şekilde görüldüğü üzere, beklenen geri ödeme oranındaki artış, faizdeki artışa göre çok daha yavaş yükselme eğilimindedir.

Bernanke ve Blinderer (1988), rezervleri ve dolayısıyla bankacılık sisteminden mevduatları tüketen FED'in açık piyasa satışları, bankaların ödünç verilebilir fonlara erişimini azaltarak banka kredisi arzını sınırlayacağını öne sürer. Bernanke ve Blinderer'e göre ödünç verilebilir fonlar varsayımı en az iki nedenden dolayı önemlidir. Birincisi, kamu sektörüne giden fonların özel sektörden temin edilmesi, maliye politikası için sınırlı bir pozitif rol gerektirir. İkincisi, bankalar ödünç verilebilir fonların aracıları olarak atandıklarında, bankalar kazanç varlıklarını ve borçlarını aşağı yukarı doğrudan kontrol edebilir (Fiebigler ve Lavoie, 2020: 85).



Şekil 7. Kredi Arz Miktarındaki Azalma

Kaynak: Paya, 2002: 365.

Şekil 7’de, (i) faiz oranlarını, (D) kredi talebini, (S) kredi arzını yatay eksen ise kredi akımını göstermektedir. Eğer piyasalar Walrascı Yaklaşımına göre çalışacak olursa denge, i_1 faiz düzeyinde, C_1 miktarında kredi arz ve kredi talebinde dengeye gelmiş olacaktır. Fakat kredi tayinlamasında kredi arz edenler kredi talep edenleri bazı yönleri ile ölçerek onlara öyle kredi sunmayı tercih etmekteydi. Yüksek faiz oranlarından kredi kullanmayı kabul edenler olsa dahi faiz artırmak, bankaların getiri miktarlarını artırmayacaktır. Bu sebepten ötürü faiz artırımını yapmak yerine kredi tayinlamasına gitmek bankalar açısından daha olumlu sonuçlar doğurmaktadır. Faiz oranını artırmak yerine, faizi i_0 düzeyine indirerek ve sıkı para politikası uygulayarak kredi arz eğrisini S_0 ’dan sola doğru kaydırarak S_1 seviyesine çekip piyasalardaki kredi miktarını S_0-S_1 kadar tayinlamış olmaktadır. Eğer bankalar kredi tayinlamasına gitmeyecek olursa, o zaman faiz oranları düşmeyecek ve bankalar C_1 kadar kredi arz edeceklerdir.

Sıkı para politikası sonucunda kredi arzının daraltılması, beraberinde kredi talebinde düşüşü de getirecektir. Daraltıcı parasal şok nedeniyle kredi talebinde yaşanan azalma üretimin yavaşlaması ile sonuçlanacaktır.

2.7.2.4. Post Keynesyen Teori

Post Keynesyen yaklaşım, Keynes, Kalecki ve Roy Harrod’un çalışmaları üzerine inşa edilmektedir. Belirsizliğin ve finansın önemini vurgulayan N. Kaldor (1959), N. Kaldor ve J. Mirrlees (1962), L.L. Pasinetti (1962) ve Bayan Robinson (1962) Post Keynesyen’in ana

gövdesini oluşturmaktadır. Post Keynesyenler, geleceğin belirsiz olduğunu, üretim sürecinin zaman gerektirdiğini, parasal ekonominin de tasarruflardan, yatırımlardan ve finansman kararları tarafından belirlendiğini varsayarlar (Eichner ve Kragel, 1975: 1295; Crotty, J. R. 1980: 21).

Post-Keynesyen yaklaşımın benimsemiş olduğu görüşler şöyledir (Paya, 2002: 375):

- Post-Keynesyen yaklaşım, Neo-Klasiklerin Genel Denge Analizi'ni değiştirmektedir.
- Post-Keynesyen yaklaşıma göre, iktisadi birimler almış oldukları kararların neticesine katlanmak zorunda olup yaşanan iktisadi olaylar gerçek zaman diliminde analiz edilmektedir.
- Post-Keynesyen yaklaşıma göre, hesaplanamayan risklerin varlığı ve belirsizliğin olduğu durumlarda, paranın rolü devreye girmektedir. Para, belirsizlik durumunda gelecek ile karar verilen an arasında köprü vazifesi üstlenmektedir.
- Post-Keynesyen yaklaşım, bir ekonomi içerisindeki iktisadi birimlerin yapmış olduğu sözleşmeler üzerinde durmaktadır.
- Post-Keynesyen yaklaşım, para arzının içselliğini kabul etmektedir.
- Post-Keynesyen yaklaşıma göre yatırımların üzerinde finansal kurumlarının önemli yeri bulunmaktadır.
- Efektif talep yetersizliklerinin yaşanacağı, teorisyenler tarafından özellikle belirtilmiştir.
- Post-Keynesyenler piyasanın istikrarsızlığını temel almaktadırlar.

Post Keynesyen yaklaşımda, genişleme yaşayan ekonomik sistemde, para otoritelerinin bankacılık sistemine ait likiditeyi tehlikeye atmadan rezerv artışını engelleyemeyeceği varsayılır. Para otoritelerinin aksi şekilde hareket etmesi merkez bankalarının kuruluş amacına ters düşecek ve “son borç veren” olarak hareket etmesini engelleyerek bankacılık sisteminin likiditesini bozacaktır (Aretstis ve Eichner, 1988: 1007).

Post Keynesyen yaklaşımda en temel ilke, etkin taleptir. Etkin talep, dengeye ulaşmak için gereken ürünlerin değerinden ziyade, tüketicilerin gerçekte belirli bir fiyattan satın aldıkları ürünlerin toplam değerini yakalar. Etkin talebin varlığı, gelirin harcama yoluyla belirlenmesine, üreticilerin gelir ve harcama beklentilerinin üretim ve istihdamı belirlemesine ve kalıcı gönülsüz işsizliğe sebep olmaktadır. Post Keynesyen yaklaşımda para, hem kısa hem de uzun

dönemde ekonominin reel değişkenleri üzerinde öncü rol oynamaktadır. Paraya yapılan vurgunun yanı sıra belirsizlik kavramına da dikkat çekildiği görülmektedir. Para, sözleşmelerle güçlü bir şekilde bağlıdır ve bu durumda belirsizliği azaltmaktadır. Ayrıca para ve likit varlık, sahiplerine bazı avantajlar sağlar. Bunlar, likidite sahiplerine yükümlülüklerini yerine getirebilme imkanı ve gelecekte yaşanabilecek beklenmedik bir olayla başa çıkma esnekliği tanınmasıdır (Dequech, 2012: 356-357).

Post Keynesyen iktisat uzmanları, finansal piyasalardaki ekonomik birimlerin yapmış olduğu portföy işlemlerinin sözleşmelerle uyumlu olacağını düşünmektedirler. Bütün piyasaların sözleşmelerle uyumlu olması sonucunda Post Keynesyen yaklaşım, döviz kurunun belirlenmesine odaklanmaktadır. John T. Harvey (2010)'in yapmış olduğu çalışmada, belirsizlik ve beklentileri, Döviz Kurları ve Sermaye Akışları Teorisi'ne dahil etmiştir. John T. Harvey'in Teorisi, temel belirsizlik kavramını baz almaktadır. Teoride varlık fiyatlarına dair beklentiler, istikrarlı olasılık fonksiyonlarının yokluğunda çoğunlukla sözleşmelere ve psikolojik faktörlere dayanmaktadır (Bonizzi, 2017: 148).

Birçok ülkenin para birimi uluslararası yükümlülükleri yerine getirmek için doğrudan kullanılmamaktadır. Yatırımcıların gelişmekte olan piyasa varlıklarına portföylerinde daha az yer vermeleri normal kabul edilmektedir. Gelişmekte olan para birimlerinin düşük likiditeye sahip olmasının olumsuz etkileri bulunmaktadır. Likidite tercihi artan yatırımcılar daha fazla likit olan varlıklara hızla dönmeleri istikrarsız sermaye akışlarını artırmakta ve istikrarsız döviz kurlarının olumunu tetiklemektedir. Martins Biancareli (2011)'nin “Likidite Döngüleri” olarak bilinen bu modeli, gelişmekte olan piyasalara yönelen sermaye akışlarını uluslararası likidite tercihinde yaşanan bir azalmaya bağlamaktadır. Sonuç olarak Post Keynesyenler, finansal serbestleşme ile birlikte artan sermaye hareketlerinin büyümeyi olumsuz etkilediğini söyleyerek McKinnon ve Shaw yaklaşımından tamamen uzaklaşmaktadırlar (Biancareli 2011: 9).

2.7.2.5. Finansal İstikrarsızlık Hipotezi

Küreselleşme eğiliminin artması, serbestleşme ve sermayenin sınır ötesi hareketlerinin büyümesi, finansal varlıkların son dönemde birbirinden fazla etkilenmesine neden olmaktadır. Piyasalardaki yüksek seviyeli belirsizlik ve ekonomilerin finansal zayıflıkları, yüksek parasal likiditenin oluşması halinde mali piyasaları olumsuz etkileyebilmektedir. Minsky (1982), ekonomik sistemin kendi içinde oluşan sebeplerden ötürü mali kırılganlığa doğru ilerlediğini ve bu durumun finansal sisteme ait bir özellik olduğunu söylemektedir. Minsky, finansal

istikrarsızlık hipotezini basit fakat güçlü bir fikre dayandırmıştır (Passarella, 2012: 571). Minsky (1982)'e göre kapitalizmde fiyatlar iki şekilde tanımlanmaktadır. Varlıkların faiz oranları, yatırımcılara o varlığın çekici olmasını sağlayan talep fiyatıdır. Bir de o varlığın üretim fiyatı bulunmaktadır. Ekonomik birimler bir varlık için yatırım yapmayı amaçlıyorsa, yatırım yapılacak varlığın ya talep fiyatı ile arz fiyatı eşit seviyede olmalıdır ya da talep fiyatı arz fiyatını aşmalıdır (Beshenov ve Rozmainsky, 2015: 423).

Minsky (1963), şirketleri üç ayrı sınıfa ayırmıştır. İlk şirket tipi hedge, ikincisi spekülasyon ve son olarak ponzi tipi şirketlerdir. Hedge şirketlerin borçlarını ve faizlerini ödeyebilen ve nakit akışlarının gerekçesinden daha fazlasını ödünç almayan şirketler olduğunu söylemektedir. Spekülasyon şirketlerin, borçlanması fazla olduğundan sadece borçlarının faizini ödeyebilen şirketler olduğunu, ponzi şirketlerin ise aldıkları borçlarla ne sermayelerini geri ödeyebilen ne de borçlarının faizini yerine getirebilen firmalar olduğunu söylemektedir. Şirketlerin, ekonominin uzun süren refah durumunda daha büyük riskleri kabul ettiğini ve kabul ettiği riskleri yanlış yorumlayarak finansal istikrarsızlığa sebep olduğunu varsaymaktadır (Chiarella ve Guilmi, 2011: 1151; Mulligan, 2013: 452).

Minsky (1992), finansal istikrarsızlık hipotezinin temel varsayımlarını şu şekilde oluşturmuştur. Bu varsayımlardan ilki, ekonomi hem finansal istikrarın bulunduğu hem de bulunmadığı bir rejime sahiptir. Bir diğer varsayımı ise, ekonomilerde uzun zaman süren refahın olduğu dönemlerde, istikrarlı sistem sağlamak amacıyla yapılan finansal ilişkilerin, istikrarsız bir hal alıyor olmasıdır (Beshenov ve Rozmainsky, 2015: 424).

ABD'de mortgage piyasalarında yaşanan çöküşle birlikte finansal piyasaların işlevsel bozukluklar yaşaması Minsky'in fikirlerini yeniden gündeme taşımıştır. Krizin patlama döneminde borçların birikmesi, ekonomiyi krize sürükleyen temel nedendir. Borçların birikmesi ise küresel çapta yaşanan finansal yenilikler ile kuralsızlaştırma hareketinin bir sonucudur. Yaşanan finansal yenilikler ve kuralsızlaştırma Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'nin (FHI) önemli yönlerinden birini oluşturmaktadır. Bir diğer önemli nokta ise ekonomik büyüme sürecinde bankalar ve diğer finansal araçlar tarafından yatırımcıların finansal yenilikler kullanılarak borçlanmaya ikna edilmesidir (Chen, 2018: 115).

Verimli işleyen bir finansal sistemin, ekonominin geneline büyük bir katkısının olduğu tartışılmaz bir konudur. Zaman içerisinde ekonomilerde yaşanan gelişmenin ve küreselleşme eğiliminin artması, finansal sistemi daha karmaşık, birbirine bağlı ve yenilikçi bir hale gelmesine neden olmaktadır. Finansal kriz ve finansal sistemin riskini azaltabilmek adına

genişleyen finansal ağ için şeffaflığa, güvenilir ve kaliteli bilgiye ihtiyaç vardır (Klemkosky, 2013: 676).

2.7.2.6. Spekülatif Gelişme Modeli

Spekülatif saldırıların zamanlamasına ışık tutan ilk makale, Salant ve Henderson (1978) tarafından yazılmıştır. Salant ve Henderson (1978)'ın yapmış olduğu çalışma, piyasa dengesinin, hükümetin altın rezervlerine spekülatörlerin iyi hesaplanmış bir tarihte saldırması durumunda olabileceğini göstermektedir. Krugman (1979) çalışmasında, döviz piyasasını da dahil ederek sabit döviz kuru rejimi varsayımında, para talebi artışının üstünde iç kredi yaratmanın ani bir spekülatif saldırıya neden açabileceğini söyler (Rao, 1997: 2941).

Spekülatif Gelişme Modeli, Ilene Grabel (1995)'in yılında geliştirmiş olduğu bir modeldir. Neo Keynesyen ve Post Keynesyen yaklaşımının sentezi olan Spekülatif Gelişme Modeli, McKinnon ve Shaw yaklaşımını eleştirmektedir. Finansal serbestleşmenin doğurduğu önemli sonuçlar şöyledir (Glabel, 2003: 322): Yüksek faizlerin varlığı, risk alan yatırımcılara avantaj sunmaktadır. Kurumsal alanda yaşanan yenilikler spekülatif yatırımların yeni fırsatlar elde etmesini sağlamaktadır. Faizin kısa ve uzun vade arasındaki farkı spekülatif yatırımların lehine ortam oluşturmaktadır.

Grabel (2003)'in finansal liberalizasyon için yapmış olduğu eleştiri, gerçekleşen tasarrufların ekonomide reel sektör yatırımlarına dönüşmek yerine finansal kurumlarında içinde olduğu spekülatif finansmanı tetikleyeceği yönündedir.

Grabel (1996)'e göre, 70'li yılların sonlarından itibaren finansal serbestleşme hareketleri portföy yatırımlarının çekilmesinde kilit rol oynamaktadır. Finansal serbestleşme sonucunda finansal kurumlar ile finansal araçlardaki yaşanan yenilikler, varlık fiyatlarının değerlendirilmesine, yüksek faiz oranlarına ve toplam ekonomik faaliyette endüstriyel faaliyetlerden finansal ticarete doğru harekete neden olmaktadır (Grabel, 1996: 1763).

Finansal serbestleşme hareketleri ile sermaye, gelişmekte olan ülke ekonomilerine uzun vadeli doğrudan yatırım olarak gelmek yerine, kısa vadeli olan spekülatif yatırımlar şeklinde gelmektedir. İktisadi faaliyetlerin, sanayi yatırımları yerine finansal yatırımlara dönüşmesi, ülke ekonomisinde yaşanan büyümenin niteliğini spekülatif karaktere büründürmektedir. Spekülatif sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ekonomik aktiviteleri artırıcı rol oynasa bile ortaya çıkan olumlu tablo finansal krizler ve kırılmalıklar sebebi ile kısa vadeli olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli portföy yatırımlarına güvenmek birbirini güçlendiren iki soruna neden olmaktadır. Grabel (1996), bu sorunları uzlaşmış

politika özerkliği ve artan risk potansiyeli olarak adlandırmaktadır (Eroğlu, 2007:8-10 ve Bayromoğlu, 2012: 34; Glabel, 1996: 1763).

2.7.2.7. Marksist Yaklaşım

Marx (1894-1991)'in kâr oranının düşme eğilimine dayanan teorisi, ekonomide kâr oranında yaşanan düşmeler gerçekleştiği zaman finansallaşmanın telafi edici bir eğilim olarak hizmet edeceğini öne sürmektedir. Üretim alanında yaşanan düşük karlılık seviyeleri sonucunda sermaye, daha yüksek karlılık için finansal alanlara kaymaktadır. Faiz getirisi sağlayan sermaye, düşük ücretlilere kredi sağlar, üretim krizinden etkilenen firmalara kaynak temin eder ve spekülasyon aracılığı ile kaynak değerlendirilmesine izin verir (Powell, 2018: 10).

Marx'a göre doğal faiz oranı diye bir şey yoktur çünkü faiz oranı para akışına göre belirlenmektedir. Marx'ın finansallaşmayı ele alışı, paranın sermaye olarak değil kredi şeklinde kullanılmasıdır. Paranın sermaye olarak ödünç alınıp kullanılması, ihtiyaçların karşılamanın dışında parayla daha fazla para kazanmak içindir. Marx, bu amaçla ödünç alınıp verilen parayı faiz getiren sermaye olarak belirtmektedir. Faiz getiren sermayede borç alandan borç verene faiz ödemesi yapılması gerekir. Borç verenin, parasal zenginliğinin yeniden dağıtımını söz konusudur. Borç alanın başarısı ise bu zenginliğin genişletilmesini sağlamaktadır. Marksist yaklaşımda artı değerün üretilmesi bu yolla sağlanmış olacaktır. Kapitalizm altında kredi sistemi, üretime hizmet etmektedir. Kredi sistemi, sermayeyi üretken yatırıma ve artı değer üretimine kanalize etmek yerine artı değere el koymaya çalışırsa, gerçek sermaye birikimi de son bulacaktır (Kaltenbrunner vd., 2012: 4; Fine, 2013: 49).

Marx'a göre finansallaşmanın en dikkat çeken ayırt edici yanı aylak rantiyenin varlığıdır. Rantiyenin temelinde ise faiz geliri getiren sermaye bulunmaktadır. Bu görüşün temelinde yatan ana düşünce, rantiyenin etkin çalışan kapitalistleri fonlardan mahrum bırakması veya faiz oranları yükselterek birikimi yavaşlatmasıdır (Lapavitsas, 2009: 64).

Marksist politığe göre, paranın evrensel bir değeri vardır ve mübadele esnasında doğrudan ya da dolaylı olmak kaydıyla birtakım işlevleri üstlenmektedir. Paranın değer ve mübadele ölçüsü olması doğrudan işlevleri içinde yer alırken paranın gömüleme özelliği, dolaylı işlevleri arasında yer almaktadır. Marx parayı, “dünya parası” olarak isimlendirerek onun dünya piyasalarında etkin rol aldığını ve piyasaları örgütleyici itici bir güce sahip olduğunu söylemektedir. Bu sebepten ötürü para, dünya piyasalarındaki kırımların ve krizlerin ana noktasıdır. Finansal sermayenin artmasını finansal serbestleşme açısından eleştiren Marx'a göre, ekonomik açıdan etkin alanlarda kullanılabilecek kaynakların finansal

alanlara aktarılmasına neden olmaktadır. Fakat sermaye birikimi için gerekli olan kaynaklar borçlanma ile sağlandığından ötürü ülke ekonomilerinde krizler kaçınılmaz olmaktadır. Marxist iktisat uzmanları finansal serbestleşmeyi küreselleşmenin özel bir durumu olarak görürler. Finansal serbestleşme, sermayeye dünya ölçeğinde farklı bir anlam yüklemektedir. Küreselleşme süreci ile ortaya çıkan finansal serbestleşme uygulamaları, finans sermayesinin ön plana çıkmasına sebep olarak aslında dünya ekonomisinde finansal başarısızlık potansiyelini artırmaktadır (Painceira, 2009: 271; Lapavitsas, 2011: 623).

2.8. Finansal Dışa Açıklığın Etkileri

Ülkelerin mali piyasalarını serbestleştirilmesi ile birlikte sayıca artan ve büyüyen sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerinde olumlu ve olumsuz etkilerde bulunmaktadır. Finansal dışa açıklık uygulaması ülkelerin bazı makroekonomik değişkenlerini olumlu yönde etkilerken bazı makroekonomik değişkenlerini olumsuz yönde etkilemektedir.

2.8.1. Finansal Dışa Açıklığın Olumlu Etkileri

Finansal dışa açıklık her ülkede farklı şekillerde gerçekleştiği için ölçek ekonomilerinden yararlanma, ekonominin dinamizmini artırma, ülkedeki rekabet yapısını iyileştirme, ülkeler arası teknoloji ve bilgi transferini kolaylaştırma ve dünya kaynak dağılımında optimizasyonu gerçekleştirme açısından önemlidir.

2.8.1.1. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma

Ölçek ekonomileri ya da içsel ekonomiler, firma tesis ölçeğinin büyümesi sonucunda firmanın maliyetlerindeki azalmayı ifade eder. Ölçek ekonomileri reel ve parasal olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Parasal ekonomiler, içerisinde firmanın ölçek ekonomisi avantajından yararlanarak daha düşük faiz oranıyla kredi kullanabilmesi, finansal dışa açıklığın firmaya sunmuş olduğu olumlu bir etkidir. Firma böylelikle daha yüksek seviyede krediyi daha düşük oranda faiz ödeyerek temin etmektedir. Çünkü bankalar, ölçek ekonomilerinden yararlanmış firmanın kredi güvencesini kontrol edebilme şansına sahiptirler (Dinler, 2014: 221).

Finansal dışa açılma süreci ile birlikte ölçek ekonomilerinden faydalanma durumu firmanın yeni yatırım alanı bulması veya işletmenin genişlemesini sağlayabileceği fon kaynağına ulaşması ile ilişkilendirilmektedir. Finansal dışa açıklık derecesi arttıkça büyük firmalar finansal problemlerini hem çok daha hızlı çözebilmekte hem de finansal kaynağa çok daha kolay ulaşabilmektedir (Yıldırım, 1995: 73).

Bu durum ÷lke içinde daha y÷ksek yatırımların ve buna bağlı olarak da daha y÷ksek b÷y÷me oranlarının oluşmasını sağlamaktadır. Finansal serbestleşmenin sağladığı sermaye girişlerinde yaşanan artışlar, sermayenin kontrol edilebildiği s÷rete daha çok yatırım yapılmasına olanak tanımaktadır (Özşahin, 2011: 46).

2.8.1.2. Ekonomik Dinamizmin Artması

÷lkelerin birbirleriyle olan ilişkilerinin derecesini dışa açıklık seviyesi belirlemektedir. Dışa açıklık sayesinde, başka ÷lkelerde yaşayan bireylerin t÷keticiler alışkanlıkları, zevk ve tercihleri hakkında bilgi sahibi olunmaktadır. B÷ylelikle ÷lkelerin t÷ketim alışkanlıkları diğer ÷lkelerin ÷rf, adet ve tercihlerine benzerlik g÷sterir durumdaysa t÷ketim alışkanlıkları dışa açıklık sayesinde etkileşim g÷stermektedir. Yeni ihtiyaçlar ve farklı kalitede ÷r÷nlere duyulan talep, uluslararası ticaretin artmasına sebep olmaktadır. Uluslararası ticaret miktarındaki artışlar ÷lkelerin ekonomilerine dinamizm katmaktadır. Finansal sistemin gelişimi, d÷nya üzerindeki kıt kaynakları daha etkin kullanmaya iterken diğer taraftan da sistem içerisindeki t÷keticilerin refah d÷zeyini olumlu y÷nde etkilemektedir. Finansal piyasalarda yaşanan serbestleşme yabancı yatırımcıların aktif katılımlarını artırarak yerli yatırımcıya g÷ven aşılamaktadır. Yabancı yatırımcı sayısında yaşanan artış, h÷k÷metin piyasa reformlarına bağlılığını g÷stererek ÷lke ekonomisine olan genel g÷venilirliği artıracaktır. Yerli yatırımcıların g÷ven artışı yaşamasına neden olan bu durum, piyasaya katılım oranını y÷kseltecektir (Errunza, 2001: 711).

Finansal dışa açılmanın yarattığı finans piyasalarında sınırların ortadan kalkması yatırımcıların oyun alanları genişletmektedir. Yatırımları eşitlendirmesi, riski dağıtarak getiri miktarının maksimum olmasına ortam hazırlamaktadır. Finansal liberalizasyon, yabancı kuruluşların ulusal piyasalara girmesine ve finansal kurumların sayıca artmasına sebep olmaktadır. B÷ylelikle gelişmekte olan ÷lkelerdeki finansal kuruluşlar yabancı finansal kuruluşlarla rekabet edebilmek için hizmet kalitesini artırmak durumunda kalır. T÷m bu gelişmeler, ekonomiye bir dinamizm kazandırarak finansal dışa açılmanın ÷lke ekonomisi üzerinde olumlu sonuçlar yaratmasına neden olmaktadır (Kılıç, 2011: 36).

FINANSAL LIBERALİZASYON



Şekil 8. Finansal Serbestleşmenin İktisadi Büyümeyi Etkileme Kanalları

Kaynak: Baş Dinar, 2012:113.

Şekil 8’de finansal serbestleşme ekonomik büyümei doğrudan ve dolaylı kanallar yolu ile etkilemektedir. Doğrudan kanallar içerisinde ülke içindeki tasarruf miktarının artması, sermaye maliyetlerinin düşmesi, teknoloji transferi ve finans sektörünün gelişmesi yer almaktadır. Büyümei etkileyen dolaylı kanallar ise uzmanlaşmanın teşviki, sermaye girişi sağlamak için daha iyi politik sinyaller ve daha iyi politika uygulamaları için teşvik yer almaktadır. Doğrudan ve dolaylı kanallar aracılığı ile ülkelerin daha yüksek büyüme rakamlarına ulaşmaları ve yoksulluk seviyesinin ise giderek azalması beklenmektedir.

2.8.1.3. Rekabet Yapısının İyileşmesi

Artan küreselleşme ve dışa açıklık eğilimiyle birlikte ülkelerin rekabet edebilir durumda olması önem arz etmektedir. Finansal dışa açılma sonucunda firmalar, uluslararası piyasalarda rekabet eder duruma gelmektedirler. Firmalar, kendi piyasasını kaptırmamak ve daha büyük bir kesime hitap edebilmek için ürün kalitesini artıracak, maliyetleri düşürecek, daha kaliteli hizmeti daha ucuza sunacaklardır. Bazı durumlarda firmalar veya endüstriler koruma altına alınmış olabilir. Amaç dışa açılma sonucu diğer firmalar veya endüstrilerle rekabet edemeyeceği düşüncesi nedeniyle belirli bir süreliğine firma veya endüstriye koruma sağlamaktır. Bu tür rekabette karşı korumaların geçici olmasına dikkat edilmelidir. Aksi takdirde koruma, firma ya da endüstriyi yüksek maliyetle üretim yapmaya, ürünlerin ulusal

fiyatının dünya fiyatının üzerinde belirlenip daha düşük kalitede mal ve hizmet sunulmasına ve o firma ya da endüstri dalını tembelleğe iterek dünya kaynak dağılımında optimizasyonun sağlanmasının önüne geçirecektir. Bu durum dünya ekonomileri açısından pek de arzulanmış bir durum değildir (Hsieh, 2019: 452; Dadzie ve Ferrari, 2019: 328).

2.8.1.4. Teknoloji ve Bilgi Transferinin Kolaylaşması

Teknolojinin net bir tanımı olmamakla birlikte, bir mal ve hizmeti üretebilmek adına gerekli olan deneyimlerin ve bilgi birikimlerinin toplamı olarak ifade edilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı olarak ülkeye gelen teknoloji, özellikle gelişmekte olan ülkelerin teknoloji açığını kapatması yönünden son derece önem arz eder. Dışa açıklık, yeni teknoloji ve fikirlerin transfer sürecini kolaylaştırdığı gibi uluslararası iş bağlantıları yoluyla büyümeyi de teşvik eder. Dışa açıklık, yeni kurum ve hizmetlerin geliştirilmesini zorunlu kılarak teknoloji transferi ve yerli personelin eğitimini teşvik etmektedir (Türker, 2006: 59; Errunza, 2001: 710).

İletişim ve bilgi teknolojisinde yaşanan gelişmeler uluslararası finans hareketliliğini de artırmıştır. Bu gelişme, ülkeler arasında bilgi akışını hızlandırmış ve kazanç sağlamak amacıyla yapılan arbitraj faaliyetini kolaylaştırmıştır. İletişim ve bilgisayar teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmeler günlük işlem hacmini ve hızını çok büyük ölçüde artırmakla kalmayıp işlem maliyetlerini de düşürmüştür. Teknoloji alanında yaşanan gelişmeler sayesinde 24 saat açık olan finans merkezleri günün istenilen saatinde işlem yapabilme imkânı sunmaktadır (Turgut, 2006: 56).

2.8.1.5. Kaynak Dağılımının Küresel Boyutta Optimizasyonunun Gerçekleşmesi

Finansal serbestleşme, 70'lerde başlamış 80'lerde hız kazanarak birçok ülkeyi etkisi altına almıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı sermaye sıkıntısını başka ülkelerin tasarruflarıyla geçmeyi amaçlamaları ve kaynak dağılımında etkinliğin sağlanması finansal serbestleşme fikrine temel oluşturmuştur. Sermaye hesabının liberalize edilmesi, sermayenin giriş çıkışlarda kontrol edilmesini ve rüşvetçiliğe dayanan fırsatları ortadan kaldırmak suretiyle küresel kaynak dağılımını olumlu yönde etkilemektedir. Ünelere sermaye girişinin olması, potansiyel kaynak yaratarak ekonomik büyümenin artmasına sebep olur. Finansal dışa açılmayla birlikte sığ piyasalar ile çok daha derin olan finansal piyasalar birbirine yakınlaşarak kaynak dağılımında etkinliği sağlamaktadırlar. Errunza (1979), piyasa fiyatı mekanizması sayesinde risk paylaşımında ve kaynak dağılımında etkinliğin artacağını söylemektedir. Piyasalardaki gelişim sonucu uzmanlaşmış kurum ve araçlar sermaye birikimini artırarak üretim olanaklarını pozitif yönde etkilemektedir (Özşahin, 2011: 45; Errunza, 2001: 704).

Yapısalcı Model'e göre finansal dışa açıklık, faiz oranlarını artırarak enflasyonu hızlandıracaktır. Post Keynesyenlere göre ise, faiz oranlarındaki artış yatırımın maliyetini yükselteceğinden ötürü caydırıcı etki yaratacak, efektif talepte düşmelere sebep olacak ve finansal bozukluklarla birlikte ülkenin büyüme hızını düşürecektir (Türker, 2006: 62).

2.8.2. Finansal Dışa Açıklığın Olumsuz Etkileri

Finansal dışa açıklığın artıyor olması beraberinde bazı olumsuz gelişmeleri de getirmektedir. Ulusal ekonomi politikalarının sınırlandırılması yavru sanayinin korunamaması ve tekelleşme tehlikesi ile ekonomik kırılganlığın artması, makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinden en önemlileridir.

2.8.2.1. Ulusal Ekonomi Politikalarının Sınırlanması

Finansal liberalleşme sonucunda artan finansal akımlar, sermayenin ülke içinde ve ülke dışında serbestçe hareket etmesine olanak tanımaktadır. Özellikle finans piyasalarında derinliğin sağlanamadığı ülkelerde, sermaye hareketliliğinin ve sermaye akımları oynaklığının varlığı politik güvenilirliğin ve ekonomi politikalarının etkinliğini azaltmaktadır (Özcan, 2011: 3718).

Finansal dışa açıklık sonucunda portföy yatırımları, ülke politikası özerkliğine kısıtlamalar getirmektedir. Portföy yatırımlarına ortam sağlama hedefiyle uyumlu kabul edilebilen makroekonomik politika yelpazesi oldukça dardır. Portföy yatırımları girişine bağımlı hale gelen ülkeler, yatırımcıların güvenini kazanabilmek için kısıtlayıcı para politikası benimsemeli ve bunu sürdürmelidir. Hükümetler, ülke ekonomilerini yabancı yatırımcılara cazip kılabilmek için faiz ve döviz kurlarını tercih edilenden daha yüksek bir seviyede tutmak zorunda kalabilirler. Ülke parasının değerinin yüksek tutulma isteği, ihracat performansının kısa vadeli portföy yatırımlarını çekme çabasına tercih edilmesine yol açabilir. Para politikası kısıtlamaları genel olarak tüm ülkelerde görülmektedir. Bu durum ülkelerin para politikaları üzerinde kısıtlamalara neden olabilir. Bunun dışında farklı derecelerde para politikası kısıtlamaları görülmektedir (Gabel, 1996: 1764).

2.8.2.2. Ekonomik Kırılganlığın Artması ve Krizler

Finansal dışa açıklığın ekonomik kırılganlığa neden olduğu ve makroekonomik değişkenlerin olumsuz etkilendiğine dair tartışmalar mevcuttur. Bir ülkeye yüksek miktarda yabancı sermayenin girişi, o ülkedeki yabancı sermaye miktarını artırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal piyasaların, finansal derinliğe yeterince ulaşmamış olması ülke ekonomilerinin kırılgan olmasına sebep olmaktadır. Finansal kırılganlıkların sebep olduğu

krizler, hükümetlerin ekonomilerinde izlemiş oldukları politikalar sonucunda yatırımcı güveninin kaybına maruz kalmasıyla ortaya çıkmaktadır (Eichengreen ve Porters, 1997: 194).

Finansal dışa açıklığın artması tasarruf açığı bulunan ülkelerin, yurtiçi faiz oranlarını yükseltmesi yoluyla tasarruf ihtiyaçlarını karşılamasına yardımcı olacaktır. Tasarruf eksiği bulunan ülkelerin yabancı sermayeyi kendi ülkelerine çekmesi, ulusal faiz oranları uluslararası faiz oranlarının altına düşünceye kadar devam etmektedir. Ülke ekonomilerinin, enflasyonun artmaması için para tabanını sabit tutmak istemesi faiz oranının artmasına, faiz artışı sonucunda ulusal paranın değerlenmesi sebebi ile cari işlemler dengesinin olumsuz bir şekilde etkilenmesine ve bütçe faiz maliyetinin artış göstermesine sebep olmaktadır (Turgut, 2006: 60; Duman, 2004: 41).

Yabancı sermayenin kısa vadeli olarak faiz gelirinden yararlanmak amacıyla ülke içerisine girmesi, piyasaların ısınmasına sebep olmaktadır. Faiz gelirinden yararlanarak kısa sürede ülkeyi terk eden yabancı sermaye hareketi, piyasaların likidite sıkıntısı çekmesine neden olmaktadır. Bu durum ise krizin başlangıç aşaması sayılmaktadır. Faizlerin yüksek olması bankacılık kesimini de olumsuz etkilemektedir. Yabancı sermayenin ülke içerisinde artması, ülke parasının değer kazanarak döviz kuru riski yaratmasına ve açık pozisyonu bulunan bankaların borçlarını ödeme ihtimalini kaybetmesine sebep olacaktır. Bankacılık sektörünün yaşayabileceği bir diğer risk ise kredi riskidir. Kredi riskinin oluşması durumunda ödemesi gelen kredilerin ödenmeme ihtimali artmaktadır. Ödenmeyen krediler, banka iflaslarının oluşmasına ve krizin çok daha derinleşmesine sebebiyet vermektedir. 80'li ve 90'lı yıllarda gelişmekte olan birçok ülke, finansal serbestleşme sonrasında bankacılık krizlerinin de arasında bulunduğu çeşitli krizler yaşamıştır. Bu krizlerin bazıları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir (Duman, 2004: 45; Kılıç, 2011: 43).

Tablo 3. Finansal Serbestleşmeye Dayalı Bankacılık ve Ödemeler Dengesi Krizleri

Ülkeler	Finansal Serbestleşme Tarihi	Bankacılık Krizlerinin Başladığı Tarihler	Ödemeler Dengesi Krizlerinin Başladığı Tarihler
Arjantin	1977	Mart 1980/Mayıs 1985 Aralık 1994	Şubat 1981/ Eylül 1986 Şubat 1990
Bolivya	1985	Ekim 1987	Eylül 1985
Brezilya	1975	Kasım 1985/Aralık1994	Kasım 1986/Ekim 1991
Şili	1974	Eylül 1981	Ağustos 1982
Kolombiya	1980	Temmuz 1982	Mart 1983
Danimarka	1980	Mart 1987	Ağustos 1983
Finlandiya	1982	Eylül 1991	Kasım 1991
Endonezya	1983	Kasım 1992	Eylül 1986
İsrail	1985	Ekim 1983	Ekim 1983
Malezya	1978	Temmuz 1985	Temmuz 1975
Meksika	1974 ve 1991	Eylül 1982/Ekim 1992	Aralık1982/Aralık 1994
Norveç	1980	Kasım 1988	Mayıs 1986
Peru	1991	Mart 1983	Ekim 1987
Filipinler	1980	Ocak 1981	Ekim 1983
İspanya	1974	Kasım 1978	Temmuz 1977
İsveç	1980	Kasım 1991	Kasım 1992
Tayland	1989	Mart 1979/Ekim 1983	Kasım1978/Kasım 1984
Türkiye	1980	Ocak 1991/Şubat 2001	Mart 1994
Uruguay	1976-1979	Mart 1971/Mart 1981	Aralık 1971/Ekim 1982
Venezuela	1981-1989	Ekim 1993	Mayıs 1994

Kaynak: Kılıç, 2011: 43.

Tablo 3’de görüldüğü üzere ülkelerde ağırlıklı olarak öncelikle bankacılık krizi ilerleyen yıllarda da ödemeler dengesi krizi yaşanmıştır. Arjantin ve Meksika, Türkiye’den önce finansal serbestleşmeye dâhil olmalarına rağmen, yaşadıkları krizlerle ortak bir tecrübe edinmişlerdir. Bu üç ülkenin ortak yönleri, gelişmekte olan ülkeler arasında bulunuyor olmaları, uzun süreli istikrarsızlık içinde olmaları ve kriz öncesi IMF’nin istikrar programını uyguluyor olmaları yönleri olarak gösterilebilir.

Makroekonomik sorunlar yaşayan bir ülke, finans piyasalarında gelişim sağlamadan serbestleşme aracılığıyla dış dünyaya entegre olmaya çalışırsa, başta sermaye akımlarının oynaklığı olmak üzere birçok sorunla karşı karşıya kalır. Böyle bir ekonomik istikrarsızlık durumu, ülkeye sermaye girişlerinin durdurulmasını ve uluslararası finansal piyasalarda yapılan işlemlerde yasaklamalara kadar varan önlemlerin alınmasını gerekli kılabilir (Özşahin, 2011: 47).

Sermaye hareketlerinin kontrol edilmesinin gerekliliği aşağıdaki nedenlere dayandırılmaktadır (Turgut, 2006: 60-62):

- Döviz piyasalarında istikrar sağlanmaktadır.
- Ödemeler dengesinde yaşanması muhtemel krizlerin önüne geçmektedir.
- Döviz rezervlerindeki ve döviz kurlarındaki değişmelerin önüne geçmektedir. Kısa vadeli sermayenin ülke içine girişinde, reel sektörün yatırımlarının finanse edilmesinden ziyade parasal otoritenin rezerv miktarı artırmaya çalışılmaktadır.
- Ani sermaye çıkışları neticesinde merkez bankasının rezerv miktarındaki düşüşler önlenmektedir.
- Ulusal tasarrufların korunması, böylece ülke içerisinden sermaye çıkışı kaynakların yabancı ekonomilerce kullanılması anlamına gelmektedir. Bu durum sermaye ihracatçısı ülkenin büyümesini düşürerek işsizlik oranının artmasına ve ödemeler dengesinin bozulmasına neden olmaktadır.
- Yabancı sermayenin ülke içerisinde belli kesimlerce kullanılması gelir dağılımında adaleti olumsuz etkilemektedir.
- Sermayenin kontrol ediliyor olması, ekonomi otoritesinin gelir, servet ve vergi politikalarındaki etkinliğini artırmaktadır.

Bütün bu gelişmeler, finansal açıklığın ekonominin kırılganlığını artırarak ülkenin makroekonomik performansının olumsuz etkilenmesine sebep olmaktadır.

2.8.2.3. Borçlanma Maliyeti ve Rant Ekonomisi

70'li yıllardan itibaren gerçekteşen finansal serbestleşmenin ekonomiler üzerinde yarattığı iki etki vardır: Stiglitz (2016)'e göre ilki, birçoğu gelişmiş ülke ekonomisi olmak üzere ülkelerde gelir ve servet eşitsizliğinin giderek artmasıdır. İkincisi ise finans sektörünün toplam ekonomi içerisindeki payının hem mutlak hem de göreceli olarak artış göstermesidir. Finans sektörünün serbestleşmesi özellikle gelişmekte olan ülkelerde reel faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır. Sermaye sıkıntısı içerisinde bulunan ülkeler bu yöntemle ülkelerine sermaye çekmeyi amaçlamakta, kamu finansmanının sağlanması ve sermayenin ülkeyi terk etmesini önlemek için yüksek oranlı reel faizlere başvurmaktadır (Botta ve diğerleri, 2019: 2).

Devlet bütçesi açıklarının borçlanma ile kapatılması, faiz artışlarını kaçınılmaz kılmaktadır. Zamanla artan borçlanma gereksinimi risk primlerini yükseltmekte ve kamu

kesiminin ödediği reel faizlerin düzeyini artırmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olması yabancı spekülâtorlerin ülke piyasalarına dahil olmasını sağlayarak piyasalarda sıcak para miktarını artırıp döviz kurlarının gerilemesine neden olmaktadır. Yüksek faizlerin varlığı, yatırımları azaltmakta ve reel üretimi düşürmektedir. Yatırımcılar, yatırım yapmadan önce beklenen kâr oranı ile faiz oranının yaratacağı maliyeti karşılamaktadır. Kâr oranlarının yatırım yapılır olabilmesi için faiz oranından büyük veya eşit olması gerekmektedir. Faiz oranının beklenen kâr oranından yüksek olması, kaynak sahiplerini risksiz devlet tahvili ya da banka mevduatlarını almaya yönlendirmektedir. Reel yatırımların yerine finansal yatırımların tercih edilmesi “rant ekonomisi”ne yol açmaktadır (Kılıç, 2011: 44; Uysal, 2007: 41).

Bir diğer önemli nokta ise devletin tasarruf sahiplerine vermeye razı olduğu yüksek reel faizin ödenme şeklidir. Devletin borçlarını finanse ettiği bir diğer geliri vergiler olduğu için borçlanmanın maliyeti olan faizi vergilerden karşılamaktadır. Böyle bir durum ise düşük gelir düzeyine sahip kimselerden vergi yoluyla tahsil edilen paraların, yüksek gelir seviyesine sahip borçlanılan kesime aktarılmasına neden olmaktadır. Böyle bir durum ise ülke içerisinde sosyal gelir dağılımında adaletsizliği artırmaktadır (Çataloluk, 2009: 253).

Finansal sistemler, parasal aktarım görevinin etkin ve istikrarlı bir şekilde oluşabilmesi için son derece önemli bir işleve sahiptir. Finansal sistemin ekonomik alanda yapılacak tüm işlemlerle yakın ilişki içinde olması, finansal yapıya çok büyük anlamlar yüklemektedir. Böyle bir durumda da finansal sistemi ekonomik yapının beyni olarak isimlendirmiş olmak yanlış olmayacaktır. Finansal sistemin verimli, düzenli ve en etkin biçimde çalışabilmesi için finans kuruluşlarının, bankaların ve sermaye piyasalarının düzenleme, denetleme ve yönetimin işinin çok iyi bir şekilde yapılması gerekmektedir (Özkan, 2010: 6).

Özşahin (2011)’e göre finansal sistem, bankacılık sektörü gibi birbiri ile ilişki içinde ve aynı zamanda rekabette bulunan finansal araçların organize olmuş bir bütünü ifade ettiğini söylemektedir. Ağır (2010) ise finansal sistemi bir ekonomi içinde yer alan, fon dolaşımına dolaylı ve dolaysız şekilde etki edecek birçok unsurun bir araya gelmesi sonucunda oluşan bir organizasyon olarak tanımlamaktadır.

Finansal sistemlere hem ulusal hem de uluslararası alanda şekil veren unsurlar mevcuttur. Bunlardan ilki teknolojik yeniliklerdir. Teknolojik yenilikler sayesinde hem işlem miktarı artmakta hem de işlem maliyetlerinde azalmalar yaşanmaktadır. Finansal sistem açısından önem arz eden diğer gelişmeler ise piyasalardaki serbestleşmeler ve yeniliklerdir. Piyasalardaki serbestleşme ve yenilikler de aslında teknolojik gelişmelerin doğurduğu

sonuçlardır. Finansal piyasalarda yaşanan tüm bu gelişmeler rekabetin artmasına neden olmaktadır. Artan rekabet beraberinde araç çeşitlendirilmesini de getirmektedir. Bütün bu gelişmelerin finansal piyasalara yansması ise piyasalar arasında küreselleşme ve entegrasyonun derecesini artırmak olmuştur (Günel, 207: 163-137).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DÜNYADA FİNANSAL AÇIKLIK VE MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

1870’li yıllarda altın para sisteminin kabul görmesi, finans alanında sermayenin ülkeler arasında serbest dolaşımını mümkün hale getirmiştir. I. Dünya Savaşı başlayana kadar geçen sürede ilk parasal sistemin “altın para sistemi” olduğu görülmektedir. Altın para sistemine göre ülkeler, para birimlerinin değerini saf altın şeklinde tanımlamış, altın ile yapılan bütün işlemleri serbest bırakmışlardır. Bu sistem I. Dünya Savaşı’nda ülkelerin ellerindeki altın rezervlerini muhafaza etmeleri sonucunda ortadan kalkmıştır.

Uluslararası para sisteminin, I. Dünya Savaşı’yla başlayan 1929 yılındaki Büyük Buhran ile artış gösteren ve II. İkinci Dünya Savaşı’nın bittiği yıllara kadar süregelen sıkıntıları, ülkeleri iş birliğine mecbur bırakmıştır. 1914-1945 dünya savaşlarının olduğu yıllarda sermaye hareketlerinin azaldığı, fiyat ile faizler arasındaki uyum ve bağlantının bozulduğu görülmektedir. Bu nedenle savaş sonrası dönemde ülke ekonomilerini onarmak, dünya ticaretini ve finansal sistemi tekrar inşa etmek adına 1944 yılında Bretton Woods Anlaşması imzalanmıştır. Kırka yakın ülkenin katılımıyla gerçekleşen konferansta ülke paraları, Dolar’a sabit döviz kuru ilişkisi ile endekslenmiştir (Tunalı, 2020: 31; Bordo, 1993: 28-29).

70’li yılların sonuna gelindiğinde çoğu gelişmekte olan birçok ülke ekonomi politikaları nedeniyle krizler yaşamaktadır. Yaşanan olumsuz ekonomik ve finansal koşullar, uygulanan finansal sistemin birçok açıdan yetersiz olduğunu göstermiştir. 1980’li yıllara gelindiğinde Dünya Bankası ve Uluslararası Yatırım Fonu öncülüğünde Afrika, Asya, Avrupa ve Latin Amerika’daki gelişmekte olan birçok ülke ekonomik reformlar yapmıştır. Uygulanan reformların en önemli bileşeni ise finansal serbestleşmedir (Beju ve Ciupac-Ulici, 2012: 792-793).

80’li yıllarda başlayıp 90’lı yıllarda hızlanan finansal açıklık eğilimi, özellikle son yirmi yıl içerisinde gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere dünyanın birçok ülkesinde dikkat çekici bir seviyeye ulaşmıştır (Ma, 2016: 170). Sermaye piyasalarındaki engellemelerin büyük ölçüde azaltıldığı 90’lı yılların sonuna doğru, finansal açıklığın sağlanması ile finansal piyasalardaki dış kaynak ve kredi mekanizmaları daha etkin bir hale getirilmiştir (Korkmaz vd., 2010: 2821).

Giderek artan küreselleşme eğiliminin beraberinde getirmiş olduğu teknolojik gelişmeler, finansal piyasaların da gelişimini sağlayarak ülke ekonomilerine olumlu katkılarda bulunmaktadır. Finans piyasalarında yaşanan küreselleşme, dünya sermaye piyasalarının da yapısal anlamda değişmesine neden olmaktadır. Finansal piyasaların küreselleşmesi ile birlikte

gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf ve yatırım seçenekleri değişmekte, gelişmiş ülkelerden sağlanan finansal yardımlar ve teknik kaynaklar çeşitlenmektedir (Lee ve Chou, 2018: 126).

Ülkelerin ekonomik performansları üzerinde finansal piyasa ve kurumların önemli bir rolü vardır. Gelişmiş ve işleyiş bakımından iyi olan bir finans sistemi, ekonomide sürdürülebilir büyümenin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır. Sürdürülebilir büyüme, tasarrufları beslemek yoluyla yatırımların artmasına yol açmaktadır. Ekonomik sınıflar arasında sermayeye erişimde yaşanan zorlukları ortadan kaldıran finansal gelişme, ülkelerin yoksulluk oranını düşürerek gelir dağılımında eşitsizliği azaltmaya yardımcı olmaktadır (Arif ve Rawat, 2018: 27).

King ve Levine (1993) ile Mathieson ve Rojas-Suárez (1993), finansal açıklığın ulusların zenginliğine neden olduğunu söylemektedirler. Sweeney (1996), serbest sermaye akımlarının ülkelerdeki finans sektörü verimliliğini artırarak ekonomilerde tahsis etkinliğini olumlu yönde etkileyeceğini söylemektedir. King ve Levine (1993), finansal açıklığın firma yatırımlarında “net bugünkü değer >0 ” olması durumunda yatırım projelerini hayata geçirme olasılığını arttığını ve hükümetlerin maliyet ile verimliliğe etki eden politikalar açısından ekonomiye birinci derece etki ettiğini söylerler. Freeman (1992) ve Mathieson ve Rojas-Suárez (1993), finansal açıklığın ulusal gelir açısından fazla risk oluşturduğunu, anlık sermaye giriş-çıkışlarının kâr fırsatı sağlama duygusuyla gerçekleştiğini, bu durumda ülkelerin ulusal paraların yabancı paralarla değişim oranında (döviz kurlarında) keskin değişmelere neden olduğunu belirtmektedirler. Pindyck (1991)’e göre, siyasi ve ekonomik ortamda yaşanan değişkenlik, yatırımların geri dönüşü konusunda belirsizlik yaratacağı için yatırım miktarında azalmalara ve beraberinde iktisadi küçülmeye sebep olmaktadır. Risk sorunu bir tarafa bırakılacak olursa, finansal açıklığın hükümetlere doğrudan politik fayda sağladığını ileri sürmektedir. Bu politik fayda, finansal açıklık sayesinde, tasarruf oranlarının çok düşük olduğu ülkelerde, uluslararası yatırımcıların dünya piyasalarında rekabetçi fiyatlarla borç para bulmalarına imkân vermesidir.

Frenkel, Razin ve Sadka (1991), yapmış oldukları çalışmada, finansal açıklığın sağlayacağı ekonomik faydaların yanı sıra politik riskler de taşıyabileceğine dikkat çekiyorlar. Finansal açıklığın varlığı ve açıklık derecesinin artış göstermesi, ekonomik birimlerinin vergilendirme (servet ve sermaye gibi) politikalarını göz ardı etmelerine neden olabilir. Freeman (1992), Przeworski ve Wallerstein (1988) ve Swank (1992), firmaların yatırım alanları seçerken daha düşük vergi oranlarının olduğu ülkelere yöneleceğini, yüksek vergi uygulayan ülkelerin yatırım alamayacaklarını söylemektedirler. Sermaye hesabını tamamen serbestleştirip finansal açıklığı sağlayan ülkeler, makroekonomik politika üzerindeki bazı kontrol

yöntemlerinden vazgeçmek zorunda kalacaklardır. Helleiner (1993) ise finansal açıklık sonucunda bir ülkenin yaşamakta olduğu finansal şokların, ticaret üzerinde kısıtlama taleplerine yol açabileceğini söylemektedir.

Son yıllarda yapılan çalışmalar, finansal açıklığın ülke ekonomilerine sağlamış olduğu faydaya ve bunun ön koşullarına odaklanmaktadır. Finansal açıklık alanında gelişen ampirik literatür, bazı ülkelerde finansal açıklığın ülke ekonomisinin makroekonomik değişkenlerine fayda sağladığı yönünde kanıtlar sunarken bazı ülkelerde makroekonomik değişkenlerde gelişme yaşanmamasına ilaveten ciddi krizlere ve gerilemelere de neden olduğunu göstermiştir (Fratzcher ve Bussiere, 2004: 5).

3.1. Para Arzı ile Finansal Açıklık Arasındaki İlişki

Para arzının tanımlanması konusunda iktisatçılar arasında görüş ayrılıkları bulunmakla birlikte, üzerinde anlaşma sağlanmış olan dar para tanımı, nakit ve üzerine çek yazılabilen vadesiz mevduatın toplamından meydana gelir (Şıklar, 2004: 3). Klasik Teori’de para, genel olarak mübadele aracı kabul edilen ve bu amaçla kullanılan bir nesnedir. Teknolojik yenilikler veya kurumsal gelişmeler, bu tanımı değiştirmemektedir. Para arzının ve etkilerinin belirlenmesinde, kısa ve uzun dönemli varyasyonlar dikkat çekmektedir. Kısa dönemde para arzında meydana gelen artışlar ekonomik faaliyetlerde artışa yol açarken uzun dönem para arzı değişimleri sadece enflasyon oranını etkilemektedir. Bir ülke para stoğunu keyfi bir biçimde ve kalıcı olarak değiştiremez çünkü uluslararası kabul edilen ülke paralarının değer kaybıyla sonuçlanır. Büyük bir ülke, para arzı artışının bir kısmı ile denge para stoku üzerinde kalıcı etki yaratabilir. Bu durumun gerçekleşme sebebi, büyük ülke parasal enjeksiyonunun, diğer ülkelerin fiyat seviyelerini yükseltebilmesidir. Bütün bunların gerçekleşebilmesi için ülkede uygulanan döviz kurunun esnek olması gerekmektedir (Brunner, 1989: 263-264).

Monetaristler, ekonominin eksik istihdamda olabileceğini ve böyle bir ortamda para arzındaki genişlemenin ekonomideki üretim hacmini genişleteceğini söylerler. Monetaristler, hükümetin plansız bir şekilde para arzını artırması veya azaltması durumunda ekonomide dengesizlikler yaşanabileceğini, gereğinden fazla para arzı artışının enflasyona, gereğinden daha az para arzı artışının da deflasyona neden olabileceğini ileri sürerler. Monetarizm, dünya çapında merkez bankalarının uyguladıkları politikaları etkilemiştir ve etkilemeye devam etmektedir. Monetaristler, para politikasının etkin bir şekilde yalnızca nominal miktarları hedefleyebileceğini ve bu nedenle enflasyonu hedeflemesi gerektiği ileri sürer. Bu nedenle

merkez bankalarının siyasi kontrolden bağımsız olması ve şeffaf kurallar izlemesi gerektiğine dair parasalcı görüşler önem arz etmektedir (Branson, 1975: 115: Hoover, 2003:423).

19. yy'da Nakit Okulu ile Bankacılık Okulu arasında gerçekleşmiş olan para arzının kontrol edilebilir olup olmadığı konusu Monataristler ile Neoklasik – Keynesyen ana akım arasında da devam etmiştir. Bankacılık Okulu, kredi taleplerinin varlığı olduğu müddetçe para arzının ekonomik sistem içinde *içsel* olacağını ve merkezi bir otoritenin para arzında mutlak kontrolü sağlayamayacağını söylemektedir. Kredi mekanizması tarafından yaratılan para arzına ilişkin anlayış daha eskilere dayanıyor olmasına rağmen İçsel Para Arzı Teorisi 70'li yıllarda ortaya atılmıştır. Basit bir önermeye dayanan Post Keynesyen görüşe göre finans dışı özel sektör kredi talebinin varlığı, ekonomideki para arzını artıran önemli bir güçtür. Bankaların sağlamış olduğu krediler, bankacılık sektöründe mevduatları besleyerek para arzını genişletmektedir. Merkez bankaları bu sürece etki edebiliyor olsalar dahi etki alanları kısıtlı kalmakta ve tamamen kontrol sağlayamamaktadırlar. Eğer para arzı, ekonomideki değişmelerden etkilenmeyip model dışında belirleniyorsa buna dışsal para arzı denilmektedir. Dışsal para arzında para miktarının faiz oranı ile ilişkisi bulunmamaktadır. Para arzının kontrolü tamamen merkez bankasının denetimindedir.

Para Politikası, parasal düzenleyici otoritenin (merkez bankası) bir ekonomideki para arzını düzenlemek için önlemler tasarladığı bir finansal süreçtir. Merkez bankası, ekonomik ajan tarafından finansal kaynaklara kolay erişimi teşvik edecek ve geliştirecek bir şekilde kredi ve likidite yönetiminin (para arzı) mevcudiyetini kontrol etmek için emrinde çeşitli para politikası araçları veya parasal değişkenler kullanır. Para politikası araçları ekonominin özel sektörüne sağlanan fonların belirlenmesinde öne çıkmaktadır. Parasal düzenleyici otorite tarafından kullanılan para politikası araçları, başta finans sektörü olmak üzere ekonominin gelişmişlik düzeyine bağlıdır ve ülkelerin finansal dışı açıklık dereceleriyle yakından ilişkilidir (Zaagha,2021:30).

Finansal yeniliklerin temelinde içsel para yaratmanın yer aldığını söyleyen Minsk (1957)'e göre bankaların daha yüksek oranda kâr etme isteği, onları yeniliklere itmektir. Finansal yenilik arayışları da beraberinde yeni para yaratma süreçlerini getirmektedir. Uygulanan daraltıcı para politikaları finans alanında yeniliklere hız kazandırmaktadır. Merkez bankasının para arzı üzerinde kontrolleri artırması mevduat bankalarını bu kısıtlamaları açacak yasal boşlukları bulma yönünde harekete geçirmektedir (Özgür, 2008: 52-58).

Para arzındaki değişikliklerin finansal açıklığa kısa ve uzun dönemde iki önemli etki kanalı mevcuttur. Birincisi, kısa dönemde gerçekleşen para arzındaki artış faizlerin düşmesine ve ulusal para cinsinden aktiflerin getirisinin artmasına neden olmaktadır. İkincisi de uzun dönemde, para arzında yaşanacak artış fiyatlar genel düzeyini artırarak ve satın alma gücü paritesine göre döviz kurlarının artmasına sebep olarak ulusal paranın değerini düşürecektir (Şit ve Karadağ, 2019:153).

Spinkel (1976)'e göre, para arzında yaşanan büyüme ekonominin üretken kapasitesine göre ne kadar hızlı olursa, enflasyonda yaşanacak artışta o kadar hızlı olacaktır. Aşırı para arzı faiz oranlarında yükselmeye neden olacak ve bu durumun hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkileyecektir. Hisse senedi fiyatlarında yaşanan düşüşler yatırımcıların ve finansal açıklığın olumsuz etkilenmesine neden olacaktır (Sahu ve Pandey, 2020:110).

Para talebini belirleyen faktörlerde değişme yokken para arzında meydana gelecek bir artış halkın elinde tutmak istediğinden daha fazla para hacmine sebep olacaktır. Bu fazla paranın bir kısmı hem yabancı mal ve hizmeti ithaline hem de sermayenin ihraç edilmesiyle yabancı menkul kıymetlere yönlendirilecektir. Para arzındaki artışlar, varlık talebine ve dolayısıyla varlık fiyatlarında artışa neden olur. Bu süreçte para arzı, varlık fiyatlarının değişmesinde itici bir güç oluşturarak, finansal kurumların portföy seçimlerinde etkili olmaktadır. Finansal açıklık ile birlikte artış gösteren sermaye ihracı, finans piyasalarının etkinliğini arttıracak ve artan para arzı finansal açıklığı destekleyecektir (Cengiz, 2018:9).

Daraltıcı para politikası, ulusal paranın değer kazanmasına yol açmaktadır. Eğer finansal açıklık sağlanmamışsa yurtiçi tahvil piyasaları iyi çalışmayabilir. Yurtiçi faiz oranındaki bir artış da ulusal para biriminin menkul kıymetler borsası kanalı üzerinden değer kaybetmesine yol açabilir. Daraltıcı para politikalarının ekonomi üzerinde olumsuz etkileri olduğu için yabancı yatırımcıların ulusal finans piyasalarından çıkmalarına neden olabilir. Gerçekleşen daraltıcı para politikası finansal açıklığın gelişimini olumsuz yönde etkileyebilir (Erkişi, 2018:56).

Finansal açıklık ve beraberinde para arzında meydana gelecek artışlar varlık fiyatlarını artıracaktır. Artan varlık fiyatları tüketicilerin servetlerini artırmak suretiyle ekonomideki harcama seyrinde yükselme ile sonuçlanacaktır. Ayrıca para arzının yanlış uygulanması sonucunda enflasyonda yaşanan hızlı değişimler kaçınılmaz olmaktadır. Artan enflasyon, finansal piyasalarda borç verenlerin gelirlerini azaltırken borç alanların reel gelirlerini artıracaktır. Yeniden dağılan gelir, iflasları gündeme getirecek ve bankacılık sistemi içindeki

kredi kalitesinde ciddi bozulmalara neden olacaktır. Para arzında yaşanan daralmalar ise enflasyonun düşmesine ve bireyler ile kurumların nakit taleplerinin artış göstermesine neden olacaktır. Nakit paraya olan talep artışı, banka mevduatlarını azaltmak suretiyle bankaların kârlılık seviyesini düşürmektedir. Azalan kârlılık oranı, mali açıdan zayıf olan bankalarda iflas sebebi olabilmektedir (Özcan, 2006: 23-24).

Uygun olmayan para politikaları, ekonomide finansal açıdan riskler taşıırken kaynakların etkin kullanılmadığı alanlara yönlendirilmesine sebep olmaktadır. Toplam faktör verimliliğini de olumsuz etkileyen bu durum finansal dışa açıklığın sağlayacağı olumlu sonuçları da ortadan kaldırmaktadır. Finansal açıklık derecesinde yaşanan artış, para arzının meydana gelen değişimlerin olumsuz etkilerini azaltmaktadır (Serdaroğlu, 2013: 83).

3.2. Büyüme ile Finansal Açıklık Arasındaki İlişki

Büyümei etkileyen birçok kaynak mevcuttur. Bu kaynaklar arasında gösterilen finansal açıklık, rekabetçi ve etkinliği sağlanmış finansal piyasada ekonominin büyümesini ve kalkınmasını sağlamaktadır. Finansal değişkenler ile reel hâsıla arasında yansız bir ilişki olduğunu söyleyen Klasik görüşün aksine Monetarist ve Keynesyen görüş, finans piyasalarında yaşanan gelişmelerin kredi akışını etkilediğini savunmaktadırlar. Bireylerin ve kurumların borçlanma eğilimi sonrası ortaya çıkan kredi talepleri, ülke ekonomisinde tüketimi ve yatırımları artırarak reel hasılanın artmasına neden olmaktadır (Yıldırım ve Çevik, 2017: 42).

Ekonomik büyümei gerçekleştirecek olan finansal politikanın hedefi, tasarruf sahiplerine ait varlıkları verimsiz alanlarda tutmak yerine bu varlıkların finansal formda tutulmasını sağlamaktır. Sosyal kârlılığın yüksek olduğu alanlarda tasarrufların verimli kullanılmasını sağlayarak yatırımı ve üretimi teşvik etmek gerekir. Finansal sistemin ekonomik büyümei sağlayabilmesi için finansal varlık ile sermaye stoğu ilişkisi önemlidir. Finansal sistemin sermaye stoğunu etkileyerek ekonomik büyümei gerçekleştirebileceği kanallar mevcuttur. Bunlardan ilki, finansal kuruluşların iyi bir aracılık hizmeti sunması sonucunda maddi servetin daha verimli alanlara yönelmesini sağlamaktır. Bir diğeri, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını girişimcilere aktararak sermaye stoğuna ilaveler yapmalarını sağlamaktır. Son olarak da sermayenin birikme oranını artırabilmek için tasarrufa ve yatırıma çeşitli teşvikler getirmektir (Patric, 1966: 178-185).

Ülke ekonomilerinin finansal serbestleşmeye önem verme nedeni ekonomik faaliyetler için kullanılması planlanan kaynakların dağılımında etkinliğin ortadan kalkması ve ülke ekonomilerinin hedeflemiş oldukları büyüme rakamlarına ulaşamıyor olmasıdır. Bu nedenle

finansal serbestleşme hareketi olarak fon arz edenler ve fon talep edenler tarafından belirlenen faiz oranları, tasarruf oranlarını yükseltmekte ve gelirleri finansal aktiflerde tutmayı cazip hale getirmektedir. Tasarruf eksiği bulunan gelişmekte olan ülkeler, serbestleşme sayesinde iç ve dış kredilere daha rahat ulaşarak ekonomik büyüme için gerekli olan kaynaklara erişebilmektedirler. Finansal dışa açılmanın yaratmış olduğu uluslararası rekabet, ülke içindeki finansal kurumları daha verimli çalışmaya zorlamakta ve daha yüksek yatırımları teşvik ederek ekonomik büyümeyi gerçekleştirmektedir. Finansal sektörün de dahil olduğu bu büyüme, bankacılık sektörünün etkinliği artmakta ve ülke ekonomilerine finansal teknolojilerden faydalanma imkanlarını sağlamaktadır (Kıran ve Güriş, 2011: 71; Yapraklı, 2007: 67).

Ülke ekonomilerinin finansal gelişimi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki başta Schumpeter (1934) olmak üzere King ve Levine (1993) gibi birçok iktisatçının dikkatini çekmiştir. Bu iktisatçılar, ülkeler arasındaki finansal kurumların etkinliğinden doğan farklılıkların ekonomik büyümede de farklılık yarattığına dikkat çekmişlerdir. Levine (2005)'e göre finansal işlevlerin gerçekleştirilmesinde, sistemin kaynak tahsisi, risk azaltma, kurumsal yönetim ve tasarruf seferberliği işlevi bulunmaktadır. Bu işlevleri yerine getirebilmek için finansal sistemler üç ayrı kısma ayrılmaktadır. Banka temelli finansal sistemler finansal aracılık hizmetlerinin büyük bir kısmı bankalar üzerinden kurulurken piyasa temelli sistemlerde ise bankacılık sektörü dışında kalan yatırım ve emeklilik fonları gibi piyasa aktörlerinin daha etkin oldukları görülmektedir. Banka temelli görüşe göre, bankaların menkul kıymetler piyasasına ait dezavantajları azaltabileceği vurgulanarak, daha gelişmiş bir menkul değerler piyasasının, ekonomik büyümeyi gerçekleştireceği belirtilmiştir. Piyasa temelli görüşün savunucuları, şirketler üzerinde büyük etkiye sahip bankacılık sisteminin firmalar açısından kârlı ve yenilikçi yatırımları engelleyebileceğini ve böylelikle ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebileceğini söylemektedirler. Finansal hizmetler görüşü, sorunu finansal sistemin genel gelişiminde aramakta ve bankalar ile piyasaların ekonomik büyümeyi artıran finansal hizmetleri sağlamada ikame yerine tamamlayıcılık ilişkisiyle hareket edebileceklerini savunmaktadır (Benzur vd., 2019: 1; Chu, 2019: 2).

Finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerinde yarattığı etkinin ölçümü, mali açıklığın ölçülmesinde yaşanan zorluklar nedeniyle karmaşık bir yapıya sahiptir. Finansal açıklık ile büyüme arasındaki ampirik literatür iki farklı kısımda incelenmektedir. Ampirik literatürün ilki doğrudan kanallar diğeri ise dolaylı kanallar şeklindedir (Akgün Ünalı, 2011: 34-35).

Finansal dışa açıklık uluslararası sermaye hareketlerine getirilin kısıtlamaları ortadan kaldırmaktadır. Finansal dışa açılma sonucunda yurt içi tasarruf miktarlarında artış yaşanacak artan tasarruflar sermaye maliyetlerinin azalmasına neden olacaktır. Finansal dışa açıklıkla birlikte finansal hizmetler çeşitlilik gösterecek ve ekonomik büyüme bu durumdan olumlu etkilenecektir. Finansal dışa açılmanın sağlamış olduğu uluslararası rekabet ortamı ülke içerisindeki yerli firmaların maliyetlerini azaltarak daha yüksek seviyede yatırımların gerçekleşmesine olanak tanıyacaktır. Uluslararası rekabet aynı zamanda ulusal bankacılık sektörünün de daha etkin bir şekilde çalışmasına neden olacaktır (Fasanya ve Olayemi, 2020:3).

Finansal açıklık derecesinin büyüme üzerindeki etkileri ülke ekonomilerinde aynı değildir. Finansal açıklığı etkileyen kurum kalitesi, finansal sistem gelişimi ve yasal evre bu farklılıkların oluşmasında etkili olmaktadır. Kurumların alt yapısının gelişmiş olması işlem maliyetlerini düşürerek riski azaltır ve piyasaların verimliliğini artırarak ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkiler.

Diğer yandan belirli bir kurumsal olgunluğa erişmemiş finansal dışa açıklığın sağlandığı ülkelerde kontrolsüz sermaye akımları ülke ekonomilerinde ani düşüş ve yükselişlere neden olmaktadır. Uluslararası portföy yatırımcıları daha yüksek getiri elde edebilmek için faiz oranlarının görece daha yüksek olduğu ülkeleri tercih etmektedir. Finansal yapının sağlam olmadığı ve siyasi belirsizlik yaşayan ülkelerde ekonomi kırılgan bir hal almaktadır. Büyük ve ani fon ıkışları ülkelerin finansal krizler yaşamasına neden olarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir (Sulaiman vd., 2012:18; (Gemma vd., 2015:9).

Finansal açıklık seviyesinde yaşanan artış sonucunda sektörlerde yaşanan büyük verimlilik ve üretkenlik kazanımları nedeniyle başlangıçta ekonomik büyümeyi teşvik edebilir. Belirli bir eşiğin ötesinde finansal dışa açıklık inovasyon faaliyetlerinin yeniden finans sektörüne tahsis edilmesinden ötürü teknolojik ilerlemede yavaşlamaya neden olabilir. Finansal sektörde yapılan ihtiyati düzenlemelerde finansal dışa açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin şeklini etkileyebilir. İhtiyati politikalar, ekonomik açıdan olumsuz sorunlar yaratabilecek olan riski finansal ve reel ekonomi arasındaki etkileşimi kapsayacak şekilde sınırlamaktır. İhtiyatlı rejim uygulamaları gölge finansal sistemin gelişimine sebep olabilir. Finansal riskler ve finansal oynaklık üzerinde etkiler belirsiz olduğu için finansal dışa açıklık ve ekonomik büyüme birbirlerini olumsuz etkilerler (Agnor vd., 2018:14).

Finansal açıklık ile büyüme arasındaki ilişki finansal serbestleşme literatüründe önemli yer tutmaktadır. Finansal açıklığı destekleyen bir sürü argüman vardır. Baswir (2007), sermaye

hareketleri üzerine getirilen kısıtlamaların azaltılmasının ülkelerin piyasa sistemlerini güçlendirdiğini ve kaynak dağılımında etkinliğin sağlanarak ülke ekonomilerinde büyümeyi olumlu etkilediğini ileri sürmüştür. Eichengreen (2001) ve Mishkin (2007)'e göre, yerel finans sektöründe yaşanan daha yüksek rekabet ve yeni finansal fikirlerin varlığı finans sektörü işlevinde iyileşmeleri kaçınılmaz yapmaktadır. Finansal serbestleşmenin ekonomik durgunluğa neden olabileceğini Stiglitz (2000) ve Klein (2005) finansal kurumların etkin olmamasına ve uygulanan politikaların etkinsizliğine bağlamaktadırlar (Afari vd. 2021:72).

3.3. Ticari Açıklık ile Finansal Açıklık Arasındaki İlişki

Ticaretin serbestleşmesi ile birlikte ithalatta yaşanan artışlar, yetersiz döviz kaynakları nedeniyle dış finansman teminini zorunlu kılmaktadır. Artan küreselleşme eğilimi sonucunda ticari entegrasyonun yanı sıra finansal entegrasyondaki artış, sermaye hareketlerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla mümkün olmaktadır. Aslında ticari açıklığın finansal açıklığı zorunlu bir şekilde beraberinde getirdiği düşünülmektedir (Ecesoy, 2009: 73).

Rajan ve Zingales (2003)'e göre, ekonomideki sermaye akışlarının yanı sıra sınır ötesi ticarete de izin verildiğinde ekonomik büyüme sağlanacaktır. Ticarete Dayalı Büyüme Hipotezi, ticari açıklığın büyümenin ön koşulu olduğunu ileri sürmektedir. Ticari açıklık, sınırların ötesindeki kaynak ve teknoloji hareketlerine kolaylık sağlayarak ekonomik büyümeyi olumlu etkilemektedir. Büyümeye dayalı ticareti savunanlar ise nedensellik ilişkisinin büyümeden ticaret açıklığına doğru olduğunu ve ticari açıklığın büyümede sadece küçük bir role sahip olduğunu söylemektedirler. Son olarak ticaret ve büyümenin birbirini tamamladığı ve güçlendirdiği de ileri sürülmektedir. Çift yönlü nedenselliğin bulunduğu bu düşüncede, ekonomik büyüme ve ticari açıklık birbiri için vazgeçilmez iki gerekliliktir (Pradhan vd., 2017: 361).

Ticari açıklığın varlığı, ülke ekonomisinde teknolojik transfer ve yenilikleri teşvik ederek yerli firmaların üzerindeki rekabet baskısını artırmaktadır. Ticari açıklık, ev sahibi ülkelere doğrudan yabancı yatırımların girmesine yardımcı olan teknoloji yayılmaları yoluyla, dolaylı olarak hem bankaların hem de diğer finansal kurumların kredi faaliyetlerini genişletme konusundaki güveninin artmasına katkıda bulunur. Ayrıca yüksek bir ticari açıklık düzeyi, bir ülkedeki firmalar teknolojik gelişimi desteklemek için kredi talebini pozitif yönde arttırmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde ihracata dayalı yüksek büyüme sağlama politikalarının desteklemiş olduğu ticari açıklık durumu, ülkelerin ulusal kredi seviyelerinde artışla sonuçlanmaktadır. Finansal kurum kalitesinin yüksek olduğu ülkelerde, işletmeler için

rekabeti artırıcı ortamlar oluşturmak daha kolaydır. Rekabet eden yerel firmalar faaliyetlerini genişleterek kredi taleplerini artırmaktadırlar. Böyle bir durumda ticari açıklık derecesinin yüksek olması, finansal açıklığı pozitif yönde etkileyerek ekonomik büyümeye yön vermektedir (Nguyen vd., 2018: 80).

Ticari açıklık seviyesinin yüksek olması sonucunda sağlanan ekonomik büyüme, firmaların kazanç seviyesini artırmaktadır. Böyle bir durumda özel sektördeki firmalar ekonomik faaliyetlerini artırmak için ulusal kredilere olan taleplerini artırmaktadırlar. Yüksek ticaret açıklığı, sadece finansal açıklığı artırmakla kalmayıp iyi bir kurumsal kalitenin sağlanmış olması durumunda özel sektörün yurt içi kredi kullanım miktarını da artırmaktadır. Ticari açıklık sonucunda kurumsal kalite düzeyini arttırmayı amaçlayan firmaların varlığı bankacılık sistemini açısından makro nitelikte ekonomi politikaları üretmeyi zorunlu kılmaktadır.

Svaleryd ve Vlachos (2000), Beck (2002) uluslararası ticarete yaşanan açıklık derecesindeki artışın finans sektörü için hayati bir rol oynadığını söylerler. Yabancı yatırımcıların ulusal piyasaya girmesi sonucunda yerel üreticiler için risk faktörü artış gösterecektir. Riskleri çeşitlendirmek isteyen yerel üreticilere, yeni iş girişimleri ve sigorta poliçeleri aracılığıyla destek sağlayan gelişmiş bir finansal sektörün varlığı kaçınılmazdır (Arif ve Rawar, 2018:27).

Ticari açıklık, ülkeleri krizler esnasında daha savunmasız hale getirmektedir. Böyle bir ortamda ihracat piyasalarında yaşanan zayıflama sermaye akımlarındaki ani durmalarla daha çok tetiklenir. Finansal alandaki ani durmalar, ticari kredi kayıplarına yol açar. Ticari açıklığın var olduğu durumlarda sermaye kontrollerini uygulamak çok daha zor olduğundan, finansal açıklık derecesi ticari açıklık üzerinden ülke ekonomisini olumsuz etkilemektedir. Ayrıca kısa vadede ticari açıklık ve finansal açıklığın varlığı ülke ekonomisinin aşırı risk almasına, makroekonomik değişkenlerde oynaklığa ve finansal kalkınmayı olumsuz etkileyen krizlerle sık karşılaşılmasına neden olmaktadır (Suen vd., 2010: 257).

Ülkelerin, dünya ticaretinde yüksek bir ihracat payına sahip olabilmek için gelişmiş bir finansal sisteme ihtiyaçları vardır. Finansal açıklığın sağlamış olduğu avantajları kullanan işletmeler, dış finansa bağımlılığı yüksek olan ürünlerin üretim yapısı ve ölçeği üzerinde değişimler yaparak likidite eksiklerini ortadan kaldırabilmektedirler. Finansal açıklık işletmeler açısından ahlaki tehlikeyi ve tersine seçimleri ortadan kaldırarak dış finansman desteği ile ihracatın büyümesini teşvik etmektedir. Ayrıca finansal açıklık derecesinin yüksek olması, dış

finansman ihtiyacı yüksek olan endüstrilerde karşılaştırmalı üstünlük sağlamaktadır. Karşılaştırmalı üstünlüğü elinde bulunduran bu endüstriler, finansal açıklık seviyesi yüksek ve çok daha yüksek ihracat paylarına sahip olan ülkelerden elde ettikleri ticari faydaları artırmış olacaktırlar (Gökmenoğlu vd., 2015: 490).

Sidrauski (1967), Roubini ve Sala-i-Martin (1992,1995) ve Lucas (1988) finansal gelişmenin, insan sermayesi yatırımını ve dış açıklığı birleştirerek içsel bir büyüme modeli geliştirmişlerdir. Finansal serbestleşme ve ticari liberalizasyon, beşeri sermaye yatırımlarının marjinal faydalarını artırarak ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyecektir (Kang ve Sawada, 2010:427).

3.4. Özel Sektör Kredileri ve Finansal Sektör Kredileri ile Finansal Açıklık Arasındaki İlişki

Kredi uygulamaları, finans piyasaları ile reel sektör arasında çok taraflı etkileşime neden olmaktadır. Genel kabul görmüş bir tanımlama olarak kredi, belirli bir zaman dilimi sonunda ödeme yapma vaadi ile talep edilen mal ve hizmet veya para cinsinden sağlanan satın alma gücünü ya da sahip olunan satın alma gücünün tekrar geri alınması şartıyla başka bir kişiye devredilmesi olarak ifade edilmektedir. Dünya Bankası (2019), mali sektör tarafından sağlanan yurtiçi kredileri, merkezi hükümete verilen net kredi hariç, brüt bazda çeşitli sektörlerle verilen tüm krediler olarak tanımlarken özel sektöre verilen kredileri ise özel sektöre sağlanan krediler ve avanslar, hisse senedi dışında kalan menkul kıymet alımları, ticari krediler ve geri ödeme talebi yaratan diğer alacaklar olarak tanımlamaktadır (Verheliuk vd., 2019: 64; Irvin, 1965: 6).

Finansal sektör kredileri ve özel sektör kredileri üzerine yapılan ampirik çalışmalar, verimli kredilerin tedarik edilmesinin üretim ve istihdam üzerinde olumlu ve önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Rajan ve Zingales (2003) ve Beck ve diğeleri (2007) finansal ve özel sektör kredilerinde yaşanacak genişlemelerin GSMH'yi canlandıracağını ileri sürmektedirler. Finansal gelişmişlik düzeyinin düşük seviyelerde olduğu ekonomilerde, kredilerin verimsiz alanlara tahsis edilmesi ekonomik büyümeyi ve kalkınmayı olumsuz etkilemektedir. Ekonomik büyümenin gerçekleşebilmesi için fon kaynağı sağlayan finansal sektörün çok büyük bir rolü vardır ve finansal sektör içerisinde bankalar çok önemli bir yer tutmaktadır. Fon fazlası olan ekonomik birimlerden temin etmiş olduğu kaynakları fon arz eden ekonomik birimlere yönlendirmek, bankaların faaliyet varlığı içerisinde yer almaktadır. Atıl kalabilen ve verimli olan kaynakları kendine çeken bankacılık sektörü, toplamış olduğu mevduatları özel sektöre yatırılan varlıklara dönüştürmektedir (Gbenga, vd., 2019: 11-12).

Bir gösterge olarak, özel sektöre verilen yurt içi krediler, krediler, gayri menkul kıymet alımları ve geri ödeme talepleri oluşturan diğer ticari ve alacak kredileri gibi finansal şirketler tarafından özel sektöre sağlanan finansal kaynakları ifade eder. İyi işleyen bir kredi sistemi yatırım amaçlı değil aynı zamanda finansal kaynak çeşitliliğinde alternatifler yaratarak finansal açıklığın gelişmesine neden olur. Fakat özel sektöre sağlanan yurt içi kredi oranının yüksek olması, yani özel sektöre daha fazla finansal kaynak sağlanması, kaynakların çoğunun belirli bir sektöre toplanmasına neden olabilir. Böyle bir durumda özel sektöre verilen yurt içi krediler ile finansal dışa açıklık ilişkisi negatif etkilendir (Siddik ve Kabiraj, 2018:38).

Eryılmaz vd. (2015), özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin finansal açıklığı destekleyecek önemli bir stratejiye sahip olduğunu ve finansal sektörde ortaya çıkan maliyetleri azaltmada etkili olduğunu ifade eder. Özel sektöre verilen yurtiçi kredi, bankalar gibi finansal araçlardan özel tüketim için hane halklarına ve özel yatırım için firmalara fon transfer ederek ekonomik faaliyetler yaratır. Bir ekonominin üretken kapasitesini artırmak işsizliği ve yoksulluk seviyesini azaltmak ve finans dışa açıklığa katkıda bulunmak gibi ekonomide çok hayati bir rol oynar (Khan vd.,2020: 619).

Finansal açıklık derecesinde yaşanan artış özel sektöre verilen yurt içi kredi tahsisinin itici gücü olabilir. Yeni menkul kıymetlerin yaratılması ve uluslararası piyasalarda yaşanan finansal dışa açıklık, küresel ölçekte sermaye giriş ve çıkışlarını arttıracaktır. Finansal dışa açıklık seviyesinde yaşanan artışlar özel sektöre verilen kredileri genişletecektir. Finansal açıklık seviyesinde yaşanan artışla birlikte ortaya çıkacak olan sermaye girişleri, firmalar için daha ucuz finansman kaynağı yaratacaktır. Uluslararası risk paylaşımını güçlendiren finansal dışa açıklık yurtiçi kredi tahsisıyla birlikte ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır (Passial, 2018:7-8).

Finansal dışa açıklıkla birlikte artan sermaye girişleri yerli bankaların bilançolarını yurt içi kredi talebine göre ayarlamaya zorlayarak yerli finansmanın yabancı finansmanla ikame edilmesine neden olabilir. Bu tür ikame durumlarında finansal dışa açıklık için uygun koşulların sağlanamadığı ülkelerde finansal istikrarsızlıklar artış gösterir.

Finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi krediler finansal dışa açıklık sonucunda yabancı sermaye ile tahsis edilmektedir. Yerli firmaların yerli finansmanı yabancı fonlarla ikame etmesi yerel piyasalarda kredi talebini azaltır. Finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredilerin ikame etkisi, uluslararası finansal şoklara olan duyarlılığı arttırmakta ve fonlarda ani durmalara neden olmaktadır (Passial, 2018:11).

Finansal hizmetler, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde yükselen endüstriler içerisinde yer almaktadır. Finansal sektör gelişiminde önemli role sahip olan finansal hizmetlerin serbestleştirilmesi, son dönemde ekonomik büyüme için dikkat çekici olmuştur (Omodero, 2019: 188).

Gelişmiş ve verimli çalışan bir finansal sistem, var olan finansal kaynakların finansal sektör ve özel sektör kredileri vasıtasıyla reel sektörde en iyi alanlarda kullanılmasına yardımcı olarak ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyecektir. Reel sektörde yaşanan genişleme finansman talebinde artışa neden olacak ve böylelikle finansal sektör ekonomik gelişme ile paralel şekilde ilerleyecektir. Finansal açıklık seviyesinde yaşanan artış bu kredilerin etkin kullanımını sağlayarak ekonomik gelişmeye katkı sağlayacaktır (Pissarides, 2001: 29).

3.5. Faiz Oranı ile Finansal Açıklık Arasındaki İlişki

McKinnon-Shaw teorisi faiz oranı kontrollerinin ekonomiyi farklı şekillerde olumsuz etkileyeceğini öne sürmüşlerdir. İlk olarak faiz oranları girişimciler için yüksek risk oluşturur ve girişimcilerin daha yüksek getirili yatırımlarını caydırabilir. İkincisi, finansal aracılardan riskten kaçınma istekleri ulusal piyasalarda tercihli kredi verilmesine sebep olabilir. Üçüncüsü, düşük maliyetle fon elde eden borçlular sadece sermaye yoğun yatırımlara yönelebilir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973), faiz oranları üzerindeki kontrollerin ortadan kaldırılarak piyasalar tarafından kredi tahsisine izin verilmesini ve finansal dışı açıklığın sağlanmasını ileri sürerler (Ang ve McKibbin ,2007:219).

Faiz oranları ülke ekonomilerinde güçlü bir etkiye sahip olan finansal piyasalar için çok önemli bir göstergedir. Hükümetlerin faiz oranlarını kontrol ettiği durumlar, bankaların bilanço yapısını ve riskliliğini değiştirmektedir. Mevduata uygulanan faiz tavanlarının varlığı durumunda, politika faiz oranlarında yaşanan artışlar banka mevduatlarında sıkıntı yaşanmasına neden olacaktır. Fonların taşınması nedeniyle ortaya çıkan sıkıntı bankaların faiz dışı gelirlerini arttırmaları için faaliyet alanlarını değiştirmesi ile sonuçlanabilir. Bu süreçte bankalar menkul kıymetleştirmeye geçerek etkinlik derecelerini düşürerek finansal dışı açıklığı olumsuz etkileyecektir. Ayrıca faiz oranı üzerinde yaşanan kısıtlamalar, bankaları fonlarını kullanmanın başka yollarını bulmaya teşvik eder. Bankalar karlarını korumak için aynı anda sermaye artırmadan bilanço dışı pozisyonlarını artırabilirler. Bilanço dışı pozisyon artışı bankalarda sistemik riski ve dolayısıyla kriz olasılıklarını artırarak finansal dışı açıklığı olumsuz etkileyecektir. Finansal dışı açıklıkla birlikte faiz hadlerinin gelecekte alacağı değerlerin belirsiz olması da risk oluşturmaktadır. Bu durum borç veren açısından sermaye

değerinin önceden tahmin edilmesini engelleyerek faiz oranı ve finansal açıklık arasındaki ilişkinin negatif etkilenmesine sebep olmaktadır. Finans açıklıkta yaşanan artış sermaye girişlerinin artırmaktadır. Sermaye girişinde yaşanan artışlar faiz oranlarının düşmesine ve bankaların karlılık oranlarının azalmasıyla sonuçlanacaktır (Barrell vd., 2017:263-264; Öztürk ve Kuşçu, 2017:15).

Ülke ekonomilerinin reel faiz oranları dünya reel faiz oranlarından farklı oluşu sürece ve uluslararası borçluların temerrüde düşmeme taahhütleri bulunduğu müddetçe finansal dışa açıklık ile faiz oranı arasındaki ilişkinin seyri pozitif yönlü olacaktır (Alogoskoufis, 2021: 2). Finansal dışa açıklık derecesinde yaşanan artışlar nominal faiz oranlarının yakınsanmasına katkı sağlamıştır. Yatırımcıların yatırım kararı alırken önemsedikleri en önemli kriter risk ve getiri ilişkisidir. Yatırımcılar yatırım esnasında ulusal ve uluslararası menkul kıymetlerin getiri seviyelerine bakarak karar vermektedirler. Ulusal faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarından yüksek olması yatırımcıların tercihlerini ulusal varlıklardan yana yapmasına neden olacaktır. Ters durumda ise yatırımcılar için uluslararası yatırımlar daha cazip hale gelecektir. Finansal dışa açıklığın faiz oranlarına göre seçim yapma şansı sunması iki gösterge arasındaki pozitif etkinin varlığıyla ilişkilidir (Genç ve Aksoy, 2020:1522).

3.6. Döviz Kuru ve Finansal Açıklık Arasındaki İlişki

Uluslararası finansal piyasalarda bir ürünün takasının sağlanabilmesi için ülkelere ait para birimleri arasında değiştirilebilirlik sağlanmış olmalıdır. Bir ülkeye ait para biriminin başka bir ülke parası cinsinden değeri döviz kuru olarak adlandırılmaktadır (Koç ve Tekin, 2020:91).

Ulusal ekonomilerde nominal ücretler önceden belirlenmekte ve nominal döviz kurundan bağımsız olarak ayarlanmaktadır. Firmaların borçlanma kapasiteleri de ücretlilerden etkilenen cari kazançları ile doğru orantılıdır. Döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar, firmaların cari kazançlarını azaltmakta ve firmaların yenilik yapmak ve kendine özgü likidite şoklarından kurtulmak için borçlanma yeteneklerini sınırlamaktadır. Bu borçlanma kabiliyeti de ekonominin finansal açıklığı tarafından etkilenmektedir. Döviz kuru oynaklığı, ekonominin genelinde yatırım seviyesini düşürerek karlılığın azalmasına neden olur. Yerel ve uluslararası finansmanla ilişkili yüksek maliyetler göz önüne alındığında, gelecekteki yatırımları caydırabilir (Rodriguez, 2017:493).

Finansal açıklık için en önemli göstergelerden biri olan döviz kuru oynaklıkları, yatırımcıların, ithalat ve ihracatçıların, tüketicilerin kararlarını verirken dikkat ettikleri bir

faktördür. Gelecekteki tüketimin belirsizleşmesine neden olan döviz kuru oynaklığı, firmaların kar seviyelerinin değişmesine de neden olmaktadır. Kur oynaklıkları, firmaların karlarında ve net değerlerinde belirsizlik yaratarak yatırımları erteler. Ayrıca kur oynaklıkları yerli ve yabancı doğrudan yatırımların risklerini de arttırmaktadır. Enflasyonda ve fiyatlarda belirsizliğe neden olan kur oynaklığı, faiz oranlarını yükselterek yatırım ve tüketim harcamalarını olumsuz etkilemektedir. Finansal dışa açıklık derecesinde yaşanan artışla birlikte gözlemlenen bu süreç uluslararası sermaye akımları üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır (Güney, 2020:4).

Reel döviz kuru oynaklığı, verimlilik şokları, talep şokları ve işgücü arzı şokları gibi parasal olmayan faktörlerden kaynaklanabilir. Finansal açıklık derecesi, yaşanan şokların reel döviz kurları üzerindeki etkisini yumuşatmada rol oynar. Tam sermaye hareketliliği altında beklenmeyen şoklar, kısa vadede nominal ve reel döviz kurlarının aşılmasına neden olur. Yüksek döviz kuru oynaklığı, finansal varlık fiyatlarının faiz oranına karşı daha yüksek hassasiyet göstermesinden kaynaklanır. Finansal dışa açıklığın yaratmış olduğu belirsizlik, kısa dönemde reel döviz kuru oynaklığını arttırıcı sonuçlar yaratırken, uzun dönemde döviz piyasalarında yaşanan derinleşmeler sonucunda oynaklık azalış gösterecektir (Calderón ve Kubota, 2018:178).

Bir ülke ekonomisinin finansal açıklık derecesi ne kadar büyükse, sermaye girişlerinde yaşanacak artışlar reel döviz kurunun değerlenmesine neden olacaktır. Finansal olarak gelişmiş bir ekonomi, sermaye girişlerini tüketimden ziyade üretken yatırım alanlarına yönlendirecek ve böylelikle süreç döviz kurunun değerlenmesiyle sonuçlanacaktır (Lartey, 2016:385).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL AÇIKLIK İLE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ: BİR PANEL VERİ ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde finansal açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara yer verilecektir. Literatür bilgilerinin verilmesinin hemen ardından çalışmaya ait veri seti ve uygulanacak ekonometrik yöntem hakkında bilgi sunulacaktır. Bu çalışmada, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarına ait finansal dışa açıklık, ticari dışa açıklık, özel sektöre verilen yurt içi kredi, finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi ve M2 para arzına ait değişkenler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler 1995-2018 dönemi için panel veri yöntemi ile analizi gerçekleştirilmiştir.

4.1. Daha Önce Yapılan Çalışmalar

Finansal açıklık ile ilgili ampirik çalışmaların çoğu, sermaye hesabı ile ekonomik büyüme ilişkisine odaklanmışken yakın dönemde ilgi makroekonomik oynaklık üzerindeki etkisine çevrilmiştir. Sermaye hesabı, liberalleşme reformlarını takiben 1980'li ve 90'lı yıllarda ortaya çıkan finansal krizler, finansal açıklık ve oynaklık ilişkisini ampirik açıdan sorgulanmasına neden olmuştur. Yapılan çalışmalar, ülkelerin taşımış oldukları çeşitli özelliklere bağlı olarak (politik risk, finansal piyasaların gelişimi, ticari açıklık düzeyi) mevcut ilişkinin değiştiğini ortaya koymaktadır. Faiz oranlarındaki farklılıklar ve nominal döviz kurlarındaki istikrar sermaye akımlarını ülkeye çeken önemli unsurlardır. Ulusal finans piyasalarının kontrolsüz bir biçimde serbestleşmesinin makroekonomik istikrar ve büyümeyi sağlayıp sağlamadığı net değildir. Bunun yanı sıra ulusal iktisat politikalarını sadece sermaye akımlarını kontrol eden bir kimliğe büründürmek, ülkelerin üretim ve istihdam kapasitesini arttırıcı politikalardan ve refaha yönelik uygulamalardan alıkoyduğunu öne sürmektedir.

Ampirik çalışmalar incelendiğinde literatürün, finansal açıklık ve GSMH arasındaki ilişkiye odaklandığı görülür. Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerin finansal dışa açıklık dereceleri ile büyüme arasındaki ilişki bir dizi ekonometrik model (zaman serileri, panel verileri ve firma düzeyinde çalışmalar) kullanılarak incelenmiştir. Son dönemde finansal gelişme ve finansal dışa açıklığın büyüme üzerindeki etkisini ortaya koyan çalışma sayısındaki artış, incelemenin yönünü finansal dışa açıklığın belirleyicilerine çevirmiştir. Finansal açıklığın ülke ekonomileri üzerine etkileriyle ilgili olarak literatür negatif etkiye sahip olduğunu iddia edenler, etkisiz olduğunu iddia edenler ve pozitif etkiye sahip olduğunu iddia edenler olmak üzere üç görüş vardır.

Finansal açıklığın ekonomi üzerindeki etkisinin pozitif olduğunu ileri süren Levine (1997, 2003), Rajan ve Zingales (1998), Saad (2014), Kandil, Shahbaz ve Nasreen (2015), İdris, Yusop ve Habibullah (2017) ve Bist (2018) büyümede yaşanan artışın nedeni olarak finansal sistemdeki verimlilik artışlarını gösterirler. Finansal açıklık ve büyüme arasında negatif ilişkinin varlığını savunan Rodrik (1999), Tornell vd. (2004), Hye ve Islam (2013) ise finansal piyasalardaki istikrarsızlık üzerinden iddialarını savunurlar. Son olarak Grilli ve Milesi-Ferretti (1995), Rodrik (1998), Edison, Levin vd. (2002) ise bu iki büyüklük arasında bir ilişki bulamamıştır. Yapılan çalışmalar, incelenen ülke ekonomisi, kullanılan teknik, oluşturulan veri seti ve seçilen analiz dönemi nedeniyle farklı sonuçlar vermiştir.

Grilli ve Milesi-Ferretti, (1995) yılında yapmış oldukları panel veri analizinde, 61 ülkenin 1950-1982 dönemine ait verileri kullanmışlardır. Finansal açıklık ile büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmanın sonucuna göre finansal açıklık ile büyüme arasında güçlü bir korelasyon bulunamamıştır.

Esen (2000), Türkiye için 1980-1993 döneminde serbestleşme hareketleri sonucunda ülkeye yabancı sermaye girişinin, faiz oranlarını arttırdığı, ucuz döviz girişi sağladığı gözlemlenmiştir. Bu gelişmeler cari hesap ile sermaye hesabını olumsuz etkilemiş ve tutarsız dalgalanmaların oluşmasına neden olmuştur.

Güloğlu ve Altunoğlu (2002) birlikte yapmış oldukları çalışmalarında, finansal serbestleşme politikaları ile Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye'yi etkileyen finansal krizler arasındaki yakın ilişkiyi incelemişlerdir. Finansal reform programlarının nasıl finansal krizle sonuçlandığı üzerinde durulmuştur. İlk önce, 80'li yıllarda Latin Amerika ülkelerindeki reform hareketlerinin başlangıcından krize kadar uzanan süreç incelenmiştir. 1994-1995 dönemindeki Meksika ve 1997-1998 yıllarındaki Asya krizleri ve en son olarak da 1994, 1998, 2000 ve 2001 yıllarındaki Türkiye krizleri ele alınmıştır. Yapılan çalışmanın sonucunda ele alınan ülkelerde ortak bir özellik bulunmuştur. Bu ortak özellik bahsi geçen tüm ülkelerin döviz kurunu çıpaya bağlamış olmasıdır. Türkiye Ekonomisinde yaşanan 2001 krizi, döviz kuru çıpasına dayalı ve dışa açık ekonomilerdeki para politikalarının denetim ve gözetim mekanizmalarının etkin bir şekilde işlemediğini ve kırılgan bir bankacılık sisteminin finansal krize yol açabileceğini göstermiştir.

Rajan ve Zingales (2003), ticari ve finansal açıklığın büyüme üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmada 78 (OECD, Sahra Altı Afrika, Latin Amerika) ülkeye ait 1981-2006 yıllarına ait veriler kullanarak panel uygulamışlardır. Çok yüksek finansal açıklığın büyümeyi

teşvik edici rolünü zayıflattığını, yüksek ticaret açıklığının ise büyümeyi güçlendirdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Auerbach ve Siddiki (2004)'nin çalışmasında finansal serbestleşme hareketinin ekonomik büyümeyi olumlu etkileyebilmesi için piyasadaki asimetrik bilgi temelli sorunların çözülmesi gerekmektedir.

Bussiere ve Fratzscher (2004), 11 OECD, 12 Asya, 8 Latin Amerika, 9 AB ülkesi ve 6'sı diğer ülkelerden olmak üzere 46 ülkenin 1980-2002 yıllarına ait verileri ile finansal dışa açıklık ve büyüme ilişkisini incelemiştir. Panel uygulanan çalışmada finansal dışa açıklığın büyümeyi artırdığı tespit edilmiştir.

Tornell, Westermann ve Martinez (2004) yaptıkları çalışmada 66 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin 1980-1999 yıllarına ait verilerini kullanarak finansal açıklık, ticari açıklık ve büyüme ilişkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre, ticari açıklık incelenen ülke ekonomilerinde büyümeyi artırırken, finansal açıklığın artmasının ülkelerdeki finansal istikrarı bozduğu görülmüştür.

Utkulu ve Kahyaoğlu (2005) çalışmalarında, Türkiye ekonomisinde finansal açıkların büyüme ve kriz üzerindeki etkilerini 1990-2004 dönemi için Doğrusal Olmayan Zaman Serisi (TAR ve STAR) Modelleri ve Markov Rejim Değişim Modelleri ile açıklamaya çalışmaktadırlar. Çalışmanın sonucunda finansal açıklığın, ekonomik durgunluğu derinleştireceği gibi ekonomik büyümenin de hızını yavaşlatmakta olduğunu söylemektedirler.

Onur (2005)'un çalışmasında finansal kalkınma, finansal serbestleşme ve açıklık değişkenlerinin GSMH üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla kurmuş olduğu modele göre, Türkiye'de finansal serbestleşme GSMH'yi %7 azaltırken, finansal kalkınmayı %116 ve finansal açıklığı %15 artırdığı gözlenmektedir.

Buch, Doepke ve Pierdzioch (2005), model çerçevesinde, finansal açıklık ile ekonomik döngü arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Çalışma sonucuna göre, finansal açıklık ile ekonomik döngü arasında istikrarlı bir ilişkinin bulunmadığı görülmüştür.

Balkanlı (2006) finansal serbestleşme, ekonomilerin yapılarına ve esnekliğine göre farklı etkilere neden olmaktadır. Ancak gelişmekte olan ekonomilerin çoğunda görülen odur ki süreç içerisinde sermaye hesabının serbestleşme etkisinde bir dönem sonra finansal istikrar sorunu ortaya çıkmaktadır. Finansal liberalizasyon sonucunda ülkelerdeki borçlanma eğilimlerini, bunun kanıtı olarak belirtiyor. Balkanlı, finansal liberalizasyonun, bir kısım

ülkelere daha fazla borçlanma imkanı tanımakla birlikte, aynı zamanda bu ülkelerin cari denge sorunlarından ötürü daha büyük sorunlar yaşamasına neden olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde dışa açıklığın bütçe üzerindeki etkilerini inceleyen Combes ve Saadi-Sedik (2006) ise çalışmalarının sonucunda dışa açıklık ile birlikte ülkelerin dış şoklara daha fazla maruz kalacağına ve dışa açıklığın bütçe dengesi üzerinde negatif etki yaratacağına yer vermişlerdir.

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Granger Nedensellik Testi yardımıyla açıklamaya çalışan Aslan ve Küçükaksoy (2006), 1970-2004 yılları arasındaki yıllık verileri kullanmışlardır. Yapılan Granger Nedensellik Testi'nin sonuçlarına göre, finans-büyüme ilişkisinde arz takipli büyüme ile finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir ilişki olduğunu gösteren sonuçlar ortaya çıkmıştır.

Finansal deregülasyonun Türkiye ekonomisi üzerine etkilerini inceleyen Mangır (2006) yapmış olduğu çalışmada, Türkiye'nin 1980 sonrası yaşadığı ekonomik değişimi gözden geçirmiştir. Dünya piyasalarının entegrasyonunda yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda ulusal reel sektör gelişimi tamamlandıktan sonra finansal sektörün serbestleştirilmesi gerektiğinin üzerinde durmuştur. Dış ticaret sektörü ve finansal piyasaları serbestleştirilmeden ve istikrar politikaları hedefleri gerçekleşmeden sermaye hareketleri üzerindeki engellerin kaldırılmaması gerektiği savunulmuştur.

Yapılan çalışmada finansal liberalizasyon ile ilgili iki ayrı görüş bildiren Ranciere ve diğerleri (2006), ilk olarak finansal serbestleşmenin ülke ekonomisinde büyümeyi arttırdığını fakat bir diğer görüş olarak ise finansal serbestleşmenin riskler barındırması sebebi ile krizlere sebep olduğunu belirtmişleridir. Yapmış oldukları ekonometrik analiz sonucunda Ranciere vd., finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi %1 artırdığını ifade etmişlerdir. Çalışmaları sonucunda ifade ettikleri diğer görüşte ise finansal serbestleşmenin yarattığı büyüme eğiliminin, kriz eğilimine göre daha baskın olduğunu söylemişlerdir.

Atamtürk (2007) çalışmasında, geliştirilmiş teorik yaklaşımlarla finansal serbestleşme ile ülkelerde ve Türkiye'de yabancı kaynakların iç tasarruflara ve ekonomik kalkınmaya etkisini tartışmaktadır. Atamtürk, finansal dışa açılma ile iç tasarruf sorunu yaşayan ülkelerin finansman ihtiyacını karşılayacağını söylemektedir. Finansal dışa açılmanın yatırım ve istihdam oranlarında beklenen etkiyi yaratmadığını ve ayrıca büyüme oranlarının ise kısa süreli sermaye girişlerinden beslendiğini söylemektedir. Finansal dışa açılmanın özellikle, yüksek reel faiz, düşük kur nedeniyle portföy yatırımlarını beslediğinin altını çizmiştir. Uzun dönemli

ve kalıcı çözümleri ise gerekli yatırımlarını iç tasarruftan veya doğrudan yabancı sermayeden temin eden Ar-Ge ve beşeri sermaye yatırımlarına önem veren bir dönüşümle gerçekleştirmenin mümkün olduğunu söylemiştir.

Yapraklı (2007), Türkiye’de ticari ve finansal dışa açıklık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Bu amaçla 1990: 1-2006: 4 için, ticari ve finansal dışa açıklık oranları ile ekonomik büyüme oranı arasındaki ilişkiler, çok değişkenli Eş-Bütünleşme Analizi, Granger Nedensellik Testleri ve Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanılarak ekonometrik açıdan analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre, uzun dönemde ekonomik büyüme ticari açıklıktan pozitif, finansal açıklıktan negatif olarak etkilenmektedir. Hata düzeltme-geliştirilmiş Granger nedensellik testleri, ticari ve finansal açıklık ile ekonomik büyüme arasında iki yönlü nedenselliğin bulunduğunu, ticari açıklıktan finansal açıklığa doğru tek yönlü nedenselliğin olduğunu tespit etmiştir.

Rincon (2007) tarafından yapılan çalışma ise, finansal açıklığın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini 1984-2003 dönemi için, 43 ülkenin dahil edildiği panel veri analizi ile incelemiştir. Özellikle Latin Amerika Rezerv Fonu’na (FLAR) üye olan ülkelere (Bolivya, Kolombiya, Kosta-Rika, Ekvator, Peru ve Venezuela) önem verilmiştir. Bulgular, ülkelerin gelir seviyelerinin kontrol edildiği zaman finansal açıklığın ekonomik büyümeyi tetiklediğini, makroekonomik oynaklığı ise azaltmadığı gibi artırmadığını da ortaya koymuştur.

Beji (2007), 1980-2005 yılları için kullanmış olduğu verilerle 10 ülkeyi kapsayan panel uygulamasında bulunmuştur. Yapılan çalışma Güney Akdeniz ülkelerinin var olan koşullarında mali açıklık seviyesinde meydana gelen gelişmelerin finansal açıklığa etki etmediğini ve yeterli yasal düzenlemelerin ve kurumsal gelişmelerin finansal dışa açıklığa yararlı sonuçlar doğurabileceğini ifade etmiştir. Bu ülkeler için finansal açıklığı uygulamak tavsiye edilmemektedir. Finansal sınırları aşmaktan ziyade, kurumsal ve yasal ortamın iyileştirilmesi finansal açıklığa geçişte ülke ekonomilerini daha iyi bir duruma getirecektir.

Türkiye’de finansal dışa açıklık ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen diğer bir çalışma ise Kurt ve Berber (2008) tarafından yapılmıştır. Kurt ve Berber (2008), bu çalışmalarında 1989Q1-2003Q4 dönemini kapsayan verilerle dışa açıklık ve ekonomik büyüme değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkisini ve dinamik etkileşimleri VAR ve varyans ayrıştırması yöntemlerini kullanarak araştırmıştır. Analizlerinden elde edilen sonuçlar dış açıklık ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu

göstermektedir. Bu sonuç ile içsel büyüme teorilerinin öne sürdüğü dışa açıklığın ekonomik büyümeyi artıracığı hipotezi desteklenmiştir.

Baltagi ve diğerleri (2008) çalışmalarında 1980-2003 yılları arasında 42 gelişmekte olan ülkenin finansal dışa açıklık ve ticari dışa açıklığın bankacılık sektörünün gelişimi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı belirleyici oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Bulgulara göre ticari (finansal) açıklığın marjinal etkisiyle finansal (ticari) açıklık derecesi ters yönlü bir ilişki içerisindedir. Bu durum görece daha kapalı ekonomilerin ticari veya sermaye hesaplarını serbestleştirmeleriyle bu işten daha fazla yarar sağlamaları sonucunu doğurmaktadır.

Aizenman (2008), 1969-1998 yıllarına ait verileri kullanarak ticari dışa açıklıktaki değişim ve kişi başına GSYİH'deki dalgalanmaların finansal dışa açıklık üzerinde yaratacağı değişimin etkilerini gelişmekte olan ülkeler ve OECD ülkeleri açısından incelemiştir. Araştırmanın sonucu, ticari açıklığın finansal açıklığı beraberinde getirdiği yönündedir. Bu durum ise kamu borç yükünde artışa neden olarak finansal krizlerin oluşumunda etkili rol oynamaktadır.

Chinn ve Ito (2008) 181 ülke verisiyle 1970-2005 yılları için yapmış oldukları çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal dışa açılma hızını tespit etmişlerdir. Çalışmanın sonucu, finansal açıklığın gelişmiş ülkeler için 1970'lerde hız kazandığını ortaya koyarken, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler açısından 90'lı yıllara kadar uzandığı gözlemlenmiştir.

Bussiere ve Fratzcher (2008), panel tekniği kullanarak finansal dışa açıklık ile büyüme arasındaki ilişkinin yönünü araştırmışlardır. 45 gelişmiş ülke ve gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin 1980-2002 yılları arasındaki veriler ışığında sermaye hareketleri üzerinde sağlanan serbestleşme hareketinin büyümeyi olumlu yönde etkilediği ve farklı kanallarla (yatırım, portföy) büyümeyi daha fazla tetiklediği yönünde sonuçlara ulaşmışlardır.

Uysal ve diğerleri (2008) yılında yapmış oldukları çalışmada, finansal serbestleşmenin sonucunda döviz kuru ve faiz oranında yaşanan değişimlerin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini değerlendirmişlerdir. 1989-2007 dönemini esas alan çalışmalarının sonuçlarına göre, sorunların bertaraf edilmesinde salt faiz temelli tedbirlerin etkili olamayacağını, döviz kurunun faizler üzerinde belirleyici olmasından ötürü öncelikle kur dalgalanmalarının ve aşırı değerlenmenin kontrol altına alınması gerektiğini ortaya koymuşlardır.

Baldemir ve diğerleri (2009), çalışmalarında Türkiye için dışa açılma ve makroekonomik istikrar ilişkisi 1980-2006 dönemini dikkate alınarak incelenmiş ve sonuç olarak dışa kapalılığın makroekonomik istikrarı olumsuz etkilediği görülmüştür. Yapmış

oldukları ekonometrik analiz sonucunda, dışa açılma sonucu makroekonomik istikrarın önce azaldığı sonra düşük oranlarda arttığı ve yeniden azaldığı bir trend tahmin edilmiştir. Dışa açılma makroekonomik istikrar üzerindeki pozitif etkisini en yüksek 6 dönem gecikme ile yansıtabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Cicioğlu (2009) çalışmasında finansal serbestleşme kavramını teorik açıdan irdelemiş, gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme politikaları ve bu ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımları ve etkilerine değinmiştir. Finansal serbestleşme politikalarını Türkiye ekonomisinde finansal derinliği sağlayıp sağlayamadığını analiz eden Cicioğlu, kamu açıklarının iç borçlanma ile finanse edilmesinin mali piyasalarda baskı yaratıp yaratmadığını analiz etmeye çalışılmıştır. Çalışmasının sonucunda ise borç stoğunu finansal etkinsizliğin en büyük nedeni olarak nitelendirmiştir. Devletin borçlanma kanalı olarak iç piyasaları değil dış piyasaları seçmesi gerektiğini söyleyen Cicioğlu, ekonomik hedef olarak sürdürülebilir borçlanmadan ziyade var olan borçların eritilmesi gerekliliğinin altını çizmiştir.

Hepsağ (2009)'ın finansal liberalizasyon politikalarının geçerliliğinin McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi çerçevesinde Sınanması: Türkiye örneği isimli çalışmasında, McKinnon ve Shaw tarafından ortaya koyulan hipotezin Türkiye ekonomisi çerçevesinde geçerliliğini test etmiştir. İnceleme dönem aralığı olarak seçilen 1980-2007 yılları arasında uygulanan Dinamik En Küçük Kareler Yöntemi ve Eşbütünleşme Testi sonuçlarına göre, finansal liberalizasyon amacıyla yapılan faiz oranı artırımını tasarruflar ile ödünç alınabilir fonlar üzerinde olumlu etki yapmaktadır. Fakat faiz oranlarının artırılmasının yatırımlar üzerinde pozitif bir etkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Hepsağ'a göre McKinnon'un Tamamlayıcılık Hipotezi Türkiye ekonomisi için geçerli değildir.

Oktayer (2009) çalışmasında Türkiye'de finansal serbestleşme sürecinin, finansal derinleşme üzerindeki etkisini nitel olarak incelenmektedir. Çalışmanın içeriğinde, ilk olarak finansal serbestleşmenin Türkiye'deki gerçekleşme süreci ve daha sonra da getirilen finansal yenilikleri ele almıştır. Makroekonomik verilere dayanarak yapılan incelemede 1980 sonrası dönemde Türkiye'de yaşanan finansal serbestleşme sürecinin finansal derinleşmeye yol açtığı gözlenmiştir. Fakat mali baskınlık oranının yüksek olması ve finansal derinleşmeyi sağlayan araçların çoğunluğunun kamu kesimi açıklarını finanse etmede kullanılması, finansal derinleşme sürecinin reel ekonomiye istenilen katkıyı sağlayamamasına neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Gries, Kraft ve Merierrieks (2009), Sahraaltı ülkelerinin yıllık bazda verileriyle finansal dışa açıklık ve ticari açıklığın büyümeyi nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Finansal açıklığın Sahraaltı ülkeleri için uzun vadede istikrardan yoksun olduğu ve önemli bir güç olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu ülkelerde açıklık seviyelerini artırmalarını hedefleyen politika uygulamalarının finansal finansmanı teşvik etmeyeceğine yer verilmiştir. Ayrıca bu ülkeler için finansal açıklığın genel ekonomik kalkınma üzerindeki etkisi oldukça marjinaldir.

Asongu (2010), Afrika ile 29 az ve orta gelirli ülke grubunun 1988-2007 yıllarına ait verileri kullanarak ticari açıklık, finansal açıklık ve finansal gelişme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgular son 20 yıllık dönem içerisinde finansal açıklığın ülke gruplarının refahına olumlu etki yaratmadığı yönünde olmuştur. Finansal açıklığın orta ve az gelirli ülkelerde ticari açıklığa neden olduğu sonucuna ulaşılırken ticari açıklığın sadece orta gelirli ülkeler açısından finansal açıklığa neden olduğu tespit edilmiştir.

Pham (2010), 29 gelişmekte olan Asya ülkesinin 1994-2008 yıllarına ait verileri kullanarak finansal açıklık, ticari açıklık ve finansal gelişme arasındaki ilişkiyi panel veri tekniği ile incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre, finansal açıklık ve ticari açıklık için oluşturulan nedenselliğin çift yönlü olduğu tespit edilmiştir. Finansal açıklığın, gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişme yoluyla ticari açıklığı teşvik ediyor olması da çalışmanın ortaya koymuş olduğu farklı bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türedi ve Berber (2010), finansal kalkınma, ekonomik büyüme ve ticari açıklık arasındaki ilişkiyi test etmek için Türkiye'ye ait 1970-2007 yıllarına ait verileri kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda finansal kalkınma, büyüme ve ticari açıklığı uzun dönemde birbirleri ile ilişki içinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kısa dönemde ise finansal kalkınmadan büyümeye olmak kaydıyla tek yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Shahbaz, Rehman ve Amir (2010), çalışmalarında Pakistan'a ait verileri kullanarak Eşbütünleşme ve Birim Kök testi uygulamışlardır. Çalışmada ticaret açıklığı ve finansal açıklığın kamu harcamalarını nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Araştırmanın sonucuna göre ülke ekonomisindeki dışa açıklık derecesinin artması hükümet harcamalarını da artıracaktır. Finansal açıklık ile hükümet büyüklüğü arasında ters yönlü ve önemsiz bir ilişki bulunmaktadır.

Ağır (2010)'ın Türkiye'de finansal liberalizasyon ve finansal gelişme ilişkisinin ekonometrik analizi çalışmasında, literatürde farklı ülkeler için uygulanmış modelleri Türkiye ekonomisi koşullarına göre gözden geçirerek zaman serisi ekonometrisindeki gelişmeler ile ele almıştır. Türkiye örneği için yapmış olduğu ekonometrik bulgulara göre, finansal

liberalizasyonun finansal gelişme üzerinde yeterli bir etkisinin bulunmadığı sonucuna varmıştır.

Çetin (2010) yılında yapmış olduğu çalışmada, Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası dönemde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Yapmış olduğu ekonometrik analiz sonucunda büyüme ile finansal serbestleşme arasında anlamlı olmakla birlikte negatif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Var olan bu ilişkinin reel etkileri dışlayıcı olması nedeniyle ekonomide uzun dönemde negatif büyümeye yol açtığı sonucuna ulaşmıştır.

Korkmaz ve diğerleri (2010) çalışmada Türkiye’de finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme ve krizler üzerindeki etkisini, düzeltme etkisi modeli ile incelenmiş, finansal dışa açıklığın ekonomik büyümeyi %0,16 oranında artırdığını yani ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği söylemişlerdir.

Tozduman (2010) yılında yaptığı çalışmada, finansal serbestleşme ve bölüşüm arasındaki ilişkinin değerlendirmesini yapmıştır. Finansal serbestleşme ve gelir dağılımı arasındaki ilişki, tarihsel ve politik bir bağlamda, bölüşüm açısından ele alınmıştır. Bu çalışmada, sermaye-devlet, sermaye bloğu içi ve emek-sermaye arasındaki bölüşüm ilişkilerinin finansal serbestleşme politikalarından nasıl etkilendikleri incelenmiştir. Çalışmada, finansal alana ait olan parasal büyüklüklerde artış yaşandığı, yaratılan değerde yeniden bölüşüm sürecinin oluştuğu ve elde edilen değerlerin metalden ziyade ulusal ya da uluslararası para cinsinden tutulmaya başlandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Hanh (2010), 1994-2008 yılları arasındaki verileri dikkate alıp Asya’daki 29 gelişmekte olan ülkede finansal gelişme, finansal açıklık ve ticari açıklık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Panel uygulanan çalışma önce ticari açıklık ve finansal açıklık arasındaki ilişkiyi daha sonra finansal gelişme ve finansal açıklık arasındaki ilişkiyi test edecek şekilde geliştirilmiştir. Çalışmanın sonucuna göre finansal gelişme ve açıklık arasında güçlü bir bağlantı olduğu görülmüştür. Ampirik istatistikler finansal açıklığın ticari açıklık üzerindeki etkisinin finansal gelişmeden daha büyük olabileceğini göstermektedir.

Younas (2011), gelişmiş ve gelişmekte olan ülke grupları için yapmış olduğu panel veri analizinde, sermaye hareketleri ve finansal açıklık arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın literatüre katkısı finansal açıklığın gelişmekte olan ülke gruplarında sermaye hareketliliğini artırdığı şeklinde olmuştur. Ayrıca finansal olarak gelişmiş ülkelerde sermaye hareketleri önünde pek kısıtlama olmadığı görülmüştür.

Güriş ve Kıran (2011), Türkiye için yapmış oldukları çalışmada 1992-2006 yıllarına ait verileri kullanarak ticari ve finansal açıklığın ekonomik büyümeyi uzun dönemde nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Toda-Yamamoto (1995) Nedensellik Testi sonuçlarında bu değişkenler arasında uzun dönemli ilişki tespit edilmiştir. Ticari açıklık ve büyüme arasında çift yönlü bir ilişki varken finansal açıklığın büyüme üzerinde yarattığı etkinin anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bekaert, Harvey ve Lundblad (2011), 96 ülke için 1980-2006 yıllarına ait verileri kullanarak panel uyguladıkları çalışmada, finansal açıklığı daha yüksek derecede ekonomik büyüme ile ilişkilendirmişlerdir. Finansal açıklığın, verimlilik üzerindeki artırıcı etkisinin sermayenin büyüme etkisinden daha yüksek olduğu ve liberalleşme hareketlerinin, büyümeyi kalıcı kıldığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, finansal açıdan daha fazla gelişmiş ve daha yüksek seviyede finansal kurum kapasitesi bulunan ülkelerde, finansal açıklık daha yüksek verimlilik artışı yakalamaktadır.

Özcan (2011), çalışmasında finansal açıklığın ulusal ekonomilerde makroekonomik oynaklığı nasıl etkilediğini araştırmıştır. Yapmış olduğu yazın taramasının sonucunda, finansal açıklık derecesi ile ülkelerde ki finansal gelişme, makroekonomik istikrar, kurumsal yapı arasında sıkı bir ilişkinin var olduğu ve bu sebeple finansal açıklığın etkisinin net olmadığını söylemektedir. Eğer bir ülkede finansal açıklık makroekonomik oynaklığı azaltma eğiliminde ise o ülkenin kurumsal alt yapısının güçlü olduğu söylenebilir.

Ünaldı Akgün (2011) çalışmasında, 105 ülke ile 1960-2007 yıllarına ait verilerin ekonomik gelişimini baz alarak finansal açıklık, finansal gelişme ve büyüme arasındaki ilişkiyi panel veri tahmin yöntemi kullanarak incelemiştir. Çalışma, gelişmekte olan ekonomilerin, finansal açıklıktan en fazla fayda sağlayan ülke grubu olduğunu göstermiştir. Gelişmekte olan ülkelerin fayda sağlayabilmeleri için finansal açıklık politikaları hızlanmadan önce kurumsal altyapıyı oluşturmaları gerekliliği vurgulanmaktadır. Böyle bir durumda finansal açıklığın ekonomik büyümeyi desteklediği ve büyümenin belirleyicisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

W. Wu, Rui ve C. Wu (2012), yapmış oldukları çalışmada Çin'de şirketlerdeki finansal derinliğin ticari krediler ile nakit durumu arasındaki ilişkisini incelemiştir. Finansal derinleşmenin daha yüksek olduğu bölgelerde nakit alabilmek adına borçların daha az nakit olarak tutulduğu sonucu ortaya koyulmuştur. Finans sektörünün gelişimi firmaların ticari kredilerini daha iyi kullanmalarına sebep olmaktadır. Bu çalışmadan çıkarılan bir diğer sonuç, finansal derinleşme sadece firmaların finansman elde etmesine değil aynı zamanda kısa vadeli

ticari kredilerin daha işlevsel bir hale gelmesine neden olmaktadır. Bu sebepten ötürü finansal derinleşmeyi artırıcı faaliyette bulunmak, hükümetin özen göstermesi gereken konulardan biridir.

Bourgain, Pieretti ve Zana (2012), MENA (Orta Doğu ve Kuzey Afrika) ülkeleri için kullanılan verilerle yapılan ekonometrik modelde, finansal açıklık ve bankacılık işlemleri risk yönetimi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Finansal açıklık artışı güvenli risk yönetimine uyum olasılığını artırırken bankaları daha ihtiyatlı davranmaya yöneltmektedir. Ayrıca artan finansal açıklık bankalar arası rekabeti artırarak bankaların kâr marjlarının daralmasına sebep olmaktadır. Çalışmanın sonucuna göre, başarılı bir finansal sistemin teşvikinin gelişmekte olan ülkelerde finansal açıklık seviyesi ile yakından ilişkili olduğu görülmüştür.

Sermaye girişlerini ve değişik derecelerde finansal açıklığa sahip olan ekonomileri inceleyen Lartey (2012), çalışmasında para politikası ve enflasyon değişkenlerini dikkate almıştır. Çalışmada finansal açıklığın derecesinin yüksek olduğu durumlarda enflasyonun daha çok etkilendiğine ve çok daha fazla duyarlı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca çalışma, para politikası uygulamalarının da finansal açıklık derecesine bağlı olduğunu göstermiştir.

Özel (2012) çalışmasında Türkiye’de uygulanan ticari ve finansal açıklık politikalarının ekonomik büyümeye etkisini 1991: 1 ve 2010: 4 dönemlerine ait üçer aylık ticari açıklık, finansal açıklık ve ekonomik büyüme verileri kullanılarak hesaplanmış ve bu politikaların ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği incelenmiştir. Yapmış oldukları çalışmanın sonucunda kısa dönemde ticari açıklık ile büyüme arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğu, finansal açıklık ile büyüme arasındaki ilişkinin ise negatif yönlü olduğu tespit edilmiştir.

Beine, Iodigiani ve Vermeulen (2012), 80’li yıllardan itibaren artış gösteren göçmen paralarının finansal açıklık ile nasıl bir ilişki içinde olduğunu incelemişlerdir. 1980-2005 yılları arasında kapsayan ve 66 gelişmekte olan ülke verilerini kullanarak yapmış oldukları panel veri analizinde, havale makbuzları ve finansal açıklık ilişkisini ele almışlardır. Çalışmanın sonucuna göre, para gönderimlerinin finansal açıklık ile pozitif ve güçlü bir ilişki içinde olduğuna ulaşılmıştır.

Cheng (2012), Tayvan ekonomisi için 1973-2007 yıllarına ait üçer aylık verileri kullanarak finansal kurumlar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Tayvan ekonomisinde finansal açıklıktan önce volatilitenin reel çıktı düzeyi üzerinde olumsuz etki yarattığı fakat finansal açıklıktan sonra bu etkinin pozitifleştiği görülmüştür. Finansal açıklıktan sonra borsa koşullarında yaşanan iyileşme, Tayvan ekonomisinde büyüme sağlamıştır. Fakat

likidite, finansal açıklıktan önce Tayvan ekonomisinde reel çıktı miktarını olumlu etkilerken finansal açıklıktan sonra olumsuz etkilemeye başlamıştır.

Çakıcı (2012), finansal açıklık ile teknoloji şokları ilişkisinin incelediği çalışmada küçük, açık bir ekonomideki firmalar üzerinde değerlendirmede bulunmuştur. Çalışmanın sonucuna göre artan finansal açıklığın, geçici olmakla birlikte yaşanan pozitif teknoloji şoklarının üretim, tüketim, yatırım seviyelerini artırarak, firmaların işgücü arzlarında artışa neden olacağı ve net ihracat üzerinde pozitif etki yaratacağı görülmüştür.

Ayaydın ve Baltacı (2012) yapmış oldukları dinamik panel analizinde 1990-2011 yıllarına ait verileri kullanarak BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika Cumhuriyeti) ülkeleri için finansal açıklık, parasal özgürlük kamu harcamaları ve özel sektör kredileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda finansal açıklığın, kamu harcamaları ile parasal özgürlükleri önemli ölçüde artırdığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

1990-2009 dönemine ait 105 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmada Fischer ve Valenzuela (2013), finansal açıklığın özel krediler üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışma, finansal açıklığın rekabete dayalı bankacılık sektörüne sahip ülkelerde özel krediler üzerinde olumlu etkiler yarattığını ortaya koyarken rekabet etkisinin zayıf olduğu ekonomilerde finansal açıklığın özel krediler üzerinde zayıf ve hatta olumsuz etkisi olduğunu göstermiştir.

Mercan ve Peker (2013), 1992-2010 dönemine ait aylık verileri kullanılarak Türkiye ekonomisi yapmış oldukları finansal dışa açıklığın ekonomik büyüme üzerine etkisini inceleyen çalışmada, McKinnon ve Shaw'ın sermaye hareketlerinin dışa açık hale getirilmesinin ekonomik büyümeyi artıracığına ilişkin savı, Sınır Testi yöntemi yardımıyla test etmişlerdir. Yapılan çalışmada varılan uzun dönem analizlerine göre finansal dışa açıklığın, temsilen alınan portföy yatırımları ve sermaye girişleri vasıtası ile büyümeyi teorik beklentilerle uyumlu olarak pozitif etkiliyor olmasına rağmen, aralarındaki ilişkiyi istatistiki olarak anlamsız bulmuşlardır.

Kılınç vd. (2013) 1980-1989 yıllarına ait verileri kullanarak yapmış oldukları çalışmada, Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşmeye yönelik politikaları tarihsel süreç içerisinde ele almışlar ve uygulanan finansal serbestleşme politikalarının makroekonomik değişkenlere etkisini incelemişlerdir. Türkiye'de uygulanan finansal serbestleşme politikası ticari serbestleşmeyi olumlu yönde desteklemiştir. Finansal serbestleşme sonucunda Türkiye'ye giren sıcak paraların faiz oranlarının yükselmesine, bu durumun ise TL'nin değer kazanmasına neden

olduğunu saptamıştır. Tüm bu gelişmelerin sonucunda Türkiye'ye giren sıcak para hız kazanmış ve TL'nin değerini artırmaya devam etmiştir. Yapılan çalışma sonucunda gelişmiş ülkelerdeki finansal serbestleşme başarısının gelişmekte olan ülke Türkiye'de aynı başarıyı sağladığını söylemek mümkün olmamaktadır. Türkiye'deki finans sistemi alt yapısının güçlendirilmesi ve finansal derinliğin sağlanmasına yönelik politikaların uygulanması gerektiğinin altını çizmişlerdir. Ayrıca Türkiye'ye gelecek olan yabancı sermayenin spekülasyon olmaktan ziyade, doğrudan yabancı yatırımlar yönünde olmasının ekonomi politikaları açısından önem taşıdığını vurgulamışlardır.

Oyovwi ve Dickson (2013), çalışmalarında Nijerya'daki finansal açıklığın ekonomideki büyümeyi nasıl etkilediğini açıklamaya çalışmışlardır. 1970-2010 dönemine ait verileri kullanan yazarlar Birim kök ve Eşbütünleşme Testleri yapmışlardır. Anlamlı sonuçlar bulunan çalışmada finansal gelişmeyi hızlandırabilmek için yapısal alanda ve muhasebe alanında yapılan reformlar ile daha etkin bir denetimin gerekliliği vurgulanmıştır. Ayrıca çalışma hükümet politikalarındaki tutarlılığın da altını çizmiştir.

Reinhardt, Ricci ve Tressel (2013), Lucas paradoksu üzerinden yapmış oldukları çalışmada, Neoklasik Teori'nin yeniden doğrulandığı sonucuna ulaşmışlardır. Finansal açıklık derecesi yüksek olan az gelişmiş ülkelerin sermaye kullanma eğilimlerinin yüksek olduğu, gelişmiş ülkelerde ise net sermaye çıkışlarının daha fazla olduğu gözlemlenmiştir.

Erauskin (2013), 1970-2009 yıllarını kapsayan ve 49 ülkenin veri setinden oluşan panel çalışmasında finansal açıklık, hükümet harcamaları, verimlilik ve servetin büyümesini araştırmıştır. Finansal açıklık derecesinin hükümet büyüklüğünü, servetin büyüme oranı ile refahı nasıl etkilediğini araştıran çalışmanın sonucuna göre yüksek verimliliğin ve risk paylaşımının dışı açık bir ekonomide hükümet harcamaları ve tüketim-refah oranını artırdığı yönündedir.

Kaplan ve Yapraklı (2014), 48 orta gelir düzeyine sahip ülkede 2002-2011 yıllarına ait verileri kullanarak panel veri analizi yöntemi ile, finansal dışı açıklık ve ticari dışı açıklığın büyüme üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre, finansal dışı açıklık ile ticari dışı açıklık ülkelerin ekonomik büyümesini pozitif yönde etkilediği görülmüştür.

Soodaoui (2015), yapmış olduğu çalışmada Panel Regresyon Tekniği kullanarak finansal açıklığı 2008 krizinden önceki dönem boyunca küresel dengesizliklerin evriminde önemli bir rol oynayıp oynamadığını araştırmıştır. Çalışmanın sonucuna göre finansal açıklık, gelişmiş ülkelerin yurt dışı yatırım fırsatlarını artırarak orta vadeli cari hesabını olumlu

etkilerken finansal açıklık, gelişmekte olan ülkeleri orta vadeli cari açık yönünden olumsuz etkilemektedir.

Ağca, Nicola ve Detragiache (2015), kredi piyasasında yaşanan düzenlemelerin ve finansal açıklığın borç vadesini nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Yapılan araştırmanın sonuçları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklılık göstermiştir. Gelişmiş ülkelerde yapılan reformlar, borç vadesini uzatmakla birlikte kredi piyasalarını daha fazla derinleştirmektedir. Fakat gelişmekte olan ülkelerdeki finansal açıklık seviyesinde yaşanan artışın, borcun vadesini kısalttığı görülmektedir.

Serdaroğlu (2015), Türkiye için yapmış olduğu Regresyon uygulamasında finansal açıklık ile toplam faktör verimliliği arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, uzun dönemde faktör verimliliği diğer belirleyiciler (beşeri sermaye, doğrudan yatırım, inovasyon ve finansal açıklık) ile anlamlı ve olumlu görüntü ortaya koymaktadır. Finansal açıklığın üretimin faktör verimliliğini artırdığı gözlemlenmiştir.

Djennas (2016), İslami finansın ekonomik sisteme katkısını incelemek amacıyla 14 ülkeden oluşan ve 8'i İslami finansın lideri olarak kabul gören ülkelerde, finansal açıklığın kriz riskini ve işletmelerin büyüme döngülerini incelemeyi amaçlamıştır. 1980-2013 yılına ait verilerle yapılan panel tekniği sonuçlarına göre, finansal açıklığın, İslami finansın hüküm sürdüğü ülkelerle diğer geleneksel ekonomik sistemler arasında benzer bir performans olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca İslami finans ilkeleri gözetilen ülkelerin kriz ve ekonomik gerileme durumlarına karşı önlemler geliştirdiği görülmektedir.

Chu (2016), finansal açıklık ile Çin'in ticari bankaları arasındaki performansın etkisini incelemiştir. İlk beş içinde yer alan Çin ticari bankalarına ait 1997-2013 yıllarına ait veriler kullanılırken küçük kareler yöntemiyle regresyon denklemi elde eden Chu, finansal açıklığın bu ilk beşteki ticari bankaların performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, ticari bankaların performansının finansal açıklık ile finanse edilebileceği görüşüne ulaşılmıştır.

Lou, Tanna ve De Vita (2016), 1999-2011 yılları arasındaki verileri kullanıp, 140 ülkeyi içine alan ticari banka örneğini kullanarak finansal açıklık, banka riski ve bankaların kâr etkinliği arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu araştırmayı gerçekleştirmek amacıyla ters Granger Nedensellik Testi uygulamışlar ve çalışmanın sonucunda finansal açıklığın banka riskindeki değişiklikleri değil, direkt olarak bankanın kâr verimliliğini düşürdüğü görülmüştür. Ayrıca

araştırma finansal açıklığın zamanla banka kar oranını düşürmek yoluyla banka risk oranını artırdığını da göstermektedir.

Guillen (2016), 1990-2011 dönemi için finansal açıklık derecelerine göre Latin Amerika ülkesi örneğini analiz ederek finansal gelişimin gelir dağılımı üzerindeki etkisini incelemiştir. Finansal gelişim, makroekonomik koşullar ve gelir dağılımı arasındaki ilişkide önemli bir yeri olduğunu göstermektedir. Çalışma finansal açıklığın sağlandığı piyasalara sahip bazı ülkelerin neden gelir dağılımında eşitlik sağlayamadığı yönünde literatüre ışık tutmaktadır.

Chen, Hamori ve Kinkyö (2016), çalışmalarında panel uygulaması için 70 ülkenin verilerini kullanarak finansal gelişme ve finansal açıklık arasındaki dinamik ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre uzun vadede finansal açıklık finansal gelişmeyi olumlu etkilerken, kısa vadede olumsuz etki yaratabileceğini göstermiştir. Finansal açıklığın kısa vadede yaratabileceği olumsuz etkilerin sebebi olarak da düşük dereceli bankacılık rekabeti tespit edilmiştir. Çalışma, finansal kalkınmayı teşvik etmek için daha açık bir bankacılık rekabetine gerek olduğunu vurgulamaktadır.

Ma (2016), yapmış olduğu çalışmada 1992- 2013Q1 verilerini kullanarak finansal açıklık ve buna bağlı olarak finansal sürtünmelerin yarattığı makroekonomik dengesizlikler üzerinde durmuştur. Çin ekonomisi için yapılan bu çalışma finansal açıklığın ve finansal sürtünmenin makul ölçülerde bir açıklamaya sahip olduğunu göstermektedir. Finansal sürtünmelerde yaşanan bir düşüşe eşlik eden bir finansal açıklık artışının, iç şoklarda daha küçük etkiye, dış şoklarda ise daha büyük etkiye yol açtığı gözlenmiştir.

Hur ve Lartey (2016) küçük, açık bir ekonomide sermaye girişi ardından sektörel dinamiklerde yaşanan finansal açıklığın ve finansal hızlandırıcının rolünü incelemiştir. Ekonominin davranışını yabancı faiz oranında yaşanan olumsuz bir şok ardından değişen derecede finansal açıklık altında değerlendirmişlerdir. Çalışma sonucunda, yüksek açıklık derecesine sahip bir ülkede ve enflasyon hedeflemesi altında, yabancı faiz oranlarında yaşanan düşüşlerin ardı sıra gerçekleşen sermaye girişleri, ticaret hacmini artıracak ve tüketim artışını da beraberinde getirecektir.

Ümit (2016), Türkiye için ticari ve finansal açıklığın büyüme üzerindeki etkilerini 1989-2014 yıllarına ait verilerle analiz etmiştir. Nedensellik ilişkisi, finansal açıklığın büyümeyi çift yönlü etkilediğini, ticari açıklığın ise büyümeyi tek yönlü etkilediğini göstermektedir. Ekonomik büyüme ile ticari açıklık arasında negatif ilişki bulunurken, finansal açıklık ve büyüme arasında pozitif ilişki bulunmakta ve bu ilişkinin anlamlı olduğu görülmektedir.

Kaya, Çam ve Barut (2016), hisse senedi piyasaları ile finansal dışa açıklığın etkilerini araştırdıkları çalışmalarında 1998Q1-2013Q1 dönemine ait verileri kullanarak Granger Nedensellik Analizi oluşturmuşlardır. Yapılan ekonometrik modelin tahmine göre tek taraflı nedenselliğin olduğu ve yönünün hisse senedi piyasasından finansal dışa açıklığa doğru olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye'nin sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler finansal dışa açıklık üzerinde etki yaratmaktadır.

Ticaret ve finansal açıklık değişkenlerini kullanarak gelir dağılımı etkisini küçük ve açık bir ülke için modelleyen Lima ve Mcnelis (2016), kurdukları modelde işlem görmüş mallar ve işlem görmemiş mallar ile bu alandaki finansal bağlantıları sınır kabul etmişlerdir. Yapılan çalışma ticari ve finansal açıklığın ekonomik gelişime ve gelir artışıyla birlikte gelir dağılımında eşitliğe olumlu katkı sağladığını göstermiştir.

Kaya ve Barut (2016), finansal açıklık ve ihracat arasındaki ilişkiyi belirlemek için 1998Q1-2014Q3 dönemine ait verileri kullandıkları çalışmada Eşbütünleşme ve Nedensellik Testi'ni analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre ihracattan finansal dışa açıklığa doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğu gözlemlenmiştir.

Yılmaz, Akbulut ve Uğurlu (2016), 1992-2014 yıllarına ait verileri kullanarak ve 1991 yılından sonra dağılan Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği'nden bağımsızlıklarını kazanan Kafkas ülkeleri ile Orta Asya ülkelerinde ticari açıklık ile finansal açıklığın kamu büyüklüğüne olan etkisini panel uygulaması ile incelemişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre finansal açıklık ve kamu harcamaları arasında negatif ve anlamlı ilişki mevcuttur. Ülke ekonomilerinde artan dışa açıklık, riskleri daha aza indirmek için kamu harcamalarının arttığını göstermiştir.

Hua, Johansson ve Wang (2017), Çin'de ulusal ve bölgesel finansal açıklık isimli çalışmalarında, Çin'in finansal açıklığı için yeni endeksler oluşturarak sermaye hesabının daha iyi anlaşılmasını amaçlamışlardır. Ayrıca eyaletlerin finansal açıklığının daha iyi anlaşılması içinde yeni bir endeks geliştirilmiştir. Çalışma sonucuna göre, sermaye hesabının kademeli olarak açıldığı gözlemlenmektedir. Bölgesel düzeyde ülkenin doğusunda yer alan illerin, orta bölgelere oranla daha yüksek finansal açıklık seviyeleri sergilediği görülürken ülkenin batı bölgelerinde ise daha düşük finansal açıklık seviyelerinin bulunduğu iller yer almaktadır. Bu durumun oluşma sebepleri içerisinde coğrafi konum, ekonomik gelişme ve merkezi hükümet politikaları yer almaktadır ve bu üç değişken ülke genelinde finansal açıklık derecesini etkilemektedir.

Rodriguez (2017), çalışmada 1970-2010 yıllarını esas alan 123 ülkenin bulunduğu panel tekniği uygulamasında, verimliliği en üst seviyeye çekebilmek için finansal açıklığı ve uluslararası finansal bütünleşme rolünü incelemiştir. Çalışma döviz kuru oynaklığı ile finansal açıklık arasındaki etkileşimi göz önünde bulundurmaktadır. Makale araştırmasından ortaya çıkan önemli sonuçlar, yüksek seviyeli finansal açıklığın, ülkelerdeki döviz kuru esnekliğinin büyüme üzerinde yarattığı olumsuz etkileri azaltma yönünde olanak sağladığı şeklindedir.

Çakan (2017), 1974-2014 dönemini kapsayan ve Türkiye için yapmış olduğu çalışmada ticari, finansal açıklık ile doğrudan yabancı yatırımların finansal piyasaların gelişimi üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre, finansal açıklık ve doğrudan yabancı yatırımlar finansal gelişmeyi teşvik ederken ticaret açıklığının finansal gelişim üzerinde bir etkisinin bulunmadığı yönünde olmuştur. Aynı zamanda doğrudan yabancı yatırımların ve finansal açıklığın Türkiye ekonomisinin büyümesi açısından da etkili olduğu görüşüne varılmıştır.

Mekonnen ve Dogruel (2017), 1981-2010 dönemine ait veri seti ile 29 ülkenin içinde yer aldığı çalışmada büyüme ile hem ticari, hem de finansal açıklık arasındaki ilişki Sahraaltı Afrika ülkeleri için incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar Sahraaltı Afrika ülkelerinde ticaret ve finansal açıklığın artmasının büyüme üzerinde oynaklık derecesini belirgin bir biçimde düşürdüğü yönündedir.

İlter ve Burtan Doğan (2018), Türkiye için yapmış oldukları çalışmada 1998Q1-2016Q4 dönem verilerini kullanarak, finansal açıklık, ticari açıklık ve büyüme ilişkisini incelemiştir. Çalışmada yapılan Granger Nedensellik Testi sonucunda ticari açıklıktan büyümeye doğru tek yönlü bir ilişki söz konusuken finansal açıklıktaki bir değişim karşısında ekonomik büyüme daha az oranda karşılık vermektedir.

Çeştepe, Yıldırım ve Özbek (2018), ticari ve finansal açıklık ile ekonomik büyüme ilişkisini Türkiye üzerinde incelemiştir. İnceledikleri dönemi 1998-2016 yıllarını kapsayan çeyreklik veriler kullanarak nedensellik testi oluşturmuşlardır. Çalışmanın sonucuna göre ticari açıklık ile büyüme arasında herhangi bir ilişki bulunmazken, finansal açıklığın büyüme üzerindeki etkisi pozitif çıkmıştır.

Ayaydın, Karakaya ve Pala (2018), 19 Euro bölgesine dahil ülkenin 2000 yılından 2015 yılına kadar olan verilerini incelemek suretiyle ticaret ve finansal açıklığın bölge ülkelerinin finansal kalkınmalarını nasıl etkilediğini incelemektedir. Çalışmanın sonucuna göre ticari açıklığın finansal açıklıkla ilişkisinin negatif olduğunu göstermiştir. Ayrıca çalışmadan kapalı

ekonomi durumundaki ülkelerin ticaret ve sermaye hesaplarını açmaları o ülkelerin yararına olacağı yönünde sonuçlar elde edilmiştir.

Mudam, Balan ve Albayrak (2018), küreselleşme ile birlikte artan finans ve ticari liberalizasyonların ekonomileri hızla etkilemesinden hareketle Türkiye için 1970-2015 yıllarına ait verileri kullanarak bir çalışma oluşturmuşlardır. Bu çalışmada belirlenen veri seti VAR modeli aracılığı ile karbondioksit Emilimi, ticari-finansal açıklık ve kişi başı gelir düzeyi üzerinde araştırılmıştır. Araştırma ticari-finansal açıklığın, kişi başına gelir düzeyinin karbondioksit Emilimini belirli oranlarda artırdığını göstermiştir.

Lee ve Chou (2018), gelişmekte olan ülkeler için finansal açıklığın iç finansal piyasalardaki likidite etkisini araştırmışlardır. Çalışma 11 ülke üzerinden yürütülmüş ve bu 11 ülke kendi arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülke olmak üzere iki sınıfa ayrılarak panel tekniği uygulanmıştır. Çalışmanın sonucuna göre ise gelişmekte olan ülkelere finansal açıklığın piyasalardaki finansal likiditeyi artırdığını ve gelişmiş ülkelere nazaran gelişmekte olan ülkelere daha etkili olduğuna ulaşılmıştır.

Kant (2018), çalışmasında 48 gelişmekte olan ülkeyi ele alarak yabancı portföy yatırımlarının ülkedeki kurumlar üzerinde nasıl bir etki yaratacağını incelemiştir. Hisse senedi ve tahviller piyasalarının daha fazla finansal açıklığa kavuşması ülke kurumlarının daha iyi olmasını sağlamaktadır. Analizden çıkan bir başka sonuca göre yabancı portföy yatırımları finansal, bankacılık ve döviz kuru krizlerinde rol oynamaktadır.

Koengkan, Fuinhas ve Cardosa (2018), 1980'den 2014'e kadarki zaman diliminde MERCOSUR ülkelerinin içinde bulunduğu çevresel bozulmanın finansal açıklık ile etkisini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre finansal açıklık, enerji verimliliği yüksek olan yeşil teknolojiye yapılan yatırımları teşvik edecek ve böylelikle çevreyi iyileştirecektir.

Giogory (2018), 1995-2013 yılları arasında 62 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke verilerini kullanarak finansal açıklığın ekonomideki girişimcilik üzerine nasıl etki yarattığını açıklamayı amaçlamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin siyasal risklerini kontrol etmek amacıyla yapılan sermaye denetimlerinin finansal sistemin gelişmesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gözlemlenmişken gelişmiş ülke ekonomilerinin finansal sistem gelişimini olumlu etkilediği gözlemlenmiştir. Çalışma sonucunda girişimcilik ve finansal açıklık arasındaki ilişki gelişmekte olan ülkelere girişimciliğin azalması yönünde gözlemlenirken gelişmiş ülkelere finansal kontrollerin uygulanması girişimcilik faaliyetlerinde artışa neden olmaktadır.

Mendonça ve Nascimento (2018), 1994-2014 dönemini kapsayan 42 ülkeye ait bilgileri dikkate alan panel veri analizine dayanarak finansal açıklık ve ekonomik küreselleşmedeki bir artışın makroekonomik istikrarsızlık üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Çalışma sonucunda finansal açıklığın ve ekonomik küreselleşmenin para politikası verimliliğini ve makroekonomik istikrarı iyileştirdiğini göstermiştir.

Korkmaz (2018), Türkiye ile İtalya için 1970-2016 yıllarına ait verileri kullanarak enerji tüketiminin finansal açıklık, finansal gelişme ve ticari açıklık arasındaki ilişkiyi ADRL Sınır Testi yaklaşımı ile incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre, Türkiye için ticari açıklık oranı enerji tüketimi ile pozitif ve anlamlı bir ilişki içindeyken İtalya için de finansal açıklık oranı anlamlı ve pozitif ilişki içindedir. Her iki ülke içinde finansal gelişme ile enerji tüketimi ilişkisi pozitif ve anlamlıdır.

Ashraf (2018), çalışmasında gelişmekte olan ülkelerin finansal açıklık oranları ile bankalarının kalkınması arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 2000-2012 yıllarına ait, 38 ülkedeki 287 önemli bankanın verileri ile panel tekniği uygulamıştır. Çalışma sonucuna göre, bankacılık sektörünün gelişiminde finansal açıklığın etkisinin sınırlı olduğuna ulaşmıştır. Bu sonuca ulaşma nedeni olarak da finansal açıklığın olduğu ülkelerde yoğun sermaye girişlerinin kredi maliyetlerini düşürme yönünde bankalara baskı yaptığını ve risk artışlarına neden olduğunu söylemektedir.

Ogrokhina ve Rodriguez (2019), gelişmekte olan ülkelerdeki uluslararası borçlanma eğiliminin enflasyon hedeflemesi ve finansal açıklık ile ilişkisini incelemiştir. 1994-2013 yıllarını kapsayan ve 75 gelişmekte olan ülke verilerini kapsayan panel analizinin sonuçlarına göre, enflasyon hedeflemesinin, finansal açıklık derecesine bağlı olarak borçlanma derecesini azalttığı görülmüştür. Çalışma, enflasyon hedeflemesi bulunan ve finansal açıklık derecesinin yüksek olduğu ülkelerde yabancı para cinsinden borcun, enflasyon hedeflemesi bulunmayan ülkeye nazaran yüzde 11 daha düşük olduğunu göstermektedir.

Güngör ve Karaca (2019), finansal serbestleşme 80'li yıllarda Türkiye ekonomisinin dışa açık olmasını sağlayarak, ülkenin yaşam standartları, iş yapma şekilleri ve üretim tekniğinde değişiklikleri beraberinde getirmiştir. Bu gelişmeler Türkiye'nin enerji kullanım miktarını ve buna bağlı olarak karbondioksit oranını da doğrudan etkilemektedir. Çalışma 1974-2016 yıllarına ait verilerin kullanarak finansal açıklık ile enerji tüketimi, karbondioksit emisyonu ve temiz enerji kaynakları ile aralarında uzun dönemli nedensellik ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Gaies ve Nabi (2019), 1972-2011 yıllarına ait 67 tane ülkenin bulunduğu “gelişmekte olan ülkelerde finansal açıklık ve büyüme” isimli çalışmasında iki tür dış finansmanı ayırt ederek (borç ve doğrudan yabancı yatırım) finansal açıklığın gelişmekte olan ülkelerde büyümeyi nasıl etkilediğini incelemiştir. Çalışma her iki finansman türünde finansal açıklığın kredi kanalıyla yatırımları artırarak büyümeyi desteklediği sonucuna ulaşmıştır. Fakat aşırı borçlanmanın finansal kırılganlığa duyarlılığı artırarak krizlerin oluşmasına neden olmaktadır. Bunun aksine doğrudan yabancı yatırımlarda kriz etkilerini azaltıcı yönde sonuçlar yaratmaktadır.

Stolbov'un (2019) yapmış olduğu çalışmada 1970-2014 yıllarını kapsayan veri seti ve 45 ülkeli gözlemi ile serbestleşen sermaye hareketleri sonucunda oluşan finansal açıklık ve finansal krizler arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamıştır. Uygulamış olduğu Granger Nedensellik Testi sonucunda krizin finansal açıklıkla ilişkisinin dolaylı olduğunu ve etkilerin makro değişkenler yoluyla aktarıldığını göstermiştir. Çalışmadan çıkan bir diğer sonuca göre sermaye hesabı üzerindeki engellerin kaldırılmasının yine kendini beslediği yönünde olmuştur.

Koengkan, Fuinhas ve Vieira (2020) 10 Latin Amerika ülkesi için 1980-2014 yıllarını kapsayan verilerle yapmış oldukları Panel Granger Nedensellik Testi'nde, finansal açıklık ve yenilenebilir enerji arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre, finansal açıklık ile yenilenebilir enerji arasında iki yönlü nedensellik olduğunu ortaya koymaktadır.

Gelişmiş ülkelere ait çalışmaların genel bir değerlendirmesi olarak finansal serbestleşme ve yüksek açıklık derecesine sahip ülkelerde, faiz oranlarında yaşanan düşüşlerin ardı sıra gerçekleşen sermaye girişleri, ticaret hacmini artıracak ve tüketim artışını da beraberinde getireceği sonuçlarına ulaşılmıştır. Finansal açıklık derecesinde yaşanacak artışlar girişimciliği olumlu yönde desteklemiştir. Çalışmalar, gelişmiş ülkelerde finansal dışa açıklığın finans sektörü tarafından sağlanan yurt içi kredileri olumlu etkilediği şeklindedir. Sermaye hareketi kısıtlaması bulunmayan gelişmiş ülke ekonomilerinde likidite artış hızı sınırlı kalmış, finansal açıklık derecesi gelişmekte olan ülke ekonomilerinde büyümeyi Neoklasik yaklaşımı doğrular şekilde daha fazla etkilemiştir.

Gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmaların genel bir değerlendirmesi finansal açıklığın ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği şeklindedir. Finansal açıklık ve ticari açıklık arasında nedenselliğin varlığına değinen çalışmalar, nedenselliğin yönünün genellikle ticari açıklıktan finansal dışa açıklığa doğru olduğuna işaret etmiştir. Finansal dışa açıklığın ekonomik büyümeyi olumlu etkileyebilmesi için asimetrik bilginin ortadan kalkması ve banka

performanslarının artması gerekmektedir. Literatür, finansal açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki negatif ilişkinin varlığını, cari açık sorunu arttırmasına, dış şok ve bütçede yaşanacak artışlara faiz oranında yaşanacak artışların yatırımları düşürmesine bağlanmaktadır. Ayrıca gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmalar, finansal dışa açıklık seviyesinde yaşanacak artışların kamu harcamalarını ve borç vadelerini olumsuz etkilediği yönündedir.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal dışa açıklık ve ticari açıklık ilişkisinde baskın literatür ticari açıklığın finansal dışa açıklığı desteklediği yönündedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde hem ticari hem de finansal dışa açıklık seviyesinde meydana gelişmeler ekonomik büyümeyi ağırlıklı olarak pozitif yönde etkilemektedir.

4.2. Ekonometrik Model, Veri Seti ve Yöntem

Bu çalışma; ekonomik büyüme, finansal dışa açıklık, ticari dışa açıklık, M2 para arzı, özel sektöre verilen yurt içi kredi ve finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredilere ait değişkenleri kullanarak 1995-2018 yılları arasında seçilmiş gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarında finansal açıklığın diğer değişkenler ile olan ilişkisini panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Ekonomik büyümeyi temsil eden GDP değişkeni 2010 yılına ait Amerikan Doları sabit fiyatları olarak ifade edilen reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'yı oluşturmaktadır. Finansal açıklık değişkeni, net sermaye giriş ve net sermaye çıkış toplamının GSYİH'yi oranı olarak alınmıştır. Ticari açıklık değişkenine ait veriler, ithalat ve ihracat toplamının Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya oranı olarak modele dahil edilmiştir. M2 para arzı değişkeni de reel GSYİH'nin oranı şeklinde modele eklenmiştir. Özel kesim ve finansal kesime ait kredilerde yine GSYH'nin oranı şeklinde modelde kullanılmıştır.

4.2.1. Veri Seti

Bu çalışma, seçilmiş gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarından oluşmaktadır. Gelişmiş ülke örnekleri; Amerika Birleşik Devletleri, Avustralya, Danimarka, İsveç, İzlanda ve Japonya'dan oluşan 6 ülkeyi kapsamaktadır. Gelişmekte olan ülke örnekleri; Brezilya, Bulgaristan, Çin, Güney Afrika, Hindistan, İran, Kenya, Güney Kore, Kongo Cumhuriyeti, Malezya, Meksika, Mısır, Nijerya, Pakistan, Rusya, Şili, Uganda, Ukrayna ve Uruguay'dan oluşan 19 ülkeyi kapsamaktadır. Çalışmada kullanılan veri aralığının 1995-2018 olarak belirlenme nedeni ise ülkelere ait verilere ulaşmadaki kısıttır. Düzenli veri periyodu ile çalışabilmek adına zaman aralığı 1995-2018 olarak belirlenmiş ve yukarıda bahsedilen ülke grupları analize dahil edilmiştir. Analizde kullanılan parasal genişleme (M2), özel sektöre verilen yurt içi kredi ve finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi krediler ve GSYH değişkeni

de ABD Doları cinsinden olmakla birlikte, finansal açıklık ve ticari açıklık değişkenlerini elde etmek amacıyla kullanılan ihracat, ithalat, net sermaye girişi ve net sermaye çıkışı rakamları da ABD Doları cinsinden ifade edilmektedir. Belirtilen dönem ve ülke grupları için faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerine ait verilerin temin edilememesi nedeni ile bu iki değişken çalışma dışında bırakılmıştır.

Üretim sürecini önemli ölçüde etkileyen özel sektöre sağlanan yurtiçi krediyi GSYİH'nın bir yüzdesi olarak kullanıyoruz. Özel sektör finansmanı, bankacılık ve finans kuruluşlarının sadece ekonominin özel sektörüne verdiği kredileri içerir ve temelde devlete verilen krediler hariç firmalar ve hanehalklarını kapsar. Özel sektör yatırım harcamalarının finansmanı için kredi imkanlarına erişim çok önemlidir. Özel sektöre yurt içi kredi göstergesi, özel sektöre aktarılan fon miktarını göstermektedir. Mali sektör tarafından sağlanan yurt içi krediler, net olan merkezi yönetime verilen krediler hariç olmak üzere, çeşitli sektörlerle brüt bazda verilen tüm kredileri içermektedir. Mali sektör, para otoriteleri ve mevduat bankaları ile verilerin mevcut olduğu diğer mali kuruluşları içerir. Geniş para (GSYİH'nın yüzdesi), bankaların dışındaki para biriminin toplamını ifade etmektedir.

Tablo 4. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişken Adı	Çalışmadaki Kullanımı
GSMH	Lngdp
Finansal Açıklık	fo
Ticari Açıklık	to
M2	bm
Finansal Sektör Kredileri	fs
Özel Sektör Kredileri	ps

Çalışmada kullanılan ülkelere ait verilerin tamamı Dünya Bankası'ndan temin edilmiştir.

4.2.2. Panel Veri Analizi

Panel veriler, genellikle birkaç kişiye ait zaman serisi gözlemlerinin bir araya gelmesi ile oluşmaktadır. Bu nedenle panele ait gözlemler en az iki boyut içermektedir. Bunlardan ilki alt simge i şeklinde gösterilen kesit boyutuyken bir diğeri yine alt simge t şeklinde gösterilen zaman serisi boyutunu içermektedir (Hsiao, 2005: 1).

Panel verileri, farklı birimler (bireylerin- hane halkları- firmalar- sektörler- ülkeler) tarafından oluşturulan yatay kesit verileriyle, farklı zaman dilimlerine (günlük- aylık- çeyreklik-yıllık) ait zaman serilesi verilerinin bir araya getirilmesi ile oluşturulur (Özkaya, 2013:4-5).

Panel veri yönteminin diğer ekonometrik analiz yöntemlerine göre bazı üstün tarafları bulunmaktadır. Bunlar (Hsiao, 2006: 3-7):

- Yatay kesit ile zaman serisine ait gözlemlerini bir araya getirdiği için gözlem sayısı fazla olmaktadır.
- Modele ait parametre çıkarımları daha doğru olmaktadır.
- Panel verilerin serbestlik derecesi daha yüksek ve örnek değişkenliği daha fazladır (T=1 olan kesitsel veriler veya N=1 olan zaman serisi verileri gibi).
- Daha karmaşık davranışsal hipotezleri inceleyebilmektedir.
- Heterojenliğe bazı değişkenlerin varlığı ile analizde izin verilebilir.
- Çoklu doğrusal bağlantı sorununa panel veri yönteminde daha az rastlanmaktadır.
- Panel veri tekniği, zaman serisinin kısa olması durumunda ya da kesit gözleminin yetersizliği durumunda dahi ekonometrik analiz yapabilmek için uygundur.
- Ekonomik davranışların doğası gereği dinamik oluşu, panel veri yönteminin dinamik ilişkileri ortaya çıkartmasını sağlar.
- Panel veriler başkalarına ait davranışları gözlemleyerek bir bireye ait davranışları öğrenme imkanı sunmaktadır.
- Panel veriler hesaplamayı ve istatistiksel çıkarımları basitleştirir.
- Analizde atlanan değişkene ait etkinin kontrol edilmesine olanak sağlar. Analizi yapan kişi belirli etkileri bulabiliyor veya bulamıyorsa bunun gerçek nedeni, kişinin spesifikasyonundaki değişkenlerin, analize dahil edilen modeli açıklayan değişkenlerle olan ilişkisinin göz ardı edilmesinden kaynaklanmaktadır. Panel veri yöntemi, böyle bir durumun ortaya çıkmaması için hem zamanlararası dinamiklere ait bilgi içerirken hem de gözlemlenmemiş değişkenlerin yaratacağı etkileri kontrol etmeyi sağlar.

Panel veri uygulaması avantajlarının yanı sıra bazı zorlukları da beraberinde getirir. Bu zorlukları şu şekilde sıralayabiliriz (Nerlove, 1995: 34-36; Hsiao, 2005: 12):

- Panel verilerin toplanma maliyeti, enine kesit ve/veya zaman serisine ait verilerin toplanmasından daha fazladır.
- Bilimsel istatistiklere ait analiz uygulamalarında gözlemlenen veri araştırmacı tarafından Şeffaf bir Şekilde belirlenebilirken, sosyal bilimlerde ve özellikle ekonomide verilerin üretildiği mekanizma opak özelliktedir.
- Panel verilerin daha genel politikaların etkilerini izole edebilme gücü, istatistiksel araçların varsayımlarının verileri oluşturma süreciyle uyumlu olmasına bağlıdır.

4.2.2.1. Panel Birim Kök Testleri

Paneldeki birim kökleri araştırmak için uygulanan testler yakın geçmişte oluşturulmuştur. Literatürde, Quah (1992, 1994); Levin ve Lin (1992); Im, Pesaran ve Shin (1997-2003); Herris ve Tzavalis(1999); Maddala ve Wu (1999); Choi ve Hadri (1999); Breitung (2000) ve Levin, Lin ve Chu (2002) başta olmak üzere bir çok panel birim kök testleri geliştirilmiştir (Baltagi ve Kao, 2000: 2; Egeli ve Egeli, 2015: 107).

Panel veriler kullanılarak birim kökün varlığını test etmek için, yatay kesit bağımlılığını sınamak gerekir. Panel veri setinde hangi nesil testin kullanılacağına yatay kesit bağımlılığı sılandıktan sonra karar verilmektedir. Birinci nesil birim kök testleri yatay kesit bağımlılığının varlığı durumunda etkin sonuçlar verirken ikinci nesil birim kök testleri yatay kesit bağımlılığının reddedilmesi durumunda daha güçlü ve tutarlı sonuçlar vermektedir. Birinci nesil panel birim kök testleri, seride bulunan yatay kesitlerin birbirlerinden bağımsız olduğunu ve seride yer alan birimlerden herhangi birinde meydana gelen bir olumlu ya da olumsuz Őokun diğer birimleri aynı oranda etkilediğini varsaymaktadır. Bu testlere örnek vermek gerekirse Fisher Phillips v Perron (2001); Levin, Lin ve Chu (2002); Breitung (2000); (IPS) Im, Pesaran ve Shin (2003); Maddala ve Wu (Fisher ADF, 1999) testlerini sıralayabiliriz. Panelde uygulanan ikinci nesil birim kök testlerinde ise birimlerin herhangi birinde ortaya çıkan olumlu ya da olumsuz Őokun diğer birimleri farklı oranda etkilediği varsayımı yer almaktadır. Bu varsayım altında oluşturulan testler ise Phillips ve Sul (2003); ile Pesaran ; Moon ve Perron; Bai ve Ng (2004) testleridir (Çınar, 2011: 74; Yalçınkaya ve Kaya, 2017: 5).

Quah (1994)'ın önermiş olduğu birim kök testi hem N hem de T'nin sabit ve aynı oranda sonsuzluğa gittiği, sabit etkileri barındırmadığı bir modeldir. Fakat Levin ve Lin (1992), Quah'ın modelini genelleştirerek yeni bir birim kök testi oluşturmuştur. Bu birim kök testinde, sabit etkilere, heterojen seriden kaynaklı hatalara ve deterministik eğilimlere izin vermişlerdir

(Baltagi ve Kao, 2000: 3). Bu çalışmada Levin, Lin ve Chu (2002) ve Im, Perasan ve Shin (2003) birim kök testleri uygulanmıştır.

Birinci kuşak panel birim kök testleri içinde yer alan ve dengeli panellere uygulanabilen LLC panel birim kök testi, enine kesit zaman serisi verileri ile yapılmakta ve kişiye özel kesişmelerin yanı sıra zaman eğilimlerine de olanak tanımaktadır. LLC birim kök testlerinde kurulan modelde, bağımlı değişkene ait gecikme katsayısının bütün yatay kesit için aynı olduğu varsayımı testin homojen olmasına neden olmaktadır. LLC birim kök testinin temel denklemi aşağıdaki gibidir (Levin, Lin ve Chu, 2002: 2-3; Köse, 2018: 119):

$$” \Delta Y_{it} = \rho Y_{it-1} + \sum_{L=1}^{Pi} \theta_{iL} \Delta Y_{it-L} + \alpha_{mi} d_{mi} + \mu_{it} ” \quad (1)$$

LLC testinde i boyunca p'nin homojen olması gerekliliği testin sınırlı kalmasına neden olmaktadır. Panel veri analizine dahil olan ülkeler içinde yakınsamaya kısıtlama getirmektedir. Bu nedenle; Im, Perasan ve Shin (1997), heterojen bir katsayıya izin vererek birim kök istatistiklerinin teker teker ortalamasının baz alındığı yeni ve LLC'ye alternatif bir birim kök testi geliştirmiştir. IPS panel biri kök testleri yatay kesitlerin her biri için farklı katsayı hesaplanmasına olanak sağlarken aynı zamanda dengeli olmayan panel verilerde de uygulanabilmektedir (Baltagi ve Kao, 2000: 7: Öksüzkaya,2013: 30).

4.2.2.2. Dumitrescu-Hurlin Nedensellik Testi

Konya (2006) ve Dumitrescu Hurlin (2012) panel verilerde granger nedenselliğini test etmek için farklı yöntemler önermektedir. İlk teklif, enine kesit bağımlılıklarını hesaba katarken, sonraki teklif, panel enkesitleri boyunca eğim heterojenliğini dikkate almamaktadır. Dumitrescu-Hurlin'in çalışmasıyla, tüm katsayıların kesitler arasında farklı olduğu varsayılarak başlatılmıştır. Bu test istatistikleri, Granger'da tanıtılan standart Granger Nedensellik regresyonları yaklaşımının her bir kesit için ayrı ayrı çalıştırılmasıyla kolayca hesaplanabilir. Panel veri ayarlarında yaygın olarak kullanılan en küçük kareler regresyonu, panel verinin yapısı hakkında yapılan bir dizi farklı varsayımı alabilir (Haralayya ve Aithal, 2021:2).

Dumitrescu ve Hurlin (2012), panel verilerde nedenselliği tespit etmek için tasarlanmış bir uzantı sağlar. Temeldeki regresyon şu şekildedir (Lopez ve Veber, 2017: 293).

$$y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \gamma_{ik} y_{i,t-k} + \sum_{k=1}^K \beta_{ik} x_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad i = 1, \dots, N \text{ ve } t = 1, \dots, T \quad (2)$$

Buradaki $x_{i,t}$ ve $y_{i,t}$, t periyodundaki i için iki durağan değişkenin gözlemleridir. Katsayılar arasında farklılık göstermesine izin verilir ancak zamanla değişmez oldukları

varsayılr. K gecikme derecesinin hepsi için aynı olduğu varsayılr ve panelin dengelenmesi gerekir. Granger'de (1969) olduğu gibi, nedenselliğin varlığını belirleme prosedürü, x'in geçmiş değerlerinin y'nin şimdiki değerü üzerindeki önemli etkilerini test etmektir. Bu nedenle boş hipotez şu şekilde tanımlanır:

$$H_0 : \beta_{i1} = \dots = \beta_{ik} = 0 \quad \forall_i = 1, \dots, N$$

Bu, paneldeki tüm değeriskenler için nedenselliğin yokluğuna karşılık gelir. DH testi, bazı değeriskenler için nedensellik olabileceğini varsayar, ancak hepsi için zorunlu değildir. Bۆylece, alternatif hipotez aşağıdaki şekilde gۆsterilir.

$$H_1 = \beta_{i1} = \dots = \beta_{ik} = 0 \quad \forall_i = 1, \dots, N_1$$

4.2.2.3. Panel ARDL Sınır Testi

Pesaran, Shin ve Smith (1997-2004), tek denklem modelinde eşbütünleşme analizi uygulayabilmek için panel ARDL testini önermişlerdir. Buradaki amaç, I(1) veya I(0) ~ I(1) değeriskenler arasındaki uzun vadeli ilişkinin varlığını tespit etmektir. Eğer eşbütünleşme tespit edilmişse, Panel ARDL yöntemi ile uzun ve kısa vadeli katsayılar tahmin edilir. Uzun vadeli ARDL tahmini şöyledir (Poul, 2014: 2):

$$y_t = a_1 + \beta_1 x_t + \beta_2 m_t + \varepsilon_{1t} \quad (3)$$

$$x_t = \alpha_2 + \beta_3 y_t + \beta_4 m_t + \varepsilon_{2t} \quad (4)$$

$$m_t = \alpha_3 + \beta_5 y_t + \beta_6 x_t + \varepsilon_{3t} \quad (5)$$

Denklemdede yer alan y bağımlı değeriskeni, x bağımsız değeriskeni, m ie aktarımı ifade eder. a_i kesişme terimlerini gۆsterirken, β_i değeriskenlere ait katsayıları vermektedir. Son olarak ε_{it} hata terimini belirtmektedir.

Eşbütünleşmenin varlığı ise aşağıdaki denklemlerle doğrulanmaktadır. Bu denklemler şu şekildedir (Menegaki, 2019: 3-4):

$$\Delta LY_t = a_0 + a_1 t + \sum_{i=1}^p a_{2i} \Delta LY_{t-i} + \sum_{i=0}^p a_{3i} \Delta LY_{t-i} + a_4 LY_{t-1} + a_5 LX_{t-1} + \mu_{1t} \quad (6)$$

$$\Delta LX_t = \beta_0 + \beta_1 t + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta LX_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{3i} \Delta LY_{t-i} + \beta_4 LY_{t-1} + \beta_5 LX_{t-1} + \mu_{2t} \quad (7)$$

Eşbütünleşme ilişkisine ait hipotez kurgusu ise şu şekildedir:

$$H_0 : a_1 = a_2 = \dots = a_n = 0 \quad (\text{Red: Eşbütünleşme vardır.})$$

$$H_1 : a_1 \neq a_2 \neq \dots \neq a_n \neq 0 \quad (\text{Red: Eşbütünleşme yoktur.})$$

Denklemlerdeki p, kullanıcının karar vermiş olduğu maksimum gecikme uzunluğunu gösterir. Maksimum gecikme uzunluğunun belirlenmesinde araştırmacı literatüre bağlı kalmaktadır.

Büyüme ile finansal açıklık, ticari açıklık, geniş para arzı, özel sektör ve finansal sektör kredileri arasındaki ilişkiyi inceleyen bu çalışma Aizenman (2008) ve Ümit (2016)'nın çalışmaları referans alınarak oluşturulan regresyon modeline göre incelenmiştir. Regresyon modeli ise şu şekildedir:

$$GDPI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TO_{i,t} + \beta_2 FO_{i,t} + \beta_3 M_{i,t} + \beta_4 PS_{i,t} + \beta_5 FS_{i,t} + u_{i,t} \quad (8)$$

Dünya Bankası'ndan elde edilen veri değerlerinin doğal logaritmaları alınarak kullanılacak bu modeldeki değişkenler; GDP büyüme, TO, ticari dışa açıklık göstergesi [(ihracat + ithalat)/GDP*100], FO, finansal açıklık göstergesi [(net uluslararası sermaye girişi + net uluslararası sermaye çıkışı)/GDP*100], M, geniş para arzı göstergesi, PS, özel sektöre verilen yurt içi kredi ve FS, finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi krediler göstergesi şeklindedir.

4.3. Uygulama

Çalışmanın uygulama kısmında, 1995-2018 dönemi için, gelişmekte olan ülkelere (Brezilya, Bulgaristan, Çin, Güney Afrika, Hindistan, İran, Kenya, Güney Kore, Kongo Cumhuriyeti, Malezya, Meksika, Mısır, Nijerya, Pakistan, Rusya, Şili, Uganda, Ukrayna ve Uruguay) ait GSYH, geniş para arzı (M2), finansal sektör kredileri, özel sektör kredileri, ticari açıklık ve finansal açıklık değişkenleri kullanılarak VEC Granger Nedensellik Testi ile Panel ARDL Testi yapılmıştır.

VEC Granger Nedensellik Testi ile Panel ARDL Testi'nin yapılabilmesi için, kullanılan değişkenlere ait serilerin durağan durumda olması gerekmektedir. Aksi takdirde durağanlık ilişkisi tespiti yapılmadan diğer analizlerin uygulanması doğru olmayacaktır. İlk aşamada değişkenlere ait Birim Kök Testleri yapılmış, bunun içinde Levin, Lee ve Chu Birim Kök Testi ile Im-Pesaran ve Shin Birim Kök Testi uygulaması gerçekleştirilmiştir. Bu testlere ait hipotezler aşağıda gösterildiği gibi kurulmuştur:

H_0 : Durağan olmayan yani değişkenin birim köke sahip olduğunu gösterir.

H_A : Durağan olan yani değişkenin birim köke sahip olmadığını gösterir.

Tablo 5. Gelişmekte Olan Ünelere ait Değişkenlerin LLC ve IPS Birim Kök Testi

Sonuçları

Değişkenler	(LLC)				(IPS)			
	Levin, Lee ve Chu Birim Kök Test Sonuçları				Im-Pesaran ve Shin Birim Kök Test Sonuçları			
	Düzeyde		Birinci Farkta		Düzeyde		Birinci Farkta	
	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli
GSMH	-0.709 (0.239)	0.176 (0.569)	-9.018 (0.000)	-8.051 (0.000)	3.723 (0.999)	0.887 (0.812)	-8.902 (0.000)	-7.090 (0.000)
Geniş Para Arzı	-2.551 (0.005)	0.680 (0.751)	-14.090 (0.000)	-13.978 (0.000)	0.135 (0.553)	0.288 (0.613)	-12.733 (0.000)	-12.438 (0.000)
Finansal Sektör Kredileri	-0.589 (0.277)	0.595 (0.704)	-15.178 (0.000)	-11.988 (0.000)	0.882 (0.811)	0.749 (0.773)	-13.429 (0.000)	-10.887 (0.000)
Özel Sektör Kredileri	-0.883 (0.188)	-0.761 (0.223)	-13.715 (0.000)	-13.083 (0.000)	1.991 (0.976)	-0.448 (0.326)	-12.460 (0.000)	-10.808 (0.000)
Ticari Açıklık	-1.420 (0.077)	0.033 (0.513)	-14.163 (0.000)	-10.220 (0.000)	-0.552 (0.290)	1.190 (0.883)	-13.493 (0.000)	-10.589 (0.000)
Finansal Açıklık	-3.597 (0.000)	-4.065 (0.000)	-14.071 (0.000)	-12.594 (0.000)	-4.440 (0.000)	-6.095 (0.000)	-17.424 (0.000)	-15.619 (0.000)

Gelişmekte olan ülkelere ait değişkenler için uygulanan Levin, Lee ve Chu Birim Kök Testi ile Im-Pesaran ve Shin Birim Kök Test uygulaması için kullanılan değişkenlere yüzde 95 güven düzeyinde uygulanan sonucun, her bir metot için 0.005 değerinden küçük olması durumunda H_0 hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 6. Gelişmekte Olan Ülke Grubu Dumitrescu- Hurlin Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler	k=1	k=2	k=3
W- stat Test İstatistiği			
bm→lngdp	0.138 (0.166)	2.537 (0.815)	6.755 (0.029)**
lngdp→bm	2.336 (0.084)*	2.812 (0.625)	3.063 (0.743)
fs→lngdp	4.515 (0.000)***	7.235 (0.000)***	6.500 (0.045)**
lngdp→fs	2.402 (0.069)*	3.156 (0.419)	4.471 (0.529)
ps→lngdp	3.553 (0.000)***	5.065 (0.009)**	4.936 (0.345)
lngdp→ps	1.410 (0.679)	2.988 (0.514)	3.703 (0.914)
to→lngdp	4.911 (0.000)***	5.002 (0.011)**	6.944 (0.019)**
lngdp→to	2.317 (0.089)*	2.457 (0.873)	2.558 (0.503)

fo→lngdp	.182 (0.027)**	4.172 (0.079)*	6.205 (0.071)*
lngdp→fo	1.908 (0.263)	2.064 (0.837)	3.549 (0.997)
fs→bm	4.287 (0.000)***	6.401 (0.000)***	6.879 (0.023)**
bm→fs	0.272 (0.232)	0.543 (0.106)	1.354 (0.137)
ps→bm	2.195 (0.127)	4.974 (0.012)**	9.103 (0.000)***
bm→ps	1.562 (0.582)	1.667 (0.566)	3.517 (0.985)
to→bm	5.240 (0.000)***	5.231 (0.006)**	7.034 (0.017)**
bm→to	0.579 (0.446)	2.828 (0.614)	3.081 (0.752)
fo→bm	1.259 (0.841)	1.825 (0.669)	2.987 (0.704)
bm→fo	3.256 (0.002)**	2.828 (0.614)	5.151 (0.276)
ps→fs	0.485 (0.370)	0.947 (0.214)	1.307 (0.128)
fs→ps	0.273 (0.232)	0.993 (0.230)	0.916 (0.074)*
to→fs	0.918 (0.777)	1.714 (0.613)	2.708 (0.570)
fs→to	3.620 (0.000)***	4.916 (0.014)**	5.631 (0.157)
fo→fs	2.854 (0.014)**	8.404 (0.000)***	9.474 (0.000)***
fs→fo	2.555 (0.042)**	2.591 (0.776)	3.163 (0.795)
to→ps	1.257 (0.843)	1.466 (0.447)	2.396 (0.570)
ps→to	2.159 (0.140)	3.884 (0.137)	5.631 (0.157)
fo→ps	3.090 (0.005)**	6.912 (0.000)***	9.087 (0.000)***
ps→fo	2.493 (0.051)*	3.656 (0.203)	3.715 (0.908)
fo→to	0.362 (0.285)	4.860 (0.016)**	4.570 (0.487)
to→fo	1.388 (0.701)	2.648 (0.736)	5.033 (0.312)

Not: Not: k: gecikme uzunluğunu, parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Dumitrescu- Hurlin Nedensellik Testi'nin olasılık (prob.) değerlerinin 0,01'den büyük olması durumunda "H₀: Granger anlamında nedeni değildir" şeklindeki sıfır hipotezi kabul görmektedir. Fakat olasılık (prob.) değeri 0,01'den küçükse kabul gören sıfır hipotezi reddedilmekte ve sonuç anlamlı olmaktadır. Sonucun anlamlı kabul edilmesi tek yönlü nedenselliğin varlığı göstermektedir.

Gelişmekte olan ülkelere ait Dumitrescu-Hurlin Nedensellik Test sonuçlarına göre; finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi, ticari dışa açıklık ve finansal dışa açıklıktan GSMH'ya doğru nedensellik ilişkisi görülmüştür. Finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi krediler ve ticari dışa açıklıktan geniş para arzına doğru nedensellik ilişkisi ile finansal açıklıktan hem finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredilerine hem de özel sektöre verilen yurt içi kredilere doğru nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir.

- $fs, to, fo \rightarrow lngdp$
- $Fs, to \rightarrow bm$
- $fo \rightarrow fs, ps$ şeklinde nedensellik tespit edilmiştir.

Tablo 6'daki bulguları şu şekilde özetlenebilir: Öncelikle elde edilen sonuçlar, gelişmekte olan ülke grubu için finansal açıklığın GSMH'nin büyümesini sağlayan nedensellik ilişkisini göstermektedir. Arz öncüllü hipotez olarak da bilinen bu görüşte, finansal gelişmişlik seviyesinde yaşanan artışın ekonomik büyümeyi destekleyeceği düşüncesi hâkimdir. Arz öncüllü hipotez, finansal piyasalarda yaşanan liberalizasyonun tasarruflar artırıcı yönde teşvik sağlaması sonucu oluşan kaynakların, daha verimli ve etkin kullanılması marjinal verimlilik seviyesinde artış yaşanmasına neden olacaktır. Artan marjinal verimlilik ve liberalleşen piyasaların yabancı kurumlarla rekabet etmek amacıyla etkinliğini artırması da büyüme oranını pozitif yönde etkileyecektir. Elde edilen nedensellik sonuçları; Calderon ve Liu (2003), Agbetsiafia (2004), Habibullah ve Eng (2006), Eita ve Jordan (2007), Omeke (2010), Mukhopadhyay, Pradhan ve Feridun (2011), Saad (2014), Kandil, Shahbaz ve Nasreen (2015) ve Bist (2018)'in çalışmalarındaki nedensellik ilişkisi ile uyum göstermektedir. Finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi ile para arzı arasında nedensellik ilişkisinin varlığına rastlanmıştır. Finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi borçlanma maliyetini düşürerek yatırım seviyesinde artışa neden olacaktır. Artan yatırım miktarı üretimin ve para arzının yükselmesine neden olacaktır. Finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi miktarında yaşanan artış para arzındaki artışı yineleyerek süreci destekleyecektir. Cecchetti ve Krause (2001), Jappelli ve Pistaferri (2011)'nin sunmuş oldukları finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi ile para arzı arasındaki nedenselliğin yönü, bu çalışmadan elde edilen sonuçlarla uyum göstermektedir.

Çalışmada ulaşılan diğer sonuç, finansal dışa açıklıkta meydana gelen artış ile rekabetçi özel sektör sermaye piyasalarının piyasa faiz oranlarında tasarruf toplayıp en verimli özel sektör projelerine sermaye tahsisi gerçekleştirebilmesidir. Finansal dışa açıklık, kredi hacmini

artırarak ve bankalar tarafından sağlanan kredinin maliyetini ve riskini azaltarak bankanın gelişimini teşvik edebilir. Daha yüksek finansal açıklığın, uluslararası finansal piyasalara erişim sağlayarak kredi piyasası rekabetini yoğunlaştırması beklenmektedir. Borçluların yurt içi bankalardan kredi almanın yanı sıra uluslararası kaynaklardan da borç alma şansına sahip olması, kredi piyasasındaki rekabeti artırmaktadır. Çalışmada elde edilen finansal dışa açıklık ile özel sektör kredileri ve finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi krediler arasındaki nedensellik ilişkisi Braun ve Raddatz (2008), Wolde-Rufael (2009), Reinhardt, Ricci ve Tressel (2011), Cecchetti ve Kharroubi (2012), Ductor ve Grechyna (2015)'in çalışma sonuçlarıyla uyum göstermektedir. Çalışmada elde edilen bir diğer sonuç ise daha fazla finansal aracılık hizmetlerinin sağlanması, GSMH'de pozitif artış yaratmaktadır

Ticari açıklıktan para arzına doğru gerçekleşen nedensellik ilişkisi ise Omeke (2010), Saaed ve Hussain (2015) ile Ghildiyal, Pokhriyal ve Mohan'ın (2015) elde ettiği sonuçlarla benzerdir.

Çalışmada elde edilen bir başka sonuçta ticari açıklık ile GSMH arasında nedensellik ilişkisinin varlığıdır. Ticaret, teknolojik gelişmelere erişim sağlayarak, teknolojik transfer ve yayımları kolaylaştırır ve yeni pazarlara ve rekabete erişim sağlayarak Ar-Ge'de inovasyonu ve gelişmeyi teşvik eder, daha fazla yatırım ve verimlilik artışı sağlar. Aynı şekilde ticaret, yatırım ve kalkınma için önemli olan ara mallarının satın alınması için bir yoldur. Ticaret politikaları, tasarruf/yatırım oranı ve sermaye birikimini etkileyerek uzun vadede büyümeyi teşvik edebilir. Tespit edilen bu sonuçlar, Diaz ve Eskot (2017), Huchet-Bourdon ve Vijil (2017), Keho (2017), Zeren ve Arı (2019), Alam ve Sumon (2019)'un çalışma sonuçları ile desteklenmiştir.

Panel ARDL Test sonuçlarına göre, finansal açıklıkta meydana gelecek bir birimlik artış, GSMH'de yüzde 0,16'lık bir artışa neden olurken ticari açıklıktaki bir birimlik artış; GSMH'de yüzde 0,08'lik bir artışa neden olacaktır. Para arzında meydana gelecek bir birimlik artış ise, GSMH'yi yüzde 0,06'lık bir artışla sonuçlanacaktır. Diğer değişkenlerin aksine özel sektör kredilerinin GSMH'yi azaltıcı yönde etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır. Özel sektör kredilerinde meydana gelecek bir birimlik artışın, GSMH'yi yüzde 0,06'lık bir azalışla sonuçlandıracağı görülmektedir. GSMH ve finansal sektör kredileri ise istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır.

Tablo 7. Gelişmekte Olan Ülkeler Panel ARDL Sonuçları (1,1,1,1,1,1)
Bağımlı Değişken: GSMH

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistiği	Olasılık (prob.) Değeri
UZUN DÖNEM				
Finansal Açıklık	0.169	0.081	2.089	0.037
Ticari Açıklık	0.084	0.011	7.268	0.000
Para Arzı	0.061	0.022	2.695	0.007
Özel Sektör Kredileri	-0.060	0.012	-4.859	0.000
Finansal Sektör Kredileri	0.017	0.018	0.923	0.356
KISA DÖNEM				
COINTEQ	-0.001	0.001	-1.772	0.077
D(FO)	0.0008	0.000	1.596	0.111
D(TO)	0.0002	0.000	1.303	0.193
D(BM)	-0.0006	0.000	-1.498	0.135
D(PS)	0.0013	0.000	3.861	0.000
D(FO(-1))	-0.0006	0.000	-1.841	0.066
D(BM)	-0.000	0.000	4.656	0.482
D(BM(-1))	0.001	0.000	4.656	0.000

Hipotez 1. Finansal açıklığın kısa dönemde GSMH üzerinde negatif etkisi varken uzun dönemde finansal açıklığın GSMH'yi pozitif etkilediği görülür.

Panel ARDL Testi sonucunda, finansal açıklığın GSMH'yi pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Sağlam bir finansal sistem, ekonomilerin vazgeçilmez bir parçasıdır. Tasarrufları yatırımlara dönüştüren ekonominin üretken kapasitesini artıran finansal sistem, bankalar ve sermaye piyasalarından oluşmaktadır. Finansal açıklık, daha rekabetçi ve direnç gösteren finansal sistemin oluşumunu hızlandırmaktadır. Finansal açıklık için gerçekli olan sermaye hesabının serbestleştirilmesi “sermayenin maliyetini düşürmekte”, portföy yatırımları ve özellikle yatırım patlamaları ile GSMH’de büyüme yaşanmasına neden olmaktadır. Finansal açıklıkla birlikte ülkeler arasında sermayenin serbest dolaşımı sermayenin, marjinal verimliliğinin düşük olduğu ülkelere marjinal verimliliğin yüksek olduğu ülkelere transferini sağlayarak GSMH'yi pozitif yönde etkilemektedir. Ayrıca dış sermayeye erişimin yanı sıra dış açılma sürecinde gerçekleştirilen reformlar ile iç çarpıklıkların ve aksaklıkların giderilmesi de ülke ekonomilerindeki büyümeyi olumlu yönde etkileyebilmektedir. Çalışmadan elde edilen sonuçlar, Quinn (1997), Edwards (2001), Rajan ve Zingales (2003), Christopoulos ve Tsionas'ın (2004), Adam (2011), Oyovwi ve Eshenake (2013), Estrada, Parkı ve Ramayandi (2015), Gaies ve Nabi (2019), Khatun ve Prasad Bist (2019), Olayungbo ve Quadri (2019), Ramadan Moawad (2019) Beck, Levine ve Loayza, (2000), Christopoulos ve Tsionas (2004) Durusu Ciftci, Ispir ve Yetkiner (2017), Herwartz ve Walle (2014), Jedidia, Boujelbène ve Helali

(2014), Khan ve Senhadji (2000), King ve Levine (1993a :1993b) Levine (1997), Levine, Loayza ve Beck (2000), Muhammad, Islam ve Marashdeh (2016) Pradhan, Arvin, Hall ve Nair (2016), Samargandi, Fidrmuc ve Ghosh (2014), Uddin, Sjö ve Shahbaz (2013) ile Zhang, Wang ve Wang (2012) tarafından yapılan çalışmalarla da uyumlu olduğu görülmektedir.

Finansal açıklık sağlanırken uygun yönergeleri izlemeyen ülkelerde büyüme olumsuz etkilenir. Kontrolsüz dışa açılma, kısa dönemde büyümenin istikrarını bozar. Bir ülke veya bölgenin yaşamış olduğu finansal kriz, diğer ülke ve bölgelere kolay sirayet ederek büyümeyi negatif değerlere taşır. Singh (1997), Radelet ve Sarch (2000), Stiglitz (2000), Eichengreen (2011) ve Ductor ve Grechyna (2015) yapmış oldukları çalışmalarda, finansal açıklığın büyümeyi olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular ile yukarıda sayılan çalışma sonuçları uyum göstermektedir.

Hipotez II. Ticari açıklığın GSMH üzerinde pozitif etkisi vardır.

Ticari açıklık, uzun vadede mal ve hizmet erişiminde kolaylık sağlayacaktır. Üretim aşamasında kullanılan kaynakların üretim alanındaki verimliliği göz önünde bulundurulacak, yerli ve uluslararası pazarlarda rekabet ortamının artması sebebi ile yeni teknolojinin gelişimi önem kazanacaktır. Ticari açıklık sonucunda bilginin yayılma hızı yükseliş gösterecek ve yaşanan bu gelişmeler, ülke ekonomisinde toplam faktör verimliliğinde artış yaratmak suretiyle GSMH'nin pozitif yönde etkilenmesine neden olacaktır. Young (1991), Romer (1993), Grosman ve Helpman (1995), Barro ve Sala-i Marti (1997), Dollar ve Kraay (2004), Freund ve Bolaky (2008), Keho (2017), D'Elia ve Santis (2019), Ramzan, Sheng, Shahbaz, Şarkısı ve Jiao (2019) ve Alam ve Sumon (2020)'a ait çalışma sonuçları da ticari açıklık ve GSMH arasında pozitif yönlü ilişkinin varlığını desteklemektedir. Bizim çalışmadan elde edilen sonuçlar da adı geçen çalışma sonuçlarıyla uyum göstermektedir.

Hipotez III. Geniş para arzının hem uzun dönemde hem de kısa dönemde GSMH üzerinde pozitif etkisi vardır.

Geniş paranın performansı artırılıp etkin dolaşımı sağlanırsa GSMH'deki artış kaçınılmaz olacaktır. Para, çeşitli özellikleri ve gerekliliği ile tüm ekonomiler için önemlidir. Para arzında yaşanacak artışlar, faiz oranları üzerinde aşağı yönlü bir hareketin gerçekleşmesine neden olacaktır. Düşen faiz oranları, ekonomideki nakit akışını hızlandırıp borç verme faaliyetlerini artıracaktır. Firma bilançolarında iyileşmeler yaşanmaya başlar ve yatırımcıların, geri ödeme kabiliyeti kazanan firmalara dair güven kazanmasına neden olur. Gerçekleşen tüm bu gelişmeler ahlaki tehlike ve ters seçimi azaltır. Böyle bir ortamda yatırımlar hızlanacak, brüt

çıkıtı seviyesindeki artış sonucu para arzı GSMH'yi pozitif yönde etkileyecektir. Sims (1972), Watchel ve Peter (1995), Mansor (2005), Omotor (2010), Isiaka, Abdulraheem ve Mustapha, (2011), Ekomie (2013), Abdala (2014), Malik, Rashid ve Zaman (2014), Chinuba, Akhor ve Akwaden (2015), Gatawa, Abdulgafar ve Olarinde (2017) geniş para arzının GSMH'yi artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Elde edilen sonuçlarla uyumlu olduğu görülmektedir.

Hipotez IV. Özel sektör kredilerinin GSMH üzerinde negatif etkisi vardır.

Finansal araçlar olan bankaların, mevduatları finansal varlıklara dönüştürmede büyük etkisi vardır. Fazlalık likiditesi bulunan kuruluşlardan almış olduğu fonları, istek sahiplerine yönlendiren bankalar, ekonomi içerisinde sermaye oluşumunu ve ticareti kolaylaştırmayı amaçlarlar. Fakat bankaların borçluları tarayıp belirlemede ve asimetrik bilgileri filtrelemede etkinliği sağlayamaması, finansal piyasalar için risk taşımaktadır. Gerekli düzenleme ve denetimin yoksunluğu, krizlerin oluşmasına ve özensiz verilen kredilerin GSMH'yi negatif yönde etkilemesine neden olur. Ayrıca özel sektöre verilen kredi, eşige ulaştığında çıktı büyümesi üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olmaya başlar. Enflasyonist likidite yaratılması veya kredi standartlarındaki bozulmadan kaynaklanan mali sektör genişlemesi, uzun vadeli büyüme beklentilerini geliştirmeyecektir. Kredideki hızlı artışlar genel olarak finansal istikrarsızlığın önde gelen göstergelerinden biri olarak algılanmaktadır. Bu görüş, 2007 yılının ortalarında başlayan uluslararası mali krizin ardından pekiştirilmiştir. De Gregorio ve Guidotti (1995), Mohammed (2008), Saci, Giorgioni ve Holden (2010), Arcand, Berkes ve Panizza (2015), Bist (2017) yapmış oldukları çalışmalarda özel sektör kredilerinin uzun dönemde GSMH'yi negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için sanayi, tarım ve hizmet sektöründe yapılan yatırımların artması, özel sektör kredi büyümesi ile gerçekleşmektedir. Özellikle kısa dönemde özel sektör kredilerinde yaşanan artışın GSMH'yi pozitif yönde etkilediğine dair sonuçlar sunan çalışmalar, Eller, Frommel ve Srzentic (2010), Abdelraheem Osman'a (2014) aittir. Çalışmadan elde edilen sonuçları destekler niteliktedir.

Tablo 8. Gelişmiş Ülkelere Ait Değişkenlerin LLC ve IPS Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	(LLC) Levin, Lee ve Chu Birim Kök Test Sonuçları				(IPS) Im-Pesaran ve Shin Birim Kök Test Sonuçları			
	Düzeyde		Birinci Farkta		Düzeyde		Birinci Farkta	
	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli
GSMH	-5.401 (0.000)	-1.846 (0.032)	-6.574 (0.000)	-6.448 (0.000)	-1.665 (0.047)	-0.369 (0.356)	-5.145 (0.000)	-4.486 (0.000)
Geniş Para Arzı	-0.296 (0.383)	1.929 (0.973)	-8.391 (0.000)	-6.749 (0.000)	1.557 (0.940)	1.588 (0.944)	-7.675 (0.000)	-6.034 (0.000)
Finansal Sektör Kredileri	-1.708 (0.043)	-0.564 (0.286)	-6.740 (0.000)	-5.376 (0.000)	0.209 (0.582)	0.475 (0.682)	-9.111 (0.000)	-9.763 (0.000)
Özel Sektör Kredileri	-2.254 (0.012)	0.014 (0.505)	-15.916 (0.000)	-16.263 (0.000)	-0.796 (0.212)	0.207 (0.582)	-21.282 (0.000)	-23.485 (0.000)
Ticari Açıklık	-1.786 (0.037)	-2.202 (0.013)	-9.525 (0.000)	-7.477 (0.000)	-0.439 (0.330)	-2.522 (0.005)	-8.828 (0.000)	-7.097 (0.000)
Finansal Açıklık	-4.954 (0.000)	-4.425 (0.000)	-11.308 (0.000)	-9.042 (0.000)	-4.895 (0.000)	-3.801 (0.000)	-10.384 (0.000)	-8.732 (0.000)

Gelişmiş ülkelere ait değişkenler için uygulanan Levin, Lee ve Chu Birim Kök Testi ile Im-Pesaran ve Shin Birim Kök Test uygulaması için kullanılan değişkenlere yüzde 95 güven düzeyinde uygulanan sonucun her bir metot için 0,005 değerinden küçük olması sonucunda H_0 hipotezi reddedilmiştir. Uygulamada kullanılan finansal açıklık değişkeni dışında kalan tüm değişkenler birinci farkta durağan durumda olduğu sonucuna varılmıştır.

Tablo 9. Gelişmiş Ülke Grubu Dumitrescu- Hurlin Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler	k=1	k=2	k=3
W- stat Test İstatistiği			
bm→lngdp	0.695 (0.551)	4.582 (0.012)**	4.550 (0.004)**
lngdp→bm	4.672 (0.000)***	2.342 (0.100)	2.247 (0.086)*
fs→lngdp	3.714 (0.000)***	6.707 (0.001)***	6.593 (0.000)***
lngdp→fs	6.109 (0.000)***	4.392 (0.014)**	3.032 (0.032)**
ps→lngdp	0.612 (0.475)	10.410 (0.000)***	9.589 (0.000)***
lngdp→ps	3.734 (0.000)***	0.891 (0.412)	0.872 (0.457)
to→lngdp	2.324 (0.082)*	8.566 (0.000)***	6.241 (0.000)***
lngdp→to	3.885 (0.000)***	0.284 (0.752)	0.621 (0.602)
fo→lngdp	3.453 (0.035)**	4.863 (0.009)**	3.419 (0.019)**
lngdp→fo	0.876 (0.733)	0.692 (0.502)	0.453 (0.715)
fs→bm	3.253 (0.002)**	4.623 (0.011)**	2.786 (0.043)**
bm→fs	1.822 (0.308)	1.484 (0.230)	1.463 (0.228)
ps→bm	4.505 (0.000)***	2.431 (0.092)*	2.350 (0.075)*
bm→ps	1.258 (0.832)	0.649 (0.532)	0.315 (0.814)
to→bm	6.576 (0.000)***	0.683 (0.506)	0.592 (0.621)
bm→to	2.890 (0.010)	0.152 (0.858)	0.325 (0.806)
fo→bm	0.933 (0.841)	4.672 (0.011)**	2.850 (0.040)**
bm→fo	0.651 (0.509)	1.946 (0.147)	4.482 (0.005)
ps→fs	5.436 (0.000)***	0.316 (0.729)	0.822 (0.128)
fs→ps	1.113 (0.996)	0.054 (0.947)	0.050 (0.984)

to→fs	4.321 (0.000)***	0.815 (0.444)	1.103 (0.350)
fs→to	5.080 (0.000)***	0.121 (0.885)	0.351 (0.787)
fo→fs	2.218 (0.119)	3.017 (0.052)*	3.319 (0.022)**
fs→fo	0.872 (0.728)	1.252 (0.289)	2.014 (0.115)
to→ps	2.722 (0.021)	0.587 (0.557)	0.564 (0.639)
ps→to	2.155 (0.135)	0.076 (0.926)	0.201 (0.895)
fo→ps	0.989 (0.855)	1.392 (0.252)	1.290 (0.281)
ps→fo	0.861 (0.717)	8.616 (0.000)***	7.008 (0.000)***
fo→to	2.171 (0.135)	1.028 (0.360)	1.565 (0.201)
to→fo	0.965 (0.830)	1.659 (0.194)	2.424 (0.069)

Not: k: gecikme uzunluğunu, parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Nedensellik testine ait olasılık değerinin 0,1'den büyük olması halinde sıfır hipotezi kabul görürken olasılık değerinin 0,1'den küçük olması, sıfır hipotezinin reddedilmesine sebep olmaktadır. Olasılık değerinin 0,1'den küçük olması halinde anlamlı sonuç veren nedensellik testi tek yönlü nedenselliğin olduğunu gösterir.

Gelişmiş ülkelerin Dumitrescu- Hurlin Nedensellik Test sonuçlarına göre çift yönlü nedensellik ilişkisi finans sektörü tarafından verilen yurt içi kredilerle ekonomik büyüme arasında görülmüştür.

- fs↔lngdp

Tek yönlü nedensellik ilişkisi ise, finansal dışa açıklık ve ticari dışa açıklıktan ekonomik büyümeye doğru gerçekleşmiştir. Ayrıca finans sektörü tarafından sağlanan yurt içi kredilerden ve özel sektöre verilen yurt içi kredilerden geniş para arzına doğru nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

- to→lngdp
- fo→lngdp

- $ps \rightarrow bm$
- $fs \rightarrow bm$ şeklindedir.

Tablo 10'daki bulguları şu şekilde yorumlayabiliriz: Öncelikle elde edilen sonuçlar, gelişmekte olan ülke grubu için uzun dönemde finansal açıklığın GSMH'nin büyümesini sağlayan nedensellik ilişkisini göstermektedir. Arz öncüllü hipotez olarak da bilinen bu görüşte, finansal gelişmişlik seviyesinde yaşanan artışın ekonomik büyümeyi destekleyeceği düşüncesi hâkimdir. Arz öncüllü hipotez, finansal piyasalarda yaşanan liberalizasyonun tasarruflar artırıcı yönde teşvik sağlaması sonucu oluşan kaynakların, daha verimli ve etkin kullanılması marjinal verimlilik seviyesinde artış yaşanmasına neden olacaktır. Artan marjinal verimlilik ve liberalleşen piyasaların yabancı kurumlarla rekabet etmek amacıyla etkinliğini artırması da büyüme oranını pozitif yönde etkileyecektir. Elde edilen nedensellik sonuçları; Levine vd. (2000), Christopoulos ve Tsionas (2004), Yang ve Yi (2008), Leita0 (2010), Jun (2012), Falahaty ve Hook (2013), Bozoklu ve Yılcı (2013), Polat, Shahbaz, Rehman, Satti (2014), Abida vd., (2015), Aydın ve Malcıoğlu (2016), Sönmez ve Sağlam (2018). Zanella ve Oyelere (2021)'ın çalışmalarındaki nedensellik ilişkisi ile uyum göstermektedir.

Çalışmada ulaşılan diğer sonuç, para arzında meydana gelen artış ile rekabetçi özel sektör sermaye piyasalarının düşük faiz oranlarında tasarruf toplayıp en verimli özel sektör projelerine sermaye tahsisi gerçekleştirebilmesidir. Çalışmada elde edilen özel sektöre verilen yurt içi krediler ve finans sektörü tarafından sağlanan yurt içi krediler ile geniş para arzı arasındaki nedensellik ilişkisi Asare (2013), Rana ve Barua (2015)'nin çalışma sonuçlarıyla uyum göstermektedir.

Çalışmada ticari açıklık ile GSMH arasında bulunan nedensellik ilişkisinde ise ticari açıklık teknolojik yayılma yoluyla kaynakları daha verimli kullanarak çeşitli fırsatlar sunmakta ve sonuç olarak ekonomik büyüme artış göstermektedir. Sachs ve Warner (1995), Gries, Kraft ve Meierrieks (2009), Dar ve Amirkhalkhali (2009), Adeel-Farooq, Abu Bakar ve Raji (2017)'ye ait çalışma sonuçları ile uyum göstermektedir.

Gelişmiş ülke değişkenleri kullanılarak yapılan panel ARDL test sonuçlarına göre, finansal açıklıkta meydana gelecek bir birimlik artış, GSMH'de yüzde 0,10'luk bir azalışa neden olurken, para arzında meydana gelecek bir birimlik artış; GSMH'de yüzde 0,01'lik bir artışa neden olacaktır. Uzun dönem test sonuçlarına göre ticari açıklıkta meydana gelecek bir birimlik artış ise GSMH'nin yüzde 0,01'lik artış yaşamasına neden olacaktır. GSMH ile finansal sektör kredileri ve özel sektör kredileri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Tablo 10. Gelişmiş Ülkeler Panel ARDL Sonuçları (1,2,2,2,2,2)

Bağımlı Değişken: GSMH

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistiği	Prob. Değeri
UZUN DÖNEM				
Finansal Açıklık	-0.109	0.027	-3.918	0.000
Ticari Açıklık	0.010	0.004	2.377	0.020
Para Arzı	0.018	0.004	3.838	0.000
Özel Sektör Kredileri	0.015	0.009	1.537	0.128
Finansal Sektör Kredileri	-0.001	0.009	-0.164	0.869
KISA DÖNEM				
COINTEQ	-0.003	0.001	2.133	0.036
D(FO)	-7.60E-05	0.000	-0.449	0.654
D(FO(-1))	-0.000	0.000	-0.554	0.581
D(TO)	0.000	0.000	2.617	0.011
D(TO(-1))	-7.79E-05	0.000	-0.286	0.789
D(BM)	-0.000	0.000	-2.152	0.035
D(BM(-1))	-0.000	0.000	-1.539	0.128
D(PS)	-5.88E-05	0.000	-0.371	0.711
D(PS(-1))	0.000	0.000	4.810	0.000
D(FS)	0.000	0.000	0.483	0.630
D(FS(-1))	-0.000	0.000	-2.247	0.028

Hipotez 1. Finansal açıklığın uzun dönemde GSMH üzerinde negatif etkisi görülür.

Genel olarak ampirik kanıtlar, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında uzun vadeli pozitif ilişki olduğunu gösteriyor olsa da literatürün diğer kanadı iyi gelişme göstermiş finansal piyasaların “daha fazla finans ve daha fazla büyüme” önermesiyle tutarlı olmadığını göstermektedir. Son dönemlerde Uluslararası Uzmanlaşma Bankası (BIS) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) araştırmacıları, finans ve büyüme arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığını, finansal gelişmenin ancak bir noktaya kadar ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceğini, belirli bir noktadan sonra finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceğini söylerler. Gelişmiş ülkelerde hızla büyüyen finans sektörü, ekonominin geri kalanıyla rekabet edeceğinden oluşan rekabet ortamı ekonominin geri kalanı için çok maliyetli olabilir. Finansal gelişmenin “kaybolan etkisi” nedeni ile finansal patlamaların, ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemesi beklenir. Finansal gelişmenin kaybolan etkisi, çıktı dalgalanmalarından, bankacılık krizlerinden, düşük kurumsal kalitenin varlığından, banka düzenleme ve denetleme farklılıklarından kaynaklanır. Özellikle son dönemde yaşanan gelişmiş ülke kaynaklı finansal krizler hem iktisatçıların hem de politika yapıcıların finansal gelişmenin kaybolan etkisini gözden geçirmelerine neden oldu. Finansal kurumlar tarafından yapılan alım satım, örneğin varlık fiyatlarında balonlara neden olabilir. Gelişmiş ülkelerde hatalı işleyen finansal sistemler, doğrudan veya dolaylı bir şekilde kaynak israfına neden olacaktır. Tasarruflar üzerinde

caydırıcılık yaratacak, spekülasyonu teşvik edecek, yatırımların ve ekonomideki kıt kaynakların yanlış tahsisine yol açacak bu nedenle ekonomik büyüme üzerinde etki yaratacaktır. Bu etkinin yönü ekonominin durgunlaşması, işsizlik seviyesinde artışların yaşanması ve reel sektör faaliyetlerinde yaşanan düşüşler nedeni ile negatif olacaktır. Finansal gelişme, eşik değerini aştığında finansmanın büyüme üzerindeki etkisi negatife dönecek ve daha fazla finansal gelişme, ekonomik küçülmeye neden olacaktır. Finansal açıklığın ekonomik büyümeyi negatif etkilediğine dair elde edilen sonuç, Eichengreen ve Leblang (2003), Rioja ve Valev (2004), Shen ve Lee (2006) ,Bussiere ve Fratzscher (2007), Ergüngör (2008), Arcand, Berkes ve Ponizza (2012), Cecchetti ve Kharroubi (2012), Ductor ve Grechyna(2015), Samargandia, Fidrmuc ve Ghosh (2015), Das (2019), D’Elia ve Santis (2019) ve Agenor, Gambacorta, Kharroubi ve Silva’nın (2019) yapmış oldukları çalışma sonuçlarıyla uyumluluk göstermektedir.

Hipotez 2. Geniş para arzının uzun dönemde GSMH üzerinde pozitif etkisi görülür.

Ekonomik büyüme açısından para arzı ile çıktı arasındaki bağlantı giderek artan bir ilgi görmektedir. Bazı Keynesyen iktisat uzmanları, para arzının önemli olmadığını ve dolayısıyla ekonomik büyüme üzerinde etki yaratmadığını düşünürken diğer yandan Parasalcılar para arzının önemli olduğuna dikkat çekmektedirler. Para arzında yaşanacak artış, etkisini ilk olarak faiz oranları üzerinde göstermektedir. Faiz oranlarında yaşanan düşme eğilimi, yatırımların artmasına ve toplam talepte artışa neden olur. Toplam talepte yaşanan artışlar ise gelir, çıktı ve istihdamda yaşanacak artışla sonuçlanır. Çalışma sonuçları, McCandless and Weber (1992), Asinya (2009), Moreney (2012), Ono (2012), Chokethaworna, Chaiboonsrib ve Khounkhalaxc (2015), Trabelsi ve Cherif (2017) ve Khairullah (2020)’ın çalışmasıyla uyum göstererek literatürü desteklemektedir.

Hipotez 3. Ticari açıklığın uzun dönemde GSMH üzerinde pozitif etkisi görülür.

Teknolojik gelişme için önemli olan ticari açıklık, ithal girdilere daha kolay erişimi sağlar. Kolay erişim, hem çıktılar hem de girdiler üzerinde pazar genişlemesi yaratarak ekonomik büyümeye neden olur. Üretilen çıktılar için sağlanan pazar genişlemesi, üreticilerin rekabet güçlerini artırmalarına neden olur. Yerli üreticilerin rekabet gücünü artırma isteği daha verimli üretim yöntemlerini, uzmanlaşmayı ve ölçek ekonomileri ile üretimi teşvik eder. Ürün çeşitliliğinde ve kalite standartlarında yaşanan artışlar pazar genişlemesi yoluyla teknoloji transferlerini zorunlu kılarak teknoloji transferi için ticareti zorunlu bir kanal hale getirir. Gelişmiş ülke ekonomilerinde yeni teknolojinin benimsenmesi ve hazmetme kapasitesinin

artması, daha fazla sermaye birikimini ve ekonomik büyümeyi teşvik eder. Esfahani (1991), Bahmani-Oskooee ve Niroomand (1999), Sarkar (2008), Chang, Kaltani ve Loayza (2009), Wacziarg (2001), Brunner (2003), Kim, Lin ve Suen (2011), Villaverde ve Maza (2011), Pradhan, Arvin, Hall ve Nair (2016), Awili ve Ahmed (2019) ve Raghutla (2020)'nın elde ettiği sonuçlarla uyumlu olan çalışma sonuçları, literatürü destekler niteliktedir.

Analiz sonucunda elde edilen kısa dönem panel ARDL sonuçları, değişkenlere ait katsayıların oldukça düşük etkisi bulunmuştur.



BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

1947 yılında Uluslararası Para Fonu, üye ülkelerin uluslararası ödemeler üzerine getirilen kısıtlamaları savaş sonrası geçici dönemde korumalarına izin veren bir yönerge yayınlamıştır. Keynesyen Makroekonomik Politikalar, Fransız dirijizm ve Japon idari rehberliği gibi birçok siyasi ekonomik uygulama, küresel finansal entegrasyonun sağlanmasını engellemiştir. 50'li yıllara gelindiğinde, birçok gelişmiş sanayi ülkesinin tam serbestleşme hedefini gerçekleştirdiği görülmektedir. 70'lerden sonra dünyanın genelinde görülen ekonomik küreselleşme hareketi, iki aşamada gerçekleşmiştir. Ticaret alanında yaşanan liberalizasyon, küreselleşme hareketlerinin ilkinin oluşturmaktadır. Küreselleşme hareketinin ikinci aşaması ise finansal küreselleşmenin sağlanması olmuştur. 1970'lerin sonunda yaşanan finansal liberalizasyon para ve sermaye piyasalarında gerçekleştirilmiştir. 1980'lerde hükümetler, uluslararası finansal yönetimle uğraşmayı reddederek finansal küreselleşmeyi desteklemişlerdir. Finansal piyasalarda, hükümet düzenlemelerinin anlamsız olduğuna dayanan yeni bir doktrin olan Neo Klasik yaklaşım ortaya çıkmıştır. Gelişmekte olan ülkeler, 80'li ve 90'lı yıllarda finansal serbestleşmeyi gerçekleştirmek için hedeflenen reformları uygulamaya koymuşlardır. İthal ikameci ekonomi modelini bırakan gelişmekte olan ülkeler, dışa dönük büyüme modelini benimsemişlerdir. Ulusal ekonomilerin dünya ekonomisi ile bütünleşme derecesinin mutlak olarak artması şeklinde ifade edilen dışa dönük büyüme modeli, ekonomik büyümenin yüksek seviyelerde gerçekleşmesini ve sağlanan büyümenin kalıcı olmasını amaçlamaktadır.

Uygulanan sermaye hesabı liberalizasyonu, özellikle gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırım ve diğer (kısa, orta ve uzun vadeli) yatırımlar aracılığı ile ülke lehine gelişmeler kaydedilmesini sağlamaktadır. Portföy yatırımlarının ise ülke ekonomilerine kısa dönemli sermaye ve banka kredisi şeklinde gelmesi finansal kırılganlığa sebep olmaktadır. Finansal liberalizasyon, ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikalarının iyi olması durumunda ödüllendirilmesine, kötü olması durumunda cezalandırılmasına hizmet ederek ekonomik büyümeyi artırıcı makro nitelikli politikaların benimsenmesine yardımcı olmaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran çalışmalar, son yıllarda artış göstermiştir. Finansal gelişmede yaşanan artışların ekonomik büyümeye neden olduğuna dair ampirik kanıtlar, iktisat mesleğinin finansal sektöre ve finansal kurumlara olan ilgisini artırmıştır.

Geniş bir ampirik literatür, finansal gelişme ve açıklığın büyüme üzerindeki etkilerini incelemektedir. İlk kez finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki katkısına ve liberal ekonomi politikalarının faydalarına Goldsmith (1969), McKinnon (1973) ve Shaw (1973) değinmiştir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) ileri derecede liberalizasyonun finansal baskıyı azaltarak ekonomik büyümeye neden olacağını ifade etmişlerdir. McKinnon ve Shaw (1973)'ın "finansal baskı" terimi, finans sektörünün işleyişini engelleyen kısıtlayıcı politikaları ifade etmek için kullanılmaktadır. McKinnon (1993), finansal serbestleşmeyi; "*Ancak şimdi, tasarruf ve yatırım akışlarının gönüllü olmasına dair yaygın bir anlaşma var.*" şeklinde ifade etmiştir. Liberalleşmeye giden yolu, yanlış bir adımın sonu olabileceği bir mayın tarlası olarak nitelendirmektedir. King ve Levine (1993), finansal sektörde yaşanacak gelişmelerin verimlilik kanalıyla yatırım kalitesinde artış yaratacağını vurgulayan ilk iktisatçılardandır. Pagano (1993) ve Levine (1997) finans sektöründe yaşanacak gelişimin büyümeye en az dört şekilde katkı sağlayacağını söylemektedirler. Bunlardan ilki fon arayan ve fon alanların izlenmesini kolaylaştıran finans sektörü gelişmeleri, kaynak tahsisini iyileştirmektedir. İkinci olarak cazip tasarruf araçlarının gelişimi sağlanarak tasarrufların seferber edilmesi teşvik edilecektir. Üçüncüsü, mali kurumlar içerisinde proje değerlendirme ve yaratma maliyetlerini düşürerek projelerin izlenmesini kolaylaştırır son olarak finans sisteminde yaşanan gelişmeler, risk yönetimi ve likidite için fırsatlar yaratmaktadır. Sweeney (1996)'e göre serbestleştirilmiş sermaye hesapları, bir ülkede finansal sistem verimliliğini artırarak ulusal tahsis verimliliğini de olumlu yönde etkileyecektir.

Freeman (1992), Mathieson ve Rojas-Suarez (1993), finansal açıklığın gelişmekte olan ülkeler için risk oluşturduğuna işaret etmiştir. Arbitraj tarafından tetiklenen kâr fırsatları için anlık sermaye giriş ve çıkışları, ulusal para biriminde keskin değişiklikler yaşanmasına neden olmaktadır. Frenkel, Razin ve Sadka (1991) ve Webb (1992) ise açık sermaye piyasalarının, ekonomik birimlerin servet ve sermaye üzerindeki vergilendirme politikalarını etkileyerek büyüme üzerinde olumsuz sonuçlar yaratabileceğini söylemektedirler.

Finans sektöründe kaynakların dağıtımı, mali araçlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Doğru işleyen finansal aracılık hizmetleri, sermaye dağıtımında etkinliği artırarak tasarruf artışını teşvik edecek ve daha fazla sermaye oluşumuna neden olarak ekonomik büyümeyi destekleyecektir.

Finansal serbestleşme, finansal açıklık ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen birçok çalışma mevcuttur. Yapılan çalışmalar içerisinde finansal açıklık ve büyüme ilişkisine etki eden değişkenlerin, sayıca az ve genelde tek bir gelişmişlik düzeyine dahil ülke grupları için yapıldığı

görülmektedir. Bu çalışmayla, finansal açıklık ve büyüme arasındaki ilişki çok sayıda değişken ve farklı düzeyde gelişmiş ülke grupları dahilinde incelenerek literatürdeki boşluğun giderilmesini amaçlanmaktadır.

Bu amaç çerçevesinde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke grupları için 1995-2018 dönemine ait seçilmiş değişkenler vasıtasıyla finansal açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, panel veri yöntemi ile araştırılmaya çalışılmıştır. Analize dahil edilen gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Bulgaristan, Çin, Güney Afrika, Hindistan, İran, Kenya, Güney Kore, Kongo Cumhuriyeti, Malezya, Meksika, Mısır, Nijerya, Pakistan, Rusya, Şili, Uganda, Ukrayna ve Uruguay'dır. Gelişmiş ülke grubu içine dahil edilen ülkeler ise şu şekildedir: Amerika Birleşik Devletleri, Avustralya, Danimarka, İsveç, İzlanda ve Japonya'dır. Panel veri analizinde, GSMH bağımlı değişkeni, finansal dışa açıklık, ticari dışa açıklık, özel sektöre verilen yurt içi kredi, finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi ve geniş para arzı, bağımsız değişkenleri oluşturmaktadır.

Çalışmada kullanılan değişkenlerin doğru sonuçlar verebilmesi için tüm değişkenlere birim kök testleri uygulanmıştır. Yapılan birim kök testlerinin sonucunda değişkenlerin, farkta durağan olduğu gözlemlenmiştir. Durağanlık testinin ardından ülke gruplarına nedensellik ve panel ARDL testleri uygulanmıştır.

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke grubu için uygulanan Dumitrescu-Hurlin Nedensellik sonuçlarına göre, gelişmekte olan ülke grubu için finansal açıklık ile GSMH arasında nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca ticari açıklık ve finans sektörü tarafından verilen yurt içi kredilerle ekonomik büyüme arasında nedenselliğin varlığı tespit edilmiştir. Finans sektörü tarafından verilen yurt içi kredilerin ve ticari açıklığın para arzı ile nedensellik ilişkisi içinde olduğu görülmüştür. Finansal açıklıktan, finans sektörü tarafından verilen yurt içi kredilerle ve özel sektör kredileri arasında ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Gelişmiş ülkelere ait Dumitrescu-Hurlin Nedensellik sonuçlarına göre, finans sektörü tarafından verilen yurt içi kredilerle ekonomik büyüme arasında çift yönlü ilişki bulunmuştur. Çalışmanın sonuçlarına göre ticari açıklık ve finansal açıklıktan ekonomik büyümeye doğru nedensellik tespit edilmiştir. Ayrıca özel sektöre verilen yurt içi krediler ve finans sektörü tarafından verilen yurt içi krediler ile para arzı arasında nedensellik olduğu gözlemlenmiştir.

Seçilen ülke grupları için uygulanan panel ARDL test sonuçlarında, uzun dönemde finansal açıklık ve GSMH arasında ilişkinin varlığı söz konusudur. Gelişmiş ülkelerde finansal açıklık GSMH'yi negatif etkilerken, gelişmekte olan ülke grubunda finansal açıklık GSMH'yi pozitif yönde etkilemektedir. Uzun dönemli panel ARDL analiz sonuçlarına göre hem gelişmiş

hem de gelişmekte olan ÷lkelerde ticari açıklık ve para arzında meydana gelen artışlar GSMH'yi pozitif yönde etkilerken gelişmekte olan ÷lkelerde özel sektöre verilen yurtiçi kredide yaşanan artışlar da GSMH'yi pozitif yönde etkilemektedir. Kısa dönem analizinde her iki ÷lke grubu için kullanılan finansal açıklık, ticari açıklık, özel sektöre verilen yurtiçi kredi, finans sektörü tarafından sağlanan yurtiçi kredi ve para arzı değişkenlerinin GSMH üzerinde yaratmış olduğu etkinin sınırlı düzeyde olduğu gör÷lmektedir.

Sağlam bir finansal sistemin varlığı, ÷lke ekonomilerinin vazgeçilmezidir. Finansal piyasalarda sağlanan açıklık, piyasaların daha rekabetçi bir yapıya kavuşmasına ve olumsuz finansal şartlarda daha yüksek direnç göstermesine neden olmaktadır. Finansal açıklık derecesinin bir göstergesi olan sermaye hesabı serbestleştirilmesi, sermaye maliyetlerine etki ederek büyümeyi artıracaktır. Finansal açıklıkla birlikte ÷lkeler arasında sermayenin serbest dolaşımı, sermayenin marjinal verimliliğinin düşük olduğu ÷lkelerden marjinal verimliliğin daha yüksek olduğu ÷lkelere transferini sağlayarak GSMH'yi pozitif yönde etkileyecektir. Finansal dışa açılma sürecinde uygulanan reformlar, iç çarpıklıkları ve aksaklıkları gidererek büyümeyi olumlu yönde etkileyecektir. Finansal açıklık sonucunda bilginin yayılma hızı yükseliş gösterecek ve yaşanan bu gelişmeler, ÷lke ekonomisinde toplam faktör verimliliğinde artış yaratmak suretiyle GSMH'nin pozitif yönde etkilenmesine neden olacaktır.

Küreselleşme eğiliminin artmasıyla birlikte finansal açıklığın daha fazla önem kazandığı gör÷lmektedir. Finansal açıklığın uzun dönemde büyümeyi pozitif yönde etkileyebilmesi için ÷lkelerin, finansal açıklık politikalarını belirlerken ve uygularken özenli davranması gerekmektedir. Bu çerçevede, finansal alan reformlarının tamamlanmış olması, finansal politikaların tekrar gözden geçirilmesi, daha sağlam ve daha verimli bir finansal sistemin oluşturulması, asimetrik bilgi oluşumun önüne geçilmesi, faiz oranlarının piyasa tarafından belirlenmesine izin verilmesi, kamu sektörünün düzenleyici finansal sektör denetimlerini gerçekleştirilmesi, teknolojik gelişmelerin varlığı, finans alanında uluslararası işbirliği, özel sektöre verilen kredilerin değerlendirme yeteneği, sağlam bir muhasebe ve yasal alt yapının varlığı önem arz etmektedir.

Çalışmanın bulgularıyla alanyazınında mevcut çalışmaların sonuçlarının birçoğu ile tutarlıdır. Çalışmadan elde edilen önemli bir bulguda gelişmekte olan ÷lkelerde finansal açıklığın büyüme üzerindeki etkisinin gelişmiş ÷lkelere göre daha güçlü olmasıdır. Finansal açıklık ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli pozitif bir ilişki, istikrarlı bir ortamın varlığını gerekli kılmaktadır. Finansal piyasaların istikrarlı olması için ise finans piyasalarını geliştirmek, piyasalarda şeffaflığı sağlamak hem ulusal hem de uluslararası alanda finansal sektörünü güçlendirmek ve finansal krizleri engellemek gerekmektedir. Finansal sistemin en

önemli kurumlarından bir tanesi olan bankaların, sermayelerinin güçlendirilmesi ve denetimlerinin risk unsuruna dayandırılarak yapılması önem taşımaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, uluslararası iş birliği çerçevesinde finansal sektörü güçlendirme konusunda girişimlerini artırılmalıdır.



KAYNAKÇA

- Adhikary, B.K. (2011). FDI, Trade Openness, Capital Formation, and Economic Growth in Bangladesh: A Linkage Analysis. *International Journal of Business and Management*, 6(1), 16-28.
- Adıgüzel, M. (2013). Ekonomik Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri. *Akademik Bakış Dergisi*, 35, 1-21.
- Afarfi, F.O. Son, J.C. ve Haligah, H.Y. (2021). Empirical Analysis of the Relationship Between Openness and İnflation: a Case Study of sub-Saharan Africa. *SN Business & Economics*, 1-72.
- Agenor, P.R. (1998). The Surge in Capital Flows: Analysis of ‘Pull’ and ‘Push’ Factors. *International Journal of Finance and Economics*, 3, 39-57.
- Agenor, P.R., Gambacorta, L., Kharroubi, E. ve da Silva, L. (2018). The Effects of Prudential Regulation, Financial Development, and Financial Openness on Economic Growth. *BIS Working Papers*, 752, 1-41.
- Ağca, Ş. Nicola, G.D. ve Detragiache, E. (2015). Financial Reforms, Financial Openness, And Corporate Debt Maturity: International Evidence. *Borsa İstanbul Review*. 1582), 61-75.
- Ağır, H. (2009). *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*. Yayınlanmış Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ağır, H. ve Rutbil, M. (2019). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme İlişkisi. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, 5(3). 287-299.
- Aizenman, J. ve Noy, I. (2003). İçsel Finansal Açıklık: Verimlilik ve Politik Ekonomi Konuları. *NBER Çalışma Raporu*, 10144.
- Aizenman, J. (2004). Financial Opening and Development: Evidence and Policy Controversies. *The American Economic Review*. 94(2): 65-70.
- Aizenman, J. (2008). On the Hidden Links Between Financial and Trade Opening. *Journal of International Money and Finance*, 27(3), 372-386.
- Akısoğlu, B. (2013). *Portföy Yatırım İstatistiklerinin Değerlendirilmesi ve Türkiye Uygulaması*. T.C. Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

- Akyol Eser, K. (2012). *Finansal Serbestleme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları*. Yayınlanmış Mesleki Yeterlilik Tezi, T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı.
- Alogoskoufis, G. (2021). Asymmetries of Financial Openness in an Optimal Growth Model. Department of Economics *Athens University of Economics and Business Working Paper*, 12, 1-41.
- Andersen, T.B. ve Tarp, F. (2003). Financial Liberation, Financial Development and Economic Growth in LDCs. *Journal of International Development*, 15, 189-209.
- Anderson, J. (2013). Converting and Transferring Currency Benchmarking Foreign Exchange Restrictions to Foreign Direct Investment Across Economies. *Policy Research Working Paper*, 6601, 1-37.
- Ang, J.B. ve McKibbin, W.J. (2007). Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence From Malaysia. *Journal of Development Economics*, 84, 215-233.
- Apak, S. (2002). *Küreselleşme ve Küreselleşmenin Türkiye Üzerine Etkileri*. TMMOB, Sanayi Kongresi 2001, Küreselleşme ve Sanayileşme Bildiriler El Kitabı, (E/2001/291), İstanbul, 183-190.
- Arestis, P. Nissanke, M. ve Stein, H. (2005). Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization Theory. *Eastern Economic Journal*, 31(2), 245-263.
- Araujo, P. Mykhaylova, O. ve O'Carroll, J. S. (2015). Financial Liberalization and Patterns of International Portfolio Holdings. *Empirical Economics*, 49(1), 213-234.
- Arestis, P. ve Eichner, A. S. (1988). The Post-Keynesian and Institutionalist Theory of Money and Credit. *Journal of Economic Issues*, 22(4), 1003-1021.
- Arestis, P. ve Sawyer, M. (2005). Aggregate Demand, Conflict And Capacity In The Inflationary Process. *Cambridge Journal of Economics*, 29(6), 959-974.
- Arif, I. ve Rawat, A.S. (2018). Trade and Financial Openness and Their Impact on Financial Development: Evidence from South Asian Economies. *South Asian Journal of Business Studies*, 8(1), 26-39.

- Arslan, S. ve Çiçek, M. (2016). Yabancı Portföy Yatırımları ile Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye’de Yabancı Sermayenin Vergilendirilmesi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, ICMEB17 Özel Sayısı, 292-299.
- Ashaf, B.N. (2018). Do Trade and Financial Openness Matter for Financial Development? Bank-level Evidence from Emerging Market Economies. *Research in International Business and Finance*, 44, 434-458.
- Aslan, Ö. ve Küçükaksoy, İ. (2006). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 4, 25-38.
- Aslan, N. Terzi, N. ve Siampan, E. (2018). Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru ile İlişkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 10,015-32.
- Asongu, S. A. (2010). Linkages Between Financial Development and Openness: Panel Evidence From Developing Countries. *MPRA*, Paper No. 26926, 1-15.
- Atamtürk, B. (2007). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerindeki Etkisi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, XXIII, (2), 75-89.
- Auerbach, P. ve Siddiki, J.U. 2004. Financial Liberalization and Economic Development: An Assessment. *Journal of Economic Surveys*, 18(3), 231-265.
- Ayad, H. ve Belmokaddem, M. (2017). Financial Development, Trade Openness and Economic Growth in MENA Countries: ARDL Panel Causality Approach. *Theoretical and Applied Economics*, XXIV, 1(610), 209-222.
- Ayaydın, H. ve Baltacı, N. (2012). Finansal Açıklık, Sermaye Hareketliliği, Tasarruf ve Yatırım İlişkisi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2),51-74.
- Ayaydın, H. Karakaya, A. ve Pala, F. (2018). Trade Openness, Financial Openness, And Financial Development In Eurozone: Evidence From Dynamic Panel Data. *Global Journal of Economics and Business Studies*, 7(14), 1-17.
- Aydemir, O. ve Genç, E. (2015). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kapsamında Bir Analiz, Türkiye Örneği. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2(2),17-41.

- Ayhan, F. (2019). Türkiye İçin Kısa Vadeli Sermaye Akımları ve Reel Döviz Kurunun Ekonomik Büyüme Üzerine Etkilerine İlişkin Uygulamalı Bir Araştırma. *Journal of Yasar University*, 14(54),106.118.
- Bailliu, N. J. (2000). Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries. Working Paper 2000-15,1-31.
- Balkanlı, A. O. (2006). Liberalizasyon Sürecinde Makro Ekonomik Denge Büyüme Sorunsalı (Latin Amerika-Güney Asya Ülke Örnekler ve Finansal Liberalizasyon). *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi*, 35, 73-100.
- Baltagi, B.H. ve Kao, C.D. (2000). Nonstationary Panels, Cointegration in Panels and Dynamic Panels: A Survey. *Syracuse University Center for Policy Research Working Paper*,16.
- Baltagi, B. H. Demetriades P. ve Law S.H. (2008). Financial Development and Openness: Evidence From Panel Data. Center for Policy Research Working Paper,107, 1-33.
- Banuri, T. (1991). Economic Liberalization: No Panacea The Experiences of Latin America and Asia. *Clarendon Press*, Oxford, 231.
- Barrel, R. Karim, D. ve Ventouri, A. (2017). Interest Rate Liberalization and Capital Adequacy in Models of Financial Crises. *Journal of Financial Stability*, 33, 261-272.
- Barutçu, E. ve Arslan, Ü. (2016). Dışa Açıklık ile Finansal Gelişme Arasındaki İlişki: G 20 Ülkeleri Örneği. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 5(3),403-427.
- Başoğlu, U. (2000). Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3 (4), 87-99.
- Beck, T. Feyen, E. Ize, A. ve Moizeszowicz, F. (2008). Benchmarking Financial Development. *Policy Research Working Paper*, 4638,1-49.
- Beine, M. Lodigiani, E. Ve Vermeulen, R. (2012). Remittances and Financial Openness. *Regional Science and Urban Economics*, 42, 844-857.
- Beji, S. (2007). Financial Openness and Financial Development in the South Mediterranean Sea Countries: Institutional Approach and Calculation of Development Thresholds, *European Research Studies*, 10(3), 107-121.
- Beju, D.G. and Ciupac-Ulici, M.-L. (2012). The Impact of Financial Liberalization on Banking System. *Procedia Economics and Finance*, 3, 792-799.

- Bekaert, G. Harvey, C. R. Ve Lundblad, C. (2011). Financial Openness and Productivity, *World Development*, 39(1), 1-19.
- Benczur, P. Karagiannis, S. ve Kvedaras, V. (2019). Finance and Economic Growth: Financing Structure and Non-Linear Impact. *Journal of Macroeconomics*, 62, 1-28.
- Beshenov, S. Ve Rozmainsky, I. (2015). Hyman Minsky's Financial Instability Hypothesis and Greek Debt Crisis. *Russian Journal of Economics*, 1, 419-438.
- Biancareli, A.M. (2011). *Brazil, Developing Economies and Private International Capital Flows: The (New) Challenges in the Post-Crisis Scenario*. Fifteenth Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM): "From Crisis to Growth?" Berlin, Germany, 2011.
- Biçen, Ö.F. (2017). Short-Term Foreign Capital Flows and Economic Growth: An Investigation on Emerging Market Economies. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20(38), 97-121.
- Blecker, R.A. (1998). International Capital Mobility, Macroeconomic Imbalances, and the Risk of Global Contraction. *CEPA Working Paper Series III,5,1-75*.
- Bonizzi, B. (2017). An Alternative Post-Keynesian Framework for Understanding Capital Flows to Emerging Markets. *Journal of Economic Issues*, 51(1),137-162.
- Bond, P. Edmans, A. ve Goldstein, I. (2012). The Real Effects of Financial Markets. *Annual Review of Financial Economics*, 4, 339-360.
- Bordo, M.D. (1993). The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview. *National Bureau of Economic Research*,3-108.
- Bosworth, B. P. Collins, S.M. ve Reinhart, C.M. (1999). Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment. *Brookings Institution Press*, 1(1999), 143-180.
- Botta, A. Caverzasi, E. Russo, A. Gallegati, M. ve Stiglitz, J. E. (2019). *Inequality and Finance in a Rent Economy*. Greenwich Papers in Political Economy,20377, University of Greenwich, Greenwich Political Economy Research Centre.
- Boulhol, H. (2009). Do Capital Market and Trade Liberalization Trigger Labor Market Deregulation?. *Journal of International Economics*, 77, 223-233.

- Bourgain, A. Pieretti, P. ve Zanaj, S. (2012). Financial Oppeness, Disclosure and Bank Risk-taking in MENA Countries, *Emerging Markets Review*, 13, 283-300.
- Bouzid, A. (2012). McKinnon's Complementarity Hypothesis: Empirical Evidence for the Arab Maghrebean Countries. *The Romanian Economic Journal*, XV(44), 23-35.
- Branson, W.H. (1975). Monetarist and Keynesian Models of the Transmission of Inflation. *The American Economic Review*, 65(2),115-119.
- Bresser-Pereira, L. C. (2012). Structuralist Macroeconomics and the New Developmentalism. *Brazilian Journal of Political Economy*, 32(3), 347-366.
- Brune, N.E. ve Guisinger, A. (2007). Myth Or Reality? The Diffusion Of Financial Liberalization in Emerging Economies. *Consortium of Political Research*.1-40.
- Brunner, K. (1989). Money Supply. (Ed.). Eatwell J. Milgate M. Newman P. ve Macmillan, P. Money, Londra.
- Buch, C.M. Doepke, J. Ve Pierdzioch, C. (2005). Financial Openness and Business Cycle Volatility. *Journal of International Money and Finance*, 24, 744-765.
- Bussiere, M. ve Fratzscher, M. (2008). Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?. *Review of International Economics*, 16(1), 69-95.
- Cakici, M. S. (2012). Tecnology Shocks Under Varying Degrees of Financial Openness. *International Review of Economics and Finance*, 21, 232-245.
- Calderon, C. A. ve Hebbel, K. S. (2008). Openness and Growth Volatility. *Central Bank of Chile Working Papers Central Bank of Chile*, 483, 1-32.
- Calderón, C. ve Kubato, M. (2018). Does Higher Openness Cause More Real Exchange Rate Volatility?. *Journal of International Economics*, 110,176-204.
- Calderón, C. ve Kubota, M. (2019). Ride the Wild Surf: An Investigation of the Drivers of Surges in Capital Inflows. *Journal of International Money and Finance*, 92,112-136.
- Canbay, Ş. (2018). Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler. *Fırat Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2(1), 1-24.
- Carmignani, F. ve Chowdhury, A.R. (2005). Does Financial Openness Promote Economic İntegration? Some Evidence From Europe And The CIS, *WIDER Research Paper*,

- 2005(74), ISBN 9291907626, The United Nations University World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER), Helsinki.
- Cengiz, Ç. (2018). Döviz Kurunun Belirlenmesine Yönelik Teorik Yaklaşımlar. *Sakarya İktisat Dergisi*, 7(4), 1-17.
- Cengiz, V. ve Karacan, R. (2015). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları. *International Journal of Economic and Administrative Studies*, 8(15), 327-344.
- Chen, L. (2018). The Financial Instability Hypothesis Applied to the 2007 Financial Crisis. *MPRA Paper*, 92142, 113-129.
- Chen, W. Hamori, S. and Kinkyō T. (2016). Financial Development And Financial Openness Nexus: The Precondition Of Banking Competition. *Applied Economics*, 48(12), 1130-1139.
- Chiarella, C. Ve Guilmi, C. D. (2011). The Financial Instability Hypothesis: A Stochastic Microfoundation Framework. *Journal of Economic Dynamics&Control*, 35, 1151-1171.
- Chinn, M.D. ve Ito, H. (2008). A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3),309-322.
- Chiu, J. ve Chung, H. (2019). Legal Institutions and Fragile Financial Markets. *Journal of International Money and Finance*, 93,277-298.
- Chossudovsky, M. (1999). Yoksulluğun Küreselleşmesi, IMF ve Dünya Bankası Reformlarının İçyüzü. (N, DOMANIÇ, Çev.). İstanbul: Çivi Yazıları Yayınevi, 320.
- Chu, Y. (2016). Financial Openness and Bank Performance: The Case of China. [2016 International Conference on Industrial Economics System and Industrial Security Engineering \(IEIS\)](#),24-27.
- Chu, L.K. (2019). Financial Structure and Economic Growth Nexus Revisited. *Borsa İstanbul Review*, 1-13.
- Cihak, M. Demirgüç-Kunt, A. Feyen, E. ve Levine, R. (2012). Benchmarking Financial Systems Around the World. *Policy Research Working Paper*,6175,1-59.
- Clark, E. (2013). Financialization, Sustainability and the Right to the Island: A Critique of Acronym Models of Island Deveopment. *Journey of Marine and Island Cultures*, 2,128-136.

- Crotty, J.R. (1980). Post-Keynesian Economic Theory: An Overview and Evaluation. *The American Economic Review*, 70(2), 20-25.
- Coppola, A. Maggiori, M. Neiman, B. ve Schreger, J. (2020). Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens. NBER Working Paper, 26855, 1-51.
- Çakan, E. (2017). Impact of Financial and Trade Openness on Financial Development in Emerging Market Economies: The Case of Turkey, *American Journal of Economics and Business Administration*, 9 (4), 71-80.
- Çalışkan, M. Altıntaş, N. (2017). Finansal Açıklığın Sermaye Piyasası Derinliğine Etkisi: Türkiye Örneği. *Uluslararası Politik, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Kongresi Bildiri Özetleri Kitabı*, 218.
- Çeştepe, H. Yıldırım, E. ve Özbek, Z. (2018). Ticari ve Finansal Açıklığın Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye'ye İlişkin Ampirik Kanıtlar. *AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 18(4), 1-17.
- Çataloluk, C. (2009). Kamu Borçlanması, Gerçekleşme Biçimi ve Makroekonomik Etkileri (Teorik Bir Yaklaşım, Türkiye Örneği). *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(21), 240-258.
- Çetinkaya Ş. (2008). Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizler, *Sakarya Üniversitesi İktisat Dergisi*.
- Çınar, S. (2011). Gelir ve CO' Emisyonu İlişkisi: Panel Birim Kök ve Eşbütünleşme Testi. *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, XXX(2), 71-83.
- Çiçioğlu, Ş. (2009). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Finansal Derinlik ve Finansal Baskınlık*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dadzie, JK ve Ferrari, A. (2019). Deregulation, efficiency and competition in developing banking markets: Do reforms really work? A case study for Ghana. *J Bank Regul*, 20, 328–340.
- Delice, G. 2003. Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 20, 57-81.

- Demetrio, E. ve Garcia, T. (2012). Financial Globalization and Financial Development in Transition Countries. *Economia: Teoria-Practica*, 36,155-178.
- Dequech, D. (2012). Post Keynesianism, Heterodoxy and Mainstream Economics. *Review of Political Economy*, 24(2), 353-368.
- Dinar, B. G. (2012). Finansal Liberalizasyon ve ekonomik Büyüme: Bir Literatür Çalışması. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(Özel Sayı),109-135.
- Dinler Z. (2014). *Mikroekonomi*. (25. Baskı), Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 624.
- Djennas, M. (2016). Business Cycle Volatility, Growth and Financial Openness: Does Islamic Finance Make and Difference?. *Borsa İstanbul Review*, 16(3), 121-145.
- Dreher, A., (2006). Does Globalization Affect Growth?: Evidence From a New Index of Globalization. *Applied Economics*, 8,1091–1110.
- Doğangün yasa, B. (2017). İktisat Düşüncesinde Devlet Müdahaleciliği Kuramının Evrimi. *Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 281-298.
- Duman, K. (2004). Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri. *Akdeniz Üniversitesi İdari ve İktisadi Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8, 38-61.
- Ecesoy, H. (2009). *Türkiye Ekonomisinde Ticari ve Finansal Açıklığın Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisinin Ekonometrik Analizi*. Yayınlanmış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Edison, H.J. ve F. Warnock, (2003). A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls. *Journal of Empirical Finance*,10,81–103.
- Edwards, S. (2005). Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals. *National Bureau of Economic Research*, NBER Working Papers:11170.
- Egeli, H.A. ve Egeli, P. (2015). *İhracat- Milli Gelir İlişkisi: Asya Ülkeleri Üzerine Panel Veri Analizi*. *Atatürk Kültür, Dil ve Tarih Yüksek Kurumu, Bildiri Özetleri Kitabı, ICANAS*, 38, Ankara, 101-118.
- Eichner, A.S. ve Kregel, J.A. (1975). An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics. *Journal of Economic Literature*, 13(4), 1293-1314.
- Eichengreen, B. ve Portes, R. (1997). Managing Financial Crises in Emerging Market, in Maintaining Financial Stability in a Global Economy. *A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 193–225.

- Emil, M.F. ve Vehbi, M.T. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği. *Ekonomik Yaklaşım, Ekonomik Yaklaşım Association*, 14(48), 1-23.
- Erauskin, I. (2013). The Impact Of Financial Openness On The Size Of Utility-Enhancing Government. *Economics*, 7(38).
- Erdinç, Z. (1999). Küreselleşmenin İstihdama Etkileri. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3,111-120.
- Erkişi, K. (2018). Para Politikasının Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri: Türkiye İçin Bir Uzun Dönem Analizi. *Euroasia Journal of Social Sciences & Humanities*,5,54-64.
- Eroğlu, N. (2007). İktisat Politikalarında Israrla Neden Fiyat İstikrarı Amacı?. *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 514(44),8-10.
- Erten, B. Korinek, A. ve Ocampo, J. A. (2019). Capital Controls: Theory and Evidence. *NBER Working Paper Series*, 26447,1-54.
- Errunza, V. (2001). Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization, and Economic Development. *Review of International Economics*, 9(4), 703–726.
- Esen, O. (2000). Financial Openness in Turkey. *International Review of Applied Economics*, 14(1),5-23.
- Estrada, G. Park, D. ve Ramayandi, A. (2015). Financial Development, Financial Openness and Economic Growth. *ABD Economics Working Paper Series*, No:442, 1-37.
- Fasanya, O. I. ve Olayemi, A. I. (2020). Modelling Financial Openness Growth-Nexus in Nigeria: Evidence From Bounds Testing to Cointegration Approach. *Future Business Journal*, 6(4),1-11.
- Feldstein, M. (1991). Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run. *National Bureau of Economic Research*, 331 – 353.
- Feldstein, M. (1999). International Capital Flow: Introduction. Felstein, M. (Ed.). *International Capital Flow* (1-484),USA, University of Chicago Press.
- Ffrench-Davis, R. (1988). An Outline of a Neo-Structuralist Approach. *Cepal Review*, 34, 37-44.
- Fiebiger, B. ve Lavoie, M. (2020). Helicopter Ben, Monetarism, The New Keynesian Credit View and Loanable Funds. *Journal of Economic Issues*, 54(1), 77-96.

- Fine, B. (2013). Financialization From a Marxist Perspective. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 47-66.
- Fratzscher, M. Ve Bussiere, M. (2004). Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain?. *European Central Bank, Working Paper Series*, 348 ,1-41.
- Freeman, J.R. (1992). International Finance and Democracy: Proposal to the NSF. *Department of Political Science, University of Minnesota*. Typescript.
- Frenkel, J. A. Razin, A. ve Sadka, E. (1991). International Taxation in an Inte-grated World. *Cambridge: MIT Press*.
- Frimpong, A.A. (2018). Analysis on Keynes General Theory and the Transformation of Modern Capitalism. *Public Policy and Administration Research*, 8(4), 28-33.
- Furtado, C. (2000). *Teoria e Política do Desenvolvimento Econômico*. São Paulo: Paz e Terra. Rio de Janeiro, Cia, Editora Nacional.
- Gaies, B.ve Nabi, M. S. (2019). Financial Openness and Growth in Developing Countries. *Journal of Economic Integration*, 34(3), 426-464.
- Galindo, A. Micco, A. ve Ordoñez, G. (2002). Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence. *In World Bank Conference, Financial Globalization: A Blessing or a Curse*, 30-31.
- Gbenga, O. James, S.O. ve Adeyinka, A. J. (2019). Determinant of Private Sector Credit and Its Implication on Economic Growth inNigeria: 2000-2017. *American Economic & Social Review*, 5(1), 10-20.
- Gemma E., Park, D. ve Ramayandi, A. (2015). Financial Development, Financial Openness, And Economic Growth. Asian Development Bank, *ADB Economics Working Paper Series*, 442, 1-45.
- Genç, A. ve Aksoy, B. (2020). Faiz Oranı Paritesinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerinde Ampirik Bir Uygulama. *DEÜ SBE Dergisi*, 22(4), 1521-1546.
- Glain, A. (2006). *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization, and Welfare*. Oxford University Press, 265.
- Gordon, R.J. (1990). What Is New-Keynesian Economics?. *Journal of Economic Literature*, 28,1115-1171.

- Gökmenoğlu, K.K. Amin, M.Y. ve Taşpınar, N. (2015). The Relationship Among International Trade, Financial Development and Economic Growth: The Case of Pakistan. *Procedia Economics and Finance*,25,489-496.
- Göver, Z. T. (2014). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Sermaye Hareketleri Üzerindeki Kontrollerin Analizi: Türkiye İçin Çıkarılabilecek Dersler*. Yayınlanmış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Grabel, I. (1995). Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation Programmes In the Third World. *International Review of Applied Economics*, 9(2), 127-149.
- Grabel, I. (1996). Üçüncü Dünyayı Pazarlama: Küresel Ekonomide Portföy Yatırımının Çelişkileri. *Dünya Gelişimi*, 24 (11), 1761-1776.
- Grabel, I. (2003). Averting Crisis? Assessing Measures to Manage Financial İntegration in Emerging Economics. *Cambridge Journal of Economics*, 314-336.
- Gräbner, C. Heimberg, P. ve Kapeller, J. (2020). Understanding Economic Openness: A Review of Existing Measures. *Review of World Economics*,1-34.
- Gries, T. Kraft, M. ve Meierrieks D. (2009). Linkages Between Financial Deepening, Trade Openness, and Economic Development: Causality Evidence from Sub-Saharan Africa. *World Development*, 37(12), 1849-1860.
- Grilli, V. ve Milesi-Ferretti, G. (1995). Economic Effect and Structural Determinants of Capital Controls. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 42,517-551.
- Guillen, J. (2016). Does Financial Openness Matter in the Relationship Between Financial Development and Income Distribution in Latin America?. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(5), 1145-1155.
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 27, 107-134.
- Günel, M. (2007). *Para Banka ve Finansal Sistem*. (2. Baskı) Ankara: Yeni Dönem Yayınları. *Bankacılar Dergisi*, 114, 3-16.
- Güney, P.Ö. (2020). Ekonomik Politika Belirsizliği ve Döviz Kuru Oynaklığı.

- Güngör, S. ve Karaca, S. S. (2019). Enerji Tüketimi, Temiz Enerji ve Karbondioksit Emisyonlarının Finansal Açıkla İlişkisi: Türkiye Örneği. *Muhasebe ve Finans İncelemeleri Dergisi*, 2(1), 33-46.
- Günsoy, B. (2004). Küreselleşme ve Kalkınma. Kar, M. ve Taban, S. (Ed.). *Kalkınma Ekonomisi: Seçme Konular* (329-348.). Bursa: Ekin Kitabevi.
- Hanh, P.T.H. (2010). Financial Development, Financial Openness and Trade Openness: New Evidence. *FIW Working Paper*, 60, FIW- Research Centre International Economics, Vienna. *IMF Working Paper*, 18(214), 1-22.
- Hannan, A. (2018). Revisiting the Determinants of Capital Flows to Emerging Markets-A Survey of the Evolving Literature.
- Haralayya, B. ve Aithal, P.S. (2021). Analysis of Bank Productivity Using Panel Causality Test. *Journal of Huazhong University of Science and Technology*, 50(6), 1-16.
- Hassan, M.K. Samad, A. ve İslam, F. (1993). A Reexamination of McKinnon-Shaw Hypotheses: Evidence from Five South Asian Countries. *The Bangladesh Development Studies*, 21(4), 77-88.
- Helleiner, E. (1993). Freeing Money, Restricting Trade: Explaining the Liberalization of Finance in a Protectionist Age. *Presented at the 1993 Annual Meeting of the International Studies Association*, Acapulco.
- Hepsağ, A. (2009). Finansal Liberalizasyon Politikalarının Geçerliliğinin McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 3(1), 63-79.
- Hoover, K.D. (3003). *A History of Postwar Monetary Economics and Macroeconomics*. Edited by Warren J., Samuels, Jeff E. Biddle, John B. Davis, Blackwell Publishing 412-427.
- Hsieh, J. Chen, T.C. ve Lin, S.C. (2019). Financial Structure, Bank Competition and Income Inequality. *The North American Journal of Economics and Finance*, 48, 450-466.
- Hsiao, C. (2006). Panel Data Analysis- Advantages and Challenges. *Sociedad de Estadística e Investigación Operativa Test*, 0000(00), 1-63.
- Hsiao, C. (2005). Why panel data? *Singapore Economic Review*, 50(2):1– 12.

- Hua, X. Anders C. J. ve Wang X. (2017). National and regional financial openness in China. *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 15(2), 127-140.
- Hur, J. ve Lartey E. K. K. (2016). Financial openness, the financial accelerator and sectoral Dynamics. *International Review of Economics and Finance*, 42, 277-290.
- Im, K., Pesaran, H. ve Shin, Y. (1997), Testing for Unit Roots in Heterogenous Panels. *Mimeo Department of Applied Economics University of Cambridge*.
- Irvin, D.R. (1965). *Credit Management Handbook*. (Second Edition), ABD: Credit Research Foundation.
- İlter, Ş. ve BURTAN DOĞAN, B. (2018). Ticari ve Finansal Dışa Açıklık Oranı ile Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 8(15), 89-115.
- IMF, (2001). World Economic Outlook, October, 145–173.
- İMKB Araştırma Müdürlüğü Proje Grubu. (1994). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*. İMKB Araştırma yayınları, İstanbul.
- İTO. (1967). *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları*. İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul.
- Johnston, B.R. ve Tamirisa, N.T. (1998). Why Do Countries Use Capital Controls?. *IMF Working Paper* 1-37.
- Kalandarovna, A.G. ve Jamshid ugli, R.D. (2020). Theoretical Principles Of Attracting Foreign Investment To The Country's Economy. *Asian Journal of Multidimensional Reserch*, 9(4), 79-88.
- Kaltenbrunner, A. Newman, S. ve Paineira, J.P. (2011). Financialisation of Natural Resources: A Marxist Approach. 1-27.
- Kandil, M. (2015). On Capital Flow and Macroeconomic Performance: Evidence Before and After the Financial Crisis in Turkey. *Borsa İstanbul Review*, 15(4), 249-258.
- Kant, C. (2018). Financial Openness & Institutions İn Developing Countries. *Research İn International Business And Finance*, 46, 240-250.
- Kaplan, F. ve Yapraklı, S. (2014). The Impacts of Institutions, Openness and Macraeconomic Stability on Economic Growth: A Panel Data Analysis on Middle Income Countries. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 20, 104-123.

- Kar, M. Kara, M. A. ve Kaplan, M. (2004). Türkiye’de Sermaye Harekelerinin Makroekonomik Etkileri. *Kahramanmaraş Sütçü İmam üniversitesi Dergisi*, 1(1), 111.
- Kar, M. ve Tatlısöz, F. (2008). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(14), 436-458.
- Karahan, Ö. ve İpek, E. (2013). Türkiye’ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 21, 299-316.
- Kargbo, S.M. (2008). Financial Liberalization and Savings Mobilization in Sierra Leone: A Test of Mckinnon’s Complementarity Hypothesis. *Journal of Monetary and Economic Integration*, 10(1), 131-170.
- Kartal, M. Kılınç E.C. ve Şahbaz Kılınç, N. (2019). Brexit ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Türkiye Özelinde Bir Araştırma. *International EMI Entrepreneurship & Social Sciences Congress*, 29-30 November, İstanbul, 1081-1091.
- Kaya, E. Çam, A. V. ve Barut, A. (2016). Türkiye İçin Hisse Senedi Piyasası ve Finansal Dışa Açıklık İlişkisinin VAR Modeli ile Analizi: (1998: Q1-2013Q1). *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 30(3),493-506.
- Kaya, E. ve Barut, A. (2016). Türkiye İçin İhracat ve Finansal Dışa Açıklık İlişkisi. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 7(14),627-643.
- Keskin, N. (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Khan, S.M. Sherazi, H. ve Liaqat, S. (2020). Impact of Money Supply and Domestic Credit on Economic Well-being: A Case of Pakistan. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 9(3),618-627.
- Khatun, R. (2019). Openness in Financial Services Trade and Financial Development: Evidence from the BRICS Economies. *South Asian Survey*, 26(1), 55–69.
- Khayat, S.H. (2020). Determinants of International Foreign Portfolio Investment Flows to GCC Countries: An Empirical Evidence. *International Journal of Business and Management*, 15(10), 51-59.

102Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 38, 227-238.

Kılıç C. (2011). *Finansal Liberalizasyonun Sektörel Yapı Değişimi Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayınlanmış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kıran, B. ve Güriş, B. (2011). Türkiye’de Ticari ve Finansal Açıklığın Büyümeye Etkisi:1992-2006 Dönemi Üzerine Bir İnceleme. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11(2),69-80.

Kineş, M.B. (2014). *Sermaye Hareketlerinin Kesintiye Uğramasının Nedenleri ve Sermaye Kontrolleri*. Yayınlanmış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

King, R. G. ve Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics* ,108(7),17-37.

Klein, P. ve Ventura, G. (2009). Productivity Differences and the Dynamic Effects of Labor Movements. *Journal of Monetary Economics*, 56, 1059-1073.

Klemkosky, R. C. (2013). Financial System Fragility. *Sciverse Science Direkt*, 56,675-683.

Kregel, J.A. (1976). Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians. *The Economic Journal*, 86(342), 209-225.

Koengkan, M. Santiago, R. Fuinhas, J. A. ve Marques, A. C. (2019). Does Financial Openness Cause The Intensification Of Environmental Degradation? New Evidence From Latin American And Caribbean Countries. *Environmental Economics And Policy Studies*, 21, 507–532.

Koengkan, M. Fuinhas, J.A. ve Vieira, I. (2020). Effects of Finansial Openness on Renewable Energy Investments Expansion in Latin America Countries. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(1),65-82.

Korkmaz, Ö. (2018). Enerji Tüketimi ile Finansal Açıklık, Ticari Açıklık ve Finansal Gelişme Arasındaki İlişkinin Karşılaştırmalı Analizi: Türkiye ve İtalya Örneği. *UIİİD-IJEAS, Prof. Dr. Harun Terzi Özel Sayısı*, 83.10.

Korkmaz, T. Çevik, E. İ. Ve Birkan, E. (2010). Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Journal of Yasar University*, 17(5), 2821-2831.

- Kottaridi, C. ve Siourounis, G. (2007). Modelling International Capital Structure Under Foreign Macroeconomic Volatility. *Mathematical and Computer Modelling*, 46, 151-162.
- Kose, A. M. Prasad, E. S. ve Terrones, M. E. (2008). Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?. *NBER Working Papers*, 14558.
- Kurt, S. ve Berber, M. (2008). Türkiye’de Dışa Açıklık ve Ekonomik Büyüme, *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, 22(2), 57-80.
- Lane PR, Milesi-Ferretti GM. (2006). The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities: 1970-2004. *C.E.P.R. Discussion Papers*: 5644.
- Lapovitsas, C. (2009). Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi. (1. Baskı), (T, Öncel, Çev.). İstanbul: Yordam Kitap.
- Lartey, E.K.K. (2012). Financial Openness, Nontradable Inflation and Optimal Monetary Policy. *Economics Letters*, 117, 782-785.
- Lartey, E.E.K. (2016). FDI, Sectoral Output and Real Exchange Rate Dynamics Under Financial Openness. *Bulletin of Economic Research*, 69(4), 384-394.
- Lee, C. H. ve Chou, P. (2018). Financial Openness And Market Liquidity In Emerging Markets. *Finance Research Letters*, 25, 124-130.
- Lelant, H.E. ve Pyle, D.H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Lapavitsas, C. (2011). Theorizing Financialization. *Work, Employment and Society*, 25(4), 611-626.
- Levin, A. Lin, C. ve Chu, C.S.J. (2002), Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics*, 108 (1): 1-24.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: View and Agenda. *Journal of Economic Literature*, XXXV, 688-726.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. *Handbook of Economic Growth*, 865-934.
- Lim, G.c. ve Mcnelis, P.D. (2016). Income Growth and Inequality: The Threshold Effects of Trade and Financial Openness. *Economics Modelling*, 58, 403-412.

- Love, J. (2005). Las Fuentes del Estructuralismo Latinoamericano. *Desarrollo Económico*, 36(141), 391-402.
- Luo, Y. Tanna, S. ve De Vita, G. (2016). Financial openness, risk and bank efficiency: Cross-country evidence. *Journal of Financial Stability*, 24, 132-148.
- Ma, Y. (2016). Financial Openness, Financial Frictions, and Macroeconomic Fluctuations in Emerging Market Economies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(1), 169-187.
- MAkoni, P.L. (2020). Foreign Portfolio Investments, Exchange Rates and Capital Openness: A Panel Data Approach. *International Journal of Economics and Business Administration*, 8(2), 100-113.
- Mangır, F. (2006). Finansal Deregülasyonun (1989–2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13, 459-472.
- Manni, U. H. ve Afzal, M.N.I. (2012). Effect of Trade Liberalization on Economic Growth of Developing Countries: A Case of Bangladesh Economy. *Journal of Business, Economics & Finance*. 1(2), 37-44.
- Mascarenhas, R. C. (2002). *A Comparative Political Economy of Industrial Capitalism*. Palgrave Macmillan, London, 241.
- Mathieson, D. J. ve Rojas-Suarez, L. (1993). Liberation of the Capital Account: Experiences and Issues. *International Monetary Fund Occasional Paper*, 103. Washington, DC: IMF.
- McKinnon, R.I. (1973). *Money And Capital In Economic Development*. Brookings Institution, Washington DC.
- McKinnon, R.I. (1988). *Financial Liberalisation in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs*. In *The State of Development Economics*, edited by G. Ranis and T. P. Schultz. Oxford: Basil Blackwell.
- McKinnon, R.I. (1993). *The Order of Financial Liberalization*. Baltimore: Johns Hopkins Press.
- Mejía, J.F. Morales, L.F. ve Medina, D.S. (2018). Trade Liberalization and its Effects on Labor Fluidity: Evidence from Colombia. *The International Trade Journal*, 32(1), 43-75.

- Mekonnen, J. L. ve Dogruel, A. S. (2017). Growth Volatility And Openness In Sub-Saharan Africa. *Marmara Journal of Economics*, 1(2), 209-228.
- McQuade, P. ve Schmitz, M. (2017). The Great Moderation in International Capital Flows: A Global Phenomenon?. *Journal of International Money and Finance*, 73(A), 188-212.
- Meller, B. (2009). The Two-Sided Effect of Financial Globalization on Output Volatility. *SSRN Working Paper Series*, 1-34.
- Mendonça, H. F., and Nascimento, N. C., 2018, Monetary Policy Efficiency And Macroeconomic Stability: Do Financial Openness And Economic Globalization Matter?, *North American Journal Of Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.10.018>
- Menegaki, A. N. (2019). The ARDL Method in the Energy-Growth Nexus Field; Best Implementation Strategies. *Economies Review*, 7(105), 2-16.
- Mercan, M. ve Peker, A. (2013). Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 36, 187-202.
- Mıhçı, S. (1999). *Finansal Serbestleşme ve Derinleşmenin Tasarruflar, Yatırımlar ve İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Miniane, J. (2004). A New Set of Measures on Capital Account Restriction. *International Monetary Fund*, 51(2), 276-308.
- Mishkin, F. S. (2007). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Pearson Publishing, Addison-Wesley ,659.
- Mody A, Murshid AP. (2005). Growing up with capital flows. *Journal of International Economics*, 65, 249-266.
- Molho, L.E. (1986). Interest Rates, Saving, and Investment in Developing Countries: A Re-Examination of the McKinnon-Shaw Hypotheses. *Staff Papers*, 33, 90-116.
- Mudam, E. Balan, F. ve Albayrak B. (2017). Türkiye Ekonomisinde Finansal ve Ticari Açıklık-Çevresel Kalite İlişkisi: Ampirik Uygulama. *ÇOMÜ Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(1), 21-37.

- Mugableh, M.İ. ve Oudat, M.S. (2018). Modelling The Determinants Of Foreign Portfolio Investments: A Bounds Testing And Causality Analysis For Jordan. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(4), 1-8.
- Muhammad, Q. Hye, A. ve Lau, W. (2017). Economic Liberalization And Economic Growth: an Empirical Analysis of Pakistan. *Asian Economic and Financial Review*, 7(12), 1256-1302.
- Mulligan, R. F. (2013). A Sectoral Analysis of the Financial Instability Hypothesis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53, 450-459.
- Murau, S. ve Pforr, T. (2020). What is Money in a Critical Macro-Finance Framework?. *Finance and Society*, 6(1), 56-66.
- Nerlove, M. (1995). *Formulation and Estimation of Econometric Models for Panel Data*. Working Papers 197824, University of Maryland, Department of Agricultural and Resource Economics.
- Nguyen, C.P. Schinckus, C. Su, T.D. ve Chong, F. (2018). Institutions, Inward Foreign Direct Investment, Trade Openness and Credit Level in Emerging Market Economics. *Review Development Finance*, 8,75-88.
- Nissanke, M. ve Stein, H. (2003). Financial Globalization and Economic Development: Toward an Institutional Foundation. *Eastern Economic Journal*, 29(2), 287-308.
- Niinimäki, J.P. (2018). Collateral in Credit Rationing in Markets With Asymmetric Information. *The Quarterly Review of Economics and Finance*,68,97-102.
- Njikam, O. (2017). Financial Liberation and Growth in African Economies: *The Role of Policy Complementarities*. *Review of Development Finance*, 7, 73-83.
- Ogrokhina, O. Ve Rodriguez, C. N. (2019). The Effect of Inflation Targeting and Financial openness on Currency Composition of Sovereign International Debt. *Journal of International Money and Finance*, 97, 1-18.
- Oktayer, A. (2009). Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Derinleşme Süreci Üzerine Nitel Bir İnceleme. *Akademik İncelemeler* ,4(1), 73-100.
- Omodero, C.O. (2019). Domestic Debt and Private Sector Credit in Nigeria: An Empirical Investigation. *Æconomica*, 15(6), 188-207.

- Onur, S. (2000). Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyüme Arasındaki İlişki. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*,1(1),127-151.
- Oyovwi O.D. ve Eshenake, S. J. (2013). Financial Openness and Economic Growth in Nigeria: A Vector Error Correction Approach. *African Research Review*, 7(4), 79-92.
- Özel, H. A. (2011). Küreselleşme Sürecinde Ticari ve Finansal Açıklığın Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 10(19), 1-30.
- Özel, H. A. ve Diğerleri (2012). Ticari Açıklık ve İşsizlik İlişkisi: Türkiye Örneği. *Kamu-İş Yayınları*, 12(4), 29-54.
- Özcan, B. (2011). Finansal Açıklığın Makroekonomik Değişkenlerin Oynaklığı Üzerine Etkisi: Bir Yazın Tartışması. *Journal of Yaşar University*, 24(6), 3712-3743.
- Özcan, S. (2006). *Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi*. Yayınlanmış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C. Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Müdürlüğü.
- Özgür, G. (2008). İçsel Para Teorisi'ne Genel Bir Bakış. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(2), 51-79.
- Özkan, G. (2010). Uluslararası Güç Dengeleri Bağlamında Uluslararası Finans Sisteminin Yeniden Yapılandırılması: Disiplinlerarası Bir Değerlendirme. *Uluslararası İlişkiler*, 7(27), 3-26.
- Özpınar, Ö. (2003). *Küreselleşme, İşgücü Piyasaları ve Türkiye*. Yayınlanmış Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özşahin, Ş. (2011). *Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz*. Yayınlanmış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Öztürk, Y.K. ve Kuşçu, S. (2017). Finansal Serbestleşme: İlk Deneyimler ve Kriz. *Reforma*, 10-21.
- Özyıldız, T. Utlu Koçdemir, S. ve Çütücü, İ. (2018). Ticari Dışa Açıklığın Enflasyon ve Büyüme ile İlişkisi: Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Panel Veri Analizi Uygulaması. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 14(2),335-356.
- Painceira, J. P. (2009). *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*. (1. Baskı), (T, Öncel, Çev.). İstanbul: Yordam kitap.

- Passarella, M. (2012). A Simplified Stock-Flow Consistent Dynamic Model Of The Systemic Financial Fragility In The 'New Capitalism'. *Journal Economic Behavior&Organization*, 83, 570-582.
- Passial, D. (2018). A Disaggregated View of The Capital Inflow Effects on Domestic Credit Allocation: A Regional Perspective. *University of Groningen, Faculty of Economics and Business*, 1-31.
- Patric, H.T. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14(2),174-189.
- Peter, A. ve Temidayo, O.J. (2017). Testing the Validity of McKinnon-Shaw Hypothesis: Empirical Evidence from Nigeria. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 2(2),1-24.
- Petersen, H.G. ve Wiegelmann, A.M. (2014). Financial Markets and the Global Debt Crisis: Toward a New Architecture for a More Reliable Financial Sektor. *Financial Markets and the Global Debt Crisis Essays*,9(1),79-107.
- Paya, M. (2002). *Para Teorisi ve Para Politikası*. (5. Basım). İstanbul: Filiz Kitapevi.
- Pham, T. H. H. (2010). Financial Development, Financial Openness and Trade Openness: New evidence. *FIW Working Paper*, No. 60, FIW- Research Centre International Economics, Vienna.
- Phelan, G. ve Toda A.A. (2017). Securitized Markets, International Capital Flows, and Global Welfare. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 571592).
- Pindyck, R.S. (1991). Irreversibility, Uncertainty, and Investment. *Journal of Economic Literature*, 29(11),10-48.
- Pissarides, F. (2001), Financial Structures to Promote Private Sector Development in South Eastern Europe, European Bank for Reconstruction and Development. *Working Paper*, 64.
- Pradhan, R.P. Arvin, M.B. Hall, J.H. ve Norman, N.R. (2017). ASEAN Economic Growth, Trade Openness and Banking-Sector Dept: The Nexus. *Economia*,18,359-379.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S.J. ve Kose, M.A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. IMF Working Paper.

- Przeworski, A. ve Wallerstein, M. (1988). Structural Dependence of the State on Capital. *American Political Science Review*, 82,11-30.
- Potchamanawong, P. (2007). *A New Measure Of Capital Controls and Relation to Currency Crises*. A Dissertation submitted to the Faculty of Claremont Graduate University in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in the Graduate Faculty of Economics, California.
- Poul, B. P. (2014). Testing Export-Led Growth in Bangladesh: An ARDL Bounds Test Approach. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 5(1), 1-5.
- Powell, J. (2018). Towards a Marxist Theory of Financialised Capitalism. *Greenvich Political Economy Research Centre*, GPERC62, 1-24.
- Oreiro, F.M.G. (2015). The Structuralist Tradition in Economics: Methodological and Macroeconomics Aspects. *Revista de Economia Política*, 35(2), 247-266.
- Quinn, D. ve Inclan, C. (1997). The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization. *American Journal of Political Science*, 41(3),771-813.
- Quinn, D. (1997). The Correlates of Change in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, 91(3),531-551.
- Quinn, D. Schindler, M. ve Toyoda, M. (2011). Assessing Measures of Financial Openness and Integration. *IMF Economic Review*, 59(3), 488-522.
- Quinn, D.P. ve Toyoda A.M. (2003). Anti-Capitalist Sentiment as a Determinant of International Financial Liberalization. *International Diffusion of Democracy and Markets Conference*, UCLA International Institute.
- Quinn, D. ve Toyoda, M. (2008). Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?. *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1403-1449.
- Rajan, R.G. ve Zingales, L. (2003). The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *Journal of Financial Economics*, 69(1),5-50.
- Ranciere, R. Tornell, A. ve Westermann, F. (2006). Decomposing The Effects Of Financial Liberation: Crises Growth. *Journal of Banking&Finance*, 30(12),3331-3348.
- Rao, M.J.M. (1997). Financial Openness, Shadow Floating Exchange Rates and Speculative Attacks. *Economic and Political Weekly*, 32(46), 2941-2952

- Rejeb, A.B. ve Boughrara, A. (2015). Financial Integration in Emerging Market Economies: Effekts on Volatilitiy Transmission and Contagion. *Borsa İstanbul Review*, 15(3), 161-179.
- Reinhardt, D. Ricci, L.A. ve Tressel, T. (2013). İnternatiol Capital Flows and Development: Financial Openness Matters. *Journal of International Economics*, 91, 235-251.
- Rincon, H. (2007). Financial Globalization, Economic Growth, and Macroeconomic Volatility. *Borradores de Economia*, 430, 1-31.
- Rodriguez, C. (2017). The growth effects of financial openness and exchange rates. *International Review of Economics and Finance*, 48, 497-512.
- Rossi, M. (1999). Financial Fragility and Economic Performance in Developing Economies: Do Capital Controls, Prudential Regulation and Supervision Matter?. *International Monetary Fund Working Paper: WP/99/66*, 1-32.
- Saadaoui, J. (2015). Does financial Openness Explaint He İncreease Of Global İmbalances Before The Ecrisis Of 2008? *International Economics*, 143, 23–35.
- Saçık, Y. S. (2008). Büyümenin Bir Kaynağı Olarak Ticari Dışa Açıklık. *Selçuk Üniversitesi SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 273-294.
- Sahu, T.N. ve Pandey, K.D. (2020). Money Supply and Equity Price Movements During the Liberalized Period in India. *Global Business Review*, 21(1), 108-123.
- Sağın, A. (2018). The Impact of Short-Term Foreign Capital Flows on Economic Growth: Analysis of BRICS-T Countries. *Turkish Journal of Business Ethics*, 11(2), 359-376.
- Schumpeter, J. A. (1934). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credits, Interest and the Business Cycle*. (Opie, R. Çev.). New Brunswick and London.
- Schumpeter, J. A. (1982). The "Crisis" in Economics – Fifty Years Ago. *Journal of Economic Literature. American Economic Association*, 20 (3), 49–59.
- Serdaroğlu, T. (2013). *Türkiye’de Finansal Açıklık ve Toplam Faktör Verimliliği*. Yayınlanmış Uzmanlık Tezi, Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.
- Serdaroğlu, T. (2015). Financial Openness and Total Factor Productivity in Turkey. *Procedia Economics and Finance*, 30, 848-862.

- Seyidoğlu, H. (2012). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. (19. Baskı) İstanbul: Güzem Yayınları.
- Shahbaz, M. Rehman, H. U. ve Amir, N. (2010). The Impact of Trade and Financial-Openness on Government Size: A Case Study of Pakistan. *Journal of Quality and Technology Management*, 6(1),105-118.
- Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, New York.
- Sıddıqui, K. (2017). Globalisation, Trade Liberalisation and Economic Development in Developing Countries: An Overview. *Journal of Economics Library*, 4(4), 514-529.
- Siddik, N. A. ve Kabiraj, S. (2018). Does Financial Inclusion Induce Financial Stability? Evidence from Cross-country Analysis. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*,12(1), 34-46.
- Soydal, H. (2007). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik analizi: Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı.
- Stiglitz, J. E. (1987). Keynesian, New Keynesian, and New Classical Economics. *National Bureau of Economic Working Paper*,2160,1-43.
- Stiglitz J. E. (1998). *Knowledge for development: Economic Science, Economic Policy and Economic Advice, Annual World Bank Conference on Development Economics*. Boris P. and Stiglitz, J. E. (Ed.). The World Bank, Washington,9-58.
- Stiglitz, J. E. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*, 28(6),1075-1086.
- Stolbov, M. (2019). Is a More Financially Open World Riskier?. *International Economics*, 157,99-116.
- Suen, Y.B. Kim, D.H. ve Lim, S.C. (2010). Dynamic Effect of Openness on Financial Development and Financial Instability. *Economic Modelling*, 27(1),254-261.
- Sulaiman, L.A. Oke, M.O. ve Azeez, B.A. (2012). Effect of Financial Liberalization on Economic Growth in Developing Countries: The Nigerian Experience. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(12), 16-28.

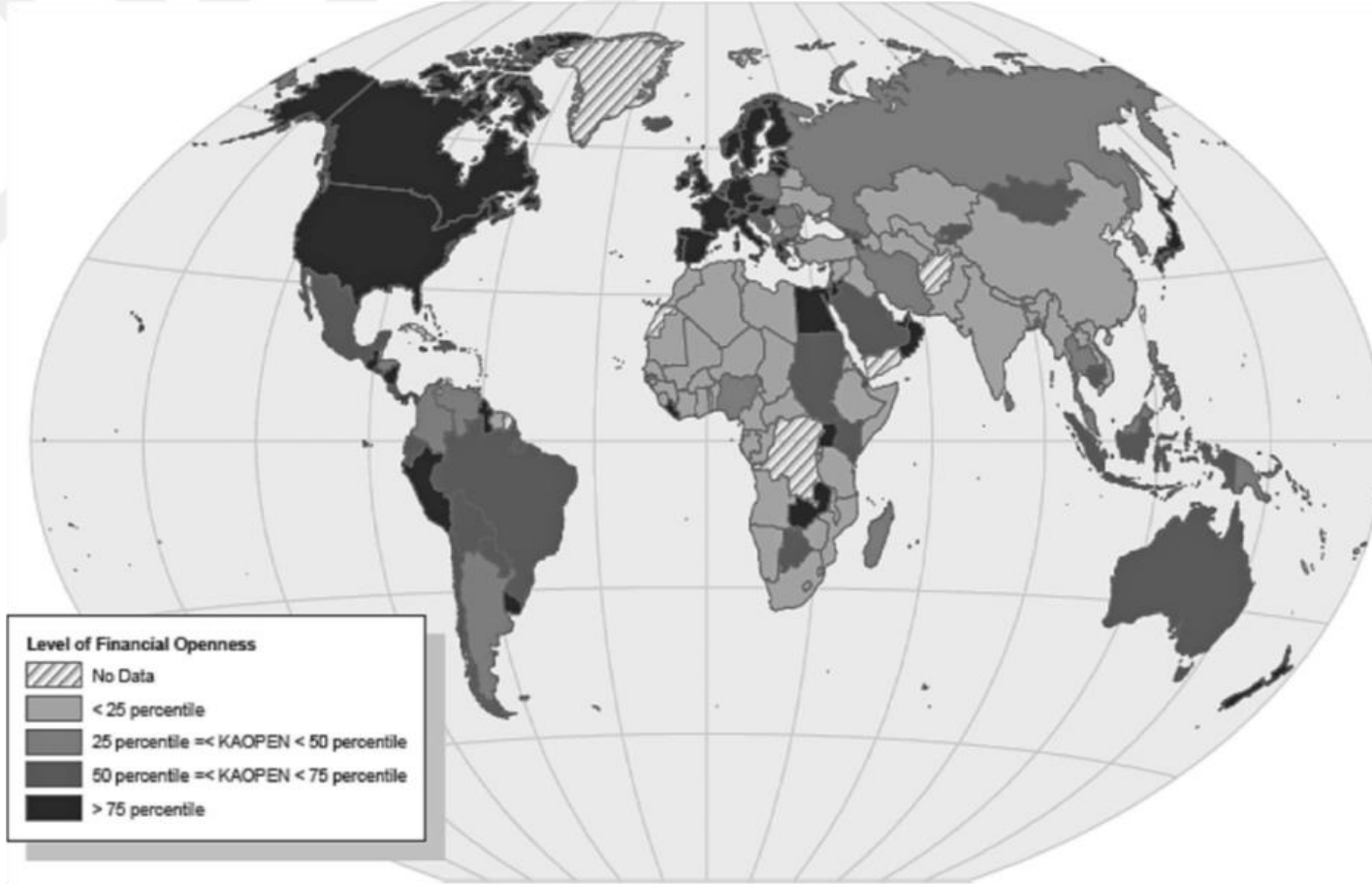
- Swank, D. (1992). Politics and the Structural Dependence of the State in Democratic Capitalist Nations. *American Political Science Review* ,86,38-54.
- Sweeney, R. J. (1996). *The Information Costs of Capital Controls. In Capital Controls in Emerging Economies.* (ed.). Christine P. Rios and Richard J. Sweeney. Boulder: Westview Press.
- Şanlı, F. B. (2004). Küreselleşme ve Ekonomik Entegrasyonlar. *Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları*,160-167.
- Şıklar, İ. (2004). *Para Ekonomisine Giriş ve Paranın Tanımı Sorunu.* (ed.). Gerek, S. Para Teorisi ve Politikası, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını.
- Şit, M. ve Karadağ, H. (2019). Döviz Kurunu Belirleyen Ekonomik Faktörler: Türkiye Ekonomisi İçin ARDL Sınır Testi Uygulaması. *International Journal of Economic and Administrative Studies*,23,151-168.
- Takım, A. (2016). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri. *Bartın Üniversitesi İİBF Dergisi*, 39-59.
- Takım A. (2016). Finansal Liberalleşme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki Üzerine Teorik Bir İnceleme. *Bartın Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2,15-30.
- Tamirisa, N. T. (1999). Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade. *IMF Staff Papers*, 46(1), 69-88.
- Taş, S. ve Kar, M. (2004). İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri., Kar, M. ve Taban, S. (Ed.). *Kalkınma Ekonomisi: Seçme Konular* (159-195). Bursa: Ekin Kitabevi.
- Thornton J. ve Poudyal S.R. (1990). Money and Capital in Economic Development: A Test of the McKinnon Hypothesis for Nepal: Note. *Ohio State University Press*, 2283),395-399.
- Tornell, A. Westermann, F. ve Martinez, L. (2004). The Positive Link Between Financial Liberalization Growth and Crises. *Nber Working Paper Series*, 10293, 1-55.
- Tsao, C. (2016). Internatonal Capital Flows in Chinese Taipei. C. Becker. (Ed.), (*RP 97*) *Living with Volatilities: Capital Flows and Policy Implications for SEACEN Central.* (273-299).

- Tswamuno, D.T. Pardee, S. ve Wunnava, P.V. (2007). Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience. *International Journal of Applied Economics*, 4(2), 75-89.
- Tunalı, H. (2020). *Uluslararası Para ve Finans*. İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi, İstanbul, 378.
http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/iktisat_ue/ulusparafin.pdf (07.11.2020)
- Tung Bui, D. ve Hoai Bui, T. M. (2019). How Does Institutional Development Shape Bank Risk-Taking Incentives in the Context of Financial Openness?. *Pacific- Basin Finance Journal*, 58, 1-16.
- Turgut A. (2006). *Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler: Türkiye Örneği 1994,2000 ve 2001 krizleri*. Yayınlanmış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Türedi, S. ve Berber, M. (2010). Finansal Kalkınma, Ticari Açıklık ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Analiz. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 35, 301-316.
- Uğurlu, E. (2015). Panel Veri Ekonometrisi Üzerine Genel Bir Bakış. <https://www.coursehero.com/file/52986677/kkPanel-Veri-Ekonometrisi-Uzerine-Genel-Bapdf/> (24.02.2020)
- Uysal, Y. (2007). Devlet Merkezli Spekülatif Rant Ekonomisi: Oluşumu ve Sonuçları. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 44(511), 38-54.
- Uysal, D. Mucuk, M. ve Alptekin, V. (2008). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Faiz ve Kur İlişkisi. *KMÜ İİBF Dergisi*, 10(15), 48-64.
- Ütkülü U. ve Kahyaoğlu H. (2005). *Ticari ve Finansal Açıklık Türkiye’de Büyümeyi Ne Yönde Etkiledi?*. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 13, 1-31.
- Ümit, A. Ö. (2016). Türkiye’de Ticari Açıklık, Finansal Açıklık ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler: Sınır Testi Yaklaşımı. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(1), 255-272.
- Ünal, S. ve Koyuncu, C. (2018). The Long-Run Impact Of Globalization On Portfolio Investments: Panel Evidence. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 58, 97-106.

- Ünaldı Akgün, B. (2011). Financial Development, Financial Openness and Growth: An Empirical Investigation. *A Thesis Submitted To The Graduate School Of Social Sciences Of Middle East Technical University*, Dissertation, Ankara, 185.
- Veggeland, N. (2016). New Keynesian Political Economic Policies. *The Journal of Economic Sciences: Theory and Practice*, 73(2), 21-26.
- Verheliuk, Y. Koverninska, Y. Korneev, V. ve Kononets, A. (2019). Bank Crediting to the Sector of Non-financial Corporations in Ukraine. *Banks and Bank Systems*, 14(3), 64-75.
- Yalçinkaya, Ö. ve Kaya, V. (2017). Doğal İşsizlik Oranı mı Yoksa İşsizlik Histerisi Mi? OECD Ülkeleri İçin Yeni Nesil Panel Birim Kök Testlerinden Kanıtlar (1980-2015). *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 17(33),1-18.
- Yapraklı S. (2007) Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*,5.
- YASED, 2019. *Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2018 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu*.1-14.
https://www.yased.org.tr/ReportFiles/2019/YASED_UDY_Y%C4%B1lsonu_Raporu_2018.pdf
- Yıldırım, D.Ç. ve Çevik, E. İ. (2017). Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme İlişkisi: Asimetrik Nedensellik Testi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 625(54), 41-51.
- Yıldırım E. (1995). Ekonomik Yapı ve Ölçek Ekonomileri. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 3(3), 65-82.
- Yıldız, A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 26(1), 23-37.
- Yılmaz, C. Akbulut ve Uğurlu, H. (2016). Ticari ve Finansal Açıklığın Kamu Büyüklüğü Üzerindeki Etkisi: Avrasya Ekonomik Birliği Ülkeleri Üzerine Bir Analiz. Uluslararası Politik, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Kongresi Bildiriler Kitabı, 113-124.

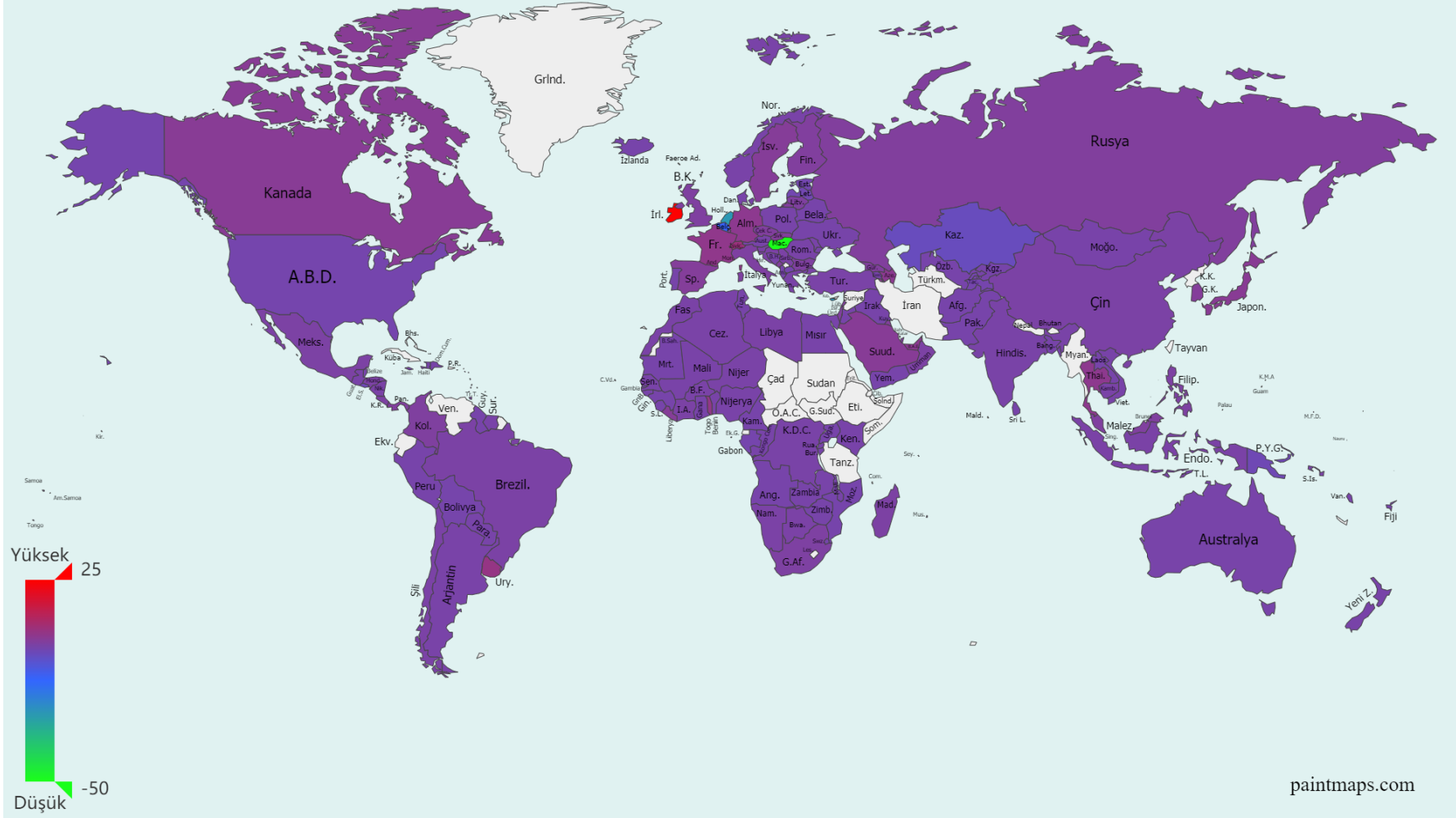
- Yılmaz, A. ve Uçak, A. (2012). Dünya Ekonomisinde Finansallaşma Sürecinin Eleştirel Bir Değerlendirmesi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, XXXIII (2), 67-84.
- Yığıtbaş Bakır Ş. (2012). Bankaların Kredi Verme Davranışı Üzerine Asimetrik Bilginin Etkisi ve Reel Sektör Yansıması Türkiye Analizi 2002-20012. *Türkiye Bankalar Birliği*, 188.
- Younas, J. (2011). De Facto Financial Openness and Capital Mobility. *Economics Letters*, 112, 60-62.
- Wang, K.H. Su, C.W ve Tao, R. (2019). Time-Varying Character for Short-Term Capital Flow From the Interest Rate Aspect in China. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 32(1), 2761–2779.
- Wei, S.J. ve Wu, Y. (2002). Life and Death Implications of Globalization. IMF Working Paper.
- Williamson, J.ve Mahar, M. (1998). A Survey Of Financial Liberalization. *Princeton Univ International Economics*, 211,1-70.
- Wilson, E.R. (2010). The Impact of Globalization on Industrial Growth in Nigeria. *A Research Work Submitted To Department Of Economics*, 1-45.
- Wong, C.ve Carranza, L. (1999). Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies: Further Empirical Results. *IMF Economic Review*, 46, 225-237.
- Wu, W. Rui, O.M. ve Wu, C. (2012). Trade Credit, Cash Holdings, And Financial Deepening: Evidence From A Transitional Economy. *Journal of Banking&Finance*, 36(11), 2868-2883.
- Zaagha, A.S. (2021). Monetary Policy Variables and Bank Credit to The Private Sector: A Time Variant Study From Nigeria Economy. *European Journal of Accounting, Finance and Investment*, 7(4), 29-55.
- Zhao, D. ve Liu, Z. (2015). Analysis of the Agriculture Trade Openness Impact on the Rural Household's Food Consumption in China. *Agric.Econ – Czech*, 61(10), 461-474.

Ek 3. Dünyada Finansal Açıklık Derecesi

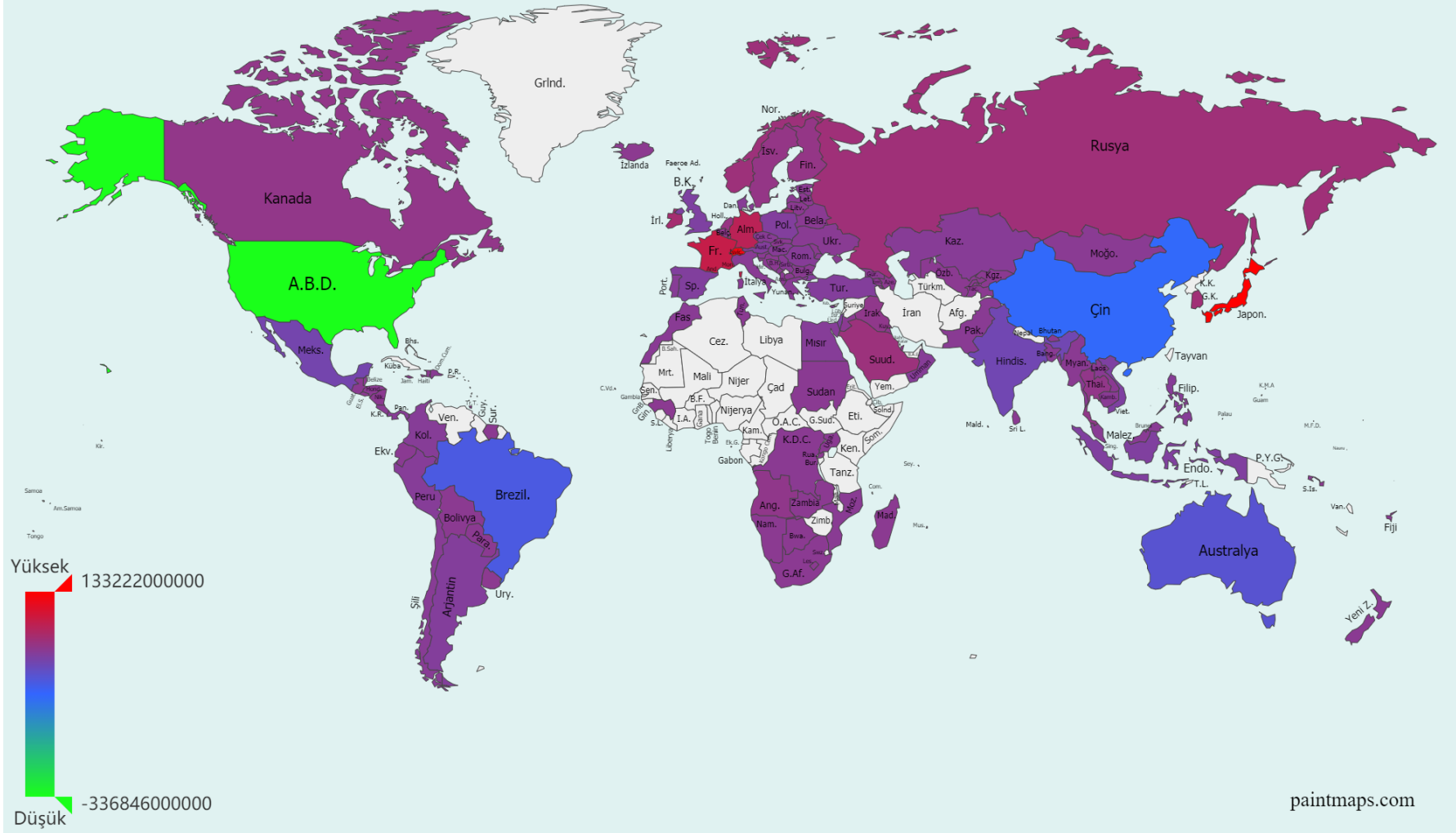


Kaynak: Chinn ve Ito, 2008:317.

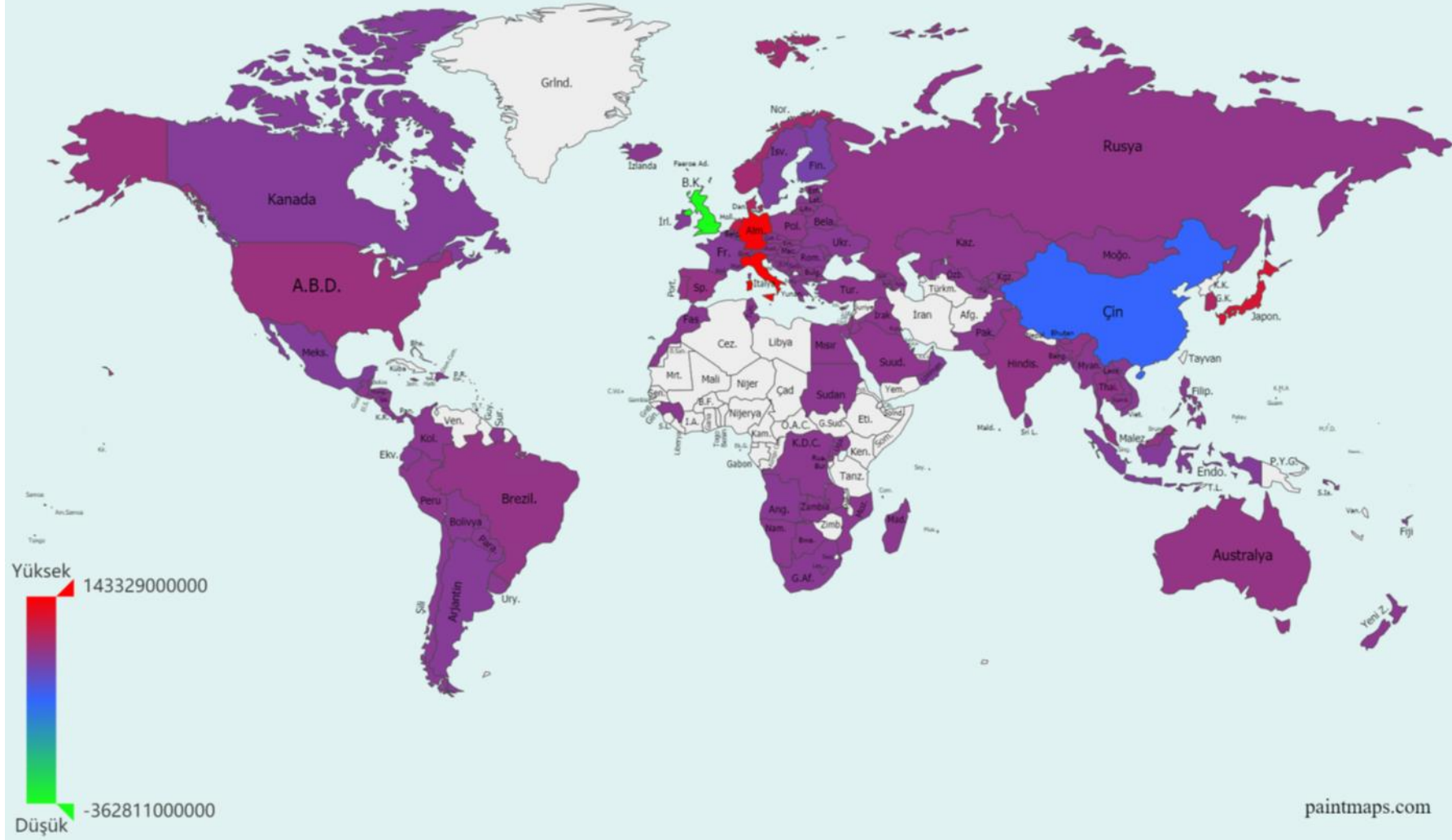
Doğrudan yabancı yatırım, net çıkışlar (GSYİH'nin% 'si) (Dünya) - 2018



Doğrudan yabancı yatırım, net (BoP, geçerli ABD \$) (Dünya) - 2018



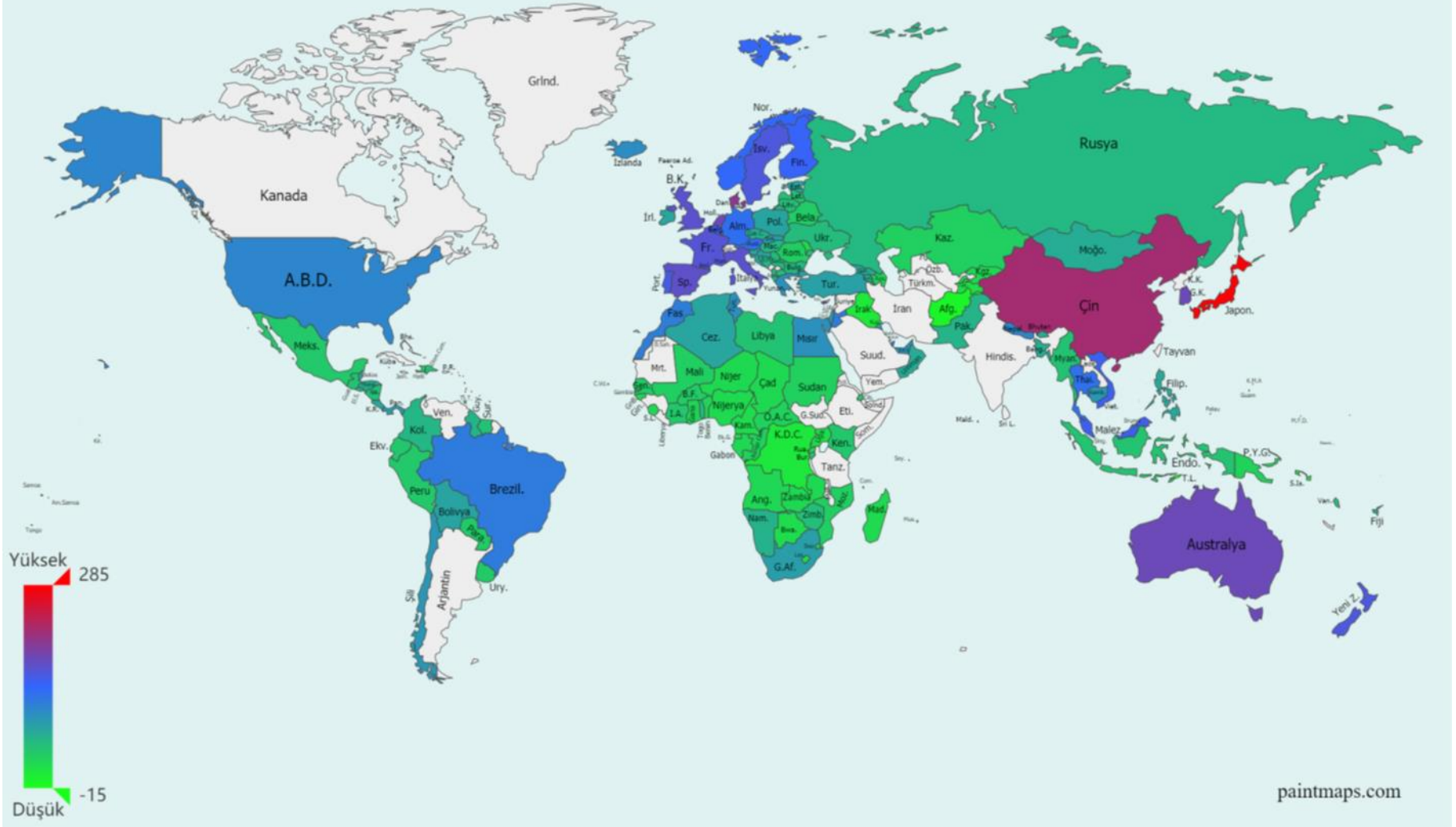
Portföy yatırımı, net (BoP, geçerli ABD \$) (Dünya) - 2018



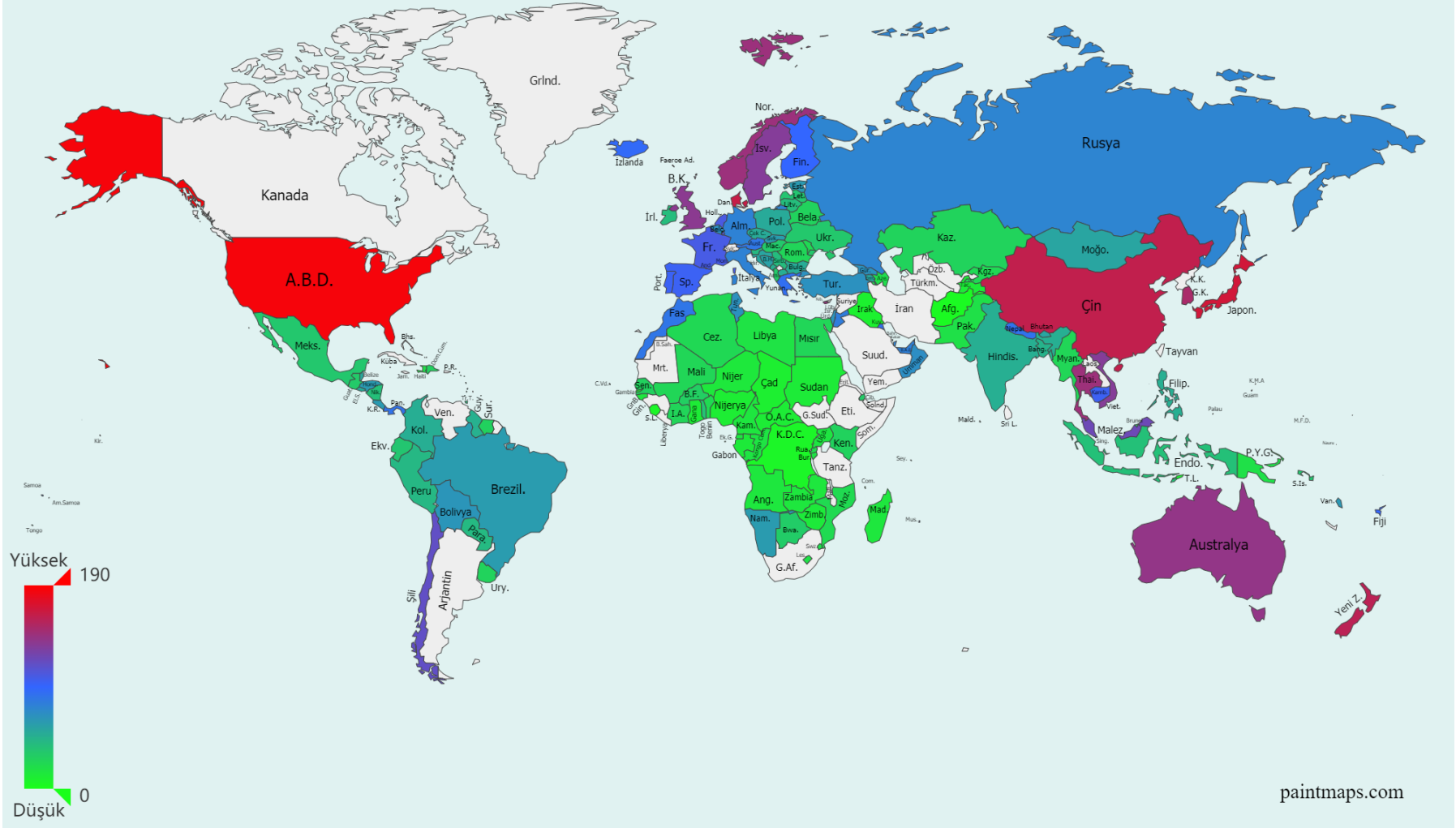
Finansal sektör tarafından sağlanan yurtiçi krediler (GSYİH'nin% 'si) (Avrupa) - 2018



Finansal sektör tarafından sağlanan yurtiçi krediler (GSYİH'nin% 'si) (Dünya) - 2018



Özel sektöre yönelik yurtiçi krediler (GSYİH'nin% 'si) (Dünya) - 2018



Geniş para (GSYİH'nin% 'si) (Dünya) - 2018

