

**T.C.**  
**NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL DERİNLEŞME VE İŞ ÇEVİRİMİ**  
**İLİŞKİSİ: YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ**  
**ÜZERİNE AMPİRİK BİR ANALİZ**

**GÜNAY ÖZCAN**

**DOKTORA TEZİ**

**DANIŞMAN:**  
**PROF.DR. MUHSİN KAR**

**KONYA-2016**

## DOKTORA TEZİ KABUL FORMU

Öğrencinin	Adı Soyadı	Günay ÖZCAN
	Numarası	138109013014
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat
	Programı	Doktora
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Muhsin KAR
	Tezin Adı	Finansal Derinleşme ve İş Çevrimi İlişkisi: Yükselen Piyasa Ekonomileri Üzerine Ampirik Bir Analiz

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan Yükselen Ekonomilerde Finansal Derinleşme Ve İş Çevrimi İlişkisinin Ampirik Analizi başlıklı bu çalışma .../.../.... tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Sıra No	Danışman ve Üyeler		
	Unvanı	Adı ve Soyadı	İmza
1	Prof. Dr.	Muhsin KAR	
2	Prof. Dr.	Abdulkadir BULUŞ	
3	Doç. Dr.	Şaban NAZLIOĞLU	
4	Doç. Dr.	Selim KAYHAN	
5	Doç. Dr.	Tahsin KARABULUT	



T.C.  
NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin	Adı Soyadı	Günay ÖZCAN		
	Numarası	138109013014		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans		
		Doktora	X	
Tezin Adı	Finansal Derinleşme ve İş Çevrimi İlişkisi: Yükselen Piyasa Ekonomileri Üzerine Ampirik Bir Analiz			

**Bilimsel Etik Sayfası**

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

**Günay ÖZCAN**



## ÖZET

Öğrencinin	Adı Soyadı	GÜNAY ÖZCAN		
	Numarası	138109013014		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat ABD.		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans		
		Doktora	X	
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Muhsin KAR		
Tezin Adı	Finansal Derinleşme ve İş Çevrimi İlişkisi: Yükselen Piyasa Ekonomileri Üzerine Ampirik Bir Analiz			

İş çevrimlerinin dinamikleri ve karakteristikleri makroekonominin en tartışmalı konularından birini oluşturmaktadır. Konuya ilişkin literatür öncelikle gelişmiş ülkelerde iş çevrimlerinin ölçülmesi, süresinin belirlenmesi ve nedenleri üzerine odaklanmıştır. İktisadi sorunların meydana okumasına paralel olarak ortaya çıkan makroekonomik okullar, iş çevrimlerinin dinamiklerine ilişkin farklı öneriler geliştirmiştir. Diğer taraftan gelişmekte olan ve özellikle yükselen piyasa ekonomilerin küresel ekonomi içinde paylarının artması, bu ülkelerdeki iş çevrimlerinin de detaylı bir şekilde incelenmesine yol açmıştır.

Bu tezin amacı, yükselen piyasa ekonomilerinde, geleneksel uyarım mekanizmalarına ek olarak, finansal derinleşmenin iş çevrimi üzerindeki etkisini ampirik olarak test etmektir. Bu hipotez, verisi mevcut olan 11 (on bir) yükselen ekonomi için 1960-2014 dönemine ilişkin yıllık veriler kullanılarak panel ekonometri yöntemleriyle test edilmiştir.

Ampirik bulgular, geleneksel uyarım mekanizması içinde yer alan kamu harcamaları, dışa açıklık ve enflasyon oranının iş çevrimlerini bazı ülkelerde yumuşattığını ortaya koymaktadır. Bunlara ek olarak, finansal derinleşmenin (financial deepening) iş çevrimleri üzerindeki etkisi, seçilen finansal derinleşme göstergesine duyarlılık göstermektedir. Seçilen yükselen piyasa ekonomilerinde finansal derinleşme iş çevrimini yumuşatırken, finansal sığlaşma (financial shallowing) iş çevriminin frekansını arttırmaktadır.

## ABSTRACT

<b>Author's</b>	Name and Surname	GÜNAY ÖZCAN		
	Student Number	138109013002		
	Department	Economics		
	Study Programme	M.A.		
		Ph.D.	X	
	Advisor/Supervisor	Prof. Dr. Muhsin KAR		
Title of the Thesis/Dissertation	Financial Deepening and Business Cycle: An Empirical Analysis on the Emerging Market Economies			

Dynamics and characteristics of business cycles is one of the hotly debated issues in macroeconomics. Literature initially focuses on the measurement of business cycles, their frequencies and its determinants in the developed countries. The macroeconomic schools emerged historically from the challenges of economic issues has theoretically proposed various dynamics for business cycles. In addition, increase in the share of the developing and emerging market economies on the global economy brings about a detailed investigation of business cycles in these countries.

The aim of this thesis is to empirically test the effect of financial deepening, along with the traditional indicators proposed in various theoretical approaches, on business cycle in the emerging market economies. This hypothesis is investigated by using annual data for the period 1960-2014 for 11 emerging countries selected based on the availability of data and by employing panel data approaches.

Empirical findings show that traditional indicators that include public spending, openness and inflation have smoothen the business cycles in some of the sample countries. In addition, impact of financial deepening on business cycle is very sensitive to the selection of financial deepening indicators. While financial deepening smoothen business cycle and financial shallowing increases the frequency of business cycle in these emerging market economies.

## ÇİZELGELER LİSTESİ

Çizelge 1. 1 İş Çevriminin Stilize Olguları.....	9
Çizelge 1. 2 Seçilmiş Ülkelerde GSYH Yıllık Büyüme Oranları (Yüzde).....	17
Çizelge 1. 3 İş Çevrimi Teorileri Uyarım ve Yayılım Mekanizmaları .....	36
Çizelge 2. 1 Finansal Sistemde Düzenleme Tarzlarının Dönemlendirilmesi.....	46
Çizelge 3. 1 Yükselen Ekonomilerin Sınıflandırılması.....	67
Çizelge 3. 2 Arjantin'in Makroekonomik Görünümü.....	69
Çizelge 3. 3 Şili'nin Makroekonomik Görünümü.....	71
Çizelge 3. 4 Hindistan'ın Makroekonomik Görünümü.....	73
Çizelge 3. 5 Malezya'nın Makroekonomik Görünümü .....	75
Çizelge 3. 6 Meksika'nın Makroekonomik Görünümü .....	77
Çizelge 3. 7 Pakistan'ın Makroekonomik Görünümü.....	79
Çizelge 3. 8 Peru'nun Makroekonomik Görünümü .....	81
Çizelge 3. 9. Filipinler'in Makroekonomik Görünümü .....	83
Çizelge 3. 10 Tayland'ın Makroekonomik Görünümü .....	85
Çizelge 3. 11 Venezüella'nın Makroekonomik Görünümü .....	87
Çizelge 3. 12 Türkiye'nin Makroekonomik Görünümü.....	89
Çizelge 4. 1 Analizde Kullanılan Seçilmiş Yükselen Ekonomiler.....	94
Çizelge 4. 2 Değişkenlerin Açıklanması.....	94
Çizelge 4. 3 Literatür Taraması .....	99
Çizelge 4. 4 Kurulan Modeller İçin PMG, CCE ve AMG Tahmin Sonuçları.....	105
Çizelge 4. 5 PMG Tahmincisi Ülke Sonuçları.....	107
Çizelge 4. 6 PMG tahmincisi ülke sonuçları.....	108
Çizelge 4. 7 PMG Tahmincisi Ülke Sonuçları.....	109
Çizelge 4. 8 CCE Tahmincisi Ülke Sonuçları.....	110
Çizelge 4. 9 CCE Tahmincisi Ülke Sonuçları.....	111
Çizelge 4. 10 CCE Tahmincisi Ülke Sonuçları.....	112
Çizelge 4. 11 AMG Tahmincisi Ülke Sonuçları .....	113
Çizelge 4. 12 AMG Tahmincisi Ülke Sonuçları .....	114
Çizelge 4. 13 AMG Tahmincisi Ülke Sonuçları .....	115
Çizelge 4. 14 PMG, CCE ve AMG Tahmincileri Sonuçlarına Göre Anlamli Çıkan Ülkeler (Kamu Harcamaları) .....	116
Çizelge 4. 15 PMG, CCE ve AMG Tahmincileri Sonuçlarına Göre Anlamli Çıkan Ülkeler (Sabit Sermaye Yatırımları).....	116
Çizelge 4. 16 PMG, CCE ve AMG Tahmincileri Sonuçlarına Göre Anlamli Çıkan Ülkeler (Dışa açıklık) .....	117
Çizelge 4. 17 PMG, CCE ve AMG Tahmincileri Sonuçlarına Göre Anlamli Çıkan Ülkeler (Enflasyon) .....	118
Çizelge 4. 18 PMG, CCE ve AMG Tahmincileri Sonuçlarına Göre Anlamli Çıkan Ülkeler (Finansal Derinleşme).....	118

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. 1 Trend ( Yazar tarafından çizilmiştir) .....	7
Şekil 1. 2 İş Çevrimi Evreleri (Özer ve Taban, 2006:9) .....	12
Şekil 2. 1 Basit Finansal Sistem Diyagramı (Mishkin ve Eakins, 2012:16) .....	40
Şekil 2. 2 Finansal Aracılar (Mishkin ve Eakins, 2012:27-28).....	41
Şekil 2. 3 Finansal Derinleşmenin Belirleyicilerinin Şeması (Voghoei vd. (2011)'dan derlenmiştir) 54	
Şekil 3. 1 Seçilmiş Yükselen Ekonomilerin Parasallaşma Oranları (M2/Y).....	90
Şekil 3. 2 Seçilmiş Yükselen Ekonomilerde Özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYH'ya oranı (DC) .....	91
Şekil 3. 3 Bankalar Tarafından Özel Sektöre Verilen Yurt İçi Kredilerin GSYH'ya Oranı (DCB) .....	92
Şekil 4. 1 Arjantin'in Finansal Derinleşme Göstergelerinin Seyri.....	120
Şekil 4. 2 Pakistan'ın Finansal Derinleşme Göstergelerinin Seyri .....	121
Şekil 4. 3 Venezüella'nın Finansal Derinleşme Göstergelerinin Seyri .....	122

## SİMGELER VE KISALTMALAR

ARDL	: Kendine Bağımlı Gecikmesi Dağıtılmış Model
CCE	: Ortak İlişkili Etkiler Tahmincisi
CCEMG	: Ortak İlişkili Etkiler Ortalama Grup Tahmincisi
CCEP	: Ortak İlişkili Etkiler Havuzlanmış Tahminci
AMG	: Genişletilmiş Ortalama Grup Tahmincisi
EKK	: En Küçük Kareler Tahmincisi
MG	: Ortalama Grup Tahmincisi
PMG	: Havuzlanmış Ortalama Grup Tahmincisi
IMF	: Uluslararası Para Fonu
NBER	: Ulusal Ekonomik Araştırma Birimi
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
ÖSKH	: Özel Sektöre Verilen Yurtiçi Kredilerin Hacmi
YİKH	: Yurtiçi Toplam Kredi Hacmi
IFS	: Uluslararası Finansal İstatistikler
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Metodu
WB	: Dünya Bankası
ADF	: Genişletilmiş Dickey-Fuller



## İÇİNDEKİLER

DOKTORA TEZİ KABUL FORMU .....	İİ
BİLİMSEL ETİK SAYFASI .....	İİİ
ÖZET .....	İV
ABSTRACT .....	V
ÇİZELGELER LİSTESİ.....	Vİ
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	Vİİ
SİMGELER VE KISALTMALAR .....	Vİİİ
İÇİNDEKİLER .....	İX
ÖNSÖZ .....	Xİİİ
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### İŞ ÇEVİRİMİ VE İŞ ÇEVİRİM TEORİLERİ

1.1. İş Çevrimi Tanımı .....	5
1.1.1. Eğilim (Trend).....	6
1.1.2. Rassal Dalgalanmalar.....	7
1.1.3. Mevsimsel Dalgalanmalar.....	7
1.1.4. İş Çevrimleri (Konjonktür Dalgalanmalar).....	8
1.2. Özellikleri.....	9
1.2.1. Ana Değişkenlerin Özellikleri .....	9
1.2.2. Ekonomik Krizlerin Özellikleri .....	10
1.3. İş Çevrimlerinin Evreleri .....	11
1.3.1. Genişleme ya da Refah .....	12
1.3.2. Daralma ya da Gerileme .....	12
1.3.3. Bunalım ve Dip .....	13
1.3.4. Canlanma .....	13
1.4. İş Çevrimleri Tarihçesi.....	13
1.4.1. Büyük Buhran Öncesi Dönemde İş Çevrimleri .....	13
1.4.2. Büyük Buhran Sonrası Dönemde İş Çevrimleri .....	16

1.5. İş Çevrimi Teorileri.....	19
1.5.1. Keynes Öncesi İş Çevrimi Teorileri (Geleneksel Teoriler) .....	20
1.5.1.1. Eksik Tüketim Teorileri .....	20
1.5.1.2. Aşırı Yatırım Teorileri .....	21
1.5.1.3. İklimsel ve Psikolojik Teoriler.....	22
1.5.2. Avusturya Okulu: Hayek'in Parasal Denge Yaklaşımı.....	22
1.5.3. Keynesyen İş Çevrim Teorisi.....	24
1.5.4. Post Keynesyen İş Çevrim Teorisi.....	25
1.5.4.1. Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi .....	25
1.5.5. Yeni Neoklasik Sentezin İş Çevrim Teorisi.....	27
1.5.6. Monetarist Okulun İş Çevrim Teorisi .....	28
1.5.7. Yeni Klasik Okulun İş Çevrim Teorisi .....	29
1.5.7.1. Rasyonel Bekleyişler.....	29
1.5.7.2. Reel İş Çevrimleri .....	30
1.5.8. Yeni Keynesyen Okul .....	31
1.5.8.1. Fiyat Katılığı .....	32
1.5.8.2. Ücretlerin Katılığı .....	33
1.5.9. Politik İş Çevrimleri.....	33
1.5.9.1. Fırsatçı Politik İş Çevrimi Modeli .....	34
1.5.9.2. Partizan Politik İş Çevrimi Modeli .....	34
1.5.10. İş çevrimi Teorilerinin Genel Değerlendirmesi .....	35

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL DERİNLEŞME VE FİNANSAL DERİNLEŞME

#### LİTERATÜRÜNÜN GELİŞİMİ

2.1. Finansal Sektörün Önemi ve Fonksiyonları.....	37
2.2. İktisadi Kalkınmada Finansal Sektörün Değişen Rolü .....	41
2.2.1. Öncü Çalışmalar.....	41
2.2.2. Finansal Baskı Hipotezi .....	43
2.2.3. Finansal Liberalizasyon .....	45
2.2.4. İçsel Büyüme Teorilerinde Finansal Derinleşme.....	47
2.2.5. Finansal Derinleşmenin Belirleyicileri .....	49
2.2.5.1. Yasal Orijin .....	49

2.2.5.2. Ekonomik Kurumlar .....	50
2.2.5.3. Liberalizasyon Politikaları .....	51
2.2.5.4. Ekonomi Politik Faktörler.....	52
2.2.5.5. Diğer Faktörler.....	52
2.2.6. Finansal Derinleşmenin İş Çevrimi Üzerine Etkisi.....	54
2.3. Finansal Derinleşme Literatürünün Evriminin Değerlendirilmesi.....	57

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### YÜKSELEN EKONOMİLERDE FİNANSAL DERİNLEŞME

3.1. Finansal Derinleşme Ölçümü.....	60
3.1.1. Miktar Göstergeleri .....	60
3.1.1.1. Parasal Büyüklükler .....	61
3.1.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler .....	61
3.1.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri.....	61
3.1.1.4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Gösterge .....	62
3.1.2. Yapısal Göstergeler.....	63
3.1.3. Finansal Fiyat Göstergesi.....	63
3.1.4. Ürün Çeşitliği Göstergesi.....	64
3.1.5. Değişim Maliyetleri Göstergeleri.....	64
3.2. Yükselen Ekonomilerde Finansal Derinleşmenin Betimsel Analizi.....	65
3.2.1. Arjantin .....	67
3.2.2. Şili .....	70
3.2.3. Hindistan .....	72
3.2.4. Malezya .....	74
3.2.5. Meksika .....	76
3.2.6. Pakistan .....	78
3.2.7. Peru .....	80
3.2.8. Filipinler.....	82
3.2.9. Tayland.....	84
3.2.10. Venezüella.....	86
3.2.11. Türkiye .....	88
3.3. Seçilmiş Yükselen Ekonomilerin Finansal Derinleşme Göstergeleri .....	90

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### EKONOMETRİK METODOLOJİ VE AMPİRİK ANALİZ

4.1. Veri Seti .....	93
4.2. Finansal Derinleşme ve İş çevrimi İlişkisi: Yükselen Ekonomiler	
Ampirik Analizi .....	96
4.2.1.Ekonometrik Metodoloji .....	101
4.2.1.1. PMG (Pooled Mean Group).....	101
4.2.1.2. Panel CCE Tahmincisi .....	102
4.2.1.3. Panel AMG Tahmincisi .....	104
4.2.2. Panel veri analizi sonuçları .....	105
SONUÇ.....	123
KAYNAKÇA .....	127

## ÖNSÖZ

Bu tez, birçok kişinin katkısı ile ortaya çıkmıştır. Öncelikle konu seçimi başta olmak üzere beni her aşamada cesaretlendiren ve yol gösteren danışmanım Prof. Dr. Muhsin KAR'ın desteğine değer biçilemez.

Doktora öğrenimim süresince çalışmalarımı rahat bir şekilde yapmama olanak sağlayan bölüm başkanım ve dekanım Prof. Dr. Abdulkadir BULUŞ'a ve bölüm hocalarıma teşekkür ederim. Özellikle Doç. Dr Selim KAYHAN'ın değerli yardımları için minnettarım. Ayrıca ampirik analizlerin yapılması aşamasında sorularına sabırla cevap veren Pamukkale Üniversitesi Ekonometri Bölümü Öğretim Üyesi Doç. Dr. Şaban NAZLIOĞLI'na ne kadar teşekkür etsem azdır.

Ayrıca her zaman yanımda olan ve sürekli destekleyen eşim Ceyhun'a, aileme ve yakın arkadaşlarıma sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Günay ÖZCAN  
KONYA-2016

Bu tezi, bugünlere gelmemin sebebi olan ama göremeyen babam BAHİR AKEL'e ithaf ediyorum.



## GİRİŞ

Makroekonomik değişkenlerin uzun dönem eğilimi (trend) etrafındaki dalgalanması iktisatçıların ilgisini çeken konuların başında gelmektedir. Değişkenlerdeki dalgalanmaların sonuçları konunun dikkatlice incelenmesi ve nedenlerinin ortaya konulması açısından önem arz etmektedir. Örneğin, ekonominin büyüme dönemlerinde işsizlik azalırken (fiyatlar artarken), daralma dönemlerinde artmaktadır. Dolayısıyla büyüme ve daralmanın şiddeti ve büyüklüğü ile işsizlik oranı arasında doğrudan bir ilişkinin var olduğunun düşünülmesi, dalgalanmaların titiz bir şekilde incelenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Ekonomik aktivitelerin uzun dönemli eğilimleri etrafındaki dalgalanma, literatürde iç çevrimi<sup>1</sup> veya konjonktür dalgalanmaları olarak adlandırılmaktadır. Büyük Buhran öncesi dönemde ekonomik faaliyetlerdeki dalgalanmalar, klasik iktisadi paradigma çerçevesinde, eksik tüketimden (aşırı tasarruf), aşırı yatırım veya iklimsel ve psikolojik etkenler çerçevesinde değerlendirilmiştir. Bu dönemde makroekonomik göstergelere ilişkin verilerin sistematik olarak toplanmaya başlanmamış olması, değişkenlerdeki dalgalanmaların boyutunun ve kapsamının gözlemlenmesine imkan vermemiştir (Basu ve Taylor, 1999). Büyük Buhranın etkisi ve Keynesyen iktisadın doğuşu ile birlikte ulusal hesapların sistematik bir şekilde tutulması ve hesaplanması fikri doğmuş ve bu çerçevede Colin Clark (1937) İngiltere için ve Simon Kuznets (1941) ise Amerika için milli gelirin hesaplanmasına ilişkin arayışlara girmişlerdir.

İkinci dünya savaşı sonrası dönemde milli gelir hesaplarının oluşturulmuş olması ve bu değişkenlerin yıllar içerisindeki davranışlarının incelenmesini de mümkün kılmış ve iş çevrimlerinin nedenleri ve sonuçları özellikle 1960'lı yıllardan itibaren ekonomi literatürünün en önemli konularından birini oluşturmuştur. İş çevrimlerinin ayrıntılı olarak incelenmesi, dinamiklerinin ve dönemlerinin belirlenmesi, diğer değişkenlerle etkileşimlerinin ortaya konulması ve olumsuz etkilerini minimize edecek politika seçeneklerinin araştırılması açısından önem arz

---

<sup>1</sup> İngilizce'deki "business cycle" kavramı, Türkçe'de konjonktür dalgalanmaları ve iç çevrimleri şeklinde eşanlamlı olarak kullanılmaktadır. Bu tezde genel olarak "iş çevrimi" kavramı tercih edilmiştir.

etmektedir. Ulusal hesaplara ilişkin yöntemlerin geliştirilmesi, verilerin toplanılarak hesaplanması ve bu göstergelerdeki dalgalanma ilk olarak gelişmiş ülkelerde gözlemlendiğinden, ilk bilimsel çalışmalarda bu ülkeler üzerine yapılmıştır. Burns ve Mitchell'in (1946) ABD'de Ulusal Ekonomik Araştırma Biriminde (National Bureau of Economic Research) (NBER) başlattıkları çalışmalar bu alandaki öncü çalışma olarak değerlendirilmektedir. Stock ve Watson (2002), 1950'lerde uygulanan ekonomi politikalarının ve stabilizasyon tedbirlerinin Amerika'daki iş çevrimlerinin frekans aralığını düşürdüğünü ve dalgalanmaların şiddetini azalttığını ortaya koymuştur. Gelişmiş ülkelerdeki iş çevrimlerinin karakteristikleri ve dinamikleri birçok bilimsel çalışmanın konusunu oluşturmuştur (Cooley ve Prescott, 1992; Stock ve Watson, 1989).

Küreselleşme sürecinin sonucu olarak gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisine eklemlenmesi ve bu ekonomilerin küresel büyüme performansına katkılarının artması, bu ekonomilere ilişkin gelişmelerinde yakından takip edilmesi gerektiğini gündeme getirmiştir. Bu doğrultuda gelişmekte olan ülkelerin iş çevrimleri de inceleme konusu olmaya başlamıştır. Özellikle piyasa ekonomisine dayalı yapıları ve yüksek büyüme performansları ile öne çıkan ve yükselen piyasa ekonomileri olarak adlandırılan ülkelerdeki makroekonomik dalgalanmaların karakteristiklerinin araştırılması önem kazanmıştır (Harding ve Pagan, 2002). Bu kapsamda yapılan çalışmalarda yükselen ekonomilerdeki iş çevrimlerinin gelişmiş ülkelerdeki iş çevrimlerinden birkaç açıdan farklılaştığı ortaya konulmuştur (Male, 2010). Yükselen ekonomilerdeki iş çevrimleri gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olduğu, daha sık görüldüğü ve tüketimin gelire göre daha fazla oynak olduğu görülmektedir (Aguiar ve Gopinath, 2007). Dolayısıyla yükselen ekonomilerdeki iş çevrimlerinin tanımı ve ayırt edici özellikleri gelişmiş ülkelere göre farklılık göstermesi söz konusudur (Altuğ, 2009). Ayrıca dışa açık ekonomi politikalarının etkisiyle yükselen ekonomilerin yurtdışı finans piyasalarına erişimi kolaylaşmış ve ucuz finansman imkânlarından yararlanmış ve bunun sonucu olarak da gelişmiş ülkelere daha yüksek büyüme performansı yakalamışlardır. Ancak bu süreç yükselen ekonomileri dış kaynak kullanımına bağımlı hale getirmiş ve uluslararası finansal piyasalardaki gelişmelere aşırı duyarlı olmasına yol açmıştır (Akyüz, 2011).



Gerek yurtiçi gerekse yurtdışı faktörlerin etkisiyle yükselen ekonomilerde görülen iş çevrimlerini, dinamiklerini ve sonuçlarını incelemek ilgi çekici hale gelmiştir.

Ampirik çalışmalarda iş çevrimlerinin dinamiklerini açıklamaya yönelik literatürde farklı teoriler geliştirilmiştir. Bu yaklaşımlar, Keynesyen, monetarist, yeni klasikler, Avusturya okulu, post Keynesyen ve yeni neo-klasik sentez ile politik iş çevrimleri olarak sınıflandırılmaktadır. İş çevrimi teorileri dayandıkları paradigma çerçevesinde açıklamalar sunmaktadır. Ancak son yıllarda finansal piyasaların, özellikle finansal derinleşme (financial deepening) iş çevrimleri üzerinde etkili olup olmadığı tartışmaya başlanmıştır. Dolayısıyla bu tezin temel amacı, yükselen ekonomilerde, geleneksel uyarı mekanizmalarına ek olarak, finansal derinleşmenin iş çevrimleri üzerindeki rolünü ampirik olarak test etmektir.

Tezin birinci bölümünde iş çevrimlerinin temel özellikleri ve tarihsel gelişimlerinin ele alınmasının ardından iş çevrimi teorileri incelenmektedir. İş çevrimi teorilerinin farklılaşmasının sebepleri ve önerdiği politika çözümleri ele alınacaktır. İkinci bölümde finansal derinleşme, finansal derinleşme literatürünün gelişimini ve finansal sektörden beklenen rolün değişimi verildikten sonra finansal derinleşme ve iş çevrimi ilişkisinin teorik çerçevesi belirlenmektedir. Üçüncü bölümde finansal derinleşmenin göstergeleri açıklanmakta ve yükselen ekonomilerin makroekonomik göstergeleri altında finansal derinleşme göstergeleri de ele alınmaktadır. Tezin dördüncü bölümünde ise yükselen ekonomilerde finansal derinleşme ve iş çevrimi ilişkisi panel ekonometrik yöntemler kullanılarak ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Sonuç bölümünde yapılan analizler sonucunda finansal derinleşmenin iş çevrimleri üzerindeki etkisi ve politika önerileri sunulmaktadır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### İŞ ÇEVİRİMİ VE İŞ ÇEVİRİM TEORİLERİ

Sanayi Devriminden sonra başta İngiltere ve Almanya olmak üzere Batı Avrupa ve Amerikan ekonomileri çok hızlı büyümüşür. Bu büyüme, ekonomileri yapısal olarak değiştirmiş ve yaşam koşullarının hızla iyileşmesine yol açmıştır. Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerde ekonomik genişlemeler zaman zaman üretimin ve gelirin azalması ve işsizliğin artmasıyla kesintiye uğramıştır. Çok sık olmasa da bu kesintiler bazen çok şiddetli olmuş ve uzun süreli olmuştur. Süresi ve şiddeti ne olursa olsun, her ekonomik daralmadan sonra ekonomi tekrar büyümeye ve toparlanmaya başlamıştır. Makroekonomik faaliyetlerdeki genişlemeyi takiben geçici daralma dönemlerinin yaşanması ve tekrar canlanmanın görülmesi, iş çevrimi olarak adlandırılmaktadır.

İş çevrimlerinin son zamanlarda araştırmacılar için ilgi odağı olmasının birkaç nedeni bulunmaktadır. Birincisi, iş çevrimlerinin anlaşılması ekonomik aktivitelerin dinamiklerinin ve dalgalanmaların ardındaki itici gücün belirlenmesini gerekli kılmaktadır (Holtemöller, Rahn ve Stierle, 2009). İtici güçlerin belirlenmesi, politika yapıcıların ve işletme yöneticilerin ekonomik faaliyetlerin dönüm noktalarını belirlemelerine yardımcı olacak göstergeler geliştirmesine katkıda bulunabilecektir.

İkincisi, sıkı ticari ve finansal ilişkilerin olduğu bir dünyada, bir ekonomiden (genellikle ABD ve AB gibi büyük ülkelerden) kaynaklanan şokların diğer ekonomileri etkileme mekanizmalarının anlaşılmasının önemi her geçen gün daha da artmaktadır (Holtemöller, Rahn ve Stierle, 2009). Bu durum yükselen ekonomilerin başında gelen Çin ve Hindistan gibi ekonomilerin iş çevrimlerinin bölgesel etkileşiminin anlaşılması açısından da önem arz etmektedir.

Üçüncü olarak, politika yapıcılar için iş çevrimlerinin küresel ve bölgesel ekonomilerle senkronizasyonu da ilgi odağı haline gelmektedir (Holtemöller, Rahn ve Stierle, 2009). Örneğin, Avrupa Birliği üyelerinden bir kısmı arasında oluşturulan para birliği (Avro Bölgesi), üye ülkelerin iş çevrimlerinin senkronizasyonuna yol açıp açmadığı önemli bir tartışma konusu olmuştur. Avrupa Merkez Bankası için

Avro Bölgesi ülkelerin ortak bir iş çevrimine sahip olması uygulayacağı politikalar açısından oldukça önemli hale gelmiştir.

Ekonomik faaliyetlerde meydana gelen dalgalanmaların ardışık bir şekilde ortaya çıkması ve bunun ekonominin genelinde hissedilmesi, iş çevrimlerinin makroekonominin temel tartışma konularından biri olmasını sağlamaktadır. Ekonomi hızlı ve güçlü bir şekilde büyüdüğü zaman, yaratılan refah ulusun bütün sektörleri, işçileri ve sermaye sahipleri tarafından paylaşılmaktadır. Ekonomi daraldığı zaman, birçok sektörde üretim ve satışlar düşmekte, çalışanlar işinden olmakta veya yarı zamanlı olarak çalışmaya zorlanmaktadır. İş çevrimlerinin etkisinin büyük olması ve birçok ekonomik soruna yol açması; ekonomistleri, iş çevrimlerinin araştırılmasına ve iş çevriminin tersine döndürülmesi için mekanizmalar belirlemesi ve politika önerilerinde bulunulması çabalarına itmiştir.

### **1.1. İş Çevrimi Tanımı**

Ülkeler sanayileşmeye başlamaları ile birlikte makroekonomik faaliyetlerde inişler (düşüşler) ve çıkışlar (artışlar) yaşamaktadır. İktisatçılar bu dalgalanmaları bir asırdan fazla süredir anlamaya çalışmaktadırlar. İş çevrimleri ile ilgili çalışmaları K. Marx'ın 1848 yılında yayınlanan Komünist Manifestosunda vurgulanan "ticari kriz" tartışmalarından başlatmak mümkündür (Aktaran Abel ve Bernanke, 2001:275). Ancak ilk sistematik çalışmalar Ulusal Ekonomik Araştırma Biriminde (NBER) 1920 yılında geliştirilmeye başlanmış ve öncelikle ABD için iş çevrimleri kronolojisi oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu konudaki ilk önemli çalışma, NBER'in desteğiyle, İş Çevrimlerinin Ölçülmesi (Measuring Business Cycles) adlı yayın ile Burns and Mitchell (1946) tarafından gerçekleştirilmiştir. Burns ve Mitchell (1946:1), bu çalışmada, iş çevrimini "milletlerin toplulaştırılmış ekonomik faaliyetlerde görülen bir çeşit dalgalanma" olarak tanımlanmış, "birçok ekonomik faaliyetin yaklaşık aynı dönemde genişlemesi, ardından birlikte daralması ve bir sonraki çevrim için yeniden canlanması" olarak karakterize etmiş ve "dalgalanmaların tekrar eden fakat periyodik (düzenli) olmayan" bir şekilde gerçekleştiğini belirtmiştir.

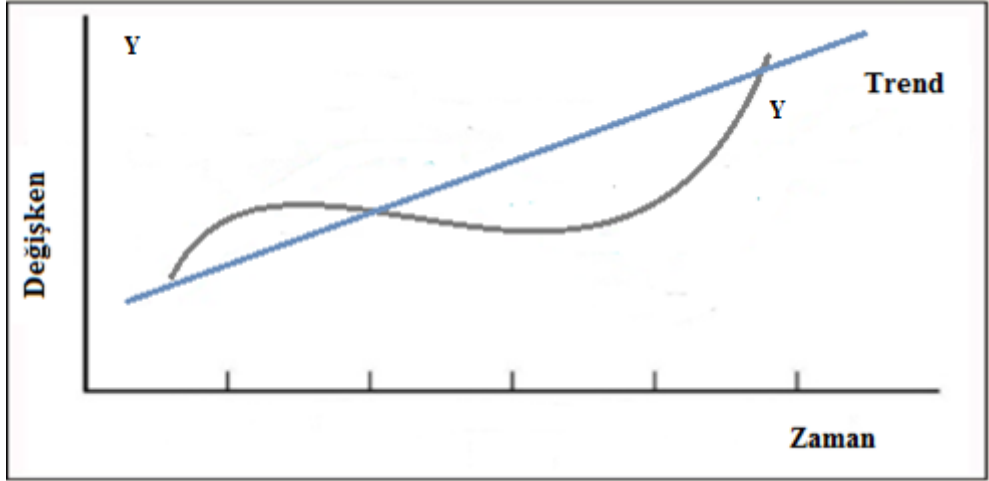
Burns ve Mitchell'in (1946) iş çevrimi tanımına ek olarak, literatürde farklı tanımlara da rastlamak mümkündür. İş çevrimi, “refah ve bunalım dönemlerinin birbirini izlemesi” (Haberler, 1937:190), “ekonomik faaliyetlerin periyodik dalgalanması” (Vane ve Thompson, 1992: 121) olarak da tanımlanmaktadır.

Bu tanımlamalarda beş husus ön plana çıkmaktadır (Abel ve Bernanke, 2001:275-277). Birincisi, iş çevriminden genel olarak tek bir değişkenden ziyade “toplu ekonomik faaliyetlerin (aggregate economic activity)” dalgalanması kastedilmektedir. Toplu ekonomik faaliyetin en yakın göstergesi olan Gayri Safi Yurtiçi Hasılanın (GSYİH) tek başına dalgalanmasının ötesinde ekonominin bütünündeki dalgalanmayı ifade etmektedir. İkincisi, gerçek ekonomik faaliyetlerin toplu ekonomik faaliyetlerin ortalama (veya normal) büyüme hızının etrafında artması ve azalması söz konusu olmaktadır. Üçüncüsü, iş çevrimi sadece birkaç sektörde veya birkaç değişkendeki hareketlilikten ziyade birçok sektör ve faaliyetin birlikte dalgalanmasını (comovement) vurgulamaktadır. Burada her sektörün ve her değişkenin iş çevrimine duyarlılığının farklılık göstereceğinin de bilinmesi gerekmektedir. Dördüncüsü, iş çevrimleri tekrar etmekte ve ancak düzenli aralıklarla oluşmaktadır. Son olarak, iş çevrimlerinin süreleri bir yıldan on yıl veya daha fazla sürecek şekilde farklılık gösterebilmektedir.

Bu arka plandan hareket ederek herhangi bir değişkendeki dalgalanmanın dört alt unsuru bulunmaktadır: Eğilim (trend), rassal dalgalanmalar, mevsimsel dalgalanmalar ve iş çevrimleri (konjonktür dalgalanmaları).

### **1.1.1. Eğilim (Trend)**

Trend bir zaman serisinin veya ekonomik dalgalanmanın uzun dönemli genel eğilimidir. Eğilim, uzun dönemli dalgalanma şeklinde de adlandırılır. Dolayısıyla, trend bir değişken hakkında kuş bakışı ve uzun dönemli yorum imkânı tanımaktadır. Tesadüfi etkiler bir değişkenin trend değeri üzerinde geçici dalgalanmalara neden olabildiği gibi kalıcı etkilerde bırakabilmektedir (Kabadayı, 2013:5). Şekil 1.1.'de bir değişkenin zaman içindeki dalgalanma seyri ve genel trendi yer almaktadır.



Şekil 1. 1 Trend ( Yazar tarafından çizilmiştir)

### 1.1.2. Rassal Dalgalanmalar

Rassal (arızı) dalgalanmalar önceden tahmin edilemeyen ve genelde dışsal faktörlere bağlı gelişen ekonomik dalgalanma çeşididir. Yaşanan doğal afetler, ani ve beklenmedik iklim değişiklikleri, politik istikrarsızlık gibi ani gelişmeler zaman serisinin veya ham bir zaman serisinin tesadüfi unsurlarını oluşturmaktadır (Kabadayı, 2013: 4). Bu dalgalanmaların uzun süre ekonomiyi etkileyemeyeceği düşünülse de, başka bir dalgalanma türüne dönüşerek de ekonomiyi etkileyebilmektedir.

### 1.1.3. Mevsimsel Dalgalanmalar

Mevsimsel dalgalanmalar bir yıl içinde ekonomide değişme gösteren ve başladığı noktaya geri dönen periyodik ve döngüsel olan hareketlerdir. Bu dalgalanmaların nedeni genel olarak mevsimsel ve sosyal olaylardır. Bu olaylar toplumun gelenek yapısıyla dini ve inançlarıyla da yakından ilgilidir.

Tarım sektöründe yaz aylarında, hasat mevsiminde faaliyetler artmakta ve istihdam da artmaktadır. Buna karşılık aynı sektörde kış aylarında işsizlik çoğalmaktadır. Mevsimden mevsime değişen koşullara ilişkin ön bilgilerin varlığı bu tür dalgalanmaların tahmin edilmesine imkan sağlamaktadır (Unay, 2001:51).

#### **1.1.4. İş Çevrimleri (Konjonktür Dalgalanmalar)**

İş çevrimi olarak adlandırdığımız konjonktür dalgalanmaları periyodik olmayıp döngüsel hareket eden genişleme ile başlamakta, durgunluk, daralma ve canlanma ile devam eden aşamalardan oluşmaktadır. Bu aşamaların süreleri, değişkenden değişkene, ülkeden ülkeye, zamandan zamana değişiklik gösterebilmektedir.

Ekonomik faaliyetin azaldığı döneme daralma veya ciddiyetine göre durgunluk olarak ortaya çıkmaktadır. Reel GSMH'nın en az birbirini izleyen iki çeyrek azalması durgunluk olarak değerlendirilmektedir. Eğer durgunluk ciddi ise bu durum depresyon ile ifade edilmektedir. Ekonomik faaliyet hacmi daralmanın en düşük (dip) noktasına ulaştıktan sonra artmaya başlamaktadır. Ekonomik faaliyetin canlandığı döneme genişleme veya refah dönemi denilmektedir. Ekonomik faaliyet hacmi genişleme döneminin en üst (zirve) noktasına ulaştıktan sonra tekrar azalmaya başlamaktadır (Özer ve Taban, 2006:9).

İş çevrimlerinde makroekonomik değişkenlerin ekonominin geneline göre hangi yönde hareket ettiği, bu hareketlerin zamanlanması ve dalganın ne zaman başladığı ve bittiğinin tahmin edilmesi iş çevrimlerinin analizi açısından önem arz etmektedir. Bir makroekonomik değişken dalgalanma süresince ekonominin geneli ile aynı yönde ya da aksi yönde hareket edebilmektedir. Çeşitli makroekonomik değişkenlerin iş çevrimlerinde nasıl bir eğilim içinde Çizelge 1.1'de görülmektedir (Abel ve Bernanke, 2001:288).

**Çizelge 1. 1 İş Çevriminin Stilize Olguları**

<i>Değişken</i>	<i>Yön</i>
<b>Üretim</b>	
Sanayi Üretimi	Konjunktürle aynı yönde
<b>Harcama</b>	
Tüketim	Konjunktürle aynı yönde
İşletmelerin Sabit Yatırımı	Konjunktürle aynı yönde
Konut Sektörü Yatırımı	Konjunktürle aynı yönde
Stok Yatırımı	Konjunktürle aynı yönde
Kamu Alımları	Konjunktürle aynı yönde
<b>İşgücü Piyasası Değişkenleri</b>	
İstihdam	Konjunktürle aynı yönde
İşsizlik	Konjunktürle zıt yönde
İşgücünün Ortalama Verimliliği	Konjunktürle aynı yönde
Reel Ücret	Konjunktürle aynı yönde
<b>Para Arzı ve Enflasyon</b>	
Para Arzı	Konjunktürle aynı yönde
Enflasyon	Konjunktürle aynı yönde
<b>Finansal Değişkenler</b>	
Hisse Senedi Fiyatları	Konjunktürle aynı yönde
Nominal Faiz Oranı	Konjunktürle aynı yönde
Reel Faiz Oranı	Konjunktürden bağımsız

Kaynak: Abel ve Bernanke (2001, s.288)

## 1.2. Özellikleri

### 1.2.1. Ana Değişkenlerin Özellikleri

Ekonomik dalgalanmalar, genellikle milli gelir, tüketim, yatırım, istihdam ve fiyatlar genel düzeyinde görülen hareketler üzerinden incelenmektedir. Söz konusu değişkenlerin gelişme yönleri farklılık gösterebilmektedir. Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) ekonomik faaliyet hacminin en geniş ölçüm aracı olduğu için, GSMH'nın davranışı ekonomik faaliyet hacmi hakkında bilgi vermektedir (Özer ve Taban, 2006:11).

Keynes'e göre milli gelir ve istihdam arasında doğru yönlü bir ilişki söz konusudur. Kaynaklar ve maliyetler veri olarak alınır, hem reel hem de nominal milli gelir istihdam hacmine bağlıdır. Fakat bu iki değişkenin aynı oranda azalıp arttığı söylenemeyebilir. Günümüzde gelişmiş ekonomilerin reel milli gelirinde meydana gelen artışın istihdam hacminin artışından daha büyük olduğu

görülmektedir. Bunun sebebi ise gelişmiş ekonomilerde emeğin verimliliğinin ekonomik kalkınmadaki temel etkenlerden biri olmasıdır. Bundan dolayı hem uzun hem de kısa vadede milli gelirin oransal olarak istihdam düzeyinden daha hızlı yükseldiği söylenebilmektedir (Unay, 2001:29). Ekonomik dalgalanmalarda bunalım dönemlerinde istihdam oranı düşmekte olup, işsizlik oranı artmaktadır.

Milli gelir ve fiyatlar genel düzeyi çoğu kez birlikte yükselmektedir. Teknolojik gelişmeler ve yeni kaynakların ortaya çıkması gibi durumlarda bile artan üretimle birlikte fiyat artışları meydana gelebilmektedir. İş çevrimlerinin refah evresinde fiyatlar yükselmekte ve daralma evresinde ise, fiyatlar ve karlar düşmeye başlamaktadır. Dalgalanmaların kriz yani bunalım evresinde milli gelir daralmaktadır. Bunalım arz ve talep dengelerinin bozularak ekonomik faaliyetlerin tümünü etkisi altına alan hızlı düşme sürecidir. Bunun belirtileri ise fiyat ve üretimin düşmesi işsizliğin artması şeklinde ortaya çıkmaktadır (Parasız ve Bildirici, 2006:9).

### **1.2.2. Ekonomik Krizlerin Özellikleri**

Ekonomik krizler her zaman en dikkat çeken konulardan biri olmuştur. Bu yüzden her krizin farklı açılardan incelenmesi ve tartışılması yeni konuları ortaya çıkarmıştır. Tarihsel olarak krizler her zaman yeni atılımları harekete geçirmişlerdir. Bu atılımlar ister politik ister teknolojik isterse de ekonomik temelde meydana gelen yapısal ya da işlevsel değişimler olsun krizlerin ortak karakteri hemen her zaman bir şekilde değişimlerin de habercisi olmuştur (Ağcakaya, 2015:103).

Krizlerin temel dinamikleri arasında tüketim ve üretim ilişkileri yakından incelendiğinde yaşamın maddi unsurlarının çeşitlenmesi beraberinde borçlanma ve para politikalarının dönüştürücü etkilerinin öne çıkmasına neden olması ile kapitalist sistemin tarihsel dönüşümleri arasında yakın ilişkiler olduğu gözlemlenebilmektedir (Magdoff ve Yates, 2009:52-53).

Oluşan krizler zaman boyutunda birbirine yakın olan belli aralıklarda meydana gelmektedir. Birbirini izleyen iki kriz başlangıcı arasında en az 6 en fazla 11 yıl süre olması iktisatçılar tarafından dönemsellik özelliğini almasına sebep olmuştur. Bu dönemsellik anlayışı geri dönüşlülüğü ifade etmekte olup aynı süre düzenliliğini belirtmemektedir (Dura, 2009).



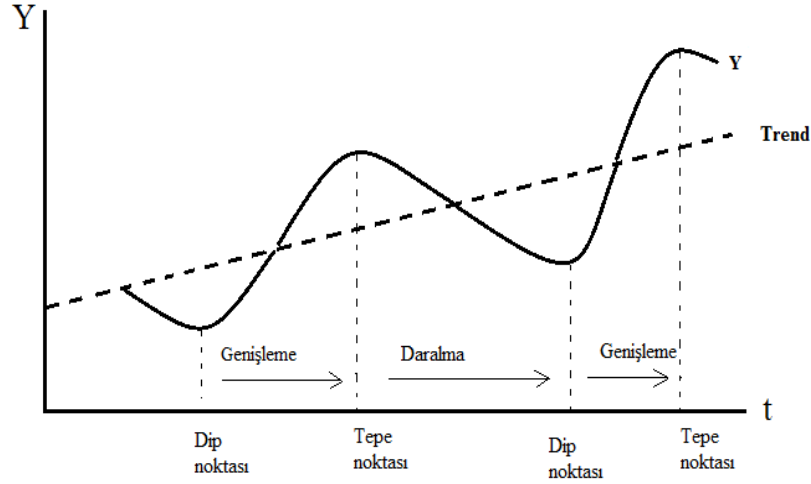
Ekonomik bunalımlar bir bölge veya sektörden başlayıp tüm ekonomiyi etkisi altına alabilmektedir. Ülke içinde herhangi bir sektörde meydana gelen bunalım diğer sektörleri de etkileyip ülke ekonomisinin geneline yayılabilmektedir. Gittikçe bütünleşmiş ve birbirine dış ekonomik ilişkiler sayesinde bağımlılığı artan dünya ülkeleri arasında bir bölgede meydana gelen krizlerin diğer bölgelere ulaşması pek de zor değildir.

K. Marx ve S. Sismondi gibi düşünen iktisatçılar ekonomik bunalımların kapitalist sistemin işleyişinden dolayı ortaya çıktığını belirtmişlerdir. Yıllar boyunca karşılaşılan krizler kapitalist sistemin çare bulamadığı zayıf kısmını göstermiştir.

### **1.3. İş Çevrimlerinin Evreleri**

Bir iş çevrimi, birçok ekonomik faaliyette aynı zamanda gerçekleşen ve birbirini izleyen genişleme, durgunluk ve bir sonraki daralma evrelerinden oluşmaktadır. Bir daralma sonrası başlayan yeni bir genişleme evresi farklı bir ekonomik dalgalanmanın sürecini başlatmaktadır (Burns ve Mitchell, 1946: 1). Bunalım, her bir evre iktisadi faaliyet hacminin birbirini takip eden en düşük iki nokta arasındaki mesafe olarak tanımlanabilir (Aren, 1960:70). Kindleberger ve Aliber'e (2005) göre, krizler, dalgalanmaların tepe noktasında reel ve finansal varlıkların aşırı değer kazanmasıyla bireylerin bu varlıklara yönelmesinden kaynaklanmaktadır. Artan talep varlıkların balona dönüşmesine sebep olmakta, bu durumu fark eden bireyler varlıklarını likide çevirmek istemektedirler. Bundan dolayı krizlerde varlık fiyatları aşırı bir şekilde düşmeye başlamakta ve bu aşamada kriz patlak vermektedir.

Burns ve Mitchell (1946) tarafından tanımlanan her bir evrenin ekonomideki etkisi farklılaşmaktadır. Bu farklılaşma ise politika yapım sürecini direkt etkilemektedir.



Şekil 1. 2 İş Çevrimi Evreleri (Özer ve Taban, 2006:9)

### 1.3.1. Genişleme ya da Refah

İş çevrimleri genişleme evresinde beklentiler olumludur. Bu beklentilere paralel olarak, milli gelir ve istihdam seviyesi yükselmektedir. Bu durum fiyatlarda artışa neden olduğu gibi üretim ve karların yükselmesine sebep olmaktadır. Bu evrede yeni yatırımların yapılması kredi taleplerini arttırmaktadır. Ekonomideki bu olumlu göstergelerle refah ekonominin bütün sektörlerine ve toplumsal kesimlere yayılmaktadır (Unay, 2001:11).

### 1.3.2. Daralma ya da Gerileme

Gerileme evresi, ekonomik faaliyetlerin azalmaya başlaması ve istihdam artışının durması şeklinde kendini göstermeye başlamaktadır. Beklentilerdeki kötüleşmeye paralel olarak, yatırımlar ve tüketim azalmakta ve büyüme negatif olmaktadır. Bu gelişmelerin sonucu olarak milli gelirin azalması, toplam talebi daha da düşürmektedir. Fiyatlar ve karların azalması firmaları zor durumda bırakmaktadır. Bu dönemde yatırımı kredilerle finanse etme olanağı kalmamış karamsarlık egemen olmuş ve üretim olanaklarının sınırına gelmiş demektir (Parasız ve Bildirici, 2006: 8).

### **1.3.3. Bunalım ve Dip**

Ekonomide birçok sektörün kötüye gittiğinin görüldüğü makroekonomik değişkenlerin negatif yönde yol aldığı bir evredir. Artık yeni yatırımlar yapılmamaktadır. İflaslar birbirini izlemekte, işletmeler kapanmakta ve sadece işsizlik oranı artmaktadır. Bu gelişmeleri takiben gelir düzeyi düşüş göstermektedir. Bunalım dönemi, arz ve talep dengelerinin bozularak ekonomik faaliyetlerin tümünü etkisi altına alan hızlı bir düşüş sürecini ifade etmektedir (Kabadayı, 2013:9).

### **1.3.4. Canlanma**

Bunalım evresinden sonra ekonominin yeniden yapılanmasıyla ekonomik faaliyetlerde canlanma görülmeye başlanmaktadır. Bu aşamanın başında ücretler ve yatırım mallarının fiyatları düşüktür. Beklentilerin iyileşmeye başlamasıyla yatırımlar cazip hale gelmeye başlamaktadır. Yatırımlar üretimi, istihdamı ve geliri arttırmaktadır. Bunalım dönemindeki kötümserlik ortadan kaybolmuş ve beklentiler artık olumlu hale gelmiştir (Parasız ve Bildirici, 2006: 9). Ekonomiyi saran bu güven duygusu girişimcileri yeni yatırımlar için cesaretlendirmekte ve yeni kurulan işletmelerin sayılarında artış meydana gelmektedir.

## **1.4. İş Çevrimleri Tarihçesi**

### **1.4.1. Büyük Buhran Öncesi Dönemde İş Çevrimleri**

16. ve 17. yy.larda ortaya çıkan merkantilist düşünürler değerli madenlerin (altın ve gümüş) bir ülkenin gerçek zenginliği olduğunu ve bunu elde etmek için de o ülkenin dış ticaret fazlası vermesini savunan görüşler belirtmektedirler. Daha genel anlamda ise ülkenin ekonomik refahının ancak milliyetçi bir devlet müdahalesiyle sağlanabileceğini ileri sürmüşlerdir (Gould ve Kolb, 1964:423). İhracatı arttıran ve ithalatı caydırıcı politikalar teşvik edilmiştir (Heckscher, 1936:11). Bu dönemde İngiltere, Fransa gibi Avrupa devletleri merkantilist politikalar uygulamışlardır. Hammadde ihracına kısıtlamalar getirilirken mamul madde ithalatı zorlaştırılmış ve ihracat teşvik edilmiştir. Kıymetli maden çıkışı zorlaştırılmıştır. Bütün bu çabalar devletin ekonomiye yoğun müdahalesi anlamına gelmektedir. Merkantilist dönemde denizaşırı ticarete başarılı olmak güçlü bir ticari askeri donanma sahibi olarak yani etkili bir devlet gücüyle ifade edilmektedir (Aydemir ve Güneş, 2006: 10).

Merkantilizm uygulaması, altın para sisteminde altının değerindeki değişmelere bağlı enflasyon hareketleri ve ülkelerarası yaşanan ticaret çatışmaları ekonomilerde dalgalanmalara ve ekonomik krizlere sebep olmuştur. Güçlü ordu, güçlü donanma felsefesi ülkelerde savaş ekonomilerinin uygulanmasına ve sivil ekonomik faaliyetlerin minimize edilerek kriz ortamlarının yaşanmasına neden olmuştur (Kabadayı, 2013:43).

Ticaret ve sanayiye önem veren merkantilizme bir tepki olarak Fizyokratlar ortaya çıkmıştır. Sanayileşme hızla sürdürülürken Fizyokratların ortaya çıkmasıyla tarım sektörü de ön plana çıkmıştır. Sanayiinin yararını kısmen kabul eden fizyokratlar yine merkantilistlerin aksine ticarete aynı gözle bakmazlar ve ticaretin gelişmesinden yana değildirler. Çünkü ticaret mala karşı mal verilerek yapılan bir faaliyet olduğu için, bir değer oluşturmaz (Tekelioğlu,1993: 41-42). Bu açıdan merkantilistlerle fizyokratlar arasındaki fark çarpıcıdır. Merkantilistler hem ulusal hem de uluslararası ticaretin ulusal zenginliği artıran tek uğraş olduğunu kabul etmiştir (Savaş, 1997:233).

Fizyokratlara göre dünyada her şey ideal bir düzene sahiptir. Bu düzen kusursuzdur ve yasaları da Tanrı tarafından koyulmuştur. Bunun dışında bir de “pozitif düzen” vardır. Bunlar ise toplumda insan tarafından koyulmuş yasalardır ve mevcut hükümetlerin eksikliklerini yansıtır. Fizyokratlar bu yüzden devlet düzenlemesinin gereksiz ve olumsuz bir şey olduğunu savunurlar (Küçükkalay, 2008:169).

İngiltere’de ortaya çıkan Sanayi Devrimiyle beraber ekonominin de değişime uğradığı görülmektedir. Değişimin temel başlangıcı olarak teknolojik ilerlemeler, ulaşım sektöründen üretim sektörüne kadar önemli gelişmelerin çıkış nedeni olmuştur (Callinicos, 2014:274). Bu gelişmeler üretimi ve ticareti olumlu bir şekilde etkileyerek ihracat kalemlerinde ciddi artışlar meydana getirmiştir. Avrupa devletlerinin 19. yüzyıl boyunca sektörel ve finansal büyümeleri hızla artış göstererek 20. yüzyılın başında dünyada güçlü ekonomiler durumuna gelmişlerdir (Berend, 2011:26).

Sanayi devriminden sonra 1820 ile 1929 arasındaki dönemde ise dünya ekonomisini şiddetle sarsan on üç tane ekonomik kriz yaşanmıştır (Dura, 2009). 1825 bunalımı, İngiliz sermayedarların ve bankacıların Latin Amerika ülkelerinde giriştikleri hatalı yatırım politikaları sonucu ortaya çıkmıştır. Kredi hacminin daralması İngiliz sanayiini sarsmıştır. Krizin etkisiyle ödemeler bilançosu altüst olan İngiltere krizin etkisini ancak 1932’de atlatabilmiştir (Aktan ve Şen, 2001:4).

1836 krizinde İngiliz sermayedar ve bankaların bu kez de ABD’de giriştikleri hatalı yatırımlar ile ülkede sürdürülen demiryolu inşaatı ile ilgili mali işlemler neden olmuştur. Etkileri Fransa, Belçika gibi ülkelerde sıçrayan 1836 Krizi, kapitalizme karşı kayda değer bir muhalefet grubu ortaya çıkarmıştır (Aktan ve Şen, 2001:5).

1847 Demiryolu Çılgınlığı ve Ticaret Krizi diye adlandırılan krize sebep demiryolu inşaatı ile ilgili spekülasyonlar olmuştur. Çünkü 1840’larda İngiltere ve Fransa’da yoğun demiryolu yapımı gerçekleşmiştir. Kriz İngiltere ile sınırlı kalmamış; etkileri Fransa ve ABD’de de hissedilmiştir. İngiltere 1850’ye kadar sermaye ihracı konusunda tekel konumundadır. Sonradan Fransa ulusal politikaları doğrultusunda, ticari çıkarlarını ilerletmek ve yeni pazarlar açmak üzere sermaye ihracına girişmiştir. 1850’lerde Paris uluslararası para ilişkilerinde merkezi bir role sahip olmuştur (Kindleberger ve Aliber, 2012:370).

1866 Krizi, ABD ve İngiltere’de demiryolu inşaatına büyük paralar bağlamış bir bankanın iflas etmesiyle başlamış ve dalga dalga diğer Avrupa ülkelerine yayılmıştır. Bu ülkelerde de zincirleme iflaslar kendini göstermiştir. 1873 Almanya’da yükselen sanayi gelişimi fon akımına da sebep olmuştur. Berlin’de meydana gelen spekülatif faaliyetler, Almanya’da ve ABD’de büyük şirketlerin iflasına yol açmıştır (Kindleberger ve Aliber, 2012:174). Krizin Amerika’da başlamasının nedeni ise demiryolu hisse senetleri spekülasyonudur. Bu spekülasyonun Avrupa’dan, bilhassa Almanya ve Avusturya’dan Amerika’ya geçişi sermaye akışıyla olmuş ve Amerika’da parasal kredilerle beslenmiştir. Bu krizin meydana getirdiği paniği durdurmak için New York Borsası ilk olarak bir müddet kapatılmak suretiyle paniğin önüne geçilmek istenmiş, fakat başarılı olunamamıştır (Gürsoy, 2009: 29).

1882’de yaşanan kriz, Fransa’da kamu yatırımlarının durması ile başlayan bir bunalımdır. Fransa’da büyük bir banka batmış, işletmeler iflas etmiştir. Bu iflaslar New

York Borsasını da etkilemiştir. 1890 yılında meydana gelen bunalım ise, ABD, İngiltere ve Almanya arasında pazar rekabeti sonucu İngiltere’de Barring firmasının iflası ile başlayan kriz Avrupa ve ABD’yi etkisi altına almıştır (Unay, 2001:56).

#### **1.4.2. Büyük Buhran Sonrası Dönemde İş Çevrimleri**

Dünya ekonomisi, 1850'lerden sonraki elli-altmış yıllık dönemde, dalgalanmalara bağlı çöküntülerin bir sonucu olarak ani ve kısa süreli krizler dışında Birinci Dünya Savaşı'na kadar büyümeye devam etmiştir. Teknik ilerleme, dünya savaşları çağını hem dönüştürerek hem de bu dönüşümün etrafında dönerek felaketler çağı olarak belirtilen 1914 ve 1945 arasında ekonomik, sosyal ve siyasi alanda dünya dengelerini sarsmıştır (Bakırtaş ve Tekinşen, 2004:3).

Avrupa ülkelerinin sermaye stoklarını ve çalışabilir nüfuslarını etkileyen Birinci Dünya Savaşından sonra galipler, mağluplara önemli miktarda bir tazminat yükleyip sistemi savaştan önceki koşullara döndürecek önlemleri araştırmaya başlamışlardır. Savaş yıllarında başlayan enflasyon Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde, savaştan sonra bir kaç yıl içinde çok büyük boyutlara varmıştır. Savaştan sonra Avrupa ülkelerinin çoğu kurları dalgalanmaya bırakmıştır (Türkcan, 1980:3).

Şüphesiz iktisat tarihinin en önemli ve en derin krizi, 1929 krizidir. Avrupa ülkelerinde bazı bankaların mali sıkıntıya girmesi New York Borsası’nda hisse senedi fiyatlarında ani düşüslere neden olmuş ve ardından da tüm ABD ekonomisini etkisi altına almıştır. Bununla da sınırlı kalmayan kriz, dalga dalga diğer ülkelere yayılmıştır. 1929 Büyük Depresyonu ile borsada yaşanan çöküşün yanı sıra, bankalarda ciddi anlamda iflaslar yaşanmış, toplam tüketim ve yatırımlarda ani düşüşler ortaya çıkmış ve tüm bu gelişmelerin sonucunda yalnızca ABD’nde 1929-33 yılları arasında GSYİH yaklaşık 1/3 oranında azalmıştır (Aktan ve Şen, 2001:6).

1929 dünya ekonomik krizinin önemli nedenleri arasında; gelir ve servet dağılımındaki eşitsizlikler, şirketlerin mali yapıları arasındaki dengesizlik, bankaların mali yapılanmalarındaki bozulmalar, dış ödemeler dengesindeki açıklar, ekonomi yönetimindeki tecrübesizlik, uluslararası borçların kararsız yapısı ve tedavül aracı olarak altın standardında ısrar edilme, olarak sayılmaktadır (Akyıldız, 2005, s.34).

Çizelge 1.2.'de 1929 Buhranı öncesi ve sonrası (1923-1935 arası) ele alınan ülkelerde Büyük Buhran'ın GSYH üzerindeki etkisini görülmektedir. İncelenen ülkelerde genel olarak 1924-1929 yılları arasında GSYH'nin büyüme oranlarında artış göze çarparken, 1929 sonrası düşüş trendi başlamış ve bu eğilim genel olarak 1933 yılına kadar sürmüştür. Bu dönemde özellikle ABD'nin GSYH'sinde yaşanan kayda değer düşüş dikkati çekmektedir.

**Çizelge 1. 2 Seçilmiş Ülkelerde GSYH Yıllık Büyüme Oranları (Yüzde)**

Ülkeler/Yıllar	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
<b>Avusturya</b>	-1.00	11.60	6.78	1.69	3.02	4.65	1.45	-2.76	-8.02	-10.32	-3.32	0.86	1.95
<b>Belçika</b>	3.58	3.27	1.54	3.39	3.71	5.24	-0.87	-0.96	-1.77	-4.50	2.14	-0.84	6.18
<b>Danimarka</b>	10.54	0.31	-2.28	5.84	1.99	3.39	6.69	5.95	1.11	-2.62	3.20	3.04	2.24
<b>Finlandiya</b>	7.35	2.61	5.71	3.82	7.84	6.75	1.18	-1.17	-2.43	-0.43	6.65	11.33	4.28
<b>Fransa</b>	5.18	12.55	0.43	2.65	-2.08	6.97	6.75	-2.90	-5.98	-6.52	7.15	-0.98	-2.55
<b>Almanya</b>	-16.91	17.07	11.23	2.82	10.01	4.38	-0.41	-1.40	-7.62	-7.53	6.27	9.13	7.52
<b>İtalya</b>	6.04	0.98	6.60	1.05	-2.16	7.15	3.30	-4.93	-0.58	3.23	-0.67	0.42	9.63
<b>İsveç</b>	5.09	5.29	0.60	7.95	3.17	3.05	6.97	4.19	-1.03	-3.08	3.03	8.16	5.48
<b>İngiltere</b>	3.17	4.13	4.88	-3.68	8.05	1.21	2.94	-0.71	-5.13	0.76	2.92	6.59	3.86
<b>Japonya</b>	0.07	2.80	4.12	0.89	1.46	8.17	3.11	-7.27	0.84	8.37	9.82	0.20	2.76
<b>ABD</b>	13.19	3.06	2.32	6.52	1.00	1.12	6.12	-8.90	-7.68	-13.20	-2.10	7.73	7.65

Kaynak: Işık ve Duman (2012:243).

Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra büyük güçlüklerle restore edilen altın standardı da kısa zamanda Büyük Buhran'ın etkileriyle hızlanan bir süreçte tarihe karışmıştır. Yerine, ülkelerin ve para bloklarının her türlü araca başvurarak savaştıkları, düzensiz, istikrarsız ve giderek küçülen bir dünya sistemi gelmiştir. Bu sistemde her türlü kambiyo kontrolü ve özellikle Almanya da Dr. Schacht'ın öncülüğüyle katlı kurlar, ikili anlaşmalar, kotalar, tercihli tarifeler vb. o zamana kadar bilinmeyen ya da kullanılmasına cesaret edilemeyen usuller ortaya çıkmıştır (Türkcan, 1980:4).

1929 Büyük Buhran sonrasında ülkeler kendi içlerine kapanarak bireysel çözümlerle krizin getirmiş olduğu sorunların üstesinden gelmeye çalışmışlardır. Söz

konusu bireyselleşme, dünya ticaretinin işbirliğinden uzaklaşmasına sebep olmuştur. Ülkeler ulusal sanayilerini korumak ve ödemeler dengesi problemlerini çözmek adına gümrük tarifelerini yükseltmek yolunu tercih etmişlerdir. Yaşanan ekonomik buhran ve ülkelerin korumacı yapıları benimsemeleri İkinci Dünya Savaşı'nın temellerini hazırlamıştır (Karaca, 2003:1).

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra dünya ticaretini serbestleştirmek amacıyla başlatılan girişimler ağırlık kazanmış ve savaşta yıkılan ekonomilerin düzelmesini hızlandırmak, uluslararası ekonomik ve mali sistemi kurmak için daha savaş bitmeden 1944 yılında Amerika'da Bretton Woods konferansları yapılmıştır. Bu konferanslar sonucunda 1 Temmuz 1944'de uluslararası para sisteminin işleyişinden sorumlu olacak olan IMF (Uluslararası Para Fonu) ve Avrupa'nın imar ve kalkınma çabalarına katkıda bulunacak olan IBRD- Dünya Bankası (Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası) kuruluş yasaları kabul edilmiştir (Seyidoğlu, 1993: 634-635).

Bu gelişmelerden sonra ülkelerde yaşam düzeyi hızla yükselmeye başlamış ve özellikle 1960'lı yıllarda Batı Avrupa kesintisiz yüksek büyüme performansı ile altın dönemini yaşamıştır. Dünya ekonomisinin 1950-73 yılları arasında büyük ölçüde genişlemesine paralel olarak endüstrileşmiş ülkelerde gözlenen yüksek oranlı ekonomik büyüme, petrolle sağlanmıştır. Doğal olarak petrol, ekonomik büyümenin en önemli birincil enerji girdisi haline gelmiştir (Akgün, 2006: 24).

Bunun sonucu olarak, Dünya'da hammadde ve petrol fiyatları artmaya başlamıştır. Petrol ihraç eden 13 ülke 1960 yılında güçlerini birleştirerek OPEC adı altında ortak politika üretmeye başlamışlardır. 1970'lerin ortalarından itibaren OPEC'in petrol fiyatlarını yükseltmesi var olan durgunluğun yanına yüksek maliyet enflasyonunu eklemiş ve bu da stagflasyon olgusunu ortaya çıkartmıştır (Ersoy, 2009:2).

Petrol fiyatlarının hızla artması petrole bağımlı birçok ülkede dış ticaret açıklarına neden olmuştur. Az gelişmiş ülkelerde dış borç 1970'lerden sonra büyüyerek artmıştır. Bu nedenle birçok ülkenin borcunu ödemesi mümkün olmamıştır. Brezilya Moratoryum ilan etmiş ve Polonya'da borçların ödemesini ileri bir tarihe ertelemiştir. Latin Amerika ülkelerinin borçları 1983'de 300 milyar doları bulmuştur (Unay, 2001:80). 1980'den sonra uygulanan yanlış politikalar sonucunda Bolivya, Meksika, İsrail ve Arjantin gibi ülkelerde de hiper-enflasyon yaşanmıştır.



Son yıllarda yaşanan en büyük krizlerden biri ise tartışmasız 2008 küresel krizidir. Çünkü 2008 yılının Eylül ayında patlak veren ve daha sonra tüm dünyaya yayılan ABD kökenli küresel kriz, başlangıçta konut piyasasında etkisini göstermiş, daha sonra da tüm piyasalara yayılmıştır. Mortgage –ipotekli konut kredisi- piyasasında yaşanan kriz giderek derinleşmiş ve türev araçlar vasıtasıyla gelişmiş ve gelişmekte olan çoğu ülke ekonomisini etkisi altına almıştır (Özdemir, 2015:4). 2008'in son çeyreğinde iktisadi faaliyetler küresel ölçekte yavaşlamış ve özellikle gelişmiş ülkelerde büyüme oranları belirgin şekilde düşmüştür. Bu ortamda küresel ölçekte faaliyet gösteren yatırımcılar, gelişmekte olan ülkelerin ihracatlarının düşüşüyle birlikte düşük ekonomik büyüme periyoduna girmişler, sonuçta dünya üretimi ve dış ticareti daralırken küresel işsizlik oranları yükselmiştir (Üzümcü ve Dikkaya, 2010:13).

Gelişmekte olan ülkeler küresel krizden genel olarak iyi çıkmış fakat özellikle Euro bölgesindeki sorunların ağırlaşması, dünya ihracatının yavaşlaması ve kendi iç sorunlarının etkisiyle büyüme oranlarında hissedilir yavaşlama içinde bulunmaktadır (Aslanoğlu, 2015:339).

### **1.5. İş Çevrimi Teorileri**

İş çevrimi teorilerinin kullandığı modellerde, şoklar nedeniyle oluşan etki mekanizması ve bu etkisinin ekonominin tüm sektörlerini uyarmasını sağlayan yayılım mekanizması bulunmaktadır. Teorileri birbirinden ayıran temel nedenler ise, bu mekanizmaların çalışmasına sebep olan dinamiklerin her modele göre farklılık arz etmesidir.

1980 öncesi dönemde hakim olan makroekonomi paradigmaları arasında önemli tartışmalar yaşanmasına rağmen, üç önemli noktada uzlaşma söz konusu olmuştur (Snowdon ve Vane, 2005:331). Birincisi, üretimde görülen dalgalanmalar trend büyüme oranı etrafında geçici sapmalar şeklinde ortaya çıkmaktadır. Burada teknolojik ilerleme oranı trendin önemli ve dışsal bir belirleyicisi konumundadır. İkincisi, iş çevrimleri ekonomik ve sosyal refahı olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Son olarak, iş çevrimlerinin ortaya çıkışında parasal faktörlerin rolü önemlidir. Keynesyen, monetarist ve yeni klasik iktisatçıların bu üç noktada uzlaştıkları görülmektedir. Ancak para ve reel üretimi birbirine bağlayan aktarım mekanizması konusunda farklı fikirler söz konusudur.

### 1.5.1. Keynes Öncesi İş Çevrimi Teorileri (Geleneksel Teoriler)

Klasikler doğadaki dengeye benzer şekilde ekonominin de kendi içsel kuvvetleri (görünmeyen el) yardımıyla kendi kendini dengeye getirecek mekanizmalara sahip olduklarını varsaymaktadırlar. Say'ın "Her arz kendi talebini yaratır" prensibi, üretilen her malın satılmasıyla birlikte elde edilen gelirin tekrar ekonomiye dönmesi şeklinde işlemektedir. Diğer bir ifadeyle, eğer talep arzdaki değişikliğe eş anlı bir şekilde tepki veriyor ve aynı yönde hareket ediyorsa; reel gelir, doğal reel GSYİH'dan sapmayacak ve dolayısıyla iş çevrimi söz konusu olmayacaktır. Çünkü her arz kendi talebini yaratacağından aşırı üretim veya eksik üretim söz konusu olmamaktadır.

Klasik iktisatçılar, reel GSYİH'nın ( $Y$ ) doğal reel GSYİH'dan ( $Y^N$ ) uzun süre ayrı hareket edemeyeceğini varsaymaktadır. Eğer  $Y < Y^N$ , işletmeler eksik kapasite ile çalışacaklar ve doğal reel gelire ( $Y^N$ ) ulaşmaya kadar nominal ücretler ve fiyatları düşürme eğiliminde olacaklardır. Eğer  $Y > Y^N$ , reel gelir ( $Y$ ) doğal reel gelir ( $Y^N$ ) seviyesine düşüncüye kadar aşırı kapasitede üretim ücretlerin ve fiyatların yükselmesine yol açacaktır. Klasiklere göre, fiyatların esnekliği ekonomide kendi kendini düzeltici bir mekanizma olarak işlev görecektir. Sonuç olarak, fiyatların esnekliğinden kaynaklanan bir fiyat çevrimi söz konusu iken, reel GSYİH'da iş çevrimi söz konusu olmayacaktır. İşsizlik, 19. Yüzyıla kadar iktisat literatüründe yer almamaktadır. Klasiklere göre, işsizliği ekonominin dengesinin sağlanması sürecinde geçici bir durum olarak görmüşler ve önemli bir sosyal problem olarak ele almamışlardır.

#### 1.5.1.1. Eksik Tüketim Teorileri

S. Sismondi, T.R. Malthus, K. Marx, W.F. Foster, J.K. Rodbertus, W. Cathings, J.A. Hobson ve J.M.Lauderdale eksik tüketim ya da aşırı üretim teorilerine katkıda bulunmuşlardır (Parasız ve Bildirici, 2006:112). Eksik Tüketim Teorilerine göre, sanayinin ürettiği ve topluma sunduğu bütün malları almak için insanların gelirleri yeterli olmamaktadır. Bu nedenle satın alma gücündeki yetersizlik bunalımlara, işsizliğe ve ardından krizlere yol açmaktadır.

Aşırı üretimde yatırımcılar üretim kapasitelerini arttırmak istemekte ve yeni yatırım malları talebinde bulunmaktadır. Bu arttırma, en erken bir sonraki döneme etki edebileceğinden, fiyatlar gittikçe artmaktadır. Yükselen fiyatlar, yatırımcıları daha fazla yatırım yapmaya teşvik etmektedir. Mallar piyasaya sürülünce arz artmış ve fiyatlar düşmeye başlamıştır. Üretim hacmi, tüketim hacminin üzerine çıkmış olmakta ve bir çevrim süreci meydana gelmektedir (Aren, 1998: 80).

Eksik tüketim teorileri genel eksik tüketim teorileri ve Marksist eksik tüketim teorileri olarak iki başlık altında ele alınmaktadır (Parasız ve Bildirici, 2006). Genel eksik tüketim teorilerine göre, girişimciler piyasa hakkında tam bilgiye sahip değildirler. Girişimciler, tüketim eğilimleri, bütçe ve talep edilen mal miktarları konularında açık bilgileri yoktur. Üreticiler de birbirinden bağımsız olduğundan bazı mal türlerinde mal fazlalığı meydana gelmektedir.

Marksist eksik tüketim teorisinde ise gelir dağılımına da vurgu yapılmaktadır. Mevcut ekonomik sistem üretim faaliyetinde hiçbir rolleri bulunmayan mal sahiplerine de gelirden pay alma hakkını vermektedir. Toprak ve sermaye sahiplerinin işçilerin aleyhine aldıkları bu gelir payı zaman içinde azalacağına yükselmekte ve işçiler asgari geçim seviyesinde ücret almaktadırlar. Böylece bir taraftan işçi sınıfının geliri azalırken diğer taraftan sermayedarlar yeni firmalar kurmaktadır. Oysa ekonomideki gelirin çoğu bunları ya tasarruf eden ya da lüks mallara harcayan kesimin eline geçtiğinden üretim artışı ortaya çıkacaktır. Yeni sanayiinin kurulamaması ve yeni pazarların bulunamaması nedeniyle işsizlik ve satılmayan stoklar artmakta ve neticede kriz oluşmaktadır (Parasız ve Bildirici, 2015:91).

#### **1.5.1.2. Aşırı Yatırım Teorileri**

Aşırı yatırım teorileri, üretim malları sanayiinin, tüketim malları sanayiine nazaran dalgalanmalardan daha fazla etkilendikleri noktasından hareket etmektedir. Her dalgalanmada üretim malları sanayi büyük bir hassasiyet göstermektedir. Hayek, Mises, Cassel, Spiethoff, Aft Alion krizin sebebini üretim araçlarının aşırı derecede artışına ve iktisadi yatırımın bu aşırı artışa devamlı uyum sağlayamamasında aramaktadır. Aşırı yatırım çeşitli şekillerde izah edilmektedir. Bu

arada yeni keşiflerin üretim malları sanayiini daha fazla etkilediği ileri sürülmektedir. Bazı iktisatçılara göre, ilerleyen yatırım hareketi kapitalist üretimin özellikleri gereği kolayca durdurulamaz. Her kapitalizasyon bir yenisini teşvik eder. Üretim faktörleri sanayine yapılan yatırım gelirlerin de artması demektir. Bu tüketim malları sanayinin gelişmesine yol açacaktır. Toplumun sermaye imkânları sınırlıdır. Bu durum ise yatırım yarışı yaratacaktır. Refah bu nedenle kesintilidir. Bir noktada gerileme, çöküntü görülecektir (Parasız ve Bildirici, 2015:91).

### **1.5.1.3. İklimsel ve Psikolojik Teoriler**

İklimsel teorilerde meteorolojik olaylar ekonomik dalgalanmalara sebep olmaktadır. Bu teorinin en önemli savunucularından biri W. Stanley Jevons'tur. Jevons'un teorisine göre ekonomik dalgalanmalara güneş lekeleri sebep olmaktadır. Bu lekeler 10–11 yıllık düzenli devreler içinde genişleyip daralmaktadır. Güneşteki lekelerin düzenli aralıklarla 10-11 yıllık devreler içinde genişleyip daralttığı gösteren devrelere “Bruckner Devreleri” denir. Bruckner dalgalarının bir de 33 yılda devrini tanımlayan uzun periyodlu hareketleri vardır. Güneşteki lekelerin genişleyip daralması dünyanın iklim şartlarını periyodik olarak etkileyip sıcaklıklar ve yağmur üzerindeki değişiklikler yoluyla hasat miktarında dalgalanmalar meydana getirmektedir (Peart, 1991:243-245).

Bazı teorilere göre ise ekonomide oluşan dalgalanmaların nedeni psikolojiktir. Birçok krizin temelinde tüketici ve üretici davranışlarının var olduğu öne sürülmektedir. Bireylerde oluşan güvensizlik, geleceğe dönük olumsuz düşünce ve sosyal etmenler krizlerin oluşmasındaki psikolojik sebeplerdir. Dalgalanmaların refah evresinde iyimserlik söz konusu olup canlanma evresini de hızlandırdığı görülmektedir (Unay, 2001:123).

### **1.5.2. Avusturya Okulu: Hayek'in Parasal Denge Yaklaşımı**

Avusturya okulunun temelini F. A. Hayek geliştirmiştir. Avusturya okulu, para arzının kredi piyasası üzerindeki etkileri, faiz oranları ve üretim yapısı üzerinde durmaktadır.

Avusturya okulunun iş çevrimleri teorisi, piyasa güçlerinin dalgalanmanın yönünü değiştirmede etkili olduğunu varsayımına dayanmaktadır (Snowdon ve Vane,

2005:448). Avusturya okuluna göre, para ekonomiyeye helikopter parası olarak girmemektedir. Bir diğer deyişle herkesin nominal varlıklarda aynı oranda artış olmamakta, fakat spesifik piyasalarda, nispi fiyatlarda değişiklik meydana gelmektedir. Tüm fiyatlar değişmese bile bu nispi fiyat değişiklikleri ekonomi üzerinde bozucu olabilmektedir. En önemli nispi fiyat kredi fiyatı ya da piyasa faiz oranıdır. Piyasa faiz oranı var olan zamanlar arası koordinasyonu etkilemektedir. Eğer merkez bankası, banka rezerv arzını ve böylece parasal tabanı artırırsa, eğer bu sırada para talebindeki artış rezervlerdeki artışı önlememişse, bu durumda hem aşırı para arzı hem de aşırı kredi arzı olacaktır. Mal piyasaları finansal piyasalardan daha yavaş ayarlandığı için, mal fiyatları yükselirken (daha yavaş olarak) piyasa faiz oranı hızla düşecektir. Piyasa faiz oranındaki düşüş tüketicinin zaman tercihindeki bir düşüşün yansıması değildir (yani tüketicinin arzuladığı tüketim oranına karşı tasarrufun). Zaman tercihindeki böyle bir düşüş para talebinde bir artış şeklinde ortaya çıkacaktır (gönüllü tasarrufta artış). Bunun anlamı doğal faiz oranının değişmeyeceğidir. Bu Avusturya okulunun en önemli noktasıdır. Avusturya okuluna göre iş çevrimlerinin nedeni piyasa faiz oranıyla doğal faiz oranı arasındaki farklılıktır (Parasız ve Bildirici, 2015:100).

Hayek'in para, enflasyon ve dalgalanmalara ilişkin düşünceleri birbiri ile bağlılık arz etmektedir. Hayek'e göre bir toplumda enflasyon para ve kredi arzındaki genişleme sonucunda ortaya çıkmaktadır (aktaran Küçükcalay, 2008:431).

Hayek'e göre, iş çevrimlerinin nedeni, kapitalist sistemin bankacılık ve kredi yapısından kaynaklanan parasal etkilerin üretim yapısında meydana getirdiği değişmelerdir. Keynesci politikaların faiz oranını düşürerek, kredi enflasyonu yaratmalarını Hayek krizin temel nedeni olarak görmektedir. Tasarruf kalıplarını değiştirmeksizin, ucuz kredi olanakları ile yatırım maliyetini düşürmek ve efektif talebi destekleyerek sermayenin getirisini suni olarak artırmak gelecekteki enflasyonun nedenlerini oluşturmaktadır (Rosier, 1994:68).

Hayek'e göre krizlerin bir diğer nedeni de, ekonominin üretim yapısının, toplumun tasarruf planları ile uyuşmamasıdır (aktaran Yay, 1993:110).Piyasanın işleyişi sistematik bir biçimde bozulmadığı takdirde fiyatlar, yüklendikleri bilgi üretme fonksiyonları ile tüketim yapısını, üretim yapısına uydurmayı garanti etmektedir.

Bankacılık sektöründe yaratılan kredi artışları, fiyat seviyelerinin gerçek değerlerinden uzaklaşmasına yol açarak, onların bilgi iletme fonksiyonlarını kısıtlamakta ve bu şekilde piyasanın istikrarını bozucu dışsal etkilere meydan vermektedir. Bireylerin gönüllü tasarruflarının ötesinde, bankacılık sektöründe yaratılan krediler aracılığı ile girilen büyüme süreci, kredilerdeki artma devam ettiği sürece gözlenebilecek enflasyonist bir büyüme sürecidir. Bu yatırım süreci, gerçek tasarrufun üzerinde bir sermaye birikimine yol açacağından sermayenin yanlış yönlendirilmesine neden olur. Belli bir süre sonra, faiz oranlarının ya da faktör fiyatlarının yükselmesi ile kârsız bir sermaye yapısı ortaya çıkacak ve hem sermaye değersizleşmesi hem de gayri iradi işsizlik doğacaktır. İşsizliği azaltmak için para arzı artışı ile talebin canlandırılmaya çalışılması ise enflasyonu körüklerken her şey daha kötüye gidecektir. 1970’lerde stagflasyon olarak adlandırılan, işsizlik içinde enflasyon olgusu bu şekilde ortaya çıkmıştır (Yay, 1993:110).

### **1.5.3. Keynesyen İş Çevrim Teorisi**

Keynesçi iş çevrimi teorilerinin temelini “Genel Teori” oluşturmaktadır. Keynes, Büyük Buhran’dan sonra krizden çıkış için çözüm önerileri sunmuştur. Keynes, Klasik okulun önerdiği tam istihdam durumunu ekonomide bir istisna olduğunu ve ekonominin genelde eksik istihdamda dengede olduğunu ileri sürmüştür. Keynesyen okul, eksik istihdamda olan ekonomilerin kamu harcamalarını arttırması ve vergi oranlarını düşürmesi gibi genişletici maliye politikası uygulamasının toplumun tüketim davranışlarını değiştirebileceği benimsemektedir. Genişletici politikalar yatırım ve tüketim yoluyla çıktı artışına sebep olmaktadır (Keynes, 2008:316).

Keynes’e göre, iş çevrimlerinin oluşmasına temel neden, tüketim eğilimi ile sermayenin marjinal etkinliği tanımıyla gösterdiği en üretken sermayeden (yatırım harcamaları) beklenen getiri oranındaki döngüsel değişimlerdir. Fakat asıl belirleyici olan sermayenin marjinal etkinliğindeki değişimdir. Sermayenin marjinal etkinliğinin gelecekteki değeri konusunda yetersiz (eksik) bilgilenmeden dolayı aşırı belirsizlik, çevrim analizinin temelini oluşturur. İş çevrimlerini, sermayenin marjinal etkinliğine bağlayan Keynes, sermayenin marjinal etkinliğini de yatırımcıların beklentilerine

bağlamaktadır. Yatırımcıların gelecekle ilgili beklentileri içgüdüleri tarafından belirlenmektedir (Bocutoğlu, 2008: 62).

#### **1.5.4. Post Keynesyen İş Çevrim Teorisi**

Post Keynesyen model Keynes'in parasal üretim ekonomisi yaklaşımını temel almaktadır. Keynes, parasal üretim ekonomisi ile geleneksel iktisat öğretisindeki reel değişim ekonomisini birbirinden ayırarak, parasal bir ekonomide paranın bugün ile geleceği birbirine bağlayan önemli bir araç olduğunu vurgulamaktadır (Parasız ve Bildirici, 2006:274).

Post Keynesyen okul, dalgalanmaları belirsizlik ve konjonktürel yönüyle ele almıştır. Bu yaklaşımda öne çıkanlar, asimetrik bilgi sorunu, finansal kırılganlık kuramı ve para arzının içselliğidir. Finansal kırılganlık, Minsky'nin (1993:17) yatırımların finansmanı konusunu, iş çevrimlerine entegre ederken kullandığı kavramlardan biridir. Mali araçların çeşitlenmesi ve yaygınlaşması sürecinde, likiditenin artmasına bağlı olarak, iktisadi birimlerin borçlanma düzeyleri yükselirken, birbirlerine karşı bağımlılıklarının artması anlamına gelmektedir.

Minsky'ye göre krizler, kapitalist sistemin yapısından kaynaklanan, doğal süreçlerdir. Piyasa mekanizması da bu yüzden finansal kırılganlık içermektedir. Finansal kırılganlık, küçük şokların finansal sistem üzerinde büyük etkiler yaratması durumu olarak tanımlandığında, finansal kırılganlık ne kadar yüksekse, kriz riski de o kadar yüksek olacaktır (aktaran Allen ve Gale, 2007:126).

##### **1.5.4.1.Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi**

Finansal istikrarsızlık hipotezinin hem ampirik hem de teorik olarak arka planı mevcuttur. Hipotezin ampirik yönü ile açıklanan durum; kapitalist ekonomilerin bazı dönemler içinde karşılaştıkları enflasyon ve bu dönemlerde ekonomilerin kolayca kontrolden çıkma potansiyeline sahip olduğudur. Bu tür süreçlerde, sistemin ekonomik hareketlere verdiği tepki dalgalanmayı artırır (Minsky, 1992:1).

Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi, Keynes'in kapitalist ekonomide yatırım harcamalarının ve kapitalist büyüme sürecinin potansiyel istikrarsızlığı söylemine dayanmaktadır. Minsky'nin Keynes bakış açısına göre, kapitalist sistem

doğası gereği istikrarsızdır ve kapitalizmin bu özelliği, özel yatırım harcamalarının istikrarsızlığından kaynaklanmaktadır (aktaran Dymski ve Pollin, 1992: 36).

Minsky, yatırım kararlarının alınmasına ilişkin süreci, ikili fiyat sistemi yaklaşımı ile açıklamaktadır. İkili fiyat sistemi, finansal ilişkilerin önemli olduğu bir ekonomiyi daha iyi analiz edebilir. İkili fiyat sisteminden ilki, tüketim, yatırım, kamu harcamaları ve net ihracatı içeren cari üretim fiyatıdır. Cari üretimin fiyatı, emek ve ham madde maliyetlerinin üzerine bir kar marjı eklenerek elde edilir.

İkincisi, varlık fiyat sistemidir. Varlıklar, hisse senedi, tahvil gibi finansal varlıkları ve sermaye varlıklarını içerir. Minsky'e göre, varlık fiyatları, finansal piyasa koşullarındaki değişikliklere ani tepkiler verir; cari üretim fiyatları ise reel piyasa süreçlerine bağlı hareket eder. Bu yüzden cari üretim fiyatlarının oynaklığı çok daha azdır. Bu iki fiyat, farklı piyasalarda belirlenir ve farklı değişkenlerin fonksiyonudur (Minsky 1986, 175).

Ekonomik birimler için hedge finansman, spekülative finansman ve ponzi finansman olmak üzere üç belirgin finansman tipi tanımlanabilir (Minsky, 1977: 142).

Hedge finansman birimleri, sözleşmelerinde yer alan ödeme mükellefiyetlerini (anapara+faiz) kendi nakit akışları ile sağlayabilen birimlerdir. Borç yapısında öz sermaye finansmanın ağırlığı arttıkça, söz konusu birimin hedge finansman birimi olma ihtimali artar. Dalgalı borçları olan hükümetler, dalgalı finansal kâğıtlar ihraç eden anonim şirketler ve bankalar tipik hedge birimleridir. Spekülative finansman birimleri, kendi nakit akışlarından mükellef oldukları faiz ödemelerini yapabilen, buna karşılık anaparayı ödeyemeyecek durumda bulunan birimlerdir. Bu birimlerin anapara borçları için “yeniden borçlanmaları”, bir başka ifadeyle vadesi gelen anapara borçları için yeni “borç senedi” çıkarmaları zorunludur (Bocutoğlu, 2010:16).

Ponzi finansman birimleri, kendi işlemlerinden sağladıkları nakit akımları ile hem anapara hem de faiz borçlarını karşılayamayacak durumdaki birimlerdir. Bu birimlerin borçlarını ödeyebilmek için “varlıklarını satmaları” veya “yeniden borçlanmaları” zorunludur. Faiz ödemelerini yapmak için varlık satmak veya



borçlanmak bir birimin öz sermayesini düşürürken, borçlarını ve beklenen gelirinden ödenecek borç yükümlülüklerini artırır. Ponzi finansman birimi, borçlandığı kuruma önerdiği güvenlik marjını düşürmektedir (Minsky, 1977: 143).

Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'ne göre iktisadi sorunlardan bir tanesi ekonominin sermaye gelişimi ve kapitalist sistemin karmaşık finansal sistemidir. Minsky kapitalist bir ekonominin, kapital gelişimini tanımlamak için gelecekteki para ve bugünkü para kavramlarını kullanmaktadır. Bugünkü para yatırım mallarının üretiminde kullanılan kaynaklara gitmektedir, gelecekteki para ise sermaye sahiplerinin üretim sonucu elde edecekleri kârları ifade etmektedir. Yatırımların borç ile finanse edilmesi, sermaye sahiplerini belli şartlar altında belli bir ödeme yükümlülüğü altına sokmaktadır. Yatırım yapmak için sağlanan bu finansmanın büyük bir kısmı, borç verenle borç alan arasındaki garantileri sağlayan, finansal bankacılık sistemi aracılığıyla gerçekleşmektedir. Reel sektör ile finansal sektör arasındaki bu kesişme noktası modern ekonominin belirgin özelliklerinden birini oluşturmuştur (Minsky, 1992:2-3).

#### **1.5.5. Yeni Neoklasik Sentezin İş Çevrim Teorisi**

1990'ların sonunda iktisat yazınında Yeni Neo Klasik Sentez ya da Yeni Keynesyen Makro Model (YNS) olarak adlandırılan bir uzlaşma meydana gelmiştir. Bu uzlaşmanın temel özelliği, Yeni Klasik, Reel İş Çevrim Kuramı ve Yeni Keynesyen İktisadın fikirlerinin sentezinden oluşmasıdır. YNS bir enflasyon denklemi, bir toplam talep denklemi ve bir para politikası kuralından meydana gelmektedir.

Yaklaşım, kısa dönemde fiyat rijitlikleri (katılıkları) sebebiyle toplam talebin reel ekonomik faaliyetlerin temel belirleyicisi olduğu düşüncesini ortaya koymaktadır. Bu anlamda para politikasının ekonomi üzerinde güçlü etkileri vardır. Para politikasına atfedilen önemin pozitif ve normatif açıdan iki önemli sonucu doğmaktadır. Pozitif açıdan konjonktür dalgalanmaları para politikası uygulamalarından bağımsız olarak algılanamaz. Bu sonuç Reel Konjonktür teorisindeki prodüktivite, maliye politikası ve nispi fiyat şoklarına atfedilen önem ile beraber ele alınmaktadır. Normatif açıdan ortaya çıkan sonuç ise toplam talebin

makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla para politikası tarafından yönlendirilmesi gereğidir (Goodfriend ve King, 1997:26).

### **1.5.6. Monetarist Okulun İş Çevrim Teorisi**

1960'lı yıllarda Chicago Üniversitesi'nden Nobel İktisat ödüllü Milton Friedman ve meslektaşları Monetarizm (paracılık) olarak bilinen Keynesci görüşe bir alternatif doktrin ortaya koymuşlardır. Monetarizmin en önde gelen ismi Milton Friedman'dır. Keynesyen ve Paracı iktisatçıların konjonktürel dalgalanmaları önlemeye yönelik politika önermelerindeki temel farklılık dalgalanmaların kaynağı konusundadır. Paracı iktisatçıların teorik kökeni Klasik iktisatçılardan gelmektedir.

Monetaristlerin temel varsayımları; ekonomide bütün fiyatlar esnektir, dengeden sapma halinde bütün piyasalar hızla dengeye gelir ve işçiler beklentilerini oluştururken sadece geçmiş verileri göz önünde bulundururlar. Monetarist konjonktür teorisinde ekonomik dalgalanmaların temel nedeni para arzındaki dalgalanmalardır. Bu teoride temel dürtü para miktarının büyüme oranıdır. Friedman, para politikalarının reel ekonomik değişkenleri önceden belirlenen durumda sabit tutamayacağını ama bunun yanında reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olacağını öne sürmüştür (Friedman, 1968: 12).

Teoriye göre, merkez bankası paranın büyüme oranını değiştirdiğinde Keynesyen mekanizmasında olduğu gibi önce toplam talep etkilenecek ve konjonktür mekanizması işlemeye başlayacaktır. Reel para miktarının artması faiz oranlarını düşürmektedir. Döviz piyasasına etkisi ise, döviz kurunu düşürerek paranın değerini kaybettirmektedir. Finansal piyasalara olan etkisi diğer sektörlerde de yayılmasına sebep olur. Keynesgil teorideki çarpan etkisi söz konusudur. Parasal büyümedeki artış toplam talep eğrisini sağa kaydırarak genişlemeye sebep olmaktadır (Parasız ve Bildirici, 2006:145).

Monetaristler, iyi bir para politikasının, para arzında sabit bir artışa izin veren bir politika olduğunu savunmaktadırlar. Keynesyenlerin müdahaleci makro politikalarının, ekonomide istikrarsızlık yaratacağını, pür maliye politikasının dışlama etkisi nedeni ile ekonomi üzerindeki olumlu etkisinin az olacağını ileri sürmektedirler. Sonuç itibari ile en iyi politika maliye politikası değil, iktisadi

büyüme oranını temel alan, buna göre para arzını sabit ve istikrarlı bir oranda artıran para politikasıdır. Böylece, ekonomideki dalgalanmalar en aza indirilebilmekte ve fiyatlar genel düzeyinde istikrar sağlanabilmektedir (Emsen, 2003:101).

### **1.5.7. Yeni Klasik Okulun İş Çevrim Teorisi**

1970'li yıllarda meydana ekonomik olaylar Keynesci modellerin öngördüğü şekilde gelişme gösteremeyip, bir çevrim döneminde neler olduğu konusunda yeterli açıklama getiremeyen, para ve maliye politikalarındaki değişimleri analiz etmede yeterli alt yapıyı sağlayamayan Keynesci teoriye karşılık devreye Yeni klasik İktisatçılar girmişlerdir. Yeni Klasik İktisatçıların kökeni de Monetaristler gibi Klasik İktisatçılardır. (Özer ve Taban, 2006:43).

#### **1.5.7.1. Rasyonel Bekleyişler**

1970'ler süresince rasyonel beklenti yaklaşımı, modellere tatbik edilip hızla geliştirilmiş; rasyonel beklenti yardımıyla denge konjonktür modelleri kurmak mümkün olmuş ve iktisat politikasının makro ekonometrik evrimi sağlanmıştır. Bu modeller, kişilerin karar üretme süreçlerini dinamik çerçevede ele aldıkları düşünüldüğünden, dinamik modellerdir. Modellerde, bireyler iktisadi süreçleri çok iyi tahlil etmekte, bu nedenle de ancak bilgi eksik olduğunda hata söz konusu olmaktadır. Bireyler simetrik yanlışlarla beklentilerini şekillendirmemektedirler. Yani bu modellerde, bireyler değişkenleri etkilediğine inandıkları bütün faktörleri kullanmakta ve beklentiler -fayda maksimizasyonu çerçevesinde- rasyonel olarak belirlenmektedir. Simetrik yanlışlar zaman içinde beklentiye şekillendirmemektedir (Bildirici, 1992:32).

Rasyonel bekleyişler teoremi, John F. Muth (1961) tarafından ortaya atılmış ve R. Lucas ve L. Rapping (1969) çalışmalarıyla geliştirilmiştir. Rasyonel bekleyişler iş çevrimi teorileri, dalgalanmaların fiyat düzeyi tarafından belirlendiği görüşüne dayanmaktadır. Rasyonel bekleyişler teorilerini diğer teorilerden ayıran dürtü, toplam talepteki beklenmeyen değişimdir. Toplam talepte beklenenden daha büyük bir artış bir genişlemeye, beklenenden daha küçük bir artış bir resesyona neden olmaktadır (Parasız ve Bildirici, 2006:147).

Firmalar ve çalışanlar, toplam talepte bir artış öngörürlerse fiyat düzeyinin yükseleceğini beklemekte ve daha yüksek nominal ücreti kabul etmektedirler. Toplam talepte beklenen değişimler fiyat düzeyini değiştirmekle birlikte reel GSYH ve istihdamı değiştirmez. Çünkü Rasyonel Bekleyişler Teorisi ekonominin çıktı düzeyinin uzun dönemde potansiyel çıktı düzeyine eşit olduğunu varsaymaktadır. Teoriye göre genişletici para ve maliye politikaları sadece kısa dönemde istihdamı geçici olarak arttırabilmektedir. Teori aktif iktisat politikaları yerine istikrarlı politikalar kullanılmasını öngörmektedir (Yıldırım vd, 2012:350).

### **1.5.7.2. Reel İş Çevrimleri**

Son yıllarda önem kazanan ve dalgalanmalara farklı bir bakış açısıyla açıklama getiren teori olan reel iş çevrimleri teorisi verimlilikte ortaya çıkan tesadüfi dalgalanmaların ekonomideki dalgalanmaların esas kaynağı olduğunu belirtmişlerdir. En önemli temsilcileri; F. Kydland, E. Prescott, R. King ve C. Plosser'dir (Unay, 2001:215).

Dalgalanmalar temelde teknolojik değişmelerdeki dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır. Buna karşılık verimlilikte gözlenen değişimlerin, uluslararası alanda oluşan dengesizlikler, iklimde gözlenen dalgalanmalar ve doğal afetler gibi başka sebepleri de olabilir. Teknolojinin ekonomiye etkisi iki kanal üzerinden gerçekleşmektedir (Bildirici, 1992:41);

- a) Gelişmiş teknoloji mal ve hizmet arzını arttırmaktadır. Diğer yandan üretim fonksiyonu iyileştirildiği için, veri faiz oranında daha fazla çıktı üretilmektedir. Toplam arz eğrisi kaymaktadır.
- b) Yeni teknoloji mevcut mal talebini arttırmaktadır. Yeni teknoloji daha hızlıdır. Firmalar bunu almaya çabaladığı için yatırım malları talebi artmaktadır. Toplam Talep Eğrisi aşağı kaymaktadır. Reel iş çevrimi teorisinde para hem kısa hem de uzun dönemde yansızdır. Çünkü fiyatlar esnektir ve işletmeler talep ve maliyet değişimlerine karşı fiyatlarını hızla ayarlamaktadır. Bu para politikalarının hiçbir dönemde etkili olmadığı anlamına gelmektedir.

Reel iş çevrimi teorisine göre, hükümetin uygulayacağı politikalar, refahı düşürmektedir. Ekonomik dalgalanmalar, teknolojik değişikliğin yol açtığı belirsizliğe tepki olarak ele alınabilir. Parasal faktörler, dengesizliği açıklamada önemli değildir. Diğer yandan para politikası da reel etkiye sahip değildir. İşçiler ne kadar çalışacaklarına karar vermektedirler. Gözlenmiş işsizlik gönüllüdür. Hükümetlerin vergi ve harcama politikaları, çeşitli tahribatlar yaratmaktadır. Hükümet harcamalarında geçici artış, çıktı ve istihdamı arttıracaktır. Çünkü emek arzı faiz oranındaki artışa cevaben artmaktadır (Bildirici, 1992:42).

### **1.5.8. Yeni Keynesyen Okul**

Keynesyen iktisadi görüşün zamanla ekonomik gelişmeleri açıklamada zayıf kaldığı bazı iktisatçılar tarafından görülmüş olup eleştirilere maruz kalmıştır. Özellikle Keynesyen iktisadın mikro ekonomik temellerinin zayıf olması dikkat çekmiştir. Yeni Keynesyenler olarak adlandırılan G. Mankiw, B. Greenwald, B. Bernanke, S. Fischer, D. Romer, J. Stiglitz vd. bu eleştirilere karşılık fiyat ve ücret katılıklarının mikroekonomik nedenleri üzerinde çalışmalarını yoğunlaştırmışlardır.

Yeni Keynesyen iktisatçılar, çıktı ve istihdamdaki dalgalanmaların, ücret ve fiyatların değişen ekonomik koşullara yavaş uyumundan kaynaklandığına inanmaktadırlar ve tüm piyasa olumsuzluklarını kabul etmektedirler. Yeni Keynesyen iktisatçılara göre hem talep hem de arz şokları ekonomide dalgalanmalara neden olmaktadır. Yeni Keynesyenler için önemli olan konu şokların kaynağından çok ekonominin bu şoklara nasıl karşılık vereceğidir.

Yeni Keynesyen modelin varsayımları ise (Kabadayı, 2013:32);

- Ekonomik aktörler davranışlarında kar ve fayda maksimizasyonu gözetirler.
- Rasyonel davranırlar.
- Ekonomik denge eksik istihdam seviyesinde de gerçekleşebilir.
- Arz şokları da çıktı seviyesi üzerinde etkili olabilir.
- Kamu müdahaleleri çıktı düzeyini etkileyebilir.

Keynesyen yaklaşımda toplam talep politikaları (aktivist) ile iş çevrimlerinin olumsuz etkilerinin tamamen ortadan kaldırılmasına “ince ayar” denmektedir. Ancak yeni Keynesyenler devletin her zaman bu müdahalelerde bulunmak yerine bilhassa derin yaşanan resesyon dönemlerinde ortaya çıkan piyasa başarısızlıklarını çözmek için müdahalelerde bulunması gerektiğini savunmaktadırlar. Yani ince ayar yerine “kaba ayar” yapılmalıdır. İnce ayar dalgalanmaların olumsuz etkilerini tamamen giderirken kaba ayar söz konusu etkileri azaltıcı niteliktedir (Mucuk, 2014:281). Yeni Klasikler ve Yeni Keynesyen model arasındaki temel farklılık ise, fiyat belirleme davranışından kaynaklanmaktadır (Dixon, 1997:158).

Yeni Keynesyenler ayrıca riskten kaçınan borç verenlerin, resesyona yanıt olarak, portföylerini güvenli faaliyetlere doğru kaydırmasına neden olan kredi piyasası eksikliklerinin sonuçlarını incelemiştir. Bu davranış aracılığın reel maliyetlerini yükselterek bir ekonomik şoku büyütebilir. Sonuçta oluşan kredi sıkışması, resesyonu, birçok sermaye kısıtındaki borçlananın krediyi pahalı veya zor kredi elde edebileceği ve iflaslarla sonuçlanacak bir depresyona dönüştürebilir (Snowdon ve Vane, 2005:354).

#### **1.5.8.1. Fiyat Katılığı**

Yeni Keynesci iktisatçılar fiyatların katılığına yönelik birçok modeller geliştirmişlerdir. Fiyat katılıklarını açıklamak için menü maliyetleri modelini kullanmışlardır. Yeni Keynesçiler, maliyetli fiyat ayarlamalarını, çıktı ve istihdamın ücret ve fiyatlardan daha çok değişmesinin nedenlerini açıklarken kullanmakta ve toplumsal sonuçlara ulaşmaktadırlar (Özer ve Taban, 2006: 97).

Mal piyasasındaki menü maliyetleri fiyatları katılaştırarak kendiliğinden düşmesini önlemektedir. Bu durum ekonomide üretim ve istihdamın dalgalanmasına ekonomik istikrarın bozulmasına yol açmaktadır. Firmalar bir araya gelerek bu katılığı engelleme konusunda ortak kararlar alabilirler fakat ekonomideki koordinasyon eksikliği bu karar sürecini oluşmasına ortam sağlamadığı için fiyat katılığını önleyemezler (Bocutoğlu, 2008: 342).

### **1.5.8.2. Ücretlerin Katılığı**

Yeni Keynesyen teoride temel amaç fiyat ve ücret katılığını açıklamaktır. Ücretlerin katılığı iş gücü piyasasındaki dengesizlikler ile açıklanmaya çalışılmaktadır. Yeni Keynesyen modele göre yapılan uzun dönemli istihdam kontratları nominal ücretlerin yapışkan olmasına nedendir. Kontratların süresi ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilir. Bu süre ne kadar uzun olursa ücretlerin katılığı da o kadar fazla olmaktadır. Yani herhangi bir talep şoku karşısında para politikaları etkinliği azalır. Yapılan kontratların uzun olmasının nedeni ise işveren için oluşan maliyetlerdir. Çünkü hem işveren hem de işçi arasında uygun bir kontratın yapılması için dönem koşullarının araştırılması masraflı bir iş olup hem zamanla hem de maliyetle yüküdür (Tarhan ve Kaya, 2011:6).

### **1.5.9. Politik İş Çevrimleri**

Politik iş çevrimine göre ekonomik dalgalanmalar kamu politikalarından etkilenmektedir. Teoriye göre politikacılar maliye politikasını kullanarak seçim sonuçlarını lehlerine çevirmeye çalışmaktadır. Seçim öncesi genişletici maliye politikası, seçim sonrası ise daraltıcı maliye politikası uygulayarak ekonomik dalgalanmalara neden olmaktadır.

Politik iş çevrimi terimi literatüre Kalecki (1943) tarafından kazandırılmıştır. Fakat düşünceye ilk formel şekil Nordhaus (1975)'un çalışmasında yer verilmiştir. Kalecki'ye göre, hükümetler girişimci sınıfın işgücü disiplinini sürdürme baskısına maruz kalmaktadır. Hükümetin resesyonun olumsuz etkilerini azaltma çalışmaları daha fazla kazanç sağlayacakken girişimci sınıf buna karşı çıkabilmektedir. Bu nedenle hükümet, iş çevrimlerini “şekillendirmek” için baskı görebilmektedir. Kalecki, ortaya çıkan dalgalanmayı politik iş çevrimi olarak nitelendirmektedir (Kalecki, 1943:322).

Politik iş çevrimi modellerinde yayılma mekanizmasının temelini, beklentilerle seçim sonrası ortaya çıkan siyasi tablonun uygulamaya konan politikalarla uyum göstermemesi oluşturmaktadır (Yıldırım vd, 2012: 353). Politik iş çevrimleri iki başlık altında incelenebilir.

### **1.5.9.1. Fırsatçı Politik İş Çevrimi Modeli**

Nordhaus'un üzerinde durduğu model olan oportünist politik iş çevrimi teorisi demokratik rejimlerin enflasyona sebep olacağı tezini ileri sürmüştür. Nordhaus bu modelinde birkaç varsayımda bulunur. Bunlar (aktaran Snowdon ve Vane, 2005:467);

- Politik sistem aralarında politika açısında tam yakınlaşma bulunan iki partiyi içermektedir.
- Her iki partide politik çıkarlarını maksimize etmekle ilgilenmektedir. Yani bu fırsatçı, politik olmayan politikacılar için yalnızca seçim sonucu önemlidir.
- Seçim zamanlaması dışsal olarak sabitlenmiştir.
- Ekonomideki enflasyon ve işsizlik ilişkisi Phillips eğrisi ile tanımlanmaktadır.
- Seçmenler iktidardaki politikacıların görev dönemlerinde ekonomiyi yönetme performansına bakarak seçimler yaparlar. Bireyler uyumcu beklentilere sahiptirler.
- Politika yapıcılar maliye ve para politikaları aracılığıyla toplam talebi manipüle ederek işsizlik düzeyini kontrol edebilirler.

Bu varsayımlar çerçevesinde hükümetin seçim zamanında oyları maksimize etmek için kısa dönem Phillips eğrisini kullanabilecek olması bir politik dalgalanmanın oluşması için yeterli olacaktır. Yani eğer hükümet seçim öncesi düşük işsizliği enflasyona tercih ederse seçmen gözünde popülaritesi yükselerek tekrar seçilme şansı artacaktır. Bu durum miyop politika seçimi olarak adlandırılmaktadır (Özer ve Taban, 2006:118).

### **1.5.9.2. Partizan Politik İş Çevrimi Modeli**

Partizan politik iş çevrimleri partilerin kendi ideolojileri ve ekonomik hedeflerindeki farklılıklardan meydana gelir. Çünkü her partinin ekonomik önceliği farklıdır. Alesina ve Roubini (1992) sol partiler işsizlik sorunun çözümü ile daha ilgiliyken, sağ partilerin enflasyon konularında daha fazla odaklandığını belirtmiştir.



Geleneksel bir örnek verilecek olursa ABD’de Demokratlara karşı Cumhuriyetçiler, İngiltere’de İşçi partisine karşılık muhafazakârlar vardır (Reichenvater, 2007:7).

Partiler farklı seçmenlere hitap ederek farklı politikaları tercih ederler. Sağcı partiler daha çok üst-orta sınıfı, iş ve finans sektöründeki toplulukları memnun etme eğilimindedir. Sol kanat ise alt-orta sınıf, işçiler ve sendikaların ihtiyaçlarına hizmet etmektedirler. Partizan modelde seçmenler kendilerine yakın gördüklerin partilerin politikalarının diğer partilerle arasındaki farkların farkındadırlar. Bunu bilerek politika yapıcılar kendi seçmenlerinin taleplerine bağlı olarak politikalarını belirlemektedirler (Alesine vd., 1997).

#### **1.5.10. İş çevrimi Teorilerinin Genel Değerlendirmesi**

19.yy ve 20. yy’ın başlarında klasik iktisatçılar dalgalanmaları sistem dışı öğelerle açıklamışlardır. Fakat kapitalist sistemi eleştiren bazı iktisatçılar ise dalgalanmaları iç dinamiklerden kaynaklanan olaylarla açıklama eğilimine gitmiştir. Büyük buhrandan sonra Keynesyen devrimle yeni teoriler oluşturulmuştur. Bu teorilerin ortaya çıkışına kadar dalgalanmalar tarımsal üretim, iyimserlik, kötümserlik dalgalanmalar, tahminler, yenilikler, yatırımlar vb. değişkenlerle açıklanmaya çalışılmıştır. Keynes dalgalanmaları toplam taleple ilişkili olduğunu ileri sürerken, Hayek parasal etkilerin üretim yapısında meydana getirdiği değişmelerin neden olduğunu öne sürmüştür.

Çizelge 1.3’te modern iş çevrimi teorilerinin uyarım ve yayılma mekanizmaları açısından aralarındaki farklar gösterilmektedir.

**Çizelge 1. 3 İş Çevrimi Teorileri Uyarım ve Yayılım Mekanizmaları**

Teoriler	Uyarım mekanizması	Yayılım mekanizması
Keynesyen iş çevrimi teorisi	Özel yatırım harcamalarındaki şoklar	Fiyat ve ücretlerin katılıkları
Monetarist iş çevrimi teorisi	Para arzındaki değişimler	Beklenen ve gerçekleşen fiyat düzeyleri arasındaki fark (uyumcu beklentiler)
Yeni klasik iş çevrimi teorisi	Verimlilik şokları	
Eksik bilgi modeli	(a) Toplam talepteki beklenmeyen değişiklikler	(a) Eksik bilgi varsayımı
(b) Reel konjonktür modeli	(b) Reel değişkenlerdeki şoklar	(b) Zamanlararası ikamesi davranışı
Yeni Keynesyen iş çevrimi teorisi	Nominal ve reel faktörlerin toplam talebinde meydana gelen şoklar	Fiyat ve ücretlerin katılıkları (eksik rekabet piyasası ve rasyonel beklentiler varsayımı altında)
Politik iş çevrimi teorisi	Önemli politik değişimler (seçim dönemleri)	Beklenen siyasi tablo ve uygulanan politikaların uyum göstermemesi

Kaynak: Yıldırım vd., (2012)

İş çevrimlerini yaratan olgular çok kompleks nitelikte olup birçok yapıyla açıklanabilir. Ayrıca her dalgalanmanın nedeninin aynı olması beklenmeyebilir. Bu nedenlerle her teorinin bütün dalgalanmaları açıklama olasılığı yüksek olmayabilir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL DERİNLEŞME VE FİNANSAL DERİNLEŞME LİTERATÜRÜNÜN GELİŞİMİ

#### 2.1. Finansal Sektörün Önemi ve Fonksiyonları

Finansal sistem, yatırım ve tasarruf kararlarının farklı birimler tarafından verildiği ekonomilerde fonları buluşturarak getirisi en yüksek sektörlerden başlamak üzere yatırımlara kanalize edilmesine aracılık yapan finansal aracılardan oluştuğu yapı ifade etmektedir. Finansal sistemde fonların yatırımlara aktarımını sağlayan araçlar ve araçlar mevcuttur. Nakit para, mevduat, krediler, hazine bonusu ve tahviller, varlığa dayalı menkul kıymetler vb. finansman araçları arasında yer alır. Sistemdeki finansal araçlar ise; bankalar, menkul kıymet borsaları, yatırım ortaklıkları gibi kurum ve kuruluşlardan oluşur (Öztürk vd., 2010:2).

Finans sistemi işleyişi içinde yatırımcılar ya da finansal araçlar finansal varlıkları çıkararak firmalardan, bireylerden veya hükümetten fonları toplayarak finans sisteminin kaynağını oluştururlar. Fon yatırımcıları ödünç verenlerden veya finansal araçlardan direkt olarak finansal varlıkları alabilirlerken, brokerlar ve dealerlar finansal varlıkların transferini sağlarlar.

Finansal sistem modern bir ekonomide ihtiyaç duyulan bazı temel işlevleri yerine getirmektedir. Ekonomide birçok sektörün büyümesi ve gelişmesi finansal kaynakların varlığına bağlıdır. Finansal kaynakların oluşturulması ve mobilizasyonunun sağlanması reel sektörün gelişme hızını önemli ölçüde etkilemektedir. Ayrıca finansal kaynakların etkin kullanımının da diğer sektörlerin gelişmesi açısından oldukça önemli olduğu açıktır (Ağır, 2009:12).

Finansal sistem banka temelli ve piyasa temelli olarak iki sınıfa ayrılabilir. Banka temelli finansal sisteminde bankaların payının büyük olduğu ve mevduat, mevduat sigortası ve kredi gibi araçların yoğun kullanıldığı sistemlerdir. Sermaye piyasası kurumlarının daha aktif olduğu menkul kıymetler ve türev ürünlerinin yoğun olarak kullanıldığı ve türev araçlarının çeşitliliğinin fazla olduğu sistemler piyasa temelli finans sistem olarak adlandırılmaktadır.

Finansal sistemin iyi işleyebilmesi ve fonksiyonlarını kullanabilmesi için finansal araç ve hizmetlerin alınıp satıldığı finansal piyasalara ihtiyacı vardır. Bu piyasaların düzgün çalışması ekonomide kaynakların dağıtımı ve tasarrufların verimli alanlarda yatırıma dönüştürülmesi açısından oldukça önemlidir.

Finansal piyasalar birçok kritere göre sınıflandırılabilir. Piyasanın örgütlenme şekline göre yapılan sınıflandırmada finansal piyasalar ikiye ayrılır (Mishkin, 2004: 26). Bunlar örgütlenmiş ve örgütlenmemiş piyasalardır. Bu piyasalar arasındaki fark işlemlerin denetleme konusunda ortaya çıkmıştır. Örgütlenmiş piyasalarda işlemler belli kurallar altında yapılmakta olup fiziksel mekâna sahip, hükümet tarafından denetlenen ve sistemli çalışan piyasalardır. Örgütlenmemiş piyasalar ise belli bir fiziksel mekâna sahip olmayan ve kuralları sistem içindeki araçlar tarafından belirlenen piyasalardır.

Fonların ödünç süresine göre yapılan sınıflandırmada finansal sistem ikiye ayrılır (Mishkin, 2004: 27). Bunlar sermaye ve para piyasalarıdır. Para piyasaları kısa vadeli işlem yapan piyasalardır. Genel olarak bir yıldan kısa olan finansal varlıkların işlem gördüğü piyasalardır. Sermaye piyasaları ise daha uzun vade de işlem gören varlıkların yer aldığı piyasalardır. Sermaye piyasalarına örnek olarak menkul kıymet borsaları para piyasalarına örnek olarak ticari bankalar verilebilir.

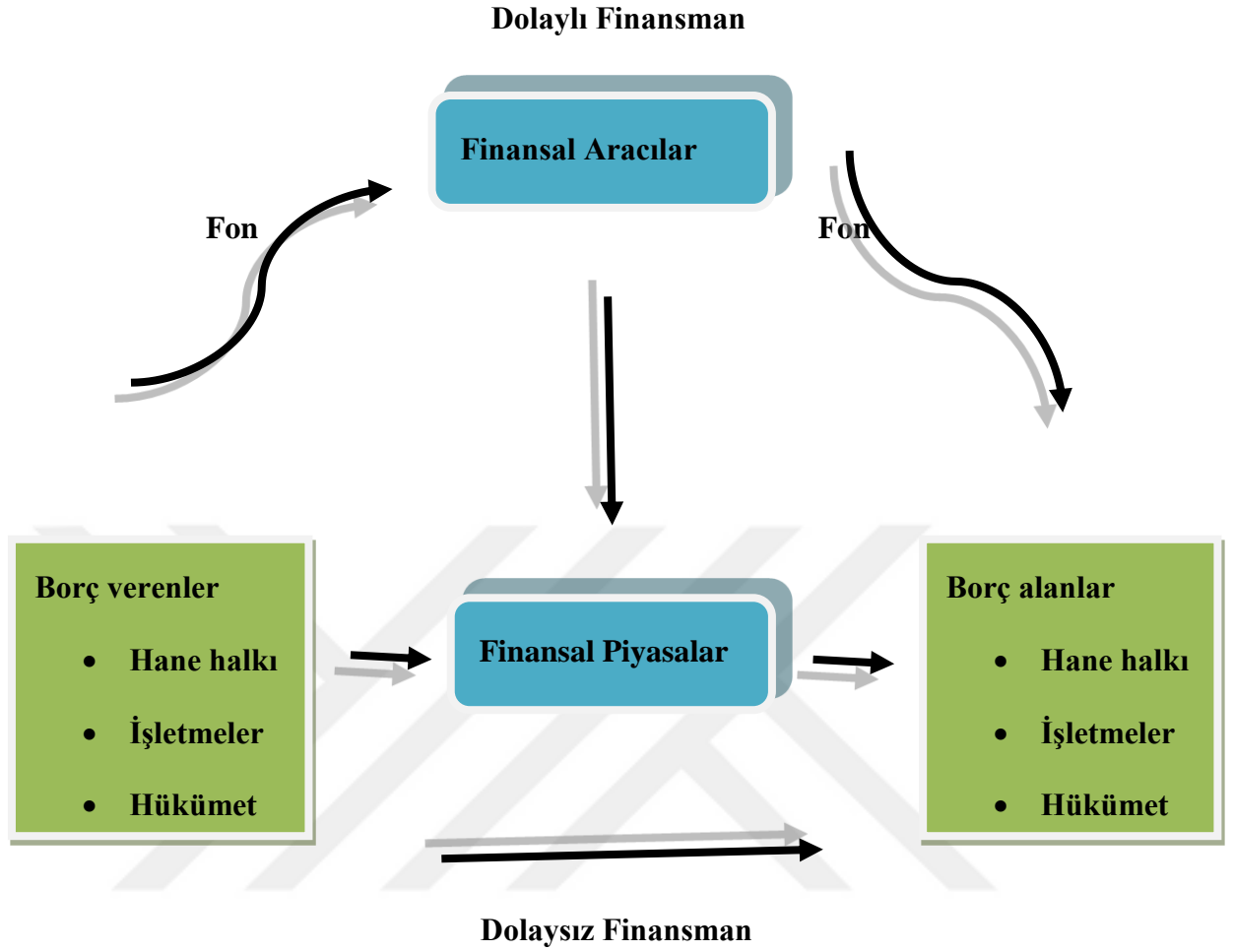
İşlemlerine göre sınıflandırılan finansal piyasalar da ikiye ayrılır (Mishkin, 2004:26). Bunlar birincil ve ikincil piyasalardır. Birincil piyasa, yeni çıkarılmış tahvil, hisse senedi, bono gibi menkul kıymetlerin ilk kez ilk alıcılarına satıldığı finansal piyasadır. Birincil piyasanın temel özelliği, menkul değerlerin ihraçtan satın alınmasıdır. İkincil piyasalar ise, daha önceden çıkartılmış menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ikinci el piyasalardır (Seyidoğlu, 1999: 59).

Finansal piyasaların üzerine aldığı görevleri açısından birçok fonksiyonundan söz edilebilir. Levine (1997), finansal yapının; finansal piyasalar, anlaşmalar ve araçların bilgi edinme ve işlem maliyetlerini etkileyerek sermaye birikimine ve teknolojik yeniliklere ve dolayısıyla ekonomik büyümeye neden olduğunu belirtir. Levine (1997), finansal sistemin ve gelişmişlik düzeyinin makroekonomik sonuçlarını finansal piyasaların ve araçların fonksiyonlarından hareketle beş başlık

altında toplar. Finansal sistem, bu fonksiyonlarını gerçekleştirmekle sermaye birikiminde artışa, teknolojik yeniliklere ve dolayısıyla ekonomik büyümeye neden olur. Finansal sistemin fonksiyonları aşağıdaki maddeler halinde açıklanabilir (Levine, 1997:4; Merton ve Bodie, 1995:4);

- Borçlanma ve borç verme: Yatırım ve tüketim amaçlı fona ihtiyaç duyanlar ve hükümet, hane halkı, firmalar ve yabancılar gibi elinde fon fazlası olanları finansal piyasalar kanalıyla bir araya getirerek ihtiyaçları karşılamaktadır.
- Fiyat belirleme: Finansal piyasalar finansal varlıkların fiyatını belirlemektedir. Yeni konu olan varlıkların fiyatının belirlenmesinde sermaye piyasasının bir alt piyasası olan ikincil piyasalar önemli rol oynamaktadırlar.
- Koordinasyon ve bilgi sağlama: Fonların değişimini eksik ve asimetrik bilgi karakterize eder. Finansal piyasalar bu değişimi kolaylaştırmak için bilgi sağlamaktadır.
- Risk paylaşımı: Yatırımlardan sağlanan fonları borç olarak vermek isteyenlerden borç alacaklara isteği doğrultusunda risk tayini finansal sistem içindeki risk transferini sağlamaktadır.
- Likidite: Finansal piyasaların varlığı varlık sahiplerinin bu varlıkları alıp satmalarını etkinleştirmektedir. Genel olarak bu da finansal enstrümanların likiditesini arttırmaktadır.
- Verim ve etkinlik: Finansal piyasalar bilgi ve işlem maliyetini azaltarak finansal sistem içindeki akışı arttırmakta ve ekonomik görünüme etkinlik ve verim katmaktadır.

Finansal sistemin yapısı ülkeden ülkeye göre ekonomik yapının işleyişine bağlı olarak değişebilir. Basit bir finansal sistemde fon alanlar, fon verenler, finansal araçlar ve finansal enstrümanlar bulunmaktadır. Basit bir finansal sistem diyagramı Şekil 2.1’de gösterilmiştir.

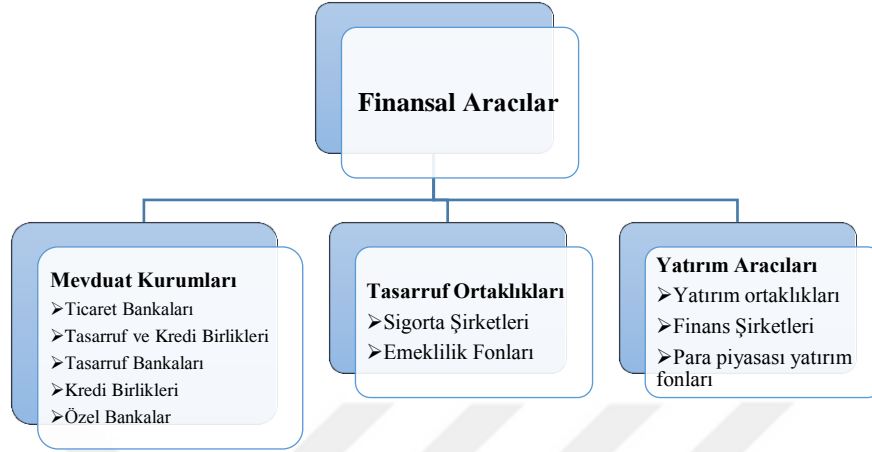


Şekil 2. 1 Basit Finansal Sistem Diyagramı (Mishkin ve Eakins, 2012:16)

Tasarrufta bulunarak fon fazlası elde eden ekonomik birimlerle fon ihtiyacı olan ekonomik birimlerin sistem içerisinde güven sorunu ve vade uyuşmaması gibi sorunlarla karşılaşmaması için finansal araclara ihtiyacı vardır. Finansal araçlar; miktar ayarlaması, risk ayarlaması, vade ayarlaması, fon maliyetlerini düşürmek ve finansal danışmanlık hizmeti sunması açısından finansal sektördeki büyük önem taşıyan kurumlardır. Ayrıca finansal araçların sunduğu karlı yatırım olanakları, bireysel yatırımcıların birikimlerinin çekilmesini kolaylaştırmaktadır. Sonuçta finansal araçların faaliyetleri, üretim artışı sağlamakta ve finansal hizmetlere olan talebi arttırmaktadır (Hondroyiannis, Lolos ve Papapetrou, 2004:6).

Diğer taraftan daha fazla birikimin çekilmesi ve firmaların giderek değişen ve artan kaynak taleplerine karşılık verebilmek için genişleyen bir finansal araçlar yelpazesi oluşmaktadır. Finansal araçlar tarafından geliştirilen bu araçlar finansal

sistemin derinleşmesini sağlamaktadır (Allen ve Santomero,1996:4). Finansal araçlar genel olarak Şekil 2.2'deki gibi gösterilebilir.



Şekil 2. 2 Finansal Araçlar (Mishkin ve Eakins, 2012:27-28)

## 2.2. İktisadi Kalkınmada Finansal Sektörün Değişen Rolü

Finansal sistem, bir ekonomide fon fazlası olanlar (tasarruf edenler) ile fon açığı olanlar (yatırımcılar) arasında fon akışına aracılık yapmaktadır. Bu aracılık hizmeti finansal sektörün iktisadi kalkınma sürecinde çok önemli rol üstlenmesine de imkan vermektedir. Literatürde etkin çalışan bir finansal sektörün iktisadi kalkınma için hayati öneme sahip olduğu noktasında bir uzlaşma söz konusudur.

Finansal sektörün iktisadi kalkınma sürecindeki rolüne ilişkin betimsel ve teorik öneriler baskın ekonomik paradigmlar çerçevesinde yıllar itibariyle değişim göstermektedir. Bu çerçevede öncü çalışmalar, finansal sektörün önemini ve aracılık fonksiyonunu vurgularken; Keynesci yaklaşım finansal baskıyı önermekte ve yeni klasik anlayışın hakim olmasıyla finansal liberalizasyon ön plana çıkmıştır. İçsel büyüme teorilerinin ortaya çıkmasıyla finansal gelişmenin büyüme oranını artıran bir kanal olabileceği belirtilmiştir. Yüzyılın başında ise, literatür finansal derinleşmenin belirleyicilerine odaklanmaya başlamış ve son birkaç yıl içinde de finansal derinleşmenin iş çevrimine neden olup olmadığı tartışılmaya başlanmıştır.

### 2.2.1. Öncü Çalışmalar

Finansal sektörün ekonomik büyüme için önemine vurgu yapan ilk iktisatçılardan biri olan Schumpeter'e (1912) göre, iyi işleyen finansal piyasalarda

ürünlerin etkinliği için gerekli olan teknolojinin finansmanını sağlayarak yatırımcıları desteklemektedir. Schumpeter finans kesiminin reel ekonomik büyümeye katkısını analiz ederken, özellikle modern bankacılık sisteminin kredi yaratma potansiyeline dikkat çekmektedir. Schumpeter'in para ve kredi kurumlarının ulusal ekonomilerin uzun dönem ekonomik gelişme süreçlerinde belirleyici işlevler üstlendiğini vurgulayan yaklaşımının öncü niteliğinde olduğunu ifade edilebilir. Bunun temel nedeni, Schumpeter'in nerede ise başka hiçbir iktisatçının yapmadığı ölçüde, kapitalist ekonomilerin yenilik dinamiğinin finanse edilmesi için, bankaların kredi yaratma gerekliliğini ön plana çıkarmasıdır (aktaran İçke, 2014:2). Sonuç olarak, Schumpeter'e göre, ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesi için finansal sektörün de geliştirilmesi gerekir (Ağır vd. 2009:2).

Finansal sektörün önemine vurgu yapan öncü çalışmalardan bir diğeri de Robinson (1952) tarafından geliştirilmiştir. Robinson (1952), bir ekonomi büyüdükçe finansal hizmetlere olan talebin artacağını, dolayısıyla da finansal sistemin gelişeceğini savunmaktadır. Schumpeter ise, iyi işleyen bir finansal sistemin biriken fonları en verimli yatırım projelerine aktararak ve yenilikçi projeleri finanse ederek ekonomik büyümenin gerçekleşmesine katkı sağladığını öne sürmektedir.

Schumpeter (1912), finansal sektörün sağladığı fonlara vurgu yaparken; Robinson (1952), reel sektörün finansal sektör tarafından üretilen araçlara talebine dikkat çekmektedir. Patrick (1966), finansal sistem ve ekonomik büyüme arasında nedensellik olduğunu gündeme getiren ilk iktisatçı olmuştur. Patrick, Schumpeter ve Robinson'un görüşlerini yeni bir kavramsallaştırmayla gündeme getirmiştir ve bu çerçevede, arz öncüllü hipotez (supply leading) ve talep takipli hipotez (demand-following) kavramlarını literatüre kazandırmıştır (Patrick, 1966). Arz öncüllü hipotez, finansal gelişmenin ekonomik gelişmeyi pozitif etkilediği görüşüne dayanmaktadır. Arz öncüllü hipotezin iki önemli fonksiyonu vardır: Kaynakların geleneksel sektörlerden, modern sektörlerle transferi ve modern sektörlerdeki girişimsel etkileri hızlandırmak ve teşvik etmek (Patrick, 1966: 175). Finansal kurumların etkin çalışması ve kendiliğinden ortaya çıkan araçların ve bunların



çeşitliliğinin artması reel sektörden talep meydana getirmektedir. Yani finansal gelişmenin öncülük ettiği, yeni finansal kurumların yaratıldığı, finansal varlıkların arzının ve enstrümanlarının geliştiği ve bu gelişim sürecinin ekonomik büyümeyi uyardığı söylenebilir (Kar, 2001: 152). Arz öncüllü hipotezde ise nedensellik finansal gelişmeden ekonomik gelişmeye doğru çalışmaktadır.

Talep takipli hipotezde ise, reel ekonomideki yatırımcılar ve tasarruf sahiplerinin yarattığı talep sonucu finansal sistemde meydana gelen varlıklar, araçlar ve enstrümanlar finansal sistemin gelişmesine neden olmaktadır. Bu durum gelişmemiş ülkelerde finansal kurumların yetersizliğinin o ülkelerde ekonomideki talep yetersizliğinin basit bir göstergesidir (Patrick, 1966:174). Bu görüşe göre, finansal sektöre olan bir talep; reel sektördeki çıktının artmasına, ticaretin yaygınlaşmasına ve tarım sektörünün modernize edilmesine bağlıdır (Kar, 2001: 152). Bu hipotezde vurgulanmak istenen durum ekonomide reel sektöre teknolojik yeniliklere ve iş gücünün verimliliğinin artırılmasına yönelik uygulanan ekonomi politikaları finansal kurumlara olan talebin artmasına ve finansal çeşitliliğin oluşmasına yardımcı olacaktır (Robinson, 1952; Patrick, 1966; Ireland, 1994; Demetriades ve Hussein, 1996; Darrat, 1999). Yani bu hipoteze göre nedenselliğin yönü ekonomik gelişmeden finansal gelişmeye doğrudur.

Talep takipli hipotez birçok uygulamalı çalışmada incelenmiştir. Jung (1986) 56 ülkeyi kapsayan çalışmasında gelişmekte olan ülkelere finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu, gelişmiş ülkelere ise ekonomik büyümenin finansal gelişmeye neden olduğu sonucuna ulaşmıştır. Demetriades ve Hussein (1996), Shan, Morris ve Sun (2001) ve Thangavelu ve Ang (2004) yaptıkları çalışmalarda ekonomik büyümenin finansal sektörün gelişmesine öncülük ettiği ortaya koymuşlardır.

### **2.2.2. Finansal Baskı Hipotezi**

İkinci Dünya Savaşından sonra uygulanma imkanı bulun Keynesyen politikalar devletin ekonomiye müdahalesine imkan vermiştir. Bu çerçevede özellikle gelişmekte olan ülkelere faiz oranlarının düşük seviye kalmasına çalışılmıştır. Ancak enflasyon oranının nominal faiz oranından yüksek olması, reel faizlerin

negatif olmasıyla sonuçlanmıştır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973), 1970'li yıllardaki uygulanan bu ekonomi politikalarının finansal sistem üzerindeki etkisini finansal baskı kavramıyla ifade etmişlerdir.

Finansal baskı, faiz oranları üzerine tavan uygulaması, kredi dağılım ve arzının kontrol edilmesi ve kredilerin belirlenen sektörlere kullandırılması gibi uygulamalar ile finansal kuruluşların yaptıkları her faaliyetin kontrol altında tutulması ve devlet politikalarına göre oluşturulması olarak tanımlanmaktadır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973), bu tür bir politika seçeneğini eleştirmiş ve denge faiz oranının altındaki herhangi bir faiz oranının tasarrufları verimsiz alanlara yönlendireceğini ve gerekli yerel yatırımların yapılmasının tasarruf yetersizliğinden güçleştiğini belirtmişlerdir. Shaw (1973) faiz oranlarının tasarrufları ülkede tutacak şekilde denge faiz oranından yüksek olması gerektiğinden faiz tavanı uygulamasından vazgeçilmesinin gerekliliğini ileri sürmüştür.

Ayrıca McKinnon (1973) ve Shaw (1973) gelişmekte olan ülkelerde finansal baskının ikili bir yapıya neden olduğunu da iddia etmişlerdir. Bu iddiaya göre üretim teknikleri hem düşük verimliliğe sahip geleneksel yöntem hem de yüksek verimliliğe sahip modern yöntemlerle gerçekleşmektedir. Modern yöntemler daha çok getiriye sahiptir. Bu durumda finansal baskı sonucu düşük faizli kredi kullanmak isteyen girişimciler diğer grup girişimcilerin kullanmaması sonucu krediye ulaşabilirler. Bu da ekonomide ikili yapıya neden olacaktır. Bazı girişimcilere düşük faizli kredi verip diğerlerininkini reddetmek yatırımlarının genel etkinliğinin olabileceğinden daha düşük seviyede gerçekleşmesine neden olacaktır. Çünkü krediye ulaşabilen yatırımcılar sabit yatırım maliyeti ve getirisi yüksek olan modern üretim tekniklerine yönelecek diğer yatırımcılar ise kendi tasarruflarını kullanacaklarından geleneksel üretim tekniklerine yönelip yatırım yapacaklardır (aktaran Emek, 2000: 68).

Finansal baskı politikaları McKinnon ve Shaw tarafından ciddi bir şekilde eleştirilmiş ve bu politikaların ekonomiye verdiği sıkıntılar dikkate alınarak finansal sektörde liberalizasyon gerçekleştirilmesi önerilmiştir. 1970'lerin ikinci yarısında başlayıp 1980'lerde gelişimi hız kazanan finansal liberalizasyon olgusunun günümüze kadar birçok ülke tarafından değişik tanımlamaları yapılmış, ekonomik küreselleşmenin bir aşaması olmuştur.

### 2.2.3. Finansal Liberalizasyon

En dar anlamıyla kredi faiz ve mevduat üzerindeki kontrollerin kaldırılması şeklinde ifade edilen finansal liberalizasyon daha ayrıntılı olarak finans kurumlarının faaliyetlerindeki her türlü engel ve sınırlandırmaların, yabancı ülke kuruluşlarının yurt içinde finansal sisteme dahil olması önündeki engellerin en asgari seviyeye indirilmesi, sistem içindeki finansal araçların üzerindeki vergilerin indirilmesi ve döviz kontrollerinin azaltılması kast edilmektedir (Williamson ve Mahar, 2002: 9). Bu bağlamda finansal liberalizasyonu, kısaca finansal piyasalardaki kontrollerin kaldırılması ve ekonominin uluslararası sermaye akımlarına açılması şeklinde tanımlanabilmektedir (Kar ve Taş, 2003:164).

Fry (1982), aşağıdaki koşullar oluşturulduktan sonra finansal liberalleşmenin yapılması gerektiğini söylemektedir (Fry, 1982:731-750):

- Ticari bankaların denetlenmesi, hesap standartlarının geliştirilmesi ve güçlü bir bankacılık yapısının olması
- Ekonomide fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi,
- Sürdürülebilir kamu borçlanma politikası,
- Rekabetçi bankacılık sisteminin varlığı,
- Finansal aracılık üzerinde adaletli bir vergi sisteminin kurulmasıdır.

Finansal liberalizasyonun ortaya koyduğu sonuçlar ile ilgili önemli bir durum ülkelerin gelişmişlik seviyesidir. Finans alanında beklenen liberal gelişmelerin etkisi ülkelere göre farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkelerin finansal yapısı; uluslararası alanda yaşanan liberalleşmenin beklenen sonucu olarak finansal piyasaların etkinliğini arttırmaya yönelik liberalizasyon politikalarına olanak sağlamaktadır. Bu duruma karşılık gelişmekte olan ülkeler de ise durum yalnızca finansal piyasa ve kurumlarda yaşanan bir dizi dönüşümden ibaret olmayıp, kalkınma stratejisinde yaşanan dönüşüme bağlı olarak; ekonomik yapının bütününde radikal dönüşümler içermektedir (Tuncel, 2010:8). Finansal sistemin yıllar itibariyle geçirdiği düzenlenme tarzları Çizelge 2.1’de verilmiştir.

**Çizelge 2. 1 Finansal Sistemde Düzenleme Tarzlarının Dönemlendirilmesi**

<b>Dönem</b>	<b>Uluslararası Finansal Yapı</b>	<b>Finansal Sistem</b>	<b>Bankacılık Sisteminde Düzenleme Tarzı</b>
<b>1950-1980</b>	Dünya Ekonomisi ile Sınırlı Bütünleşme	Finansal Baskı	<i>REGÜLASYON</i> Riskin Kamu Otoriteleri Tarafından Denetimi
<b>1980-1990</b>	Ekonomik ve Finansal Sistemde Küreselleşme	Finansal Liberalizasyon	<i>DEREGÜLASYON</i> Piyasalarda Düzenlemeye Yönelik Önlemlerin Kaldırılması
<b>1990'lar dan Günümüze</b>	Küresel Finansal Krizlerin Yükselişi	Finansal Liberalizasyon Sonrası Sorunlara Yönelik Reform Arayışları	<i>REREGÜLASYON</i> Oto Kontrol Sistemlerinin Oluşturulması Kamu Otoritelerinin ve Uluslararası Kuruluşların Gözetim Fonksiyonuna Kavuşması

Kaynak: Tuncel, (2010:6)

Finansal sistemin süreç içerisinde yaşadığı dönüşümler finansal liberalizasyonun eleştirilmesi sonucunu da doğurmuştur. Çünkü finansal liberalleşmenin avantajlarının yanında dezavantajları da söz konusu olmuştur. Finansal liberalizasyona yönelik eleştirilerin en önemlisi yapısalci okul iktisatçıları tarafından olmuştur (Taylor, 1983; Wijnbergen, 1983). Yapısalcılar, üretimde kullanılan hammadde ve emeğe yapılan ödemelerin, kısa dönem borçlanma yoluyla finanse edildiğini ileri sürmüşlerdir. Bu nedenle, faiz oranının, üretim sürecinde değişken bir maliyet olarak kabul edilmesi gerekmektedir. Bu iktisatçılar, eleştirilerini özellikle gelişmekte olan ülkelerin üzerinde durarak yapmaktadırlar. Taylor'a (1983) göre gelişmekte olan ülkelerde uygulamaya konulan finansal liberalizasyon politikaları, ülke ekonomilerinde büyümeden çok yatırımların durmasına, büyüme rakamlarının gerilemesine ve maliyetlerde yaşanan enflasyonist baskı sonucu stagflasyonist bir sürece sebep olacaktır.

Yeni Yapısalci Modellerin varsayımları, McKinnon ve Shaw çerçevesinin varsayımlarından temelden farklılık arz etmektedir (Kar, 2001) Bunlar; enflasyon işçilerin ve kapitalistlerin görece gücü tarafından belirlenir, tasarruflar ücretlerden değil, karlardan oluşur. Fiyat seviyesi, işgücü, ithalat ve çalışma sermayesini içeren

mark-up (satış fiyatı için alış fiyatı üstüne eklenen miktar) şeklinde belirlenir (Taylor, 1983: 8). Bunların yanında bütün yapısal modellerde “tefecî piyasası” (curb market) çok önemli bir role sahiptir. Fonlar, organize (formel) bankacılık sistemi ile tefecî piyasası arasında serbestçe dolaşır. Tasarruf sahipleri ve yatırımcılar genellikle her iki piyasayı da kullanırlar. Zorunlu karşılıklar nedeniyle ticari bankalar aracılığıyla finansal aracılık sürecinde bir sızıntı (leakage) söz konusudur. Bu yüzden tefecî piyasasının “rekabetçi” olduğu ifade edilir. (Taylor, 1983:92). Organize olmamış (informel) (tefecî) finansal piyasaların daha rekabetçi ve etkin olması yaklaşımı, bu piyasaların organize olmuş (formel) bankacılık sisteminden “daha fazla aracılık” işlevi yerine getirdiğini ifade etmektedir (Wijnbergen, 1983: 434).

Finansal liberalizasyon politikaları, 1970’lerin ortalarında Latin Amerika’da uygulanmaya başlamış ve 1980’li yıllarda gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğunda uygulamaya konulmuştur (Williamson ve Mahar, 2002). Ancak finansal liberalizasyon uygulamaları, güçlü kurumsal yapıların olmadığı ve makroekonomik dinamiklerin zayıf olduğu ülkelerde finansal krizlerin oluşmasına neden olmuştur (Alejandro, 1985).

#### **2.2.4. İçsel Büyüme Teorilerinde Finansal Derinleşme**

1980’lerin ikinci yarısında ortaya çıkan içsel büyüme teorilerine (endogenous growth theories) kadar büyüme literatürüne Solow (1956) tarafından geliştirilen neo klasik anlayış hakim olmuştur. Neo-Klasik büyüme kuramında, azalan verimler kanunu işlediğinden, model durağan hale geldiğinde ekonomik büyümeyi belirleyen temel unsur teknolojik gelişmelerdeki değişme ve nüfus artış hızıdır. Uzun vadede büyüme hızının dışsal teknolojik gelişmeler tarafından belirlenmesi, ülkelerin uzun dönemde kişi başına sermaye ve gelir seviyelerinin birbirlerine yakınsayacağı anlamına gelmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki gelişmişlik farkının uzun dönemde ortadan kalkacağı şeklindeki bu görüşe “yakınsama hipotezi” denilmektedir. Hipoteze göre, sermayenin işgücünden daha hızlı arttığı bir ekonomide, teknoloji dışsal ve sabitken, faiz hadlerinin düşeceği ve yoksul ülkelerin zengin ülkelere daha hızlı büyüüp onları er ya da geç yakalayacakları öngörülmektedir (Kar ve Taban, 2003:3).

Ancak Neo-Klasiklerin yakınsama hipotezinin öngörülerini gerçekleştirmemiştir. Aksine gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasındaki gelir farklılığı daha fazla belirginleşmiştir. Teknolojinin dışsal ve sabit olduğu varsayımının gerçekçi olmadığı ortaya çıkmış ve teknolojinin içselleştirilmesi çabaları başlamıştır. Tüm bu gelişmeler, yeni bir büyüme modelinin oluşturulması için birer çıkış noktası olmuşturlardır (Kar ve Taban, 2003:4).

1980'li yılların sonlarında ortaya çıkan ve öncülüğünü Romer (1986) ve Lucas'ın (1988) yaptığı bu alternatif yaklaşım, Neo-klasik modellere bir tepki olarak ortaya çıkmış ve "içsel (yeni) büyüme teorisi" olarak adlandırılmaktadır (Renelt, 1991; Bulutay, 1995). Bu teoriler arasındaki temel farklardan biri de sermayenin getirisi konusunda yaptıkları varsayımdır. Neo-klasik büyüme teorisinde sermayenin azalan getirisi söz konusu iken, içsel büyüme teorilerinde beşeri sermayeyi de kapsayan sermayenin artan getirisine dikkat çekilmekte (Romer, 1986) ve bu artan getirinin uzun dönemde ekonomik büyümeyi sağlayacağı ileri sürülmektedir (Sala-i Martin, 1990).

Yeni büyüme modellerinde teknolojinin içselleştirilmesinin yanı sıra, bilgi taşmaları ve kamu politikası modellerinin de ekonomik büyümeyi etkileme güçleri ön plana çıkmaktadır. Romer'e (1986) göre, bilgi bir kamu malıdır ve patentlenmesi ve saklanması taam anlamıyla mümkün değildir. Bir şirket tarafından üretilen bilgi, diğer şirketler için dışsallık oluşturmaktadır. İçsel büyüme teorilerinde ekonomik büyümeye neden olabilecek artan getirinin kaynağı olarak, Ar-Ge harcamaları (Romer, 1986, 1990), verimli kamu harcamaları (Barro, 1990), kümülatif sermaye (Rebelo, 1991) ve beşeri sermaye (Lucas, 1988) önerilmiştir.

İçsel büyüme teorilerine ilişkin literatürün gelişmesine paralel olarak, finansal sektörün fonksiyonlarının artan getiriye kaynak teşkil edebileceğine ilişkin teorik modeller geliştirilmiştir (Levine, 1997; Greenwood ve Jovanovic, 1990; Bencivenga ve Smith, 1991; King ve Levine, 1993a, 1993b; Roubini ve Sala-i Martin, 1992). İçsel büyüme teorileri geliştirilmeden önce literatüre hakim olan görüşler çerçevesinde, McKinnon (1973) ve Shaw (1973) finansal sektörün liberalleşmesinin tasarrufları artıracığı (ve yatırımlar için gerekli olan fon miktarının artacağı) ve Goldsmith (1969) ise sektörün gelişiminin verimliliği artıracığı ve dolayısıyla

ekonomik büyümenin olumlu olarak etkileneceği beklenmektedir. Yeni büyüme teorileri de finansal piyasaların büyüme üzerine etkisinin verimlilik aracılığıyla ortaya çıktığına odaklanmaktadır (Pagano, 1993). Finansal sektör, ekonominin genelinde verimlilik artışını değişik kanallardan artırabilmektedir. İlk olarak, finansal sektör, yatırım ve tasarruf arasındaki bağı güçlendirmekte, sermayenin en verimli sektörlerle aktarılmasını sağlamakta ve bilgi toplama ve değerlendirmeyi kolaylaştırmaktadır (Roubini ve Sala-i Martin, 1992). Ayrıca finansal sektörün temel fonksiyonlarını yerine getirememesi, aracılığın maliyetinin artmasına, yatırımların özkaynaklar tarafından desteklenmesine ve düşük getirili yatırımların hayata geçirilmesine yol açacaktır (Ağır, 2010:45)

### **2.2.5. Finansal Derinleşmenin Belirleyicileri**

Finansal sektörün ekonomik büyüme ile ilişkisine ilişkin literatür, 2000’li yıllarda değişmiştir. Dikkatler finansal gelişmişlik farklarının dinamiklerine çevrilmiştir. Araştırmacılar bu farklılıkları açıklayabilecek birçok sayıda dışsal ve içsel faktöre vurgu yapmışlardır. Literatürde genel olarak bu belirleyiciler şu şekilde sıralanabilir (Voghoei vd. 2011:5, La Porta vd. 1997:1134):

- Yasal orijin
- Ekonomik kurumlar
- Liberalizasyon politikaları
- Ekonomi politik faktörler
- Diğer faktörler

#### **2.2.5.1. Yasal Orijin**

Finansal sistemin faaliyet gösterdiği ülkedeki kurum ve kişiler arasındaki ilişkiyi doğrudan belirleyen sistemler idari ve hukuki kurallardır (TCMB,2014). Finansal araçlar olan bankalar ve hisse senedi piyasalarının birbirleriyle yakın biçimde ilişkili olduğu için kaynakları (tasarrufları) çekmeye çalışan bu iki finansal aracı kurum rakip haline gelmiştir. Hisse senedi piyasalarının likidite derecesi ile bankacılık sisteminin gelişmişliği arasında ters yönlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan, benzer veya aynı yasal çerçeve altında faaliyet gösteren bankalar ve

hisse senedi piyasaları yasal değişiklik ve düzenlemelerden benzer biçimde etkilenebilmektedir (Dey ve Flaherty, 2005:3). Bunun yanında mülkiyet haklarının korunması da yatırımcılar için çok önemlidir. Bu yüzden mülkiyet haklarının korunmasıyla ilgili düzenlemeler finansal sistemle yakından ilgilidir. Bu durum gibi finansal yapı içerisinde hukuki düzenlemelerin gerekli olduğu birçok koşul vardır.

Finansal sisteme göre, hukukun değişen koşullara göre uyum sağlaması gerekmektedir. Esnek yasal sistemler bu değişen koşullara uyum sağlamasıyla finansal derinleşmenin gerçekleşmesinde bir avantaja sahiptirler. Örneğin İngiliz hukuku ekonominin ihtiyaçlarıyla hukuk arasındaki boşluğu hızlıca doldurmaktadır. Fransız medeni hukukunda ise değiştirilemez yasal ilkeler bulunmaktadır. Yasal sistemdeki reformların yapılmasındaki zorluk finansal yeniliklerin ve yatırımcı haklarının hızla düzenlenmesini engellemekte ve bu da finansal derinleşmeyi yavaşlatmaktadır (Ağır, 2010:132).

#### **2.2.5.2. Ekonomik Kurumlar**

Ekonomik gelişme ve finansal derinleşme özellikle iyi yönetişime dayanır (Kaufmann vd. 1999; Hellmann vd. 2000). Finansal sistem, banka başarısızlıkları altında tasarruf sahiplerinin güvenliğini garantiye almak ve bu tasarruflar bireylerin ceplerine bağlı olmaktan ya da yüksek riskli projelerde kumar oynamalarına izin vermekten ziyade en verimli yatırım alanlarına kanalize edecek şekilde iyi düzenlenmiş ve denetlenmiş olmaya ihtiyaç duymaktadır (Grima ve Shortland 2008). Bu bağlamda, kurumlar etkin ihtiyati düzenlemeler ve finansal aracılarn denetim yoluyla bu görevleri gerçekleştirme yeteneğine, sözleşmeleri ve yönetmelikleri uygulamak için iyi işleyen bir mekanizmaya sahip olmalıdır. Kurumsal faktörler ekonomik büyümeye etki eden finansal derinleşme sürecindeki belirleyicilerde kritik bir rol oynayabilir (Arestis ve Demetriades 1997). Finansal gelişme ve ekonomik büyüme için kurumların önemi birçok yazar tarafından vurgulanmış olmasına rağmen, kurumlar hakkında en etkili teoriler Acemoğlu vd (2001,2004) ve Beck. (2003) tarafından getirilmiştir. Acemoğlu vd (2001) tarafından ileri sürülen teoride, Avrupalıların çok farklı kolonizasyon stratejileri ve farklı kurumlar benimsedikleri iddia edilmiştir. Bazı ülkelerde hukuk kurallarını uygulamak ve yatırım teşviki için



kurumlar kurulurken diğler ÷lkelerde ÷lkelerine kaynak çekmek için maden kurumlarına önem verilmiştir (aktaran Voghouei vd. 2011:6).

Acemoğlu vd. (2004) ekonomik kurumlar arasındaki farklılıkların temel nedenini ekonomik gelişme farklılıklarından kaynaklandığını iddia etmiştir. Yazarlara göre farklı ekonomik kurumların farklı grup ve bireyler için farklı avantajları vardır. Bu yüzden genellikle bu sosyal seçimler üzerinden bir çatışma olduğunu savunmuşlardır ve bu çatışma en büyük siyasi gücü olan gruplar lehine çözülecektir. Ekonomik kurumlar, siyasi kurumların en çok mülkiyet haklarını savunan gruplara destek verdiği zaman ekonomik büyümeyi teşvik edebilir.

Beck vd (2003), Fransız medeni hukuk geleneğine sahip topluluklarda finansal gelişme ve mülkiyet hakları koruma seviyeleri İngiliz ortak hukuk ÷lkelerine göre önemli ölçüde daha düşük olduğunu öne sürmektedir.

### **2.2.5.3. Liberalizasyon Politikaları**

Finans sektöründe devlet müdahalesinin istenmeyen formları iki kategoride incelenebilir. Bunlardan birincisi finansal baskının tavan faiz oranı, yüksek zorunlu karşılıklar ve kredi tahsisleri yoluyla finansal az gelişmişliğin temel nedeni olarak kabul edilebilir olmasıdır (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). Bu politikaların bazen dengeleyici bir rol üstlenmesine rağmen böyle devlet kaynaklı bozulmalara yol vermeyen finansal serbestleşme finansal derinleşme için önemli olabilir (Voghouei vd. 2011:7).

Diğler bir form ise devlet mülkiyetli bankaların siyasilere kredi tahsisini kontrol eden yetkiler vermesidir. Kamu bankalarının özelleştirilmesi, bankacılık sistemine fon çekmeyi ve finansal derinleşmeyi teşvik ederken sadece siyasi çıkarlarını desteklemek için mevcut firmalara ve işletmelere yapılan kredi tahsisini engeller (Demetriades, 2008:8)

Finansal liberalizasyonunun ana bileşenleri; bankacılık sektörü kredi kontrollerinin kaldırılması, faiz oranlarının serbestleştirilmesi, bankacılık sistemi bağımsızlığı, bankacılık sektörüne ücretsiz giriş ve özelleştirmeden oluşmaktadır. Finansal liberalizasyon kredi tahsisini piyasaya bırakır. Böylece düşük getirili

projeler finanse edilemez, reel faiz oranı denge seviyesinde ayarlanır ve yatırım verimliliği arttırılmış olur (Arestis, 2005).

#### **2.2.5.4. Ekonomi Politik Faktörler**

Ekonomi politik faktörler finansal gelişmeyi belirleyen önemli faktörlerden bazılarıdır. Haber ve Perotti (2008) finansal gelişmenin politik ekonomi üzerindeki son dönemlerdeki literatürü özetleyerek kısıtsız siyasi iktidar finansal birikimi zayıflatmaktadır sonucuna varmıştır. Siyasi tercihler, otokratik oportünizmin, oligopol ya da demokratik korporatizm olsun finansal sistemin gelişmesini ve çalışmasını derinden etkileyebilir.

Finansal gelişmenin politikası ve finans görünümü, politik etkenlerin finansal gelişmenin belirleyicileri üzerinde çok etkili olduğu hakkında bilgi verebilir (North 1990; Olson 1993).

Ekonomik kurumlar, finansal gelişmenin belirleyicilerinden biri olmasına rağmen, içseldirler ve siyasi kurumlar tarafından belirlenirler. Acemoğlu vd. (2004), farklı ekonomik kurumların kaynakların dağılımlarının farklılaşmasına yol açtığını iddia etmektedirler.

Politik ekonomi literatüründe, kapitalist ekonomilerde hükümetler selektif kredi düzenlemelerini ekonomik sonuçları etkileyen en güçlü araçlardan biri olarak dikkate alır (Zysman, 1983). Daha önce de belirtildiği gibi finansal baskının nedenlerinden birisi de siyasi seçimlerdir. Çünkü finansal baskı, yatırım sermayesi, şirket kontrolü ve döviz lisansları erişimi ile özel gruplara ayrıcalık tanır. Ayrıca, finansal kaynakları kontrol ederek, siyasi grupların girişini ve rekabetini önler.

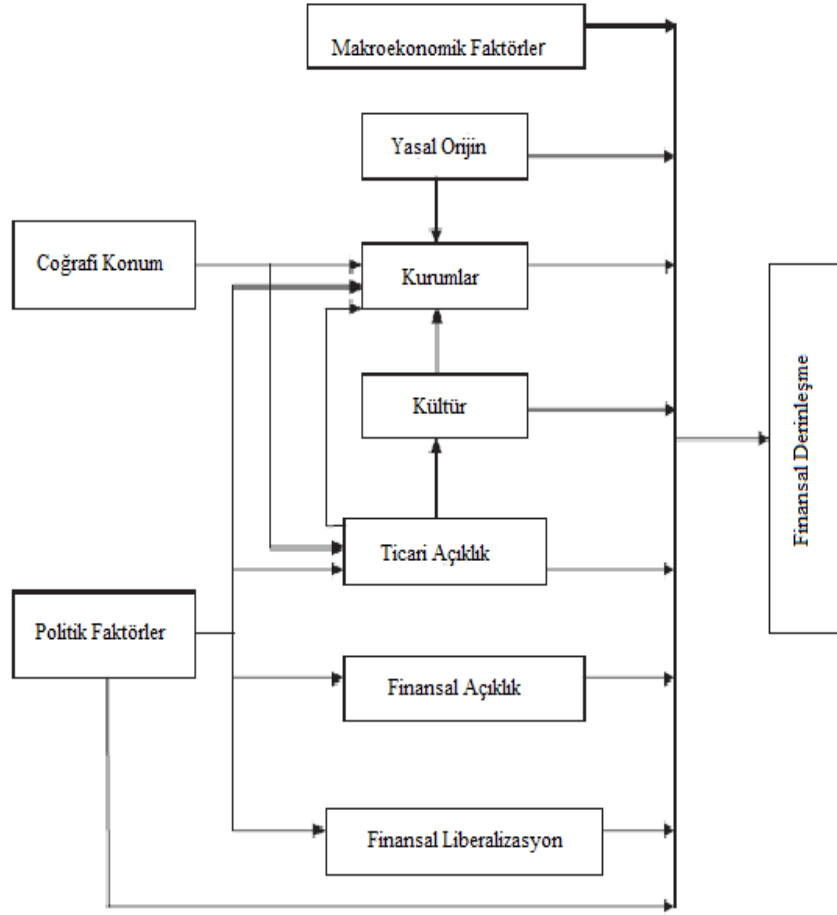
#### **2.2.5.5. Diğer Faktörler**

Ekonomik büyüme, gelir, enflasyon ve yatırım gibi makroekonomik faktörlerin finansal derinleşmeyi etkilediği genel olarak kabul edilmektedir. Fakat bunların yanında farklı belirleyiciler de bulunmaktadır. Finansal derinleşme ile aralarındaki ilişki üzerine çok az sayıda çalışma olan kültür ve coğrafya gibi faktörlerden de söz edilebilir. Coğrafi konum kurumlar ve ticaret yollarıyla finansal sistemi etkileyebilir. Frankel ve Romer (1999) tarafından yapılan bir araştırma

ticaretin, ülkenin büyüklüğü, mesafesi ve diğer coğrafi değişkenlerden etkilendiğini göstermiştir.

Coğrafi tabanlı çoğu çalışma, kurumların kalitesi tarafından etkilenen finansal derinleşmenin talep taraflı etkisini incelemesine rağmen finansal derinleşme arz yönlü olarak da coğrafi alandan etkilenmektedir. Örneğin, özellikle tarım ürünlerinin üretimi ve doğal kaynaklar dış finansman talebini etkileyebilir (Huang 2005).

Stulz ve Williamson (2003) yaptıkları çalışmada kültürün finansal sistemi üç kanaldan etkilediğini göstermişlerdir. Bu kanallardan ilki toplum değerleri, tercihleri ve inançlarıdır. Örneğin farklı dinler faiz oranları, kreditorler ve pay sahipleri hakkında farklı görüşlere sahip olabilmektedir. İkincisi, kültürün kurumları etkilediğidir. Örneğin, kültürel değerler ve dinler hukuk sisteminin belirlenmesine katkı sağlamaktadır. Üçüncü olarak da kültür, bir ekonomide kaynakların dağılımını etkilemektedir.



Şekil 2. 3 Finansal Derinleşmenin Belirleyicilerinin Şeması (Voghouei vd. (2011)'dan derlenmiştir)

### 2.2.6. Finansal Derinleşmenin İş Çevrimi Üzerine Etkisi

Finansal sistemler ülkeden ülkeye farklılık gösterirler. Gelişmekte olan ülkeler bankalardaki finansal varlıkların daha büyük bir kısmını elinde tutmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerle gelişmiş ülkelerin finans sistemlerinin yapıları karşılaştırıldığında bu oran gelişmiş ülkelerde %37 iken, gelişmekte olan ülkelerde ise %48'dir. Bu karşılaştırmaya merkez bankaları da dâhil edildiğinde ise, gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sisteminin finansal sektör içindeki ağırlığı daha da artmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 1996: 111).

Finansal sektörün bir ekonomide, olası yatırım olanakları ile ilgili bilgi üretme ve sermaye tahsisini etkin olarak sağlama, yatırımları izleme, risk yönetimine

imkân verme, tasarrufları harekete geçirme ve ticareti kolaylaştırma (Levine, 2004) gibi etkileri sağlayabilmesi sistemin gelişmesi ve derinleşmesi ile yakından ilgilidir. Finans piyasalarının görevini tamamıyla yapabilmesi için, yani tasarruflar ile yaratılan kaynakların verimli alanlara, yatırımlara aktarılabilmesi için, finansal sistemin yeniden yapılandırılması ve finansal sistemde derinleşmenin sağlanması gerekir (Oksay, 2000: 2). Finansal derinleşme; finans sisteminin hangi ölçüde genişlediğini ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini göstermektedir (Saltoğlu, 1998: 37).

Finansal kırılmalıklar, finans sistemini oluşturan kurumlar ve asimetrik bilgilendirme kredi kanalı (üretim ve yatırım kararı için gerekli fonların maliyetinin artması ve fonların ulaşılabilirliğinin sınırlandırılması koşuluyla) yoluyla reel sektör şoklarını yayıcı bir rol oynayabilir. Özellikle, kredi piyasasında eksik piyasa yapılarının varlığı, finansal olmayan şokların kaynakların yeniden tahsis edilme kabiliyetini sınırlandırmakta ve makroekonomik dalgalanmaları yükselterek kalıcı etkiler yaratmasına yol açmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1990; Kiyotaki ve Moore, 1997; Greenwald ve Stiglitz, 1991).

Son dönemlerde meydana gelen küresel finansal krizler finans sisteminin ekonomik dalgalanmaları hafifletme ve yayma konusundaki rolünü tekrardan tartışma gündemine taşıdı. Yükselen piyasalarda ve düşük gelirli ülkelerdeki gelişmemiş finansal sistemler hane halkları, girişimciler ve hükümetler için beklenmeyen olaylarda gelir oynaklığını güvence altına alacak ve risk dağılımını sağlayacak çeşitliliğe, ürünlere ve gelişmişliğe sahip değildir.

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerine etkilerinin incelendiği çalışma sayısının çokluğunun aksine finansal gelişmenin ekonomik dalgalanmalar üzerine incelendiği çalışma nispeten daha azdır. Bu eksiklik iki nedenden dolayı şaşırtıcıdır. Birincisi ekonomide meydana gelen dalgalanmaların incelenmesi iş çevrimleri şiddetini azaltmak için politika yapıcılar açısından önemli bir konu olmasıdır. İş çevrimlerinin yumuşatılması hızlı büyümeye eğilimli ülkeler için önemli bir kamu politikası hedefidir.

İkincisi, teori de özellikle gelişmekte olan ülkelerde, finansal gelişme ve büyümedeki oynaklık arasındaki olası bağlantıyı göstermektedir (Aghion, vd., 1999). İyi işleyen finansal piyasalar tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında daha iyi bir

eşleştirme sağlar ve reel sektördeki dışsal şokları absorbe etmeye yardımcı olur. Finansal derinleşme de konjonktürel dalgalanmayı yumuşatan ve riski azaltan finansal araç çeşitliliğini sunabilir (Acemoglu ve Zilibotti, 1997). Buna ek olarak etkili finansal piyasalar asimetrik bilgiyi azaltabilir ve büyümede daha düşük dalgalanma ile sonuçlanan etkili ve verimli bilgiye sahip ekonomik aktörlerin oluşumunu sağlar (Greenwald ve Stiglitz, 1993). Bu etkileri ışığında finansal piyasaların derinleşmesinin büyümedeki oynaklığını azaltacağını ileri süren güçlü teoriler söz konusudur.

Finansal piyasaların gelişmesinin reel sektör üzerindeki etkisi, finansal piyasaların gelişimi finansal derinleşme derecesi ile ölçüldüğü takdirde ekonomide kredi kullanılabilirliğinin büyüklüğüne bağlı olabilir ( Hwang ve Lee, 2013:3). 1997–1998’de yaşanan Doğu Asya finansal krizi finansal derinleşmenin reel sektör üzerindeki olumsuz etkisi ve bundan dolayı iş çevrimlerindeki oynaklığın artmasına bir örnektir. Hwang vd. (2007)’e göre 1997’de Kore’de yaşanan finansal krizde büyük şirketlere verilen aşırı miktardaki geri dönemeyen krediler, ülkeyi krize sürükleyen büyük bir etkenlerden biridir. Benzer sorunlar ABD’de eşik altı emlak (subprime mortgage) piyasasındaki 2008’de patlak veren düşük kaliteli borçlulara yönelik verilen krediler sonucunda oluşan küresel ekonomik krizde de ortaya çıkmıştır. Bu nedenle finansal derinleşme ve iş çevrimleriyle meydana gelen dalgalanmalar farklı ekonomik olgular olmayıp birbirleriyle etkileşim içinde olan bir ilişkiye sahiptirler.

Finansal piyasalar bir ekonomide değişik alanlarda ve miktarlarda bulunan tasarrufları toplar, getiriye maksimum yapacak yatırım alanlarına yönlendirir ve ülkedeki fonların etkin bir şekilde kullanımını gerçekleştirerek ekonomide verimli etki oluşumunu sağlarlar. Finansal sektörün ekonomide bu etkileri sağlayabilmesi için finansal piyasaların derinleşmesi ve gelişmesi gerekmektedir.

Son yirmi yılda, finansal sistem, düzenleyici reformlar ve teknolojik yenilikler sonucu derin yapısal değişiklikler yaşamıştır. Bu değişikliklerin temel amacı finansal sistemin etkinliğini arttırmaktır. Fakat makroekonomik etkileri bunun çok ötesine varmıştır. Serbestleşme özel sektöre açılan banka kredi miktarında önemli bir artışa katkıda bulunmuştur. Bir ekonominin karakteristik özelliklerinin altındaki değişiklikler, dışsal şokların yayılması ve çoğalması mekanizmasıyla

ekonomideki bir düşüşün temel nedeni olabilmektedir. Literatürde birçok çalışma şokların yayılmasına sebep olarak para politikasının kullanılmasını birinci role atarlar (Clarida, Gali, ve Gertler 2000; Cogley ve Sargent 2001, 2003; Boivin ve Giannoni 2002; Canova, 2004). Diğer bazı çalışmalar da enflasyon ve çıktıdaki dalgalanmaların azalmasını dışsal şokların varyansındaki değişikliklerin izlenebilir olmasına bağlamışlardır (Sims 2001; Sims ve Zha 2001). Bunların yanında çıktıdaki dalgalanmanın azaltılmasının nedenlerinin her ekonomideki farklı karakteristik özelliklerinden kaynaklandığını iddia eden çalışmalar da mevcuttur. (Hanson 2001; Campbell ve Hercowitz 2004; Justiniano ve Primiceri 2006).

Finansal gelişme, tasarruf ve yatırım kararlarını etkileyen bilgi ve işlem maliyetlerinin azaltarak ve teknolojik yenilikle uzun dönemli büyüme üzerinde etkilidir (Levine, 1997). Fakat uzun dönemli dalgalanmalar üzerindeki etkisi açık değildir.

Merton ve Bodie (2004)'e göre bir finansal sistemin önemli anahtar işlevleri, sermaye oluşumunu ve etkin risk tahsisini kolaylaştırmak ve ajanların riskleri etkili bir şekilde yönetmesidir. Finansal sistemler hem finansal araçlar kanalıyla (örneğin bankalar) hem de piyasalar yoluyla (sermaye piyasaları; bono, tahvil, özkaynak ve türev piyasaları gibi) risk dağıtımını ve etkin sermaye oluşumunu sağlamaktadır. Ayrıca sermaye piyasaları, makroekonomik değişkenler ile finansal sistemin tümü arasında da önemli bir rol oynamaktadır.

### **2.3. Finansal Derinleşme Literatürünün Evriminin Değerlendirilmesi**

Finansal sektörün iktisadi kalkınma sürecindeki rolü veya ekonomik büyüme ile ilişkisine ilişkin teorik ve ampirik çalışmalar kronolojik olarak değerlendirildiğinde, literatürün yıllar itibariyle önemli değişimler gösterdiği görülmektedir. Schumpeter (1912), finansal sektörün fon arz etme yönünü öne çıkarırken ve Robinson (1952) finansal sektörde toplanan fonların reel sektör tarafından talep edilmesine vurgu yapmaktadır. Patrick (1966), Schumpeter ve Robinson'un görüşlerini birleştirerek finansal sistem ile ekonomik büyüme arasında karşılıklı nedenselliğin olabileceğini gündeme getirmiştir. Bu çerçevede finansal

sektör ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi arz öncüllü (supply-leading) ve talep takipli (demand following) kavramları ile açıklamaya çalışmıştır.

Finansal sektörün iktisadi kalkınma sürecindeki rolü ile ilgili çalışmalar 1970'li yılların başında sektör politikalarına yoğunlaşmıştır. Keynesyen paradigma çerçevesinde düşük nominal faiz, kredi tavanları ve selektif kredi politikalarıyla sermaye birikimini artırmaya yönelik politikalar McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından finansal baskı olarak kavramsallaştırılmış ve eleştirilmiştir. McKinnon ile Shaw, gelişmekte olan ülkeler için önemli olanın yatırımların azlığı değil, yatırımların gerçekleştirilebilmesi için gerekli olan tasarrufların yeteriz olduğuna dikkat çekmişlerdir. Tasarrufları artırmanın yolu olarak, finansal sektördeki her türlü kısıtın kaldırılması ve özellikle negatif reel faiz politikasının terk edilmesi gerektiği ileri sürülmüştür.

1980'lerin ortalarında Romer (1986) öncülüğünde geliştirilen içsel büyüme teorilerinin teknolojik gelişmeyi içselleştirmesi ve neo-klasik büyüme teorilerinin ülkelerarasındaki gelişmişlik farklarının yakınsama (convergence) ile ortadan kalkacağı öngörüsünün mümkün olmadığını ortaya koyması, ekonomik büyüme oranını belirleyen faktörler arasına finansal sektörün de dahil edilmesine imkan vermiştir (Pagano, 1993). İçsel büyüme teorileri, finansal sektörün ekonomik büyümeye katkısının ilk defa teorik olarak modellenmesine fırsat sağlamıştır. Aslında içsel büyüme teorilerinde finansal sektörün rolü, Schumpeter'in (1912) öngördüğü çerçevede olduğu varsayılmış ve finansal sektör zımni olarak ekonomik büyümenin belirleyici olarak varsayılmıştır (King ve Levine, 1993a, 1993b).

Konu ile ilgili literatür, 2000'li yıllarda, ülkelerarasındaki finansal gelişmişlik farklarının neler olabileceğine odaklanmaya başlanmış ve bu çerçevede biz dizi faktörün (yasal orijin, dışa açıklık, kurumsal yapı, makroekonomik politikalar vb) finansal gelişmişlik farkını açıklamada rolü olabileceği ileri sürülmüştür. Bu tartışmalarda önceki literatürün aksine, finansal derinleşme bağımlı değişken olarak önerilmiştir.

Son yıllarda, özellikle 2008 küresel finansal krizinin de etkisiyle, gelişmiş ülkeler başta olmak üzere, finansal sektör ile reel sektör arasındaki bağı zayıflaması,



finansal sektörün iş çevrimi oluşturma potansiyeline dikkatlerin çevrilmesine yol açmıştır. Diğer bir ifadeyle, finansal derinleşmenin iş çevrimine yol açıp açmadığı en sıcak tartışma konularından biri haline gelmiştir.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### YÜKSELEN EKONOMİLERDE FİNANSAL DERİNLEŞME

#### 3.1. Finansal Derinleşme Ölçümü

Finansal sistemin karmaşık bir yapıda olması sebebiyle sistem içindeki değişiklikler gelişmeler ve sistemin boyutunun ölçülmesi oldukça zordur. Bu yüzden finansal sistemdeki herhangi bir değerlendirme için tanımının iyi yapılması gerekmektedir.

Finansal derinleşme kavramı ekonomide finansal yenilik sürecinde tasarrufları yatırıma dönüştüren kanalların, araçların yaygınlaşmasını ifade etmektedir. Finansal deregülasyon uygulamaları sonucunda finansal piyasalarda faaliyette bulunan kurumların sayısının artması finansal derinleşmeye neden olmaktadır. Finansal derinleşme kişi başına düşen finansal hizmetler ve kurumlardaki artış ve toplam finansal varlıkların gelire oranındaki artış biçiminde de ifade edilebilir (Aslan ve Korap, 2006: 2). Başka bir tanımı, finansal derinlik piyasaların likidite ve boyutu, bireylerin mali hizmetlere erişebilirliği, finansal kurumların düşük maliyet ve sürdürülebilir gelirleriyle hizmet sağlama kabiliyeti ve sermaye piyasalarının etkinliği olarak verilebilir (Sahay vd., 2015: 5).

Finansal derinleşme tanımından da anlaşılacağı üzere tek bir göstergesi olan bir kavram değildir. Finansal derinleşmenin tespiti için iyi belirlenmiş göstergeler demeti ekonomik politikaların hazırlanmasında, eyleme geçirilmesinde gereklidir. Finansal piyasalar için belirlenen faktörler; parasal durumu, kredi akışını, likidite yönetimini ve finansal sektörün risk yönetim karakteristiklerini açıklayabilmelidir (Kar ve Ağır, 2005: 55). Finansal derinlik için belirlenen göstergeler beş başlık altında toplanabilir (Lynch, 1996: 12).

##### 3.1.1. Miktar Göstergeleri

Miktar göstergeleri; parasal büyüklükler, kredilere ilişkin büyüklükler, sermaye piyasası göstergeleri olarak üç alt kategoriden oluşmaktadır. Parasal büyüklükler miktar göstergeleri arasında en çok kullanılan göstergelerdendir. Uygulamalarda ölçülmesi zor olan değişken için ölçümü kolaylaştıran değişken paketi seçilmesi çok önemlidir (Kar, 2001:157).

### 3.1.1.1. Parasal Büyüklükler

Parasal büyüklük ölçütleri arasında; dar tanımlı (M1) ve geniş anlamda para arzı (M2, M2Y, M3) değişkenlerinden üretilen (M1/GSYİH, M2/GSYİH, M2Y/GSYİH, M3/GSYİH gibi) farklı ölçütler bulunmaktadır. M1/GSYİH oranının, finansal piyasalardaki gelişme ile birlikte düşmesi gerekir. Yani finansal gelişme/derinleşme derecesi artınca dolaşımdaki para miktarının (M1) azalması gerekmektedir. Uygulamada en sık kullanılan parasal büyüklük göstergesi geniş anlamda para arzının gelire oranıdır (M2/GSYİH). Bu gösterge ekonomideki parasallaşma derecesinin göstergesidir. Aynı zamanda ülke vatandaşlarının bankacılık sistemine duydukları güveni göstermektedir (Öztürk vd, 2010: 36-37). Finansal derinleşme arttıkça M2/GSYİH oranının da artması beklenir. Para ikamesinin yaygın olduğu, yani yerli paranın yanında yabancı para ve yabancı para cinsinden finansal araçların kullanımının yaygın olduğu ülkelerde, M2 para arzına ek olarak döviz tevdiat hesaplarını da içeren M2Y para arzı da kullanılmaktadır (Özatay vd, 1996:15).

### 3.1.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler

1970'lerden beri ampirik literatürün çoğu finansal gelişmeyi özel sektör kredilerinin GSYİH'ya oranı olarak almıştır (Sahay vd., 2015: 5). Finansal gelişme göstergesi olarak kullanılan kredi büyüklükleri üçe ayrılmaktadır. Bunlar (Yeldan, 2003: 32);

- Yurt içi toplam kredi hacminin gelire oranı (YİKH/Gelir),
- Özel sektöre verilen kredilerin gelire oranı (ÖSKH/ Gelir),
- Özel sektöre verilen kredilerin toplam kredi hacmine oranı, (ÖSKH/YİKH) şeklinde tanımlanmıştır.

Kredi hacmindeki artış yatırım için gerekli olan fonların kullanılmasını sağladığından finansal derinleşmenin önemli göstergelerinden biridir.

### 3.1.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri

Finansal derinleşme göstergesi olarak kullanılan göstergelerden biri de sermaye piyasası göstergeleridir. Bu göstergeler; sermaye piyasasının genişliğini

ölçmek için kullanılan piyasadaki şirketlerin sayısı, borsa kapitalizasyon oranı (menkul kıymet borsa reel işlem hacminin GSYİH'ya oranı) şeklinde sıralanabilir.

Sermaye piyasalarının önemli fonksiyonlardan birisinin, piyasadaki likidite riskinin azaltılması olması sebebiyle piyasaların gelişmişlik göstergesi olarak, likidite göstergeleri kullanılmaktadır. Borsa gelişiminin önemli bir göstergesi olan likidite, borsaların fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getirmesini engelleyen işlem maliyetiyle ters orantılıdır. Bu göstergeler, hisse senedi işlem hacminin GSMH'ye oranı veya işlem hacminin piyasa değerine oranı şeklinde ifade edilmektedir (Erim ve Türk, 2005: 34).

Levine ve Zervos' a (1996) göre iyi gelişmiş hisse senedi piyasaları bankalara göre daha fazla farklı türlerde finansal hizmet sunabilir. Bundan dolayı gelişmiş banka sistemlerinden ziyade hisse senedi piyasaları büyüme ve yatırım için farklı türde hız kazandırabilir. Özellikle borsaya kayıtlı şirketlerin sayısına göre ya da borsa değerinin GSYİH'ya oranı olarak ölçülen borsa kapitalizasyon oranının artmasıyla ekonominin sermayeyi harekete geçirme ve riski dağıtma kabiliyetini geliştirebilir (Arestis ve Demetriades, 1997: 785).

Devereux ve Smith (1994) ve Obstfeld (1994) yaptıkları çalışmalarında uluslararası entegre edilmiş bir borsanın, risk paylaşımını kolaylaştırarak tasarruf kararlarını, uzun vadeli ekonomik büyüme oranlarını ve sermaye dağılımını etkilediğini öne sürerler. Yani sermaye piyasalarının gelişmişliği finansal sistemin gelişimini arttırarak büyümeye katkısı olabilmektedir.

#### **3.1.1.4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Gösterge**

Finansal gelişme göstergesinin bir diğer miktarsal göstergesi ise hem parasal hem de sermaye piyasasına ilişkin göstergelerin tümünü içeren ekonominin tüm finansal varlıklarını ifade eden toplam mali varlık stoğu (TMVS) TMVS/GSMH değişkenidir. Mali varlık stoğu içerisinde, parasal göstergeler, döviz tevdiat hesaplarını da içine alan bankacılık sistemi toplam mevduat miktarı ile birlikte kamu ve özel sektörün menkul kıymetleri ile finansal aracı kurumların toplam varlıkları bulunmaktadır. TMVS'nin finansal gelişme ile birlikte yükselmesi beklenmektedir (Ağır, 2010: 97).

### 3.1.2. Yapısal Göstergeler

Yapısal göstergeler finansal derinleşme göstergelerinin bir diğer önemli parçasıdır. Çünkü yapısal göstergeler finans sisteminin yapısındaki değişiklikleri ifade eder. Bu göstergelerden biri geniş anlamda para arzının (M2) dar anlamda para arzına (M1) oranı olan  $M2/M1$  dir (Lynch, 1996:10). Bu oran bireylerin ellerindeki paranın finansal sistem içinde nasıl değerlendirildiğine ilişkin bilgi verir. Bu oran arttığı zaman ekonomik bireylerin ellerinde bulundurduğu parayı işlem amaçlı kullanmak için tutmak yerine vadeli mevduat olarak değerlendirdiği sonucu ortaya çıkacaktır ki bu da finansal sistemin gelişimini ifade edecektir.

### 3.1.3. Finansal Fiyat Göstergesi

Finansal gelişmenin, derinleşmenin ve aracılığın reel faiz oranları ile yakından ilgili olduğu düşüncesinden hareket ederek ampirik çalışmalarda finansal değişken olarak reel faiz oranlarını kullanan çalışmaların literatürde önemli bir paya sahip olduğu gözlemlenmektedir. McKinnon-Shaw hipotezi reel faiz oranlarının bir finansal değişken olarak kullanılmasına olanak sağlamıştır. Hipotezin temelinde reel faiz oranlarındaki artışın finansal tasarrufları, dolayısıyla yatırımların finansmanında kullanılacak fonları ve yatırımları arttıracakları savı olması nedeniyle, ampirik sınamalarda reel faiz oranlarını finansal değişken olarak tercih eden çalışmalara rastlanmaktadır (Erim ve Türk, 2005:27).

Değişen ekonomik şartlara fiyatların gösterdiği tepki de önemlidir. Etkin finansal sistemler, ekonomik şartlardaki değişmeden kaynaklanan yeni beklentilere uyumu kolaylaştırmaktadırlar. Ancak geri kalmış veya gelişmekte olan ülkelerde yıllar içerisinde değişen ekonomik koşullar karşısında aynı tür politikaların uzun yıllar uygulandığı da bir gerçektir. Örneğin, birçok ülkede enflasyon oranlarındaki artışa rağmen, faiz oranları yetkili birimlerce uzun süre baskı altında tutulmuş ve sonuçta negatif reel faiz oranlarının oluşmasına neden olunmuştur. Buna karşılık liberal finansal sistemlerde faiz oranlarının değişen ekonomik konjoktüre ve beklentilere hızla uyum sağladığı bilinmektedir. Faiz oranlarını katı (sıkı) bir şekilde kontrol etmek, eğer enflasyon değişken ise, reel faiz oranı istikrarsızlığı pahasına, nominal olarak istikrarlı faiz oranı sağlar. Dolayısıyla, reel olarak yıkıcı ve zarar

verici bir şekilde volatilitesi yüksek reel faiz oranı oluşturmada, istikrarlı bir düşük nominal faiz oranı sağlamanın tek yolu, düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı gerçekleştirmektir (Kar ve Ağır, 2005:61).

#### **3.1.4. Ürün Çeşitliği Göstergesi**

Finansal derinleşmenin diğer bir ölçüsü finansal piyasalarda kullanılan araç çeşitliliğinin artması ve bu araçların giderek daha yaygın kullanılır hale gelmesidir. Finansal sistemde daha fazla aracın kullanılır olması artan fon talebinin karşılanabilmesini sağlamaktadır (Oskay, 2000:19). Finansal derinliği oluşmamış piyasalarda kredi ve tahvil gibi temel finansman araçları olurken gelişmiş piyasalarda swap, future, forward ve opsiyon gibi birçok türev ürünler kullanılmaktadır.

Finansal piyasalarda bulunan aktörlerin kendi amaçlarına yönelik ürün yelpazesinin geniş olması tasarruflarının iyi değerlendirilmesine ve buna karşılık piyasada fona ihtiyacı olanlar için yatırıma dönüşebilecek alternatif fon kaynaklarına erişme olanağı sağlamaktadır.

Finansal araçlar iki grup altında toplanabilir. Bunlar sermaye piyasası ve para piyasası araçlarıdır. Para piyasası araçları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, finansman bonoları, teminat mektupları vb., gibi vadeleri bir yılın altında, likiditesi yüksek ve daha az maliyetli finansal araçlardan oluşmaktadır. Sermaye piyasası araçları; hisse senetleri, devlet tahvilleri, ipotek senetleri, tüketici ve ticari krediler gibi araçlar olup bu araçlar daha uzun vadeli ve daha az likittirler bundan dolayı riskleri yüksektir (Ağır, 2010:99).

#### **3.1.5. Değişim Maliyetleri Göstergeleri**

Finansal sistemin ekonomik birimlerin yatırım ve tasarruflarına karşılık verecek şekilde oluşması ve farklı ürünler sunması kolaylığının yanında bu ürünlere ulaşacak maliyetlerin de düşük olması sistemin derinliğinin artmasına neden olacaktır.

Finansal sistem, tasarruf edenler ile yatırım yapmak için bu tasarrufları talep eden yatırımcıları karşı karşıya getirmektedir. Bu işlevini yerine getirirken yatırımcılardan aldığı kredi faiz oranı ile tasarrufçulara verdiği mevduat faiz oranı arasında kalan kısmı kendisi için alıkoyar. Etkin bir finansal sistem bu aracılık

sisteminde en az miktarı kendisi için alıkoyandır. Bu sayede yatırıma aktarılacak fon miktarının optimal seviyede tutulması olanaklı olur. Dolayısıyla bir finansal sistemin hedefi, işlem maliyetini azaltmak olmalıdır (Kar ve Ağır, 2005: 64).

Finansal aracılık maliyeti, kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki marj ile ifade edilmektedir (BDDK, 2006:18).

### **3.2. Yükselen Ekonomilerde Finansal Derinleşmenin Betimsel Analizi**

Yükselen piyasa ekonomisi (emerging market economy) kavramının iktisat yazınına kazandırılması, ilk kez, 1981 yılında Dünya Bankası'na bağlı bir kuruluş olan Uluslararası Finans Kurumu'ndan (International Finance Corporation-IFC) Antoine W. Van Agtmael sayesinde olmuştur (Atik, 2005:5). Yeni ortaya çıkan veya gelişmekte olan piyasa ekonomilerini tanımlamak amacıyla kullanılmaya başlayan ve kısa sürede yaygın bir kabul gören kavram, esas itibariyle, düşük-orta düzeyde kişi başına gelire sahip ülkelere atıfta bulunmaktadır. Söz konusu kapsamda değerlendirilen ülkeler, dünya genelindeki nüfusun yaklaşık yüzde 80'ini barındırmakta; global ekonominin de yüzde 20'sini temsil etmektedir (Atik, 2005). Ayrıca yükselen ekonomiler, uluslararası sermayenin yatırım için cazip gördüğü gelişmekte olan ülkeler için kullanılan bir deyimdir.

Yükselen ekonomileri tanımlayan ve sınıflandıran kurumlar çerçevesini kendilerinin belirlediği, kriterlerini kendi kıstaslarına göre belirledikleri değişkenler yardımıyla bir indeks oluşturmaktadırlar. Bu indeks değerlerine göre ülkeler gelişmiş, yükselen ve gelişmekte olan ülkeler olarak gruplandırılmıştır. IMF bu kategoriye 25 ülkeyi, Institute of International Finance (IIF) ise 30 ülkeyi sokmaktadır. IMF bunları “yükselen piyasa ekonomileri” diye adlandırırken, IIF “yükselen piyasalar” demektedir (Akyüz, 2011).

Tanımlamanın esnekliğine rağmen, ekonomileri bu kategoride yer alan ülkeler çok büyük veya çok küçük olarak değişik sınıflara girmekle birlikte, kalkınmışlık düzeyleri ve gerçekleştirmekte oldukları reformlar dikkate alındığında, genellikle, yükselen ekonomiler olarak mütalaa edilmektedir. Bu itibarla, Çin, dünyanın büyük iktisadî güçleri arasında görülmekle birlikte, Tunus gibi çok daha küçük bir ekonomiye sahip ülkeyle birlikte yükselen ekonomiler kategorisinde yer

almaktadır. Bu kategoride yer alan ülkelerin temel özelliklerinden bir diğeri de ekonomilerinin hızla büyüme oluşturdur (Atik, 2005).

Küreselleşme sürecinin hızlanmasıyla birlikte artan karşılıklı bağımlılık yükselen ekonomileri dış ekonomik koşullara daha bağımlı hale getirmiştir. Finansal koşullardaki iyileşme, tüketici ve şirketlerin güven göstergelerindeki tedrici artış ve küresel ticaret hacmindeki genişleme gelişmiş ülkelerdeki büyümeyi desteklemiştir. Güçlenen dış talepten yarar sağlayan gelişmekte olan ülkelerde ise, finansal koşullar nedeniyle iç taleplerindeki zayıflık devam etmektedir. Yükselen ekonomilerde finansal piyasalarda yeniden ortaya çıkan dalgalanmalar sonucu büyüme performansı zayıflamaktadır. Tahvil getirileri pek çok yükselen ekonomide artmış ve Brezilya, Hindistan, Türkiye ve Güney Afrika'da merkez bankaları sermaye çıkışlarını önlemek için politika faizlerini artırmak zorunda kalmışlardır. Latin Amerika, Avrupa, Afrika ve Asya'daki yükselen ekonomilerin tümü olumsuz gelişmelerden değişen ölçülerde etkilenmişlerdir (Kalkınma Bakanlığı, 2014). Bu tür dalgalanmalar 1970'li yıllardan itibaren uygulaması her geçen gün yaygınlaşan neo-liberal politikaların sorgulanmasını ve varsayımlarına kuşku duyulmasına da yol açmaktadır.

Yükselen piyasalarla ilgili sınıflandırma yapan kurumlar ve sınıflandırmalar Çizelge 3.1'de verilmiştir.



**Çizelge 3. 1 Yükselen Ekonomilerin Sınıflandırılması**

Ülkeler	IMF	BRICS+N11	FTSE	MSCI	S&P	Dow Jones
Arjantin	✓					
Bangladeş	✓	✓		✓	✓	
Brezilya	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Bulgaristan	✓					
Şili	✓		✓	✓	✓	✓
Çin	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Kolombiya	✓		✓	✓	✓	✓
Çek Cumh.			✓	✓	✓	✓
Mısır		✓	✓	✓	✓	✓
Yunanistan			✓	✓	✓	✓
Macaristan	✓		✓	✓	✓	✓
Hindistan	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Endonezya	✓	✓	✓	✓	✓	✓
İran	✓	✓				
İsrail						
Malezya	✓		✓	✓	✓	✓
Meksika	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Nijerya		✓				
Pakistan	✓	✓	✓	✓		
Peru	✓		✓	✓	✓	✓
Filipinler	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Polonya	✓		✓	✓	✓	✓
Katar			✓	✓		✓
Rusya	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Güney Afrika	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Tayvan		✓	✓	✓	✓	✓
Tayland	✓		✓	✓	✓	✓
Türkiye	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ukrayna	✓					
BAE			✓	✓		✓
Venezüella	✓					
Vietnam		✓				

Kaynak: FTSE 2016 ve IMF

Bu tezde verilen bu gruplar içerisinde analize uygun verileri bulunan ülkeler seçilerek analize dâhil edilmiştir. Analizde kullanılan ülkelerle ilgili makroekonomik görünümleri ve finansal derinleşme göstergeleri aşağıda incelenmiştir.

### 3.2.1. Arjantin

Latin Amerika'nın dördüncü büyük nüfusuna sahip olan Arjantin zengin maden yataklarına sahiptir. Yetişmiş insan gücü, şehirleşme, teknolojik ilerleme ve kişi başına alım gücünün yüksekliği dikkate alındığında bölgedeki ekonomik potansiyeli en yüksek olan ülkelerden biridir. Arjantin ekonomisi genelde tarım ve tarıma dayalı sanayi ağırlıklı bir yapıya sahiptir. GSYH'nin yüzde 10'u tarım, yüzde

30'i sanayi ve geri kalanı da hizmetlerden oluşmaktadır. Son yıllarda hızla artan tarım ürünleri fiyatları Arjantin ekonomisi için önemli bir büyüme kaynağı haline gelmiştir (Arjantin Ülke Raporu, 2015;15). Arjantin'in makroekonomik genel görünümü Çizelge 3.2'de verilmiştir.



**Çizelge 3. 2 Arjantin'in Makroekonomik Görünümü**

GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (cari milyar \$)	233.5	288.8	363.1	334.4	425.9	533.2	548.9	554.1	529.7	583.1
GDP Büyüme (yıllık %)	8,14	9,02	4,09	-6,01	10,35	6,15	-1,05	2,30	-2,56	2,37
GDP P (Cari bin \$)	5.904	7.226	8.992	8.198	10.332	12.800	13.040	13.027	12.324	13.438
GDP deflatör	125,87	144,6	178,1	205,7	248,4	307,0	375,5	465,27	654,7	810,19
Cari İşlemler (cari milyar \$)	7.7	7.3	6.7	8.2	-1.5	-4.4	-1.4	-12.1	-8.0	- 15.9
CAD (% of GDP)	3,33	2,55	1,86	2,45	- 0,36	-0,84	-0,26	-2,19	-1,52	-2,73
İhracat (cari milyar US\$)	53.550	65.162	79.762	65.133	80.208	97.810	88.655	80.690	75.841	64.485
İthalat (cari milyar US\$)	40.480	52.567	66.316	48.268	67.937	88.839	78.013	81.239	73.691	69.245

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.2.2. Şili

Piyasa eksenli bir ekonomiye sahip Şili yüksek düzeyde dış ticaret hacmine ve güçlü mali kuruluşlara sahiptir ve bu haliyle Güney Amerika kıtasının en güçlü devlet tahvili derecelendirmesinde yer almaktadır. Şili ekonomik reformlarda rol modeli konumunu edinmiş bu konum demokratik hükümetin 1990'da yönetimi askeri diktanın elinden almasıyla güçlenmiş, askeri yönetim zamanında başlatılan reformlar daha da genişletilerek uygulanmıştır. Şili OECD'ye üye olan ilk Güney Amerika ülkesidir. Şili ekonomisi en şiddetli depremler listesinin ilk on sırasında yer alan 8,8 büyüklükte bir deprem yaşadığı yılda bile %5'ten daha fazla oranda büyümüştür (Koç, 2011:17). Şili'nin son on yıllık makroekonomik performansı Çizelge 3.3'de verilmiştir.

**Çizelge 3. 3 Şili'nin Makroekonomik Görünümü**

GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (cari milyar \$)	154.6	173.0	179.6	171.9	217.5	250.8	265.2	277.0	258.7	240.2
GDP Büyüme (yıllık %)	4,40	5,16	3,29	- 1,04	5,75	5,84	5,46	3,98	1,88	2,07
GDP P (Cari bin \$)	9.500	10.513	10.791	10.217	12.785	14.582	15.253	15.764	14.566	13.383
GDP deflatör	94,93	99,53	100,00	103,84	113,01	116,70	117,70	120,39	127,08	132,57
CPI (2010 = 100)	..	..	..	98,61	100,00	103,34	106,45	108,35	113,12	118,04
Cari İşlemler ( cari milyar \$)	7.154	7.458	-3.307	3.517	3.581	-3.069	-9.624	-10.311	-3.316	-4.761
CAD (% of GDP)	4,63	4,31	- 1,84	2,05	1,65	- 1,22	- 3,63	- 3,72	- 1,28	- 1,98
ihracat (cari milyar US\$)	65.632	75.856	74.557	63.917	82.794	95.443	90.993	89.484	86.460	72.191
İthalat (cari milyar US\$)	45.644	55.318	71.014	50.895	68.893	87.531	91.519	91.642	84.157	72.848

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.2.3. Hindistan

Hindistan açık Pazar ekonomisi yolunda ilerlemekle beraber geçmişten kalan ie dönük politikalarından tamamen kurtulamamıştır. Hindistan ekonomisi farklı bir yapıya sahiptir. İş gücünün yarısından fazlası tarım sektöründe çalışmakla beraber hizmet sektörü ekonomik büyümenin ana kaynağını oluşturur. Son yirmi yılda ortalama %7 civarında büyüme performansı göstermiştir. Yüksek büyüme performansı sağlamasına rağmen son yıllarda yolsuzluk skandallarıyla gündeme gelen ülke hala birçok sorunla uğraşmaktadır. Bu sorunlarında başında yoksulluk, yetersiz fiziksel ve sosyal alt yapı, tarım dışı istihdamın yetersiz olması gelmektedir.

Hindistan, hem kentlerde hem de kırsal alanlarda geniş bir bankacılık ağına sahiptir. Hindistan’da bankalar üç grup olarak ayrılır; bunlar ulusal ticari bankalar, bölgesel bankalar ve özel işlemlere yönelik kooperatif bankalardır. Büyük Hint bankaları ve çoğu yerel finansal kuruluşlar kamuya aittir (FTSO, 2012). Hindistan’ın son on yıllık makroekonomik performansı Çizelge 3.4’de verilmiştir.

**Çizelge 3. 4 Hindistan'ın Makroekonomik Görünümü**

<b>GÖSTERGELER</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
GDP (cari milyar \$)	949.11 6	1.238.69 9	1.224.09 7	1.365.37 1	1.708.45 8	1.815.86 5	1.824.96 0	1.863.20 8	2.042.43 8	2.073.54 2
GDP Büyüme (yıllık %)	9,26	8,61	3,89	8,48	10,26	6,64	5,62	6,64	7,24	7,57
GDP P (Cari bin \$)	816,73	1.050,02	1.022,58	1.124,52	1.387,88	1.455,67	1.444,27	1.456,20	1.576,82	1.581,59
GDP deflatör	70,75	75,65	82,20	87,19	95,02	100,00	107,85	114,57	118,35	119,52
CPI (2010 = 100)	69,87	74,32	80,53	89,29	100,00	108,86	119,00	131,97	140,75	147,66
Cari İşlemler ( cari milyar \$)	-9.299	-8.075	-30.971	- 26.186	- 54.515	- 62.517	- 91.471	- 49.225	- 27.451	..
CAD (% of GDP)	-0,98	- 0,65	- 2,53	- 1,92	- 3,19	- 3,44	- 5,01	- 2,64	- 1,34	..
İhracat (cari milyar US\$)	199.97 3	253.077	288.902	273.751	375.353	445.635	447.413	471.838	467.925	..
İthalat (cari milyar US\$)	229.95 5	302.803	350.927	347.177	449.974	564.452	570.049	527.314	528.775	..
Dış Borç Stok, total (DOD, cari milyar \$)	159.52 5	204.057	227.111	256.312	291.650	336.845	395.071	429.742	463.230	..
Dış Borç Stok (% GNI)	16,94	16,54	18,66	18,88	17,25	18,51	21,82	23,37	22,69	..

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.2.4. Malezya

Orta gelir seviyesinde bir ülke olan Malezya 1970'lerden bu yana ham madde üreticisi bir konumdan çok sektörlü bir ülke konumuna gelmiştir. Yönetim ihracata olan bağımlılığını azaltmak için iç talebi arttırmaya yönelik politikalar uygulamaya çalışmaktadır. Özellikle elektronik, petrol ve gaza dayalı ihracat ekonominin lokomotif konumundadır.

Malezya genel olarak tarımsal üretim için vasıfsız, yüksek teknoloji üretimi için vasıflı işgücü yetersizliği çekmeyen bir ülkedir. Bu nedenle genellikle işsizlik oranı oldukça düşüktür. Ancak Asya Finansal Krizi ülkedeki işgücü piyasasını da derinden etkilemiş, 1997 yılında % 2.4 olan işsizlik oranı 2001 yılında % 3.6 olarak gerçekleşmiştir. Ancak Malezya otoriteleri % 4 ve altındaki işsizlik oranlarını işsizlik sorunu olmadığı biçiminde kabul etmektedir ve işsizliğin yükselmeye başladığı dönemlerde genellikle Endonezya ve Hindistan gibi bölge ülkelerinden Malezya'ya çalışmaya gelen kaçak işçileri sınır dışı ederek bu sorunu çözmeye çalışmaktadır(DEİK, 2014).

Hizmetler sektörü, finansal hizmetler dahil olmak üzere, ekonominin en önemli halkasıdır. GSYİH'ya katkısı 2010 yılında %57.5 olurken, sektör; toplam istihdamın %57'sini barındırmaktadır.

Malezya hükümetinin uyguladığı etkin ekonomi politikaları, yaratılan düşük riskli ve istikrarlı politik ortam, ülkede gerçekleştirilen kaliteli yatırımlar ve küresel finans krizi döneminde faaliyete geçirilen teşvik paketleri ülke ekonomisini dünya ülkeleri arasındaki sıralamada yerini korumasına ve hatta ilerleme kaydetmesine yardımcı olmuştur (DEİK, 2014). Malezya'nın son on yıllık makroekonomik performansı Çizelge 3.5'de verilmiştir.



**Çizelge 3. 5 Malezya'nın Makroekonomik Görünümü**

GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (cari milyar \$)	162.690	193.547	230.813	202.257	255.016	297.951	314.442	323.342	338.103	296.217
GDP Büyüme (yıllık %)	5,58	6,30	4,83	- 1,51	7,43	5,29	5,47	4,71	5,99	4,95
GDP P (Cari bin \$)	6.194,67	7.240,68	8.486,60	7.312,01	9.069,04	10.427,76	10.834,66	10.973,66	11.307,06	9.766,17
GDP deflatör	85,65	89,84	99,17	93,23	100,00	105,41	106,47	106,65	109,29	108,87
CPI (2010 = 100)	90,86	92,70	97,75	98,32	100,00	103,20	104,91	107,12	110,48	112,81
Cari İşlemler ( cari milyar \$)	26.199	29.770	38.914	31.800	25.643	32.491	16.315	11.205	14.846	8.959
CAD (% of GDP)	16,10	15,38	16,86	15,72	10,06	10,90	5,19	3,47	4,39	3,02
İhracat (cari milyar US\$)	182.515	205.486	229.658	184.897	221.687	254.020	249.352	244.491	249.679	210.323
İthalat (cari milyar US\$)	147.059	167.026	178.116	143.890	181.099	207.619	215.525	216.893	218.445	187.685
Dış Borç Stok, total (DOD, cari milyar \$)	70.050.	84.215	106.896	119.611	133.799	144.898	193.879	212.386	210.819	..
Dış Borç Stok (% GNI)	44,34	44,45	47,74	60,34	55,90	51,35	66,11	70,25	66,82	..

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.2.5. Meksika

Latin Amerika'nın en güçlü ekonomilerinden biri olan Meksika serbest Pazar ekonomisine sahip bir ülkedir. Gittikçe özel sektörün eline geçen modern ve modern olmayan sanayilere sahiptir.

Son yıllarda ülke ekonomisindeki ağırlığı azalmakla birlikte petrol gelirleri, hala ihracat gelirlerinin %10'unu ve tüm kamu gelirlerinin üçte birini oluşturmaktadır. Devlete ait olan petrol şirketi Pemex, dünyanın 7. büyük petrol şirketi olup, 2014 yılından bu yana yabancı şirketler de petrol sektöründe faaliyet gösterebilmektedir (Ekonomi Bakanlığı, 2014).

ABD'de yaşanan ekonomik kriz sonrası Meksika ekonomisi, toparlanma içine girmiş ve 2010 yılında birçok gösterge, kriz öncesi rakamları yakalamıştır. Hâlihazırda Meksika, düşük oranlı bütçe açığı ve borç oranıyla istikrarlı bir ekonomik performans sergilemektedir (Meksika ülke raporu,2013).

Meksika'nın son on yıllık makroekonomik performansı Çizelge 3.6'da verilmiştir.

**Çizelge 3. 6 Meksika'nın Makroekonomik Görünümü**

GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (cari milyar \$)	965.281	1.043.471	1.101.275	894.948	1.051.128	1.171.187	1.186.598	1.261.832	1.297.845	1.144.331
GDP Büyüme (yıllık %)	4,94	3,20	1,40	-4,70	5,11	4,04	4,02	1,35	2,25	2,55
GDP P (Cari bin \$)	8.666,34	9.222,88	9.578,57	7.661,21	8.861,49	9.730,28	9.720,56	10.197,44	10.350,81	9.009,26
GDP deflatör	89,83	94,34	100,00	103,54	108,18	113,90	117,61	119,68	125,29	128,44
CPI (2010 = 100)	83,42	86,73	91,18	96,01	100,00	103,41	107,66	111,76	116,25	119,41
Cari İşlemler ( cari milyar \$)	-7.459	-14.484	- 20.248	-8.522	-5.194	-13.357	- 16.698	- 30.409	- 24.665	- 31.725
CAD (% of GDP)	-0,77	- 1,39	- 1,84	-0,95	- 0,49	- 1,14	- 1,41	- 2,41	- 1,90	- 2,77
İhracat (cari milyar US\$)	266.428	289.465	307.235	244.145	313.989	366.163	387.364	401.003	419.381	404.356
İthalat (cari milyar US\$)	278.522	305.989	332.286	257.336	326.636	380.778	400.635	412.197	433.264	428.678
Dış Borç Stok, total (DOD, cari milyar \$)	170.608	196.080	197.671	193.342	245.906	291.833	348.945	406.042	432.602	..
Dış Borç Stok (% GNI)	18,04	19,23	18,28	21,97	23,49	25,37	30,05	33,15	34,65	..

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.2.6. Pakistan

Pakistan'ın ekonomik gelişiminde tarım sektörünün büyük payı vardır. Ülkede gayri safi yurt içi hasılanın yaklaşık %20'sini tarım sektörü oluşturmaktadır. Pakistan hükümetinin ekonomik istikrarı yakalama çabaları uluslararası piyasalardaki kriz ortamı ve bazı iç faktörler nedeniyle zorlukla yürümektedir. Bunun yanında IMF ile yapılan anlaşma neticesinde Pakistan Hükümetinin ve Pakistan Merkez Bankasının ekonomi politikalarındaki tek karar merci olma durumu ortadan kalkmıştır (Ekonomi Bakanlığı, 2014).

IMF'in Pakistan'a sağladığı “standby” kredileri, likidite sıkışıklığına önemli bir rahatlama getirmiştir. Bu kredilerin Pakistan ekonomisine sağladığı diğer önemli dolaylı katkı ise, Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası gibi uluslararası finansal kuruluşlar ile diğer uluslararası ve ulusal kredi kuruluşlarının ve uluslararası yatırımcıların Pakistan'ın mali güvenilirliği konusundaki tereddütlerini bir ölçüde gidermiş olmasıdır. Bu çerçevede, söz konusu uluslararası finans kuruluşları Pakistan'a yönelik kredi hatlarını hayata geçirmeye başlamışlardır (Ekonomi Bakanlığı, 2014). Pakistan'ın son on yıllık makroekonomik performansı çizelge 3.7'de verilmiştir.

**Çizelge 3. 7 Pakistan'ın Makroekonomik Görünümü**

GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (cari milyar \$)	137.264	152.385	170.077	168.152	177.406	213.755	224.646	231.149	243.382	269.971
GDP Büyüme (yıllık %)	6,18	4,83	1,70	2,83	1,61	2,75	3,51	4,37	4,74	5,54
GDP P (Cari bin \$)	876,95	953,80	1.042,80	1.009,80	1.043,30	1.230,82	1.266,38	1.275,71	1.315,27	1.428,99
GDP deflator	100,00	107,27	121,44	146,54	162,44	194,35	205,95	220,29	235,59	243,85
CPI (2010 = 100)	59,70	64,24	77,27	87,81	100,00	111,92	122,76	132,20	141,70	145,30
Cari İşlemler ( cari milyar \$)	- 6.747	-8.301	-15.654	-3.993	-1.354	-2.207	-2.342	-4.416	-3.616	-1.602
CAD (% of GDP)	-4,92	- 5,45	- 9,20	- 2,37	- 0,76	- 1,03	- 1,04	- 1,91	- 1,49	- 0,59
İhracat (cari milyar US\$)	19.400	20.137	21.059	20.843	23.978	29.854	27.848	30.699	29.880	29.551
İthalat (cari milyar US\$)	29.577	30.135	39.478	33.085	34.332	40.556	45.847	46.374	45.572	46.182
Dış Borç Stok, total (DOD, cari milyar \$)	37.174	42.006	49.523	56.339	64.003	65.520	62.143	60.045	62.184	..
Dış Borç Stok (% GNI)	26,60	27,10	28,56	32,65	34,75	29,34	26,30	24,58	23,90	..

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.2.7. Peru

90'lı yıllardan itibaren başarılı devlet politikaları sayesinde Peru ekonomisi yeniden yapılandırılmıştır. Son on yıldır, Peru'da enflasyon ve borçlanma oranları düşük düzeyde seyretmektedir. Sübvansiyonların kaldırılması ve devlet şirketlerinin özelleştirilmesi kamu harcamalarını azaltmıştır. İhracata ve yerli üretime sağlanan devlet teşvikleri ve ticaretteki engeller kaldırılmış olup, yerli ve yabancı yatırımcılara eşit muamele uygulaması hayata geçirilmiştir. Dünyanın hızlı büyüyen ekonomilerinden biri olan Peru, 2005-2014 yılları arasında ortalama %6'lık bir ekonomik büyüme performansı göstermiş, enflasyon oranı ise %3'ler seviyesinde seyretmiştir. Bu yüksek büyüme ve düşük enflasyonun altında yatan faktörler uygun dış ortam, akılcı makroekonomik politikalar ve yapısal reformlardır (Peru Ülke Bülteni, 2016).

Kararlı döviz kurlarına ve düşük enflasyon oranına sahiptir. Peru'nun yüksek makroekonomik performansına rağmen ülkenin mineral ve metal ihracatlarına bağımlı olması dünyadaki fiyat dalgalanmalarından kolayca etkilenmesine neden olmaktadır (Koç, 2011:31).

Peru'nun son on yıllık makroekonomik performansı Çizelge 3.8'de verilmiştir.

**Çizelge 3. 8 Peru'nun Makroekonomik Görünümü**

GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (cari milyar \$)	87.862	102.170	121.572	121.192	148.521	170.574	192.703	202.028	202.855	192.083
GDP Büyüme (yıllık %)	7,53	8,52	9,14	1,05	8,45	6,45	5,95	5,85	2,38	3,26
GDP P (Cari bin \$)	3.143,55	3.611,20	4.244,54	4.178,82	5.056,30	5.731,70	6.389,63	6.609,71	6.549,39	6.121,86
GDP deflator (base year varies by country)	97,66	100,00	101,94	103,54	109,76	115,44	117,88	119,61	123,23	126,81
CPI (2010 = 100)	88,87	90,45	95,69	98,49	100,00	103,37	107,15	110,17	113,72	117,76
Cari İşlemler ( cari milyar \$)	2.872	1.460	-5.317	-722.870	-3.782	-3.176	-5.236	-8.473	-8.030	-8.429
CAD (% of GDP)	3,27	1,43	- 4,37	- 0,60	- 2,55	- 1,86	- 2,72	- 4,19	- 3,96	- 4,39
İhracat (cari milyar US\$)	26.334	31.160	34.517	30.523	39.447	50.581	52.278	48.700	45.454	40.393
İthalat (cari milyar US\$)	18.326	23.885	34.128	25.732	34.832	43.641	48.500	50.049	48.603	45.321
Dış Borç Stok, total (DOD, cari milyar \$)	29.294	32.239.	34.719	37.389	42.153	45.012	54.149	56.661	66.468	..
Dış Borç Stok (% GNI)	36,46	34,34	30,77	33,14	30,70	28,63	30,04	29,55	34,34	..

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.2.8. Filipinler

Filipinler zengin maden kaynağına sahip ülkelerden biridir. Ülkede işsizlik ve istihdam çok büyük seviyelerde olduğundan dolayı her yıl birçok işçi çalışmak için yurt dışına gitmektedir. Filipinler ekonomik büyümesi ihracat ve yatırıma dayanmaktadır. Mali sektör, bölgedeki diğer ülkelere karşılaştırıldığında, az gelişmiştir. Bankacılık sisteminin toplam mevduatının GSYİH'ya oranı çok düşüktür (Bayar, 2011). Filipinlerde ekonomi büyüme rakamı 2010'da %7,3 seviyesinde iken bu rakam 2011'de %4'e gerilemiştir. Bu gerilemede seçim harcamaları büyük rol oynamıştır. 2008 ekonomik krizi komşu ülkelere göre Filipinlerde daha hafif atlatılmış sayılır.

Filipinler'in son on yıllık makroekonomik performansı Çizelge 3.9'da verilmiştir.



**Çizelge 3. 9. Filipinler'in Makroekonomik Görünümü**

GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (cari milyar \$)	122.210	149.359	174.195	168.334	199.590	224.143	250.092	271.927	284.777	291.965
GDP Büyüme (yıllık %)	5,24	6,62	4,15	1,15	7,63	3,66	6,68	7,06	6,13	5,81
GDP P (Cari bin \$)	1.395,21	1.678,85	1.929,13	1.836,87	2.145,24	2.371,85	2.604,66	2.786,95	2.872,51	2.899,38
GDP deflator (base year varies by country)	132,97	137,08	147,43	151,52	157,91	164,26	167,50	170,99	176,48	175,27
CPI (2010 = 100)	82,99	85,39	92,45	96,35	100,00	104,65	107,97	111,20	115,77	117,43
Cari İşlemler ( cari milyar \$)	6.962	8.071	144.020	8.448	7.179	5.642	6.949	11.383	10.755	8.396
CAD (% of GDP)	5,70	5,40	0,08	5,02	3,60	2,52	2,78	4,19	3,78	2,88
İhracat (cari milyar US\$)	56.923	64.614	64.298	54.258	69.464	71.794	77.076	76.162	81.615	81.561
İthalat (cari milyar US\$)	59.104	64.760	68.581	56.153	73.082	79.945	85.232	87.606	92.249	95.928.
Dış Borç Stok, total (DOD, cari milyar \$)	57.492	59.115	58.206	55.985	65.304	66.383	69.874	66.870.	77.658	..
Dış Borç Stok (%GNI)	37,42	31,60	26,39	25,06	24,56	24,72	23,36	20,49	22,74	..

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.2.9. Tayland

İyi gelişmiş altyapısı, serbest girişim ekonomisi, ana hatlarıyla dış yatırım politikaları ve güçlü endüstrisiyle Tayland, 97-98 Asya mali krizinden kurtulduktan sonra 2006'dan itibaren %4'ü aşan yıllık ortalamaıyla kesintisiz gelişmeden yararlanmıştır (Koç, 2011:35).

Devlet krizin ardından finansal sistemin sorunları ile ilgilenecek ve sistemin yeniden yapılanmasını sağlayacak kurumların yetki ve sorumluluklarını net olarak belirlerken, bu konuda kurumsal altyapıyı kuvvetlendirecek yeni kurumların oluşumunu sağlamıştır. Oluşturulan kurumlar sadece finans sistemi ile ilgili problemlerin çözümüyle ilgilenmemiş aynı zamanda finans sisteminin karşısında yer alan reel sektörün de yükünü hafifletecek şekilde faaliyet göstermiştir (Duvan, 2001:16).

Tayland'ın son on yıllık makroekonomik performansı Çizelge 3.10'da verilmiştir.

**Çizelge 3. 10 Tayland'ın Makroekonomik Görünümü**

GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (cari milyar \$)	221.758	262.942	291.383	281.574	340.923	370.608	397.290	419.888	404.320	395.281
GDP Büyüme (yıllık %)	4,97	5,44	1,73	- 0,74	7,51	0,83	7,23	2,70	0,82	2,82
GDP P (Cari bin \$)	3.351,12	3.962,75	4.384,78	4.231,14	5.111,91	5.539,49	5.915,22	6.225,05	5.969,94	5.816,44
GDP deflator (base year varies by country)	116,86	119,75	125,89	126,14	131,29	136,21	138,81	141,20	142,56	142,93
CPI (2010 = 100)	90,56	92,59	97,66	96,83	100,00	103,81	106,94	109,28	111,35	110,35
Cari İşlemler ( cari milyar \$)	2.315	15.579	984.289	20.660	9.944	8.930	-1.458	-5.067	15.413	31.954
CAD (% of GDP)	1,04	5,93	0,34	7,34	2,92	2,41	- 0,37	- 1,21	3,81	8,08
ihracat (cari milyar US\$)	152.293	181.094	208.095	180.542	225.513	260.488	275.465	284.493	280.099	..
İthalat (cari milyar US\$)	145.055	160.397	201.114	154.185	206.631	254.155	272.855	273.633	253.378	..
Dış Borç Stok, total (DOD, cari milyar \$)	62.456	62.740	66.582	80.786	106.323	109.909	134.222	137.317	135.799	..
Dış Borç Stok (% GNI)	31,43	26,37	25,33	31,88	34,84	32,97	38,20	38,01	38,18	..

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.2.10. Venezüella

Venezüella, ABD ve OPEC için en önemli petrol tedarik eden ülkelerden biridir. Venezüella ekonomisinin en güçlü yönünü petrol rezervleri oluşturmaktadır. Fakat petrol rezervlerinin giderek azalıyor olması ve bundan dolayı fiyat değişimlerine aşırı duyarlı olması ülke ekonomisini aynı zamanda zayıf yönünü de oluşturmaktadır. Venezüella'da devam eden büyük makroekonomik problemlerden biri de yüksek enflasyondur. Diğer taraftan son yıllarda daha da hissedilen döviz darboğazı ülke ekonomisinin gelecek yıllarda daha kötü tablo sergileyebileceğinin sinyallerini vermektedir (İTO, 2016).

Venezüella'nın son on yıllık makroekonomik performansı Çizelge 3.11'de verilmiştir.

**Çizelge 3. 11 Venezüella'nın Makroekonomik Görünümü**

GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (cari milyar \$)	183.477	230.364	315.600	329.418	393.801	316.482	381.286	371.336	..	..
GDP Büyüme (yıllık %)	9,87	8,75	5,28	- 3,20	- 1,49	4,18	5,63	1,34	- 3,89	- 5,70
GDP P (Cari bin \$)	6.740,24	8.325,22	11.224,65	11.534,84	13.581,35	10.754,59	12.771,60	12.265,03	..	..
GDP deflator (base year varies by country)	770,64	889,70	1.157,78	1.248,46	1.822,04	2.334,93	2.663,21	3.608,72	..	..
CPI (2010 = 100)	..	..	61,39	78,01	100,00	126,09	152,66	214,69	348,17	730,04
Cari İşlemler ( cari milyar \$)	26.462	13.464	31.297	429.000	5.585	16.342	2.586	4.604	3.598	-20.360
CAD (% of GDP)	14,42	5,84	9,92	0,13	1,42	5,16	0,68	1,24	..	..
İhracat (cari milyar US\$)	67.003	71.713	97.273	59.531	112.353	94.764	99.786	91.961	.	..
İthalat (cari milyar US\$)	40.634	57.748	66.299	67.364	69.334	62.331	92.395	109.591	..	..
Dış Borç Stok, total (DOD, cari milyar \$)	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Dış Borç Stok (% GNI)	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.2.11. Türkiye

Türkiye’de geniş çapta uygulanan serbest piyasa ekonomisi giderek artan bir şekilde, geleneksel tarım sektörünün işgücü miktarının %25’ini kapsamına karşın endüstri ve hizmet sektörüncce yönetilmektedir. Özelleştirme programı temel sanayi, bankacılık, ulaşım ve haberleşme alanındaki devlet ağırlığını indirgemiş; dışa açılmada başarı göstermişlerdir. 2001 yılında Türkiye’de baş gösteren mali krizin ardından IMF programı bağlamında mali reformlar uygulamaya koyulmuştur. 2008 yılına kadar %6’yı aşan hızlı büyüme dönemine imza atmıştır. Küresel ekonomik koşullar 2009 yılında makroekonomik göstergelerde bozulmaya neden olmuştur. Küresel kriz sonrasında TCMB’nin geleneksel olmayan önlemleri içeren para politikası uygulamaları finansal istikrara önemli katkı sağlamıştır (TCMB,2014).

Türkiye’nin son on yıllık makroekonomik performansı Çizelge 3.12’de verilmiştir.

**Çizelge 3. 12 Türkiye'nin Makroekonomik Görünümü**

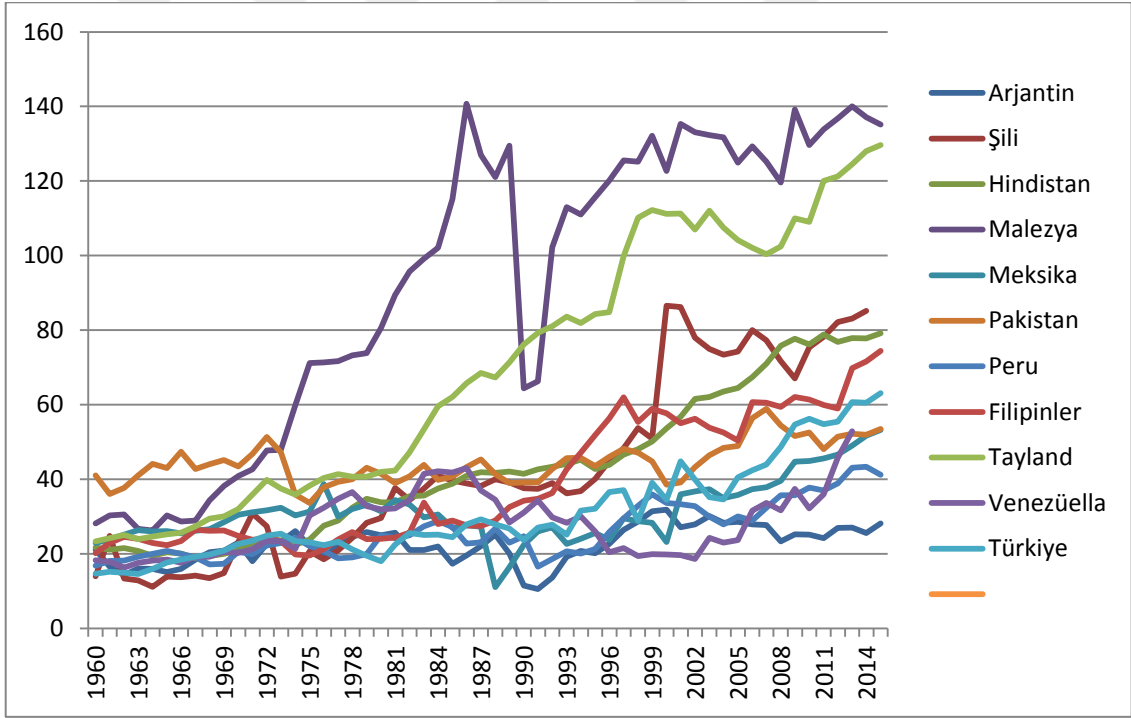
GÖSTERGELER	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (cari milyar \$)	530.900	647.155	730.337	614.553	731.168	774.754	788.863	823.242	798.797	718.221
GDP Büyüme (yıllık %)	6,89	4,67	0,66	- 4,83	9,16	8,77	2,13	4,19	3,02	3,98
GDP P (Cari bin \$)	7.727,27	9.309,51	10.382,32	8.623,95	10.111,52	10.538,44	10.539,37	10.800,36	10.303,90	9.130,03
GDP deflator (base year varies by country)	783,96	832,73	932,61	981,99	1.037,72	1.126,73	1.204,50	1.278,83	1.384,60	1.487,99
CPI (2010 = 100)	72,17	78,49	86,69	92,11	100,00	106,47	115,94	124,63	135,66	146,07
Cari İşlemler ( cari milyar \$)	-31.168	- 36.949	- 39.425	- 11.358	- 44.616	- 74.402	- 47.961	- 63.608	- 43.552	- 32.238
CAD (% of GDP)	-5,87	-5,71	- 5,40	-1,85	-6,10	-9,60	- 6,08	- 7,73	- 5,45	-4,49
İhracat (cari milyar US\$)	120.354	144.466	174.608	143.292	155.074	185.760	207.440	211.044	222.743	200.827
İthalat (cari milyar US\$)	146.427	177.863	206.982	150.085	195.658	252.937	248.166	264.910	256.639	221.353
Dış Borç Stok, total (DOD, cari milyar \$)	209.593	258.453	288.988	277.279	299.113	305.135	336.961	389.385	408.202	..
Dış Borç Stok (% GNI)	39,98	40,38	40,03	45,74	41,32	39,78	43,11	47,82	51,62	..

**Kaynak:** WB, (2016) veri tabanından derlenmiştir.

### 3.3. Seçilmiş Yükselen Ekonomilerin Finansal Derinleşme Göstergeleri

Miktar göstergeleri finansal derinleşmenin önemli ölçütlerinden biridir. Genel olarak bu ölçütler içinde en sık kullanılan parasallaşma oranını ifade eden M2/Y ve özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin gayri safi yurtiçi hasılaya oranının yükselen ekonomilerde görünümü aşağıdaki şekillerde verilmiştir. Şekil 3.1'e göre parasallaşma oranını en fazla arttıran ülke Malezya ve Tayland'dır. 2015 yılında Malezya'da bu oran %135, Tayland'da %129, Şili'de %85, Arjantin'de %28, Peru'da %41 ve Türkiye'de %63'dir. Özellikle 90'lı yıllardan itibaren genel olarak yükselen ekonomilerde finansal derinleşme göstergelerinde bir artış gözlemlenmektedir.

Şekil 3. 1 Seçilmiş Yükselen Ekonomilerin Parasallaşma Oranları (M2/Y)



Kaynak: Dünya Bankası verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır

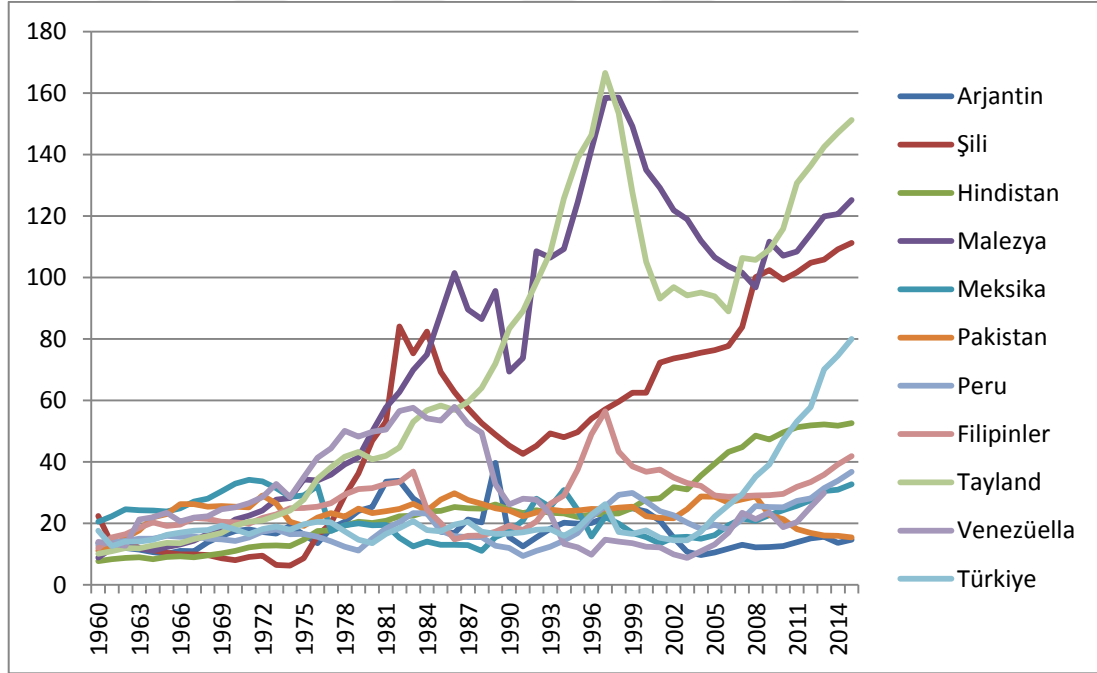
Diğer bir finansal derinleşme göstergesi olan özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYH'ya oranı seçilen yükselen ekonomilerde 1960-2015 yılları arasındaki gelişimi Şekil 3.2'de verilmiştir. Şekilde görüldüğü gibi Malezya, Tayland ve Şili'de özel sektöre verilen kredilerin hacmi diğer ülkelere nispetle daha fazla



artmıştır. 2015 yılında Tayland'da bu oran %151, Malezya'da % 125, Şili'de %111, Arjantin'de %14 ve Türkiye'de %80'dir.

Yükselen ekonomiler içinde pek çok ülke, bankacılık sektörünü yeniden yapılandırırken, sermaye yapısını yeni düzenlemelere tabi tutarken, çok büyük maliyetlere katlanmak durumunda kalmaktadır. Genel olarak ele alındığında; Orta Avrupa'nın bu dönüşümü büyük ölçüde yerine getirdiği, Asya'nın yavaş fakat istikrarlı bir iyileşme sağladığı, Latin Amerika'da ise, Meksika ve Şili'nin büyük bir mesafe almasına karşılık, Arjantin'in gerileme gösterdiği dikkat çekmektedir.

Şekil 3. 2 Seçilmiş Yükselen Ekonomilerde Özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYH'ya oranı (DC)

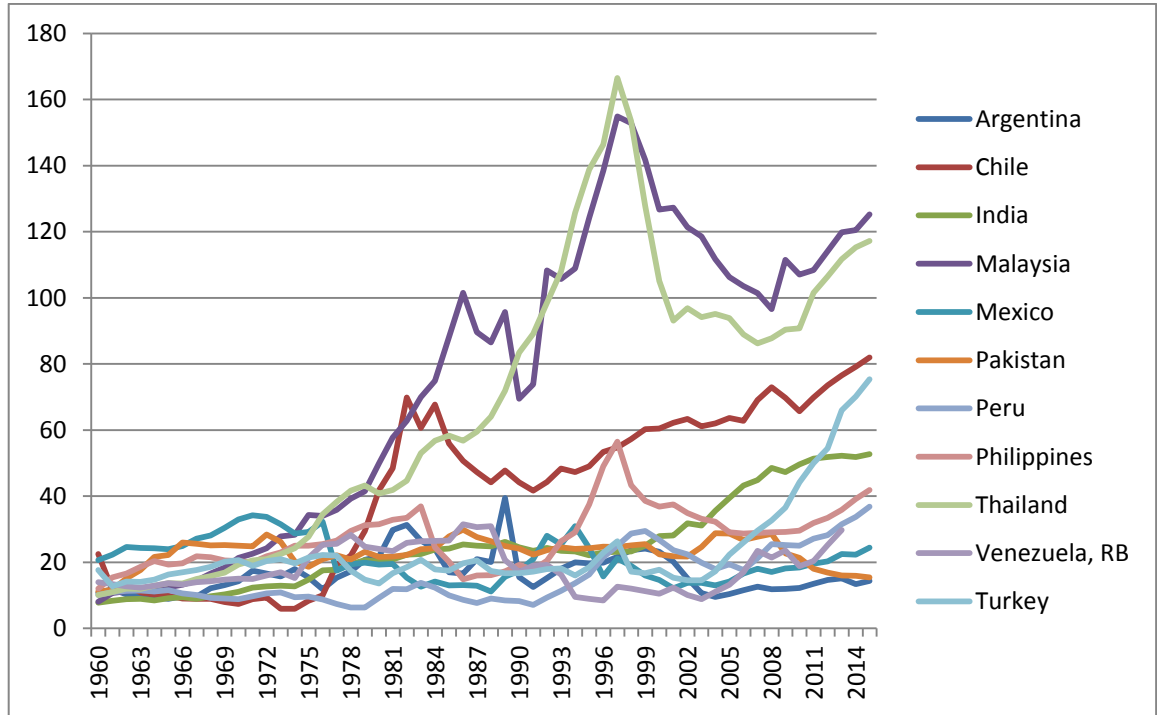


Kaynak: Dünya Bankası verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır

Bankalar tarafından özel sektöre verilen kredilerin hacminin GSYH'ya oranının seçilen yükselen ekonomilerde 1960-2015 yılları arasındaki gelişimi ise Şekil 3.3'de verilmiştir. Diğer finansal derinleşme göstergelerine benzer bir sonuç bu gösterge için de ortaya çıkmaktadır. Bankalar tarafından özel sektöre verilen kredi hacmi oranı Malezya ve Tayland'da özellikle 90'lı yıllardan itibaren diğer ülkelere

nispetle daha büyük bir oranda artmıştır. 2015 yılında Malezya’da bu oran %125, Tayland’da %117, Şili’de %81 ve Türkiye’de %75’dir. Son yirmi yılın gelişim seyrine bakıldığında Arjantin, Pakistan ve Venezüella azalma eğilimi gösterirken diğer ülkelerde bu oran artış göstermektedir.

**Şekil 3. 3 Bankalar Tarafından Özel Sektöre Verilen Yurt İçi Kredilerin GSYH’ya Oranı (DCB)**



Kaynak: Dünya Bankası verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### EKONOMETRİK METODOLOJİ VE AMPİRİK ANALİZ

Büyüme modelleri büyüme trendine odaklanırken literatürün büyük bir kısmı ekonomik büyüme ve finansal derinleşme (gelişme) üzerine yoğunlaşmıştır. Fakat ekonomilerde yaşanan krizler finansal sistemin nasıl işlediğine ve ekonomide meydana gelen dalgalanmaları nasıl etkilediğine dair soruları gündeme getirmeye başlamıştır. Literatürde finansal derinleşme ve iş çevrimi ilişkisini inceleyen zaman serisi ve panel veri analizleri mevcuttur. Fakat konuyu yükselen ekonomiler açısından ele alıp bulguların nasıl değiştiğini inceleyen bir çalışmaya henüz rastlanmamaktadır. Elde edilen bulgular teorik çerçeveye birlikte analiz edilerek dalgalanma dönemlerinde finansal sistem üzerine uygulanan politikalar hakkında yol göstermesi beklenmektedir.

Bu tür analizlerde genel olarak panel veri yöntemlerinden yararlanmak bazı avantajlar sağlamaktadır. Panel veri analizi, grup ve zaman boyutunda gözlenemeyen etkileri analize dahil etmek, zaman serisi ve yatay kesit analizine kıyasla iktisadi çıkarımlar için daha fazla bilgi sunmak ve daha etkin sonuçlar elde etmek gibi temel avantajlara sahiptir (Nazlıoğlu, 2010:60). Analizlerde kullanılacak yöntemlere ilişkin ayrıntılar bu bölümde ele alınacaktır.

#### 4.1. Veri Seti

Çalışmada yükselen ekonomiler üzerinde finansal derinleşmenin iş çevrimlerini etkisi incelenmektedir. IMF tarafından yapılan yükselen ekonomi sınıflandırması baz alınmış ve bu grup içerisinde modelde kullanılan değişkenlerin verisine ulaşılabilen ülkeler analize dahil edilmiştir. Bu ülke grubu aşağıdaki çizelgede sunulmuştur.

**Çizelge 4. 1 Analizde Kullanılan Seçilmiş Yükselen Ekonomiler**

Yükselen Ekonomiler Grubu	
1	Arjantin
2	Şili
3	Hindistan
4	Malezya
5	Meksika
6	Pakistan
7	Peru
8	Filipinler
9	Tayland
10	Venezüella
11	Türkiye

Panel veri analizinde modellerde 1960-2014 dönemine ait yıllık veriler kullanılmış ve değişkenlere ilişkin bu döneme ait veriler çalışmaya dahil edilmiştir.

**Çizelge 4. 2 Değişkenlerin Açıklanması**

Değişken Simgesi	Açıklaması	Kaynağı	Dönemi
GDP	Gayri safi yurtiçi hasıla	Dünya Bankası (WDI)	1960-2014
M2Y	Parasallaşma oranı	Dünya Bankası (WDI)	1960-2014
DC	Özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYH'ya oranı	Dünya Bankası (WDI)	1960-2014
DCB	Bankalar tarafından özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin GSYH'ya oranı	Dünya Bankası (WDI)	1960-2014
GOV	Hükümet nihai tüketim harcamalarının GSYH'ya oranı	Dünya Bankası (WDI)	1960-2014
OPEN	Dışa açıklık oranı	Dünya Bankası (WDI)	1960-2014
FIX	Sabit sermaye yatırımlarının GSYH'ya oranı	Dünya Bankası (WDI)	1960-2014
INF	TÜFE'deki yüzde değişme	Dünya Bankası (WDI)	1960-2014

Analizlerde kullanılacak değişkenler belirlenirken, literatürde yaygın olarak kullanılan tanımları dikkate alınmıştır. Böylece, çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlamalarla literatürdekiler arasında tutarlılık sağlanması amaçlanmıştır.

İlk olarak finansal derinleşme derecesinin göstergelerini tanımlanmıştır. Finansal piyasaların, çoğu gelişmekte olan ülkelerde bankaların dışında tam gelişmemiş olduğuna dikkat etmek gerekir. Bu yüzden bu ülkelerde finansal piyasalar ve bankalar birbirlerini ikame ederler (Khan 1980; King ve Levine 1993). Ayrıca, De Gregorio ve Guidotti (1995) ve Lynch (1996) gibi çalışmalarda finansal

derinleşmenin parasal büyüklüklerin sonucu olarak da gerçekleştiğini ifade etmektedir.

Bu çalışmada finansal derinleşme göstergesi olarak birçok çalışmada kullanılan üç değişken kullanılmıştır. Bunlardan ilki geniş tanımlı para arzının gayri safi yurt içi hasılaya oranı ya da parasallaşma oranı olarak da ifade edilen M2Y'dir (Lee, 2013; Darrat vd., 2005; Barro, 2000; Levine, 1993; Denizer vd., 2000; Tiryaki, 2003). M2Y aynı zamanda finansal sistemde hane halklarının bankacılık sistemini kullanma düzeyi hakkında bilgi verir. Bu oran McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından da önerilmiştir ve King ve Levine (1993a, 1993b) bu oranı parasallaşma oranı olarak ifade edip finansal derinliği ölçmede kullanmışlardır.

Diğer bir finansal derinleşme göstergesi, özel sektöre verilen yurt içi kredilerin milli gelire oranı olan DC'dir (Denizer, 2000; Hwang ve Lee, 2013; Darrat vd., 2005). Bu oran özel sektöre sağlanan finansal hizmetlerin derecesini yansıtmaktadır. Literatürde yaygın olarak kullanılan bir ölçüttür. Mello ve Tiongson (2006) ve Jappelli ve Pagano (1994), finansal derinliğin veya finansal piyasa gelişimini temsil eden bir değişken olarak bu değişkeni kullanmışlardır. Son olarak finansal derinleşmenin göstergesi olarak bankalar tarafından özel sektöre verilen yurt içi kredilerin milli gelire oranı olan DCB'dir.

Makroekonomik oynaklığı ölçmek üzere iki tür hesaplama söz konusudur (Özcan, 2011:11). Bunlardan ilki, kişi başı reel GSYİH büyüme oranının standart sapmasının hesaplanmasıdır. Diğer ise, bir değişkenin iş çevrimi ögelerinin (filtrelenmiş ögelerinin) standart sapmasının hesaplanmasıdır. İlk yaklaşımda, büyüme oranı logaritmik farklar alınarak hesaplanmaktadır. İkinci yaklaşımda ise, iş çevriminin büyüklüğüne odaklanılmakta ve iş çevrimi ögeleri filtreleme teknikleri kullanılarak (Hodrik-Prescott filtresi, Baxter-King filtresi) tahmin edilmektedir (Tharavanij, 2007: 15).

Hodric-Prescott yöntemi, 1980 ve 1990'lı yıllarda yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. Genellikle GSYH serisinin çeyreklik verilerinde kullanılır. Daha sonra iş çevrimlerinin hesaplanmasında Band-Pass (BP) filtreleme yöntemine ağırlık verilmiştir (örneğin; Stock ve Watson, 1998; Hornstein, 1998; Basu ve Taylor, 1999;

Silva, 2001). BP filtreleme yöntemi frekansları daha önceden belirlenen aralığın dışında olan verilerin bileşenlerini ortadan kaldırır. Baxter ve King (1999) göre, yıllık veriler kullanıldığında BP filtresi özel bir yöntemdir, HP filtresinin performansı üç aylık verilerini içeren testlerde kullanılır, fakat yıllık verilerde zayıf performans göstermektedir. Bu yüzden bu çalışmada iş çevrimlerini hesaplamak için BP (band-pass) filtreleme yöntemi kullanılacaktır. BP yönteminin bir diğer özelliği ise birim kökleri kaldırarak serileri durağan hale getirmesidir.

Ekonometrik analizde makroekonomik politikaların etkilerini ölçmek için dört kontrol değişken kullanılmıştır. Maliye politikası değişkeni, maliye politikasının herhangi bir dengeleyici etkiye sahip olup olmadığını test etmeyi amaçlamaktadır. GOV; hükümetin nihai tüketim harcamalarının GSYH'ya oranı olarak hesaplanır. Uluslararası ticaret ve kur politikaları da ekonomik dalgalanmalarla bağlantılıdır. Bu nedenle, bu çalışma her ülkenin açıklık derecesi için bir gösterge içerir. OPEN; toplam ticaret hacminin (ihracat+ithalat) GSYH'ya oranıdır. FIX; sabit sermaye yatırımlarının GSYH'ya oranı ve INF; TÜFE'deki yüzde değişmeyi ifade etmektedir. Analizde kullanılan tüm veriler Dünya bankasından elde edilmiştir.

#### **4.2. Finansal Derinleşme ve İş çevrimi İlişkisi: Yükselen Ekonomiler Ampirik Analizi**

Finansal derinleşme ve iş çevrimi ya da ekonomik dalgalanmaları inceleyen uluslararası çalışmalar incelendiğinde derinleşmenin dalgalanmaları yumuşattığı sonucuna ulaşanlarla beraber kısa dönemde herhangi etkiye neden olmadığı ve uzun dönemde ise piyasa yapısına göre finansal derinleşmenin ekonomik dalgalanmaların hızlanmasına sebep olduğunu iddia edenler de bulunmaktadır.

Denizer, İyigün ve Owen (2000) yılında yayınlanan çalışmalarında finansal gelişmişlik ve ekonomik dalgalanmaları incelemiştir. 1956-1998 yılları arasında çeyrek dönemlik verilerle 70 ülkeyi analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda finansal sistemi daha gelişmiş ülkelerde dalgalanmalar daha az oynaktır. Özellikle kredi mekanizması yoluyla bankalar finansal sistem içerisinde dalgalanmada büyük rol oynadığı ifade edilmiştir.

Gisele Ferreira da Silva (2001) yaptığı çalışmada finansal sistemin gelişmişliğinin iş çevrimlerini nasıl etkilediğini yatay kesit analizi yaparak incelemiştir. Literatürde yaygın olarak ekonomik büyüme ve kredi piyasası ilişkisi üzerinde inceleme yapıldığını fakat finans isteminin ekonomik dalgalanmalar üzerindeki etkisinin çok fazla araştırılmadığını belirtmiştir. Çalışmada 1960-1997 yılları arasındaki seçilmiş 40 ülke seti üzerinde uygulama yapılmıştır. BP filtreleme yöntemiyle iş çevrimleri elde edilmiştir. GMM (generalized method of moments) tekniği kullanılmıştır. Çalışmanın sonucuna göre finansal sistemi daha gelişmiş ülkeler iş çevrimlerini yumuşatabilirler. Politika yapıcılar finansal sistemin gelişmesini kontrol altına alarak özellikle alacaklıların haklarını korumak için uygulayacakları politikalarla ekonomik dalgalanmaları daha yumuşak hale getirebileceklerini vurgulamıştır.

Tiryaki (2003) yaptığı çalışmada 1960-1997 yılları arasında 40 ülke veri setini kullanarak panel veri analizi yapmıştır. Analizde finansal derinleşmenin iş çevrimleri oynaklığı üzerindeki etkisini açıklamaya çalışmıştır. Analiz sonucuna göre birçok çalışmayla benzer bir şekilde kısa dönemde finansal derinleşme ekonomik dalgalanmaları oynaklığında yumuşatmaya yönelik bir rolünün bulunmadığını fakat uzun dönemde etkisi olduğu sonucuna varmıştır. Analizde uzun dönemde ise finansal gelişme gelirin önemli bileşenlerinde olan yatırımın oynaklığını azaltırken tüketim dalgalanmalarını arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Yatırımın finansal gelişmeye olan tepkisi tüketimin tepkisini dengelerse çıktıdaki dalgalanmaların finansal gelişmelerden etkilenmediği söylenebilir sonucuna ulaşmıştır.

Darrat, Salah ve Aly (2005) yılında Birleşik Arap Emirlikleri üzerine 1973–2000 yılları arasında yıllık verileri kullanarak finansal derinleşme ve iş çevrimleri ilişkisini kısa ve uzun dönemde incelemişlerdir. Yapılan analiz sonucuna göre finansal derinleşme göstergeleriyle iş çevrimleri arasında kısa dönemde bir ilişki olmayıp uzun dönemde güçlü bir etkinin varlığını ifade etmiştir.

Claudia M. Buch ve Christian Pierdzioch (2005) yaptıkları çalışmalarında uluslararası finansal sistemin bütünleşmesi ve iş çevrimleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İlk olarak iş çevrimleri ve finansal sistemin serbestleşmesi ilişkisi incelenmiş ve ampirik olarak çok güçlü bir ilişkinin olmadığı sonucuna varmışlardır.

Diğer bir çarpıcı bulgu ise iç kredi piyasası daha sağlam ve gelişmiş olan ülkelerde iş çevrimlerinin oynaklık eğilimi daha düşüktür. Çalışmanın ortaya koyduğu önemli bir sonuçta yurtiçi finansal sistemin gelişme derecesi arttıkça iş çevrimi oynaklığı daha az olacaktır.

Jinyoung Hwang ve Jong Ha Lee (2013) Kore üzerine yaptıkları çalışmalarında 1967-2010 yılları arasında finansal gelişmenin iş çevrimleri üzerindeki rolünü araştırmışlardır. Yaptıkları analiz sonucuna göre finansal sektördeki reformlar ekonomik dalgalanmaları kısa sürede azaltmaz. Yani hızlı bir şekilde etki etmez. Ancak uzun dönemde finansal derinleşme derecesi iş çevrimlerini güçlü bir şekilde etkiler.



**Çizelge 4. 3 Literatür Taraması**

<b>Yazarlar</b>	<b>Örneklem</b>	<b>Dönem</b>	<b>Yöntem</b>	<b>Temel Bulgular</b>
Silva (2001)	40 ülke	1960-1997	GMM	Finansal sistemi gelişmiş ülkeler iş çevrimlerini yumuşatabilir
Buch ve Pierdzioch (2005)	OECD ve OECD ye dahil olmayan ülke grupları	1990'lı yılların ortalaması	Panel veri analizi	Finansal gelişmişlik arttıkça iş çevrimlerinin oynaklık eğilimi daha düşük
Darrat et all(2005)	Birleşik Arap Emirlikleri	1973-2000	Panel veri analizi	Finansal derinleşme iş çevrimleri arasında uzun dönemde güçlü bir ilişki
Tiryaki (2003)	40 ülke	1960-1997	Panel veri analizi	Finansal derinleşme tüketimdeki oynaklığın artmasına katkıda bulunabilir
Fidrmuc ve Scharler (2012)	OECD ülkeleri	1995-2005	Panel veri analizi	Finansal derinleşme ekonomik dalgalanmaları artmasına sebep olabilir
Hwang ve Lee(2013)	Kore	1967-2010	VEC	Konjonktür oynaklık önemli ölçüde uzun vadede finansal derinleşmenin derecesi ile etkilenmektedir
Tharavanij (2007)	44 seçilmiş ülke	1975-2004	GMM	Finansal gelişme yatırımlarda meydana gelen oynaklığı azaltabilir
Karfakis (2013)	Yunanistan	2000Q1-2011Q1	VAR	Olumlu kredi şokları toplam talep ve çıktıdaki ekonomik iyileşmeyi sağlar
Norris ve Srivisal (2013)	Seçilmiş 110 ülke	1974-2008	Panel veri analizi	Finansal derinleşme arttıkça iş çevrimlerinin oynaklık eğilimi düşebilir

Yükselen ekonomilerde finansal derinleşmenin iş çevrimleri ilişkisini analiz ederken teorik çerçeve ile uyumlu literatürdeki ilgili çalışmalardan da faydalanarak geliştirilen model aşağıdaki fonksiyon şeklindedir

$$CYC = f(FD, GOV, OPEN, FIX, INF) \quad (\text{Denklem 4.1})$$

Burada CYC, BP filtreleme yöntemi ile GSYİH'dan elde edilen iş çevrimlerini; FD, değişkeni finansal derinlik göstergeleri olan M2Y geniş tanımlı para arzının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı, DC özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı ve DCB bankalar tarafından özel sektöre verilen yurtiçi kredilerin gayri safi yurtiçi hasılaya oranlarından herhangi birini göstermektedir. Her bir FD değişkeni için model ayrı ayrı kurulmaktadır.

Modelin panel veri formu aşağıdaki eşitlik biçiminde yazılabilir;

$$\ln CYC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln FD_{it} + \alpha_2 \ln GOV_{it} + \alpha_3 \ln FIX_{it} + \alpha_4 \ln INF_{it} + \alpha_5 \ln OPEN_{it} + \varepsilon_{it}$$

(Denklem 4.2)

burada  $i = 1, \dots, N$  yatay kesit sayısını ve  $t = 1, \dots, T$  zaman boyutunu göstermektedir.

Model (4.2)'de yer alan bağımsız değişkenlerin teorik olarak beklenen etkileri aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

- $\alpha_1 < 0$ : Finansal derinleşmedeki (FD) artışın ekonomideki dalgalanmaları (CYC) yumuşatacağı (Buch ve Pierdzioch, 2005; Denizer vd. 2000; Darrat vd. 2005; Greenwald ve Stiglitz, 1993; Silva, 2001; Norris ve Srivisal, 2013; Lopez ve Spiegel, 2002) beklenmektedir.
- $\alpha_2 < 0$ : Kamu harcamalarında meydana gelen bir artış (GOV) ekonomideki dalgalanmalar (CYC) üzerinde yumuşatıcı (Tiryaki, 2003; Silva, 2001, Tharavanij, 2007) bir etkiye sahiptir.
- $\alpha_3 < 0$ : Sabit sermaye yatırımındaki (FIX) artış ekonomideki dalgalanmalar (CYC) üzerinde yumuşatıcı bir etkiye sahiptir.

- $\alpha_4 > 0$ : Enflasyon oranındaki (INF) bir artış ekonomik dalgalanmaları derinleştirici bir etkiye sahip olduğu beklenmektedir.
- $\alpha_5 < 0$ : Dışa açıklık (OPEN) oranındaki bir artış ekonomideki dalgalanmalar (CYC) üzerinde yumuşatıcı bir etkiye sahiptir (Tiryaki, 2003; Silva, 2001; Norris ve Srivisal, 2013).

İş çevrimlerinin literatürde yer alan geleneksel belirleyicilerine ek olarak, finansal derinleşme göstergesinin yer aldığı bu kapalı model dikkatlice incelendiğinde, hem Keynesci (kamu harcamaları gibi) hem de monetarist (M2/Y) faktörlerin birlikte yer aldığı görülmektedir.

#### **4.2.1.Ekonometrik Metodoloji**

Son 20 yılda panel veri çalışmaları hem yatay kesit hem de zaman seri ölçümleri anlamında geniş alan bulan aktif ekonometrik teorilerde büyük yer kaplamaktadır. Panel zaman serisi ekonometrik literatürünün teorisi birinci nesil yöntemleriyle başlamıştır (birim kök testleri, eşbütünleşme testleri ve ampirik tahmin ediciler) (Im, Pesaran, ve Shin 2003; Levin, Lin, ve Chu 2002; Maddala ve Wu 1999; ve Pedroni 1999, 2004). Daha sonra panel üyeleri arasında korelasyon kaygılarını açıkça ele alan ikinci nesil metotlar geliştirilmiştir (Örneğin, Bai ve Ng, 2004; Bai, Kao ve Ng, 2009; ve Pesaran 2006, 2007). Uygulamalı tarafta ise ana akım ekonomi dergilerinde hala panel zaman serisi yöntemleri kullanan az sayıda çalışma var (Cavalcanti, Mohaddes ve Raissi, 2011; Eberhardt, Helmers ve Strauss, 2013; Moscone ve Tosetti 2010).

##### **4.2.1.1. PMG (Pooled Mean Group)**

Pesaran; Shin; Smith (1999) panel veri setlerinde hata düzeltme modeli tahmin edilmesini sağlayan bir yaklaşım olan Panel Kendine Bağlı Gecikmesi Dağıtılmış (Panel Autoregressive Distributed Lag (panel ARDL)) yöntemini geliştirmiştir. Uzun dönem ilişkileri gösteren panel ARDL modelleri aşağıdaki gibi yazılmaktadır.

$$\ln CYC = \alpha_1 + \sum_{j=1}^p \beta_{ij} \ln CYC_{it-j} + \sum_{j=0}^q \delta_{ij} \ln FD_{it-j} + \sum_{j=0}^k \phi_{ij} \ln GOV_{it-j} + \sum_{j=0}^l \gamma_{ij} \ln OPEN_{it-j} + \sum_{j=0}^m \phi_{ij} \ln FIN_{it-j} + \sum_{j=0}^n \chi_{ij} \ln INF_{it-j} + \varepsilon_{it}$$

(Denklem 4.3)

FD=[DC, DCB, M2Y]

burada  $i = 1, \dots, N$  yatay kesit sayısını ve  $t = 1, \dots, T$  zaman boyutunu göstermektedir.

Panel ARDL modellerini Havuzlanmış Ortalama Grup (Pooled Mean Group (PMG)) yöntemi veya Ortalama Grup (Mean Group (MG)) yöntemi ile tahmin etmek mümkündür. PMG tahmincisi, kısa dönem parametrelerin ülkeler arasında heterojen, uzun dönem parametrelerin homojen olduğunu varsayan bir yöntemdir. MG tahmincisi parametrelerin kısa ve uzun dönemde ülkeler arasında heterojen olduğunu kabul eden bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım uzun dönem parametreleri, her bir ülke için zaman serisi ARDL tahmininden elde edilen katsayıların ortalaması olarak hesaplamaktadır.

Pesaran, Shin ve Smith (1999) PMG tahmincilerini elde etmek için hata terimlerinin normal dağılım gösterdiği varsayımı altında bir *maksimum olabilirlik* yaklaşımı uygulamışlardır. Uzun dönem parametreler ve her bir grup için hata düzeltme katsayıları *yoğunlaştırılmış logaritmik-olabilirlik* fonksiyonu maksimize edilerek hesaplanmaktadır. PMG tahmincilerinin elde edilmesinde Newton-Raphson veya Geriye-İkame algoritmaları kullanılmaktadır. Uzun dönem parametreler *havuzlandırılmış maksimum olabilirlik* yöntemiyle bu şekilde elde edildikten sonra kısa dönem parametreler ve hata düzeltme katsayıları paneldeki her bir ülke için EKK regresyonları kullanılarak elde edilmektedir (Pesaran, Shin ve Smith 1999).

#### 4.2.1.2. Panel CCE Tahmincisi

Artan ekonomik serbestleşme ülkeler arasındaki bağımlılığı artırmakta, böylece bir ülkede meydana gelen bir şok diğer ülkeleri de etkilemektedir. Nitekim Pesaran (2006) tarafından yapılan Monte Carlo çalışması panel veri modellerinde

yatay kesit bağımlılığının test edilmesini ve varsa bunu dikkate alan yöntemlerin kullanılması gerektiğini göstermektedir. Pesaran (2006) paneli oluşturan yatay kesitler arasında bağımlılığı dikkate alan Ortak İlişkili Etkiler (Common Correlated Effects (CCE)) tahmincilerini geliştirmiştir (Nazlıoğlu, 2010: 101).

CCE yöntemi aşağıdaki heterojen panel veri regresyon modeline dayanmaktadır.

$$y_{it} = \alpha_i' d_t + \beta' x_{it} + e_{it} \quad (\text{Denklem 4.4})$$

$$e_{it} = \gamma_i' f_t + \varepsilon_{it} \quad (\text{Denklem 4.5})$$

burada  $d$  deterministik (sabit, trend, mevsimsel kuklalar) değişkenleri,  $x$  açıklayıcı değişkenleri, ve  $f$  gözlenemeyen ortak etkileri temsil etmektedir. CCE tahmincileri bağımsız değişkenler ve gözlenemeyen ortak etkilerin durağan ve dışsal olduğunu varsaymakla birlikte, bunların durağan (I(0)), birinci dereceden bütünleşik (I(1)) ve/veya eşbütünleşik olduğu durumlarda da tutarlıdır (Holly ve Raisi, 2009: 8; Nazlıoğlu, 2010:101).

Pesaran (2006) yatay kesit bağımlılığı altında bağımsız değişkenlere ait uzun dönem katsayıların tahmin edilmesini sağlayan iki tahminci geliştirmiştir: Birincisi Ortak İlişkili Etkiler Ortalama Grup (Common Correlated Effects Mean Group (CCEMG)) tahmincisi olarak ve ikincisi Ortak İlişkili Etkiler Havuzlanmış Etkiler (Common Correlated Effects Pooled (CCEP)) tahminci olarak adlandırılmaktadır. CCEMG yaklaşımında açıklayıcı değişkenlere ilişkin uzun dönem parametreler her bir yatay kesite ait katsayıların aritmetik ortalaması alınarak hesaplanır. CCEMG yaklaşımında panel eşbütünleşme katsayısı aşağıdaki gibi elde edilmektedir:

$$b_{CCEMG} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N b_i \quad (\text{Denklem 4.6})$$

burada  $b_i$  ( $b_i = (X_i' M_w X_i)^{-1} X_i' M_w y_i$ ) her bir yatay kesit için CCE tahminidir.

Açıklayıcı değişkenlere ait uzun dönem katsayılar bütün yatay kesitler için aynı yani  $\beta_i = \beta$  ise, havuzlanmış regresyon modellerinin kullanılması etkinliği artırmaktadır. Bu noktadan hareketle geliştirilen CCEP tahmincisinde  $\beta$ 'nin bütün yatay kesitler için aynı iken gözlenen/gözlenmeyen ortak etkilere ilişkin katsayılar her bir yatay kesit için değişmektedir. CCEP yönteminde panel eşbütünleşme tahmincileri aşağıdaki gibi elde edilmektedir:

$$b_{CCEP} = \left( \sum_{i=1}^N \theta_i X_i' M_w X_i \right)^{-1} \sum_{i=1}^N \theta_i X_i' M_w Y_i \quad (\text{Denklem 4.7})$$

Pesaran (2006) tarafından yapılan Monte Carlo çalışması CCEMG ve CCEP tahmincilerinin N=30 ve T=20 olduğu küçük örneklerde dahi doğru boyuta sahip olduğunu, CCEP tahmincisinin küçük örneklerde CCEMG tahmincisinden biraz daha iyi sonuçlar ortaya koyduğunu ve CCE tahmincilerinin gözlenmeyen ortak etkileri yani yatay kesit bağımlılığını dikkate almayan yöntemlere kıyasla daha etkin olduklarını göstermiştir (Pesaran, 2006: 970; Nazlıoğlu, 2010:102 ).

#### 4.2.1.3. Panel AMG Tahmincisi

Eberhardt ve Bond (2009) kesitler arası bağımlılığı dikkate alan, Genişletilmiş Ortalama Grup Tahmincisi -Augmented Mean Group (AMG) yöntemi geliştirmiştir. AMG tahmincisi, panel grupları arasındaki gözlemlenebilen ve gözlemlenemeyen etmenlerin farklılıklarının yanı sıra zaman serisi özelliklerini de dikkate almaktadır. Bu yaklaşımda, ilk aşamada bağımlı değişkenin birinci farkı, bağımsız değişkenlerin ve zaman kuklası ( $D_t$ ) ile tahmin edilmektedir. Buna birinci farkta havuzlanmış (pooled) regresyon (FD-OLS) denilmektedir. Bu aşamada elde edilen zaman kuklası katsayıları,  $\mu_t$  olarak yeniden tanımlanmaktadır. İkinci aşamada bu değişken her bir N ülke regresyonuna dâhil edilmekte ve bağımlı değişkenin kendisi açıklayıcı değişkenler ve bu değişken ile tahmin edilmektedir. Nihai AMG tahmincileri ise, bireysel ülke tahmincilerinin ortalamasından elde edilmektedir.

$$\text{AMG Aşama (i)} \quad \Delta \ln(y_{it}) = \beta' \Delta X_{it} + \sum_{t=2}^T c_t \Delta D_t + e_{it} \quad (\text{Denklem 4.8})$$

$$\Rightarrow c_t = \mu_t$$

$$\text{AMG Aşama (ii)} \quad \ln(y_{it}) = \alpha_t + \beta' \Delta X_{it} + c_{it} + d_i \mu_t + v_{it} \quad (\text{Denklem 4.9})$$

Yatay-kesit grup-özellikli AMG tahmincileri paneldeki her bir ülkenin katsayılarının ortalaması alınarak şu şekilde hesaplanmaktadır:  $\beta_{AMG} = N^{-1} \sum_i \beta_i$

#### 4.2.2. Panel veri analizi sonuçları

Çizelge 4. 4 Kurulan Modeller İçin PMG, CCE ve AMG Tahmin Sonuçları

	PMG			CCE			AMG		
	Coefficient	t-stat	p-value	Coefficient	t-stat	p-value	Coefficient	t-stat	p-value
lnDC	0.0027	0.53	0.597	-0.00825	-1.12	0.262	0.00151	0.22	0.828
lnGOV	-0.0205	-2.09	0.037	-0.00995	-0.6	0.546	-0.01287	-0.85	0.395
lnFIX	0.0692	9.63	0.000	0.08755	10.24	0.000	0.08196	11.53	0.000
lnOPEN	-0.0124	-1.44	0.150	-0.06339	-5.49	0.000	-0.03921	-6.38	0.000
INF	0.0000	0.02	0.987	-0.00026	-2.14	0.033	-0.00011	-1.06	0.287
CD	4.65								
	[0.000]								
lnDCB	0.0054	1.07	0.286	-0.0047	-0.72	0.472	0.004526	0.74	0.457
lnGOV	-0.0214	-2.23	0.026	-0.0140	-0.87	0.385	-0.016801	-1.14	0.256
lnFIX	0.0686	10.17	0.000	0.0878	10.99	0.000	0.080875	11.71	0.000
lnOPEN	-0.0128	-1.51	0.131	-0.0639	-5.81	0.000	-0.039054	-6.06	0.000
INF	0.0000	0.09	0.928	-0.0003	-1.95	0.051	-0.000125	-1.16	0.245
CD	4.52								
	[0.000]								
lnM2Y	-0.00588	-0.65	0.515	-0.0268	-1.84	0.066	-0.018701	-2.19	0.028
lnGOV	-0.01592	-1.65	0.098	-0.0061	-0.38	0.705	-0.006702	-0.42	0.673
lnFIX	0.06694	8.22	0.000	0.0870	9.26	0.000	0.079808	11.23	0.000
lnOPEN	-0.00911	-1.02	0.309	-0.0511	-4.01	0.000	-0.034891	-4.36	0.000
INF	-0.00005	-0.26	0.791	-0.0003	-2.51	0.012	-0.000205	-1.76	0.078
CD	4.53								
	[0.000]								

\*Pmg tahminleri gecikme sayısı bir olarak alınmıştır. CD yatay kesit bağımlılığı testini göstermektedir.

Finansal derinleşme ve iş çevrimi arasındaki uzun dönemli ilişkinin seyrini incelemek amacı ile tahmin edilen model (4.2) için PMG, CCE ve AMG tahmincilerinden elde edilen sonuçlar Çizelge 4.4’te rapor edilmiştir.

PMG yaklaşımı ile yapılan tahmininde finansal derinleşme göstergeleri ( $\ln DC$ ,  $\ln DCB$  ve  $\ln M2Y$ ) ile iş çevrimi değişkeni ( $\ln CYC$ ) arasında istatistikî olarak anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. CCE ve AMG yaklaşımları ile gerçekleştirilen tahmin sonuçlarına göre, finansal gelilme göstergesi parasallaşma oranı ( $\ln M2Y$ ) ile iş çevrimleri arasında istatistikî olarak anlamlı bir etkinin varlığı söz konusudur. Parasallaşma oranının işareti, teorik beklentilere uygun bir şekilde negatif olarak tahmin edilmiştir. Bu değişkenin negatif işarete sahip olması, iş çevrimini yumuşattığı (tersine çevirdiği) şeklinde yorumlanmaktadır.

Her üç (PMG, CCE ve AMG) yaklaşıma göre elde edilen tahmin sonuçlarında sabit sermaye yatırımlarının ( $\ln FIX$ ) iş çevrimine etkisi, istatistikî olarak anlamlı olup, teorik beklentilerle uyumayan bir şekilde olduğu görülmektedir. Zira bulgular, sabit sermaye yatırımlarının iş çevrimlerinin frekansını sıklaştırdığı ve derinleştirdiğini göstermektedir.

Diğer taraftan dışa açıklık ( $\ln OPEN$ ) değişkeni, iki yaklaşım (CCE ve AMG) ile elde edilen tahmin sonuçlarında, istatistikî olarak anlamlı ve negatif işarete sahiptir. Dışa açıklık göstergesinin negatif işarete sahip olması, iş çevrimini yumuşatıcı bir işlev gördüğünü ortaya koymaktadır.

Son olarak PMG ile yapılan tahminden elde edilen sonuçlar, kamu hacramalarının ( $\ln GOV$ ) istatistikî olarak anlamlı ve işaretinin negatif olduğunu göstermektedir. Bu durum kamu harcamalarının iş çevrimini yumuşattığını göstermektedir. Bu bulgunun özellikle Keynesyen iş çevrimi teorisinin öngörüsünü doğrulamaktadır.



Çizelge 4. 5 PMG Tahmincisi Ülke Sonuçları

<i>lnDC</i>	FD	lnGOV	lnFIX	lnOPEN	INF
	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]
Arjantin	0.0230 (0.130)	-0.0041 (0.735)	-0.0041 (0.142)	0.0001 (0.996)	0.0000 (0.005)
Şili	0.0185 (0.226)	0.0113 (0.761)	0.0947 (0.002)	-0.0757 (0.034)	0.0000 (0.980)
Hindistan	-0.0053 (0.783)	-0.0624 (0.135)	0.0737 (0.140)	-0.0227 (0.181)	-0.0008 (0.102)
Malezya	-0.0143 (0.090)	-0.0840 (0.022)	0.0393 (0.006)	-0.0116 (0.651)	0.0013 (0.166)
Meksika	-0.0049 (0.735)	-0.0062 (0.740)	0.0868 (0.001)	-0.0086 (0.357)	-0.0001 (0.305)
Pakistan	0.0292 (0.090)	-0.0020 (0.987)	0.0290 (0.070)	-0.0148 (0.276)	0.0006 (0.132)
Peru	0.0036 (0.842)	0.0063 (0.847)	0.0533 (0.022)	-0.0356 (0.010)	-7.9800 (0.048)
Filipinler	-0.0007 (0.996)	-0.0071 (0.780)	0.0745 (0.001)	-0.0046 (0.642)	-0.0027 (0.371)
Tayland	-0.0297 (0.007)	0.0065 (0.782)	0.0785 (0.000)	0.0300 (0.022)	0.0000 (0.972)
Venezuela	-0.0012 (0.894)	-0.0555 (0.085)	0.0928 (0.000)	0.0259 (0.439)	-0.0004 (0.219)
Türkiye	0.0112 (0.468)	-0.0306 (0.147)	0.0945 (0.000)	-0.1910 (0.008)	-0.0003 (0.031)

Panel veri analizi tahmincileri panel grup etkisinin yanı sıra ülkelerin bireysel etkilerinin gözlenmesine de imkan sağlamaktadır. Çizelge 4.5, finansal derinleşme ve iş çevrimleri arasındaki ilişkinin ülke bazındaki etkilerini göstermektedir. Malezya, Pakistan ve Tayland'da finansal derinleşme ve iş çevrimleri arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Katsayılar arasındaki ilişkinin Tayland ve Malezya'da negatif yönlü Pakistan'da ise pozitif yönlü olduğu görülmektedir. *lnDC*'nin finansal derinleşme göstergesi olarak ele alındığı modelde Pakistan, Tayland ve Malezya dışındaki ülkelerde, finansal derinleşme ve iş çevrimleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Tayland ve Malezya

ekonomilerine ait sonuçlar iktisadi olarak da anlamlı iken, Pakistan ekonomisine ait pozitif etki beklentilerinin aksine iktisadi açıdan anlamsızdır.

**Çizelge 4. 6 PMG tahmincisi ülke sonuçları**

<i>lnDCB</i>	FD	lnGOV	lnFIX	lnOPEN	INF
	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]
Arjantin	0.0257 (0.076)	-0.0036 (0.766)	0.0469 (0.112)	-0.0090 (0.952)	-0.0000 (0.003)
Şili	0.0202 (0.154)	0.0114 (0.754)	0.0897 (0.002)	-0.0755 (0.015)	8.0900 (0.911)
Hindistan	-0.0053 (0.783)	-0.0624 (0.135)	0.0737 (0.140)	-0.0227 (0.181)	-0.0008 (0.102)
Malezya	-0.0140 (0.095)	-0.0834 (0.023)	0.0391 (0.006)	-0.0120 (0.642)	0.0014 (0.166)
Meksika	0.0038 (0.803)	-0.0090 (0.637)	0.0900 (0.001)	-0.0048 (0.658)	-0.0001 (0.518)
Pakistan	0.0287 (0.084)	-0.0010 (0.937)	0.0305 (0.059)	-0.0153 (0.0259)	0.0007 (0.123)
Peru	0.0048 (0.633)	0.0071 (0.809)	0.0537 (0.019)	-0.0376 (0.009)	-7.8500 (0.051)
Filipinler	-0.0001 (0.994)	-0.0070 (0.781)	0.0745 (0.001)	-0.0046 (0.642)	-0.0003 (0.371)
Tayland	-0.0268 (0.0089)	-0.0007 (0.977)	0.0757 (0.000)	0.0262 (0.029)	0.0000 (0.958)
Venezuela	0.0083 (0.506)	-0.0552 (0.078)	0.0876 (0.000)	0.0252 (0.448)	-0.0003 (0.250)
Türkiye	0.0144 (0.364)	-0.0318 (0.131)	0.0357 (0.000)	-0.0192 (0.006)	-0.0003 (0.042)

Çizelge 4.6 incelendiğinde finansal derinleşmenin iş çevrimleri arasındaki ilişkinin PMG tahmincisi bulguları yer almaktadır. Elde edilen bulgular Arjantin, Malezya, Pakistan ve Tayland'da finansal derinleşmenin iş çevrimleri üzerinde anlamlı bir etki bıraktığı görülmektedir. Etkinin yönü açısından sonuçlar

irdelendiğinde Tayland ve Malezya’da negatif bir ilişki gözlemlenirken; Arjantin ve Pakistan’da pozitif bir ilişkinin varlığı gözlemlenmektedir. Katsayı işaretlerine dikkat edildiğinde iktisadi açıdan etki Tayland ve Malezya’da anlamlılık gösterirken Arjantin ve Pakistan’da anlamsız olduğu görülmektedir.

**Çizelge 4. 7 PMG Tahmircisi Ülke Sonuçları**

<i>lnM2Y</i>	FD	lnGOV	lnFIX	lnOPEN	INF
	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]
Arjantin	0.0453 (0.096)	-0.0110 (0.373)	0.0334 (0.285)	-0.0166 (0.328)	-0.0000 (0.017)
Şili	0.0123 (0.262)	0.0173 (0.629)	0.0777 (0.008)	-0.0517 (0.009)	-0.0000 (0.361)
Hindistan	-0.0191 (0.635)	-0.0490 (0.357)	0.0796 (0.116)	-0.0173 (0.408)	-0.0008 (0.101)
Malezya	-0.0111 (0.235)	-0.0833 (0.030)	0.0310 (0.016)	-0.0245 (0.303)	0.0015 (0.119)
Meksika	-0.0208 (0.251)	0.0005 (0.978)	0.0999 (0.000)	-0.0118 (0.174)	-0.0001 (0.174)
Pakistan	0.0129 (0.575)	0.0026 (0.836)	0.0253 (0.121)	-0.0094 (0.486)	0.0005 (0.259)
Peru	0.0104 (0.584)	0.0033 (0.915)	0.0540 (0.018)	-0.0372 (0.007)	-8.3900 (0.040)
Filipinler	0.0087 (0.567)	-0.0047 (0.845)	0.0764 (0.000)	-0.0137 (0.430)	-0.0002 (0.551)
Tayland	-0.0706 (0.000)	0.0120 (0.567)	0.0702 (0.000)	0.0579 (0.000)	-0.0005 (0.321)
Venezuela	-0.0026 (0.868)	-0.0542 (0.086)	0.0921 (0.000)	0.0271 (0.421)	-0.0003 (0.220)
Türkiye	-0.0302 (0.260)	-0.0086 (0.732)	0.0967 (0.000)	-0.0029 (0.842)	-0.0005 (0.001)

*lnM2Y*’nin finansal derinleşmenin parametresi olduğu modele ilişkin PMG tahmircisi sonuçları çizelge 4.7 de sunulmaktadır. Elde edilen bulgular Arjantin ve Tayland’da finansal derinleşmenin iş çevrimleri arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır. İlişkinin teorik olarak yönüne bakıldığında

Tayland’da negatif, Arjantin’de pozitif olduğu sonucuna varılmaktadır. Bu finansal derinliğin iş çevrimi üzerinde iktisadi etkisinin sadece Tayland’da olduğunu göstermektedir.

**Çizelge 4. 8 CCE Tahmincisi Ülke Sonuçları**

<i>lnDC</i>	FD	lnGOV	lnFIX	lnOPEN	INF
	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]
Arjantin	-0.0068 (0.723)	0.0085 (0.610)	0.0945 (0.013)	-0.1297 (0.000)	0.0000 (0.494)
Şili	0.0344 (0.120)	0.1002 (0.074)	0.1272 (0.001)	-0.0684 (0.058)	-6.0600 (0.932)
Hindistan	-0.0288 (0.294)	-0.0922 (0.148)	0.0761 (0.246)	-0.0138 (0.673)	-0.0001 (0.076)
Malezya	-0.0356 (0.007)	-0.0593 (0.050)	0.0933 (0.000)	-0.0560 (0.064)	-0.0002 (0.778)
Meksika	-0.0118 (0.333)	0.0146 (0.697)	0.0596 (0.018)	-0.0690 (0.011)	-0.0004 (0.013)
Pakistan	0.0126 (0.491)	-0.0032 (0.853)	0.0189 (0.420)	-0.0163 (0.486)	0.0006 (0.262)
Peru	-0.0431 (0.102)	0.0183 (0.546)	0.0930 (0.000)	-0.0889 (0.000)	0.0000 (0.117)
Filipinler	0.0120 (0.525)	0.0075 (0.824)	0.0959 (0.002)	-0.0260 (0.187)	-0.0004 (0.106)
Tayland	-0.0240 (0.169)	0.0149 (0.734)	0.0968 (0.000)	-0.0763 (0.015)	-0.0004 (0.423)
Venezuela	0.0159 (0.295)	-0.0800 (0.017)	0.1086 (0.000)	-0.1148 (0.008)	-0.0005 (0.152)
Türkiye	-0.0157 (0.407)	-0.0387 (0.225)	0.0990 (0.001)	-0.0380 (0.037)	-0.0005 (0.013)

*lnDC*’nin finansal derinleşmenin bir ölçütü olduğu modelde elde edilen bulgular CCE parametre tahmincisi ile elde edilmiştir. Ampirik bulgular, Malezya’nın hem iktisadi hem de istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Diğer ülkelerde finansal derinleşme ile iş çevrimleri arasında istatistiksel olarak bir ilişki bulunamamıştır.

Çizelge 4. 9 CCE Tahmincisi Ülke Sonuçları

<i>lnDCB</i>	FD	lnGOV	lnFIX	lnOPEN	INF
	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]
Arjantin	-0.0067 (0.743)	0.0098 (0.532)	0.1024 (0.008)	-0.1263 (0.000)	0.0000 (0.550)
Şili	0.0400 (0.050)	0.0980 (0.071)	0.1250 (0.000)	-0.0646 (0.050)	-1.1100 (0.987)
Hindistan	-0.0233 (0.344)	-0.0948 (0.140)	0.0704 (0.282)	-0.0105 (0.749)	-0.0010 (0.078)
Malezya	-0.0306 (0.026)	-0.0572 (0.062)	0.0922 (0.000)	-0.0663 (0.021)	-0.0003 (0.759)
Meksika	-0.0088 (0.479)	0.0036 (0.929)	0.0691 (0.003)	-0.0794 (0.003)	-0.0003 (0.015)
Pakistan	0.0124 (0.493)	-0.0076 (0.672)	0.0234 (0.328)	-0.0179 (0.439)	0.0007 (0.193)
Peru	-0.0315 (0.046)	-0.0035 (0.895)	0.0876 (0.000)	-0.0965 (0.001)	0.0000 (0.044)
Filipinler	0.0125 (0.508)	0.0056 (0.862)	0.0956 (0.002)	-0.0264 (0.191)	-0.0004 (0.107)
Tayland	-0.0144 (0.374)	0.0161 (0.689)	0.0949 (0.000)	-0.0762 (0.014)	-0.0004 (0.391)
Venezuela	0.0109 (0.421)	-0.0809 (0.017)	0.1079 (0.000)	-0.0967 (0.020)	-0.0006 (0.111)
Türkiye	-0.0124 (0.523)	-0.0430 (0.168)	0.0971 (0.000)	-0.0418 (0.031)	-0.0005 (0.016)

*lnDCB*'nin finansal derinleşme göstergesi olarak kullanıldığı modelde elde edilen bulgular çizelge 4.9'da sunulmaktadır. Elde edilen bulgular Şili, Malezya ve Peru'da bireysel etkilerin istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. İlişkinin yönüne bakıldığında Peru ve Malezya'da negatif bir ilişki söz konusu iken Arjantin'de pozitif bir katsayı ilişkisi olduğunu göstermektedir. İktisadi olarak incelendiğinde ise Peru ve Malezya'nın ekonomilerinde finansal derinleşmenin iş çevrimleri üzerindeki etkilerinin anlamlı olduğu görülmektedir.

Çizelge 4. 10 CCE Tahmincisi Ülke Sonuçları

<i>lnM2Y</i>	FD	lnGOV	lnFIX	lnOPEN	INF
	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]
Arjantin	-0.0001 (0.996)	0.0200 (0.222)	0.1056 (0.002)	-0.1263 (0.000)	9.620 (0.618)
Şili	0.0305 (0.269)	0.1072 (0.048)	0.1015 (0.003)	-0.0317 (0.394)	-0.0001 (0.153)
Hindistan	-0.0394 (0.489)	-0.0617 (0.350)	0.0623 (0.358)	-0.0054 (0.885)	-0.0009 (0.113)
Malezya	-0.0077 (0.619)	-0.0542 (0.097)	0.0780 (0.000)	-0.0890 (0.001)	-0.0003 (0.751)
Meksika	-0.0077 (0.633)	0.0240 (0.529)	0.7125 (0.006)	-0.0593 (0.026)	-0.0003 (0.018)
Pakistan	-0.0088 (0.718)	-0.0010 (0.954)	0.0175 (0.463)	-0.0110 (0.630)	0.0005 (0.407)
Peru	-0.0374 (0.4229)	0.0157 (0.626)	0.0688 (0.017)	-0.0887 (0.000)	0.0001 (0.103)
Filipinler	0.0028 (0.889)	0.0214 (0.561)	0.1133 (0.000)	-0.0290 (0.172)	-0.0004 (0.178)
Tayland	-0.1352 (0.000)	-0.0529 (0.098)	0.1240 (0.000)	-0.0166 (0.539)	-0.0012 (0.007)
Venezuela	0.0030 (0.888)	-0.0771 (0.027)	0.1162 (0.000)	-0.0950 (0.020)	-0.0006 (0.086)
Türkiye	-0.0948 (0.001)	-0.0083 (0.780)	0.0988 (0.000)	-0.0105 (0.549)	-0.0006 (0.000)

*LnM2Y*'nin finansal derinleşme göstergesi olarak fonksiyona dahil edildiği modelden elde edilen bulgular, sadece Tayland'da finansal derinleşmenin iş çevrimleri üzerinde negatif bir etkisi olduğunu göstermektedir. Bu etki istatistikî olduğu kadar iktisadî açıdan da anlamlıdır.

**Çizelge 4. 11 AMG Tahmincisi Ülke Sonuçları**

<i>lnDC</i>	FD	lnGOV	lnFIX	lnOPEN	INF
	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]
Arjantin	0.0303 (0.017)	-0.0089 (0.377)	0.0742 (0.004)	-0.0429 (0.007)	-0.0002 (0.008)
Şili	0.0158 (0.270)	0.0422 (0.253)	0.0890 (0.002)	-0.0852 (0.012)	-0.0001 (0.867)
Hindistan	-0.0045 (0.828)	-0.0618 (0.147)	0.0722 (0.169)	-0.0233 (0.198)	-0.0008 (0.106)
Malezya	-0.0125 (0.055)	-0.0514 (0.076)	0.0777 (0.000)	-0.0544 (0.011)	-0.0001 (0.823)
Meksika	-0.0084 (0.545)	0.0135 (0.494)	0.0772 (0.003)	-0.0323 (0.017)	-0.0004 (0.702)
Pakistan	0.0247 (0.149)	0.0113 (0.417)	0.0291 (0.064)	-0.0212 (0.126)	0.0006 (0.132)
Peru	-0.0450 (0.024)	0.0506 (0.097)	0.0861 (0.000)	-0.0539 (0.048)	-6.9400 (0.048)
Filipinler	-0.0107 (0.426)	0.0131 (0.567)	0.1128 (0.000)	-0.0306 (0.006)	-0.0001 (0.566)
Tayland	-0.0160 (0.150)	0.0110 (0.613)	0.0785 (0.000)	-0.0122 (0.508)	-0.0006 (0.889)
Venezüella	0.0251 (0.005)	-0.1159 (0.000)	0.1211 (0.000)	-0.0462 (0.136)	-0.0003 (0.137)
Türkiye	0.0178 (0.237)	-0.0452 (0.035)	0.0838 (0.000)	-0.0291 (0.000)	-0.0001 (0.317)

AMG tahminci sonuçlarının, ülkeler bazında bireysel etkileri ortaya koyduğu sonuçlar Çizelge 4.11 de yer almaktadır. Elde edilen sonuçlar istatistiki açıdan Arjantin, Malezya, Peru ve Venezüella’da finansal derinleşme göstergesi olan *lnDC*’nin iş çevrimleri üzerinde etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte Peru ve Malezya’da etki iktisadi açıdan beklendiği gibi iken Venezüella ve Arjantin’de beklentilerin tersinedir.

**Çizelge 4. 12 AMG Tahmincisi Ülke Sonuçları**

<i>lnDCB</i>	FD	lnGOV	lnFIX	lnOPEN	INF
	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]
Arjantin	0.0318 (0.008)	-0.0071 (0.469)	0.0755 (0.003)	-0.0466 (0.003)	-0.0002 (0.006)
Şili	0.0193 (0.143)	0.0408 (0.249)	0.0866 (0.002)	-0.0907 (0.002)	1.6500 (0.980)
Hindistan	-0.0045 (0.825)	-0.0617 (0.149)	0.07209 (0.168)	-0.0233 (0.195)	-0.0008 (0.106)
Malezya	-0.0142 (0.027)	-0.0501 (0.081)	0.0793 (0.000)	-0.0517 (0.013)	-0.0002 (0.742)
Meksika	0.0006 (0.963)	0.0101 (0.617)	0.0780 (0.003)	-0.0281 (0.057)	-3.4000 (0.978)
Pakistan	0.0208 (0.235)	0.0101 (0.484)	0.0295 (0.065)	-0.0205 (0.141)	0.0006 (0.149)
Peru	-0.0265 (0.028)	0.0244 (0.349)	0.0782 (0.000)	-0.0499 (0.000)	-7.8400 (0.026)
Filipinler	-0.0114 (0.394)	0.0166 (0.472)	0.1121 (0.000)	-0.0307 (0.006)	-0.0001 (0.569)
Tayland	-0.0148 (0.142)	0.0043 (0.836)	0.0766 (0.000)	-0.0132 (0.440)	-0.0001 (0.851)
Venezuela	0.0279 (0.013)	-0.1259 (0.000)	0.1189 (0.000)	-0.0451 (0.151)	-0.0004 (0.049)
Türkiye	0.0209 (0.174)	-0.0466 (0.028)	0.0829 (0.000)	-0.0297 (0.000)	-0.0001 (0.390)

*lnDCB*'nin finansal derinleşme göstergesi olarak ele alındığı modelde Çizelge 4.11'deki bulgularla ortak sonuçları göstermektedir. Benzer şekilde Arjantin, Malezya, Peru ve Venezüella'da finansal derinleşmenin iş çevrimleri üzerinde etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Katsayıların yönü dolayısıyla da ilişkinin yönü itibari ile aynı sonuçları ortaya koymaktadır.



**Çizelge 4. 13 AMG Tahmincisi Ülke Sonuçları**

<i>lnM2Y</i>	FD	lnGOV	lnFIX	lnOPEN	INF
	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]	Parametre [p-value]
Arjantin	0.0248 (0.259)	-0.0088 (0.368)	0.0731 (0.005)	-0.0747 (0.000)	-0.0001 (0.045)
Şili	-0.0109 (0.427)	0.0632 (0.098)	0.0802 (0.004)	-0.0506 (0.006)	-0.0001 (0.090)
Hindistan	-0.0191 (0.637)	-0.0473 (0.382)	0.0778 (0.132)	-0.0189 (0.386)	-0.0008 (0.101)
Malezya	-0.0182 (0.0149)	-0.0471 (0.123)	0.0673 (0.000)	-0.0644 (0.001)	0.0001 (0.952)
Meksika	-0.0193 (0.255)	0.0159 (0.402)	0.0851 (0.001)	-0.0416 (0.002)	-0.0001 (0.724)
Pakistan	0.0009 (0.969)	0.0154 (0.281)	0.0264 (0.099)	-0.0218 (0.146)	0.0005 (0.242)
Peru	-0.0695 (0.014)	0.0497 (0.102)	0.0804 (0.000)	-0.0487 (0.000)	-4.4400 (0.243)
Filipinler	-0.0060 (0.672)	0.0187 (0.411)	0.0967 (0.000)	-0.0389 (0.023)	-0.0002 (0.473)
Tayland	-0.0601 (0.000)	0.0114 (0.551)	0.0769 (0.000)	0.0217 (0.240)	-0.0005 (0.235)
Venezuela	0.0101 (0.477)	-0.1259 (0.000)	0.1256 (0.000)	-0.0322 (0.331)	-0.0006 (0.008)
Türkiye	-0.0385 (0.131)	0.1881 (0.435)	0.0883 (0.000)	-0.0138 (0.329)	-0.0003 (0.008)

*lnM2Y*'nin finansal derinleşmenin bir göstergesi olarak modele dahil edildiği fonksiyondan elde edilen bulgular Malezya, Peru ve Venezüella'da finansal derinleşmenin ekonometrik olarak iş çevrimleri üzerinde etkili olduğu ve her üç ülkede de negatif yönlü bir ilişkiyi ortaya koyduğu sonucuna varılmaktadır. Bu sonuçlar hem teorik beklentilere uygun hem de istatistiki açıdan anlamlıdır.

Üç farklı tahminciden elde edilen üç farklı modele ilişkin elde edilen bulgular her bir açıklayıcı değişken için karşılaştırmalı bir şekilde Çizelge 4.14-4.18'te verilmiştir.

**Çizelge 4. 14 PMG, CCE ve AMG Tahmincileri Sonuçlarına Göre Anlamli Çıkan Ülkeler (Kamu Harcamaları)**

Tahminciler	PMG	CCE	AMG
Ülkeler	GOV	GOV	GOV
Arjantin			
Şili		✓	
Hindistan			
Malezya	✓	✓	✓
Meksika			
Pakistan			
Peru			✓
Filipinler			
Tayland		✓	
Venezüella	✓	✓	✓
Türkiye			✓

Çizelge 4.14'e göre üç farklı tahminci sonuçlarına göre kamu harcamalarının iş çevrimlerine etkisinin her bir ülke için bulguları özetlenmektedir. Elde edilen bulgular, kamu harcamalarının iş çevrimlerine etkisi Malezya, Şili, Venezüella, Tayland, Peru ve Türkiye'de anlamlı olduğu görülmektedir. Malezya, Venezüella, Tayland ve Türkiye'de kamu harcamaları ve iş çevrimleri arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğu ve diğer taraftan Şili ve Peru'da ise kamu harcamaları ve iş çevrimleri arasındaki ilişkinin yönü pozitif olduğu sonucuna varılmaktadır. Bu sonuçlar, kamu harcamalarının bazı ülkelerde (Malezya, Venezüella, Tayland ve Türkiye) iş çevrimini yumuşatırken, bazı (Şili ve Peru) ülkelerde ise iş çevriminin frekansını artırmakta olduğunu göstermektedir.

**Çizelge 4. 15 PMG, CCE ve AMG Tahmincileri Sonuçlarına Göre Anlamli Çıkan Ülkeler (Sabit Sermaye Yatırımları)**

Tahminciler	PMG	CCE	AMG
Ülkeler	FIX	FIX	FIX
Arjantin		✓	✓
Şili	✓	✓	✓
Hindistan			
Malezya	✓	✓	✓
Meksika	✓	✓	✓
Pakistan	✓		✓
Peru	✓	✓	✓
Filipinler	✓	✓	✓
Tayland	✓	✓	✓
Venezüella	✓	✓	✓
Türkiye	✓	✓	✓

Çizelge 4.15'e göre üç farklı tahminci sonuçlarına göre sabit sermaye yatırımlarının iş çevrimlerine etkisinin her bir ülke için bulguları özetlenmektedir.

Sonuçların sabit sermaye yatırımlarının iş çevrimleri ile ilişkisini istatistiki olarak anlamlı olarak ortaya koymuştur. Bu sonuçlara göre sabit sermaye yatırımları değişkenin işaretinin pozitif olduğu ülkeye özü sonuçlardan görülmektedir. Sabit sermaye yatırımlarının iş çevrimini yumuşatması yerine frekansını artırması teorik beklentilerle örtüşmemektedir.

**Çizelge 4. 16 PMG, CCE ve AMG Tahminçileri Sonuçlarına Göre Anlamlı Çıkan Ülkeler (Dışa açıklık)**

Tahminçiler	PMG	CCE	AMG
Ülkeler	OPEN	OPEN	OPEN
Arjantin		✓	✓
Şili	✓	✓	✓
Hindistan			
Malezya		✓	✓
Meksika		✓	✓
Pakistan			
Peru	✓	✓	✓
Filipinler			✓
Tayland	✓	✓	
Venezüella		✓	
Türkiye	✓	✓	✓

Çizelge 4.16’da dışa açıklığın iş çevrimleriyle ilişkisinin üç farklı tahminci sonuçlarını özetlemektedir. Bu sonuçlara göre, Arjantin, Şili, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Tayland, Venezüella ve Türkiye’de en az bir tahminci için dışa açıklığın iş çevrimi üzerine etkisi istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Tayland hariç istatistiki olarak anlamlı olan diğer ülkelerde (Arjantin, Şili, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Venezüella ve Türkiye) dışa açıklığın işareti negatif olarak bulunmuş ve bu ülkeler için dışa açıklığın iş çevrimini yumuşattığını ortaya koymuştur. Ayrıca Hindistan, Pakistan ve Filipinler’de ise bu iki değişken arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki yakalanamamıştır.

**Çizelge 4. 17 PMG, CCE ve AMG Tahmincileri Sonuçlarına Göre Anlamli Çıkan Ülkeler (Enflasyon)**

Tahminciler	PMG	CCE	AMG
Ülkeler	INF	INF	INF
Arjantin	✓		✓
Şili			
Hindistan		✓	
Malezya			
Meksika		✓	
Pakistan			
Peru	✓		✓
Filipinler			
Tayland		✓	
Venezüella		✓	✓
Türkiye	✓	✓	

Çizelge 4.17’de iş çevrimleri ve enflasyon ilişkisi üç tahminci sonuçlarını ülke bazında özetlemiştir. Bu sonuçlara göre Arjantin, Hindistan, Meksika, Peru, Tayland, Venezüella ve Türkiye’de enflasyon ve iş çevrimi ilişkisi istatistiksel olarak anlamlı bulunmuş ve işaretinin negatif olduğu görülmüştür. Bu ülkeler için enflasyonun iş çevrimini yumuşattığını söylemek mümkündür.

**Çizelge 4. 18 PMG, CCE ve AMG Tahmincileri Sonuçlarına Göre Anlamli Çıkan Ülkeler (Finansal Derinleşme)**

Tahminciler	PMG			CCE			AMG		
Ülkeler	lnDC	lnDCB	lnM2Y	lnDC	lnDCB	lnM2Y	lnDC	lnDCB	lnM2Y
Arjantin		✓	✓				✓	✓	
Şili					✓				
Hindistan									
Malezya	✓	✓		✓	✓		✓	✓	✓
Meksika									
Pakistan	✓	✓							
Peru					✓		✓	✓	✓
Filipinler									
Tayland	✓	✓	✓			✓			✓
Venezüella							✓	✓	
Türkiye						✓			

Çizelge 4.18’de farklı tahmincilere göre finansal derinleşmenin iş çevrimine etkisi özetlenmiştir. Çizelgeye göre, Arjantin, Malezya, Pakistan, Peru, Tayland ve Venezüella’da farklı finansal derinleşme göstergelerinin iş çevrimi üzerinde istatistiksel olarak etkili olduğu görülmektedir. Finansal derinleşme göstergelerinin işaretleri incelendiğinde; Malezya, Peru ve Tayland’da farklı tahmincilere göre her

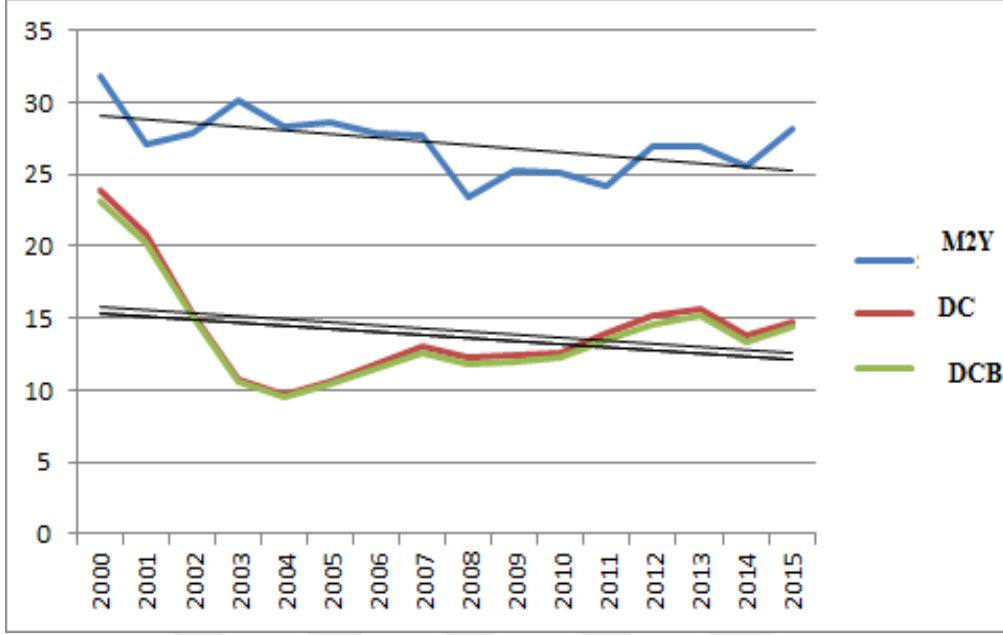
üç (DC; DCB ve M2Y) finansal derinleşme göstergesinin işareti negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu bulgular, bu ülkelerde finansal derinleşmenin iş çevrimlerini yumuşatıcı (smoothing) bir işlev gördüğünü ifade etmekte olup, teorik beklentilerle uyumludur.

Türkiye için sadece bir tahminciye göre bir finansal gelişme göstergesi (M2Y) teorik beklentiye uygun ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Kredilere ilişkin finansal derinleşme göstergeleri ise, istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Bu bulgular, Türkiye’de parasallaşma oranının iş çevrimini yumuşattığını ortaya koymaktadır. Özel sektöre verilen kredilerin iş çevrimini derinleştirdiğine ilişkin bir bulguya rastlanmamıştır.

Diğer taraftan Arjantin, Pakistan ve Venezüella’da finansal derinleşme göstergelerinin işaretleri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu sonuç bu ülkelerde finansal derinleşmenin iş çevrimlerinin frekansını artırdığını (iş çevrimlerini daha da derinleştirdiği) ortaya koymaktadır. Teorik beklentilerle uyuşmayan bu sonuçların nedenlerine ilişkin açıklamaların bu ülkelerin makroekonomik görünümü ile finansal sektörlerinin gelişimiyle yakından ilgili olduğu değerlendirilmektedir.

Şekil 4.1-4.3’de Arjantin, Pakistan ve Venezüella’da 1990 sonrası dönemdeki finansal derinleşme göstergelerinin gelişim eğilimi yer almaktadır. Söz konusu grafikler bu üç ülkede finansal derinleşememe (sığlaşma) (financial shallowing) yaşandığını göstermektedir. Arjantin’in finansal derinleşme göstergeleri Şekil 4.1’de yer almaktadır. Her üç gösterge açısından bu ülkedeki finansal sektörün derinleşme yerine sığlaşma tecrübe ettiği görülmektedir. Nitekim, söz konusu dönemde, parasallaşma oranında azalma söz konusudur. Yine özel sektöre verilen kredilerin oranına bakıldığında son 15 yılda bu oran büyük bir şekilde azalmıştır. 2000 yılında bankalar tarafından özel sektöre verilen kredilerin GSYH’ya oranı %23 iken 2015 yılında bu oran %14 olmuştur.

Şekil 4. 1 Arjantin'in Finansal Derinleşme Göstergelerinin Seyri

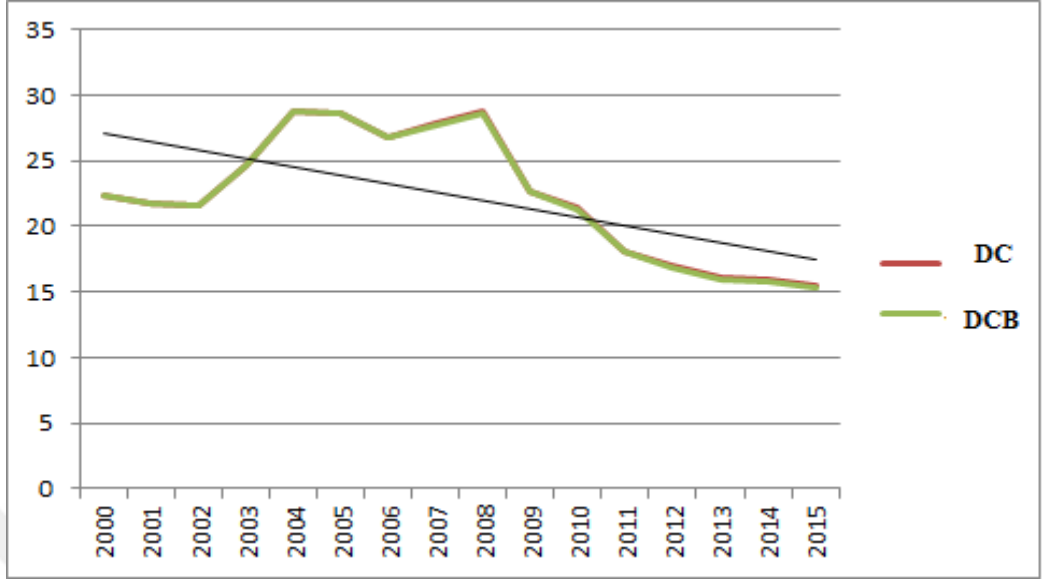


Kaynak: Dünya Bankası verileriyle yazar tarafından yapılmıştır.

Arjantin’de 1980’li yıllar, hiperenflasyon ve bankacılık felaketleriyle dolu bir dönemdir. Bu dönemden sonra 1990’lı yıllardaki hükümet politikaları sonuçlardan olumsuz etkilenmiş ve bankacılık sisteminde yüksek maliyetli kurtarmalar ve diğer müdahalelerde bulunulmamıştır. Bu yüzden bankacılık sektöründeki yeniden yapılanma 2000’li yıllardan sonra kredi hacminin daralmasına neden olmuştur (Arjantin Ülke Raporu, 2014).

Pakistan’ın son 15 yılda gerçekleştirdiği özel sektöre verilen kredi hacminin GSYH’ya oranına bakacak olursak şekil 3.5’de görüldüğü gibi azalma eğiliminde olduğu görülmektedir (Şekil 4.2). 2000 yılında %22 olan bu oran 2015 yılında %15’e düşmektedir.

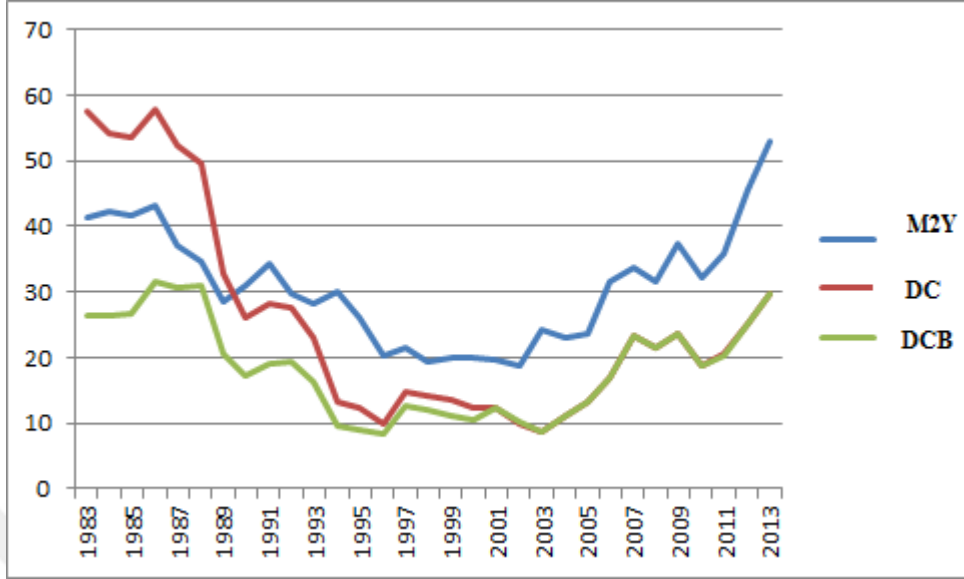
Şekil 4. 2 Pakistan'ın Finansal Derinleşme Göstergelerinin Seyri



Kaynak: Dünya Bankası verileriyle yazar tarafından yapılmıştır.

Venezüella için finansal derinleşme göstergelerini son 15 yılda incelersek özellikle 90'lı yılların sonunda ve 2000'li yılların başında büyük bir azalma söz olduğu görülmektedir (Şekil 4.3). 2000 yılında parasallaşma oranı %19, özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ya oranı %12 ve bankalar tarafından özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ya oranı %10'dur. Özellikle 80'lerin ortasından itibaren başlayan bir gerileme 2000'li yıllarda toparlanmaya geçmiştir.

Şekil 4. 3 Venezüella'nın Finansal Derinleşme Göstergelerinin Seyri



Kaynak: Dünya Bankası verileriyle yazar tarafından yapılmıştır.

Arjantin, Pakistan ve Venezüella'ya ait finansal derinleşme göstergelerinin düşme eğilimi, bu ülkelerin finansal sektörünün sığlaştığını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla finansal derinleşme Malezya, Peru ve Tayland'da iş çevrimini yumuşatırken, Arjantin, Pakistan ve Venezüella'da iş çevrimlerini yumuşatamamaktadır (derinleştirmektedir).



## SONUÇ

Finansal sektör iktisadi kalkınma sürecinde fon fazlası olanlar ile fon açığı olanlar arasında aracılık işlevini yerine getirmektedir. Finansal sektörün ekonominin hemen bütün sektörleriyle iç içe yapısı, ekonominin işleyişi içinde özel bir konuma sahip olmasını da beraberinde getirmektedir. Sağlam ve etkin çalışan bir finansal sistemin iktisadi kalkınma ve büyüme sürecine önemli katkılar sağlayacağı konusunda literatürde bir uzlaşma söz konusudur. Ancak 2008 küresel finansal kriziyle birlikte özellikle gelişmiş ülkelerde finansal sektör ile reel sektör arasındaki bağın zayıfladığına ilişkin tartışmalar, finansal sektörün konjonktür dalgalanmaları üzerine etkisini gündeme getirmeye başlamıştır. Diğer taraftan yükselen ekonomilerde finansal sektörün büyüme ile ilişkisi de sorgulanır hale gelmiştir.

Literatürde finansal derinleşmenin iş çevrimlerini azalttığı /yumuşattığı yönünde önemli tartışmalar bulunmaktadır. Finansal derinleşmenin tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında iyi bir eşleştirme sağlayarak dışsal şokları absorbe etmesi, riski azaltan finansal araç çeşitliliği sunması, verimli bilgiye sahip etkili ekonomik aktörlerin oluşmasını sağlaması, asimetric bilgiyi azaltabilmesi, işlem maliyetlerini azaltabilmesi ve teknolojik yeniliklerle finansal sistemi daha da etkin kullanılmasını sağlayarak iş çevrimlerini yumuşatmada etkili olduğu ileri sürülmüştür.

Bu tez, yükselen ekonomilerde finansal derinleşmenin iş çevrimleri ile ilişkisini ampirik olarak analiz etmeyi amaçlamıştır. Yükselen ekonomilerin seçilmesinin gerekçesi, bu ülkelerin küresel ekonomi içindeki paylarının her geçen gün artması ve küresel ekonomik büyümenin önemli dinamiklerinden biri haline gelmeleridir. Ayrıca bu ülkelerde makroekonomik anlamda yapısal sorunların varlığı finansal sektörün işlevini etkin bir şekilde yerine getirmesini de engelleyebilmektedir. Bu kapsamda çalışmada on bir (Arjantin, Şili, Hindistan, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Tayland, Venezüella ve Türkiye) yükselen piyasa ekonomisinde finansal derinleşmenin iş çevrimi üzerine etkisi incelenmiştir.

Söz konusu ülkelerde finansal derinleşmenin iş çevrimi üzerine etkisi, 1960-2014 dönemi yıllık verileri kullanılarak yeni nesil panel veri analizi teknikleri ile ele

alınmıştır. İş çevrimlerinin hesaplanması literatürde genel olarak iki yöntem ile elde edilmektedir. Bu tezin analizinde iş çevrimleri GSYH'ya uygulanan BP (Band-Pass) filtreleme yöntemiyle elde edilmiştir. Finansal derinleşme göstergesi doğrudan hazır olmadığından, literatürde yaygın olarak kullanılan en yakın göstergeler (proxy) seçilmiştir. Bu doğrultuda, geniş tanımlı para arzınının (M2) GSYİH'ya oranı (M2Y), özel sektöre verilen kredilerin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı (DC) ve bankalar tarafından özel sektöre verilen kredilerin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı (DCB) olarak alınmıştır. Bu göstergelerin seçilmesinin diğer bir nedeni ise, yükselen piyasa ekonomilerinin finansal sistemleri içinde bankacılığın rolünün baskın olmasıdır.

Finansal derinleşmenin iş çevrimleri üzerine etkisini analiz etmek için panel veri analizlerden yararlanılmıştır. Bu çerçevede yatay kesit bağımlılığını dikkate alan üç farklı panel eşbütünleşme tahmincisi kullanılmıştır. Bu tahminciler, Panel ARDL modellerinden Havuzlanmış Ortalama Grup (Pooled Mean Group PMG)), Ortak İlişkili Etkiler (Common Correlated Effects (CCE)) ve Genişletilmiş Ortalama Grup (Augmented Mean Group (AMG)) yaklaşımlarından oluşmaktadır. Bu tahminciler, bağımsız değişkenler ve gözlenemeyen ortak etkilerin durağan ve dışsal olduğunu varsaymakla birlikte bunların durağan (I(0)), birinci dereceden bütünlük ve/veya eşbütünlük olduğu durumlarda da tutarlı olduğundan tercih edilmiştir.

Yapılan ekonometrik analizlerden elde edilen bulgular, Arjantin, Malezya, Pakistan, Peru, Tayland ve Venezüella'da farklı finansal derinleşme göstergelerinin iş çevrimi üzerinde istatistiksel olarak etkili olduğu görülmektedir. Finansal derinleşme göstergelerinin işaretleri incelendiğinde; Malezya, Peru ve Tayland'da farklı tahmincilere göre her üç (DC; DCB ve M2Y) finansal derinleşme göstergesinin işareti negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Bu bulgular, bu ülkelerde finansal derinleşmenin iş çevrimlerini yumuşatıcı (smoothing) bir işlev gördüğünü ifade etmekte olup, teorik beklentilerle uyumludur.

Diğer taraftan Arjantin, Pakistan ve Venezüella'da finansal derinleşme göstergelerinin işaretleri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu sonuç bu ülkelerde finansal derinleşme göstergelerinin iş çevrimlerinin frekansını artırdığını (iş çevrimlerini daha da derinleştirdiği) ortaya koymuştur. Bu ülkelerin

finansal derinleşme göstergelerinin incelenmesi, finansal derinleşmenin aksine finansal sığlaşmanın söz konusu olduğunu ortaya koymuştur. Dolayısıyla bulgular, aslında finansal derinleşememe (veya finansal ssılaşma) iş çevrimlerinin frekansını artırdığı doğrulamaktadır.

Türkiye için sadece bir tahminciye göre bir finansal gelişme göstergesi (M2Y) teorik beklentiye uygun ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Kredilere ilişkin finansal derinleşme göstergeleri ise, istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Bu bulgular, Türkiye’de parasallaşma oranının iş çevrimini yumuşattığını ortaya koymaktadır. Özel sektöre verilen kredilerin iş çevriminin frekansını artırdığına ilişkin bir bulguya rastlanmamıştır.

Ampirik sonuçlar, analizlerde kullanılan kontrol değişkenlerinden ek bulguları da ortaya çıkarmıştır. Dışa açıklık (InOPEN), Arjantin, Şili, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Tayland, Venezüella ve Türkiye’de en az bir tahminciye göre istatistiksel olarak anlamlı ve Tayland hariç, diğer ülkelerde iş çevrimini yumuşatıcı bir işlev gördüğünü göstermektedir. Benzer şekilde Arjantin, Hindistan, Meksika, Peru, Tayland, Venezüella ve Türkiye’de enflasyonun iş çevrimlerini yumuşattığı görülmüştür. Son olarak, kamu harcamaları Malezya, Venezüella, Tayland ve Türkiye’de iş çevrimlerini yumuşatırken, Şili ve Peru’da iş çevrimlerinin frekansını artırmaktadır.

Ampirik analizlerden elde edilen bulgular, iş çevrimi teorileri açısından değerlendirilecek olursa, finansal derinleşme göstergelerinin (özellikle de parasallaşma oranının) istatistiksel olarak anlamlı ve işaretlerinin negatif olduğu ülkelerde monetarist iş çevrim teorisini desteklemektedir. Diğer taraftan kamu harcamalarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve işaretinin negatif olduğu ülkelerde Keynesci görüşü destekler bulgulara da rastlanmıştır.

Türkiye ile ilgili bulgular, finansal derinleşmenin, dışa açıklığın ve kamu harcamalarının ve enflasyonun iş çevrimini yumuşatıcı bir işlev gördüğünü ortaya koymaktadır. Burada kredi göstergelerinin istatistiksel olarak anlamsız çıkması, finansal derinleşmenin yeterince gerçekleşmediğini işaret etmektedir. Dolayısıyla finansal derinleşme politikalarının sermaye piyasalarını da kapsayacak şekilde

genişletilmesi ve reel sektörle bağının güçlendirilmesi önem arz etmektedir. Ayrıca finansal derinleşme stratejisinin mali disipline dayalı kamu hacramalarının sürdürülmesi, dış ticaretin çeşitlendirilerek ihracatın artırılması ve enflasyonun kontrol altında tutulması prensiplerine dayanan bir makroekonomik ereve içerisinde yürütülmesi gerektiğine de işaret etmektedir.

Araştırmacılar için nerleri şu şekilde sıralamak mümkündür. İlki, lke örneklemler sayısının genişletilmesi ve coğrafi olarak birbirlerine bütünleşik ülke gruplarına uygulanması şeklinde genişletilebilir. İkincisi, bu tezde finansal gelişmeye ilişkin parasal ve krediye ilişkin büyüklükler kullanılmış, ancak veri kısıtı nedeniyle sermaye piyasası göstergeleri ihmal edilmiştir. Dolayısıyla yükselen ekonomilerden sermaye piyasasına ilişkin verileri bulunan bir grup ülke içinde benzer analizler yapılabilir. Son olarak, finansal sistemlerin banka temelli (bank based) ve piyasa temelli (market based) şeklinde ayrılmasına ilişkin tartışmalardan yola çıkarak, bu iki farklı yapısal durumun görüldüğü ülkelerde finansal derinleşme ile iş çevrimi ilişkisinin nasıl olduğunu test edilebilir.

## KAYNAKÇA

- Abel, A. B. and B. S. Bernanke, (2001). “*Macroeconomics*”, 4th ed., New York: Addison-Wesley.
- Acemoglu, D. and F. Zilibotti, (1997). “*Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth*,” *Journal of Political Economy*, 105: 709-751.
- Acemoglu, D., Johnson, S., and J. Robinson, (2001). “*Colonial origins of comparative development: an empirical investigation*”, *American Economic Review*, 91:1369–401.
- Acemoğlu, D. (2004). “*Institutions as the fundamental cause of long run growth*”, NBER Working Paper No. 10481, Pittsburgh, PA.
- Aghion, P., A. Banerjee, and T. Piketty, (1999). “*Dualism and Macroeconomic volatility*,” *Quarterly Journal of Economics*, 114: 1359-1397.
- Aguiar, M. and G. Gopinath, (2007). “*Emerging Market Business Cycles: The Trend is the Cycle*,” *Journal of Political Economy* 115.
- Ağcakaya, S. (2015). “Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri, Ortak Özellikleri ve Yayılma Yolları”, *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi*, Ed. Eroğlu, N, İ. Eroğlu ve H. İ. Aydın, Orion Kitabevi, Ankara.
- Ağır, H. (2009). “*Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*”, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Aydın.
- Ağır, H., O. Peker ve M. Kar, (2009). “*Finansal Gelişmenin Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme: Literatür Taraması*”, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi, 3(2), 31-62.
- Ağır, H. (2010). *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*, BDDK Kitapları, No: 8, Ankara.
- Akgün, A. (2006). “*Petrol Fiyatlarındaki Değerişimlerin İMKB-100 Endeksine Etkisi*”, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aktan, C. C. ve H. şen, (2001). “*Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri*”, *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, Yıl: 7, Sayı: 42, Kasım-Aralık, ss. 1225-1230.

- Akyüz, Y. (2011). “*Küresel Kriz ve Yükselen Ekonomilerde Büyüme ve İstikrar: Çift Şeritli Yol mu, Yoksa Yolun Sonu mu?*” İktisat ve Toplum Dergisi, s 13, ss 20-25.
- Alesina, A. and N. Roubini, (1992). “*Political Cycles in OECD Economies*”, Review of Economic Studies, Blackwell Publishing, 59(4), 663-88.
- Alesina, A., Roubini, N. and Cohen, G.D. (1997). *Political Cycles and the Macroeconomy*. Cambridge: MIT Press.
- Allen, F. ve Gale, D. (2007). “*Understanding Financial Crises*”, New York:Oxford University Press.
- Allen, F. and A. M. Santomero, (1996). “*The Theory of Financial Intermediation, Center for Financial Institutions*” Working Papers 96-32, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.
- Altuğ, S. (2009). “*Türkiye’de ve Yükselen Piyasa Ekonomilerinde İş Çevrimleri*”, Working Paper, Yıldız Teknik Üniversitesi, Department of Economics.
- Aren, S. (1998). *İstihdam, Para ve İktisadi Politika*. Ankara: Savaş Yayınevi.
- Arestis, P., and Demetriades, P. (1997). “*Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence*”, The Economic Journal, 107(442), 783–799.
- Arestis, P., (2005). “*Financial liberalization and the relationship between finance and growth*”, CEPP Working Paper No. 05/05, University of Cambridge.
- Aslan, Ö. ve Korap, H.L., (2006) “*Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi*”, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 17:1-20.
- Aslanoğlu, E. (2015). “*2008 Sonrası Dünya Ekonomisinde Görünüm ve İktisat Politikaları*”, İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi, Ed. Eroğlu, N, İ. Eroğlu ve H. İ. Aydın, Orion Kitabevi, Ankara.
- Atik, H., (2005). “*Finansal Krizlerin Gölgesinde Yükselen Piyasa Ekonomileri*” Türkiye Kalkınma Bankası.
- Aydemir, C. ve H. H. Güneş (2006). “*Merkantilizmin Ortaya Çıkışı*”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 5(15), 136-158.
- Bai, J. and S. Ng (2004). “*A PANIC Attack on Unit Roots and Cointegration*”, Econometrica, Vol. 72, Issue 4, pp. 1127-1178.
- Bai, J., C. Kao, and S. Ng, . (2009). “*Panel Cointegration with Global Stochastic Trends*”, Journal of Econometrics, 149, 1.

- Barro, R. J. (1990). “*Governent Spending in a Simple Model of Endogenous Growth*”, *Journal of Political Economy*, 98, ss. 103-125.
- Barro, R. (2000). “*Inequality and growth in a panel of countries*”, *Journal of Economic Growth*, 5, 5–32.
- Basu, S. and A. Taylor (1999). “*Business Cycles in International Historical Perspective*”, *Journal of Economic Perspective*, 13(2), 45-68.
- Bayar, S. (2011). “*Filipinler Ülke Raporu*”, Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi.
- Baxter, M. and R. G. King (1999). “*Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic Time Series*”, *The Review of Economics and Statistics*. 81 (4): 575–59.
- Bencivenga, V. ve Smith, B. (1991). “*Financial Intermediation and Endogenous Growth*”, *Review of Economic Studies*, 58, ss. 195-209.
- Beck, (2003). “*Law, endowment and finance*”, *Journal of Financial Economics*, 70:137–81.
- Berend, I. T. (2011). “*20. Yüzyıl Avrupa İktisat Tarihi*”, (çev. Serpil Çağlayan), Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul.
- Bernanke B. ve M. Gertler, (1990). “*Financial Fragility and Economic Performance*”, *Quarterly Journal of Economics*, 105 (1), 87-114.
- BDDK, (2006). *Finansal Sektör Değerlendirmesi*, Finansal Piyasalar Raporu, BDDK Yayınları, Ankara.
- Bildiric, M. (1992). “*Rasyonel Beklenti*”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 10(32), 31-60.
- Bocutoğlu, E. (2008). *Karşılaştırmalı Makro İktisat Teoriler ve Politikalar*, Derya Kitabevi, Trabzon.
- Bocutoğlu, E. (2010). “*Hyman P. Minsky'nin Konjonktür Teorisi 2007-2010 Küresel Krizini Açıklamaya Uygun mu? Heterodoks Bir Değerlendirme*”, *Bankacılar Dergisi*, Yılı:21, Sayı:75, ss.3-33.
- Boivin, J. ve M. Giannoni (2002). “*Has monetary policy become less powerful?*”, *Staff Reports* 144, Federal Reserve Bank of New York.

- Buch, C. M. and C. Pierdzioch, (2005). “*The integration of imperfect financial markets: Implications for business cycle volatility*”, *Journal of Policy Modeling* 27, 789–804.
- Bulutay, T. (1995). *Yeni Büyüme Kuramları ve Büyüme Kalkınma Konusunda Diğer Bazı Yaklaşımlar*, DPT: Ankara.
- Burns, M. ve W. Mitchell, (1946). *Measuring Business Cycles*, New York:NBER.
- Callinicos, A. (2014). “Emperyalizm ve Küresel Ekonomi Politik”, (çev. İlkay Ata) Phoneix Yayın, Ankara.
- Campbell, J. R. and Z. Hercowitz, (2004). “*The role of households' collateralized debts in macroeconomic stabilization*”, Working Paper Series WP-04-24, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Canbaş, ve Doğukanlı, H.,(1997). *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar, Sermaye Pazarı Analizleri*, Beta Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Canova, F. (2004). “*What explains the Great Moderation in the US? A structural analysis*”, Economics Working Papers, Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra.
- Cavalcanti, T.V., Mohaddes, K. And M. Raissi, (2011). “*Commodity Price Volatility and the Sources of Growth*”, Cambridge Working Papers in Economics 1112, Faculty of Economics, University of Cambridge.
- Clarida, R., J. Gali, and M. Gertler, (2000). “*Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory*”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXV, 1: 147-180.
- Clark, C. (1937). “National Income and Outlay”, *The Manchester School*, 8(2), 170-179.
- Cogley, T. and T. J. Sargent, (2001). “Evolving Post-World War II U.S. Inflation Dynamics”, NBER (National Bureau of Economic Research), Chapters, in: NBER Macroeconomics Annual (16), 331-388.
- Cooley, T. and E. Prescott., (1994). “*Economic Growth and Business Cycles,*” In *Frontiers of Business Cycle Analysis*, (ed.), T. Cooley: Princeton: Princeton University Press.



- Darrat A. F. (1999). “*Are Financial Deepening and Economic Growth Causally Related? Another look at the Evidence*”, International Economic Journal 19 Volume 13, Number 319-35.
- Darrat, A. F., S. S. Abosedra and H. Y. Aly (2005). “*Assessing the Role of Financial Deepening in Business Cycles: The Experience of the United Arab Emirates*”, Applied Financial Economics, 15(7).
- De Gregorio, J. and Guidotti, G.P. (1995). “*Financial Development and Economic Growth*,” World Development, 23: 433-448.
- DEİK, (2015). “*Pakistan Ülke Profili*”, Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu, Ocak.
- Demetriades, P.O. (2008). “*New perspectives on finance and growth*”, Working Paper No. 08/14, Department of Economics, University of Leicester.
- Demetriades P.O and K.A Hussein, (1996). “*Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from 16 Countries*” Journal of Development Economics, December, 87-41.
- Denizer, C., M. Iyigun, and A. Owen, (2002). “*Finance and Macroeconomic Volatility*,” World Bank Policy Research Working Paper, No: 2487, Vol. 2.
- Devereux, M. B. Ve Gregor, W. S. (1994). “*International risk sharing and economic growth*”, International Economic Review, 35(4);535-50.
- Dey, M. K. and S. Flaherty, (2005). “*Stock Exchange Liquidity, Bank Credit, and Economic Growth*”. presented at the Max Fry Conference on Finance and Development, University of Birmingham, The Business School University House, Birmingham B15 2TT.
- Díaz-Alejandro, C. (1985). “*Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash*”, Journal of Development Economics, 19( 1-2), 1985, pp. 1-24.
- Dixon, H. (1997). “*The Role of Imperfect Competition in Keynesian Economics*”, in B. Snowdon and H.R. Vane (eds.), Reflections on the Development of Modern Macroeconomics, Cheltenham, UK and Lyme, USA:Edward Elgar.
- Dura, C. (2009). “*Ekonomik Kriz Nedir, Özellikleri Nelerdir, Nasıl Gelişir?*”, Ekonomi Yazıları, <http://www.cihandura.com/tr/makaleler/duyurularim> (14.02.2016).

- Duvan, B. (2001). “*Finansal Sistemin Yeniden Yapılandırılması: Tayland Uygulaması*”, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları: 02.
- Dymski, G. ve Pollin, R. (1992). “*Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm*”, Steven Fazzari and Dimitri B.Papadimitriou (der.), Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of H. P. Minsky, M.E.Sharpe, New York, USA.
- Eberhardt, M. and S. Bond (2009). “*Cross-section Dependence in Nonstationary Panel Models: A Novel Estimator*”, MPRA (Munich Personal RePEc Archive).
- Eberhardt, M., C. Helmers, and H. Strauss, (2013). “Do Spillovers Matter when Estimating Private Returns to R&D?”, The Review of Economics and Statistics, 95(2), 436-448.
- Ekonomi Bakanlığı, (2014). “*Arjantin Ülke Raporu*”, Buenos Aires Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği, Haziran.
- Ekonomi Bakanlığı, (2013). “*Meksika Ülke Raporu*”, Meksiko Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği, Ekim.
- Ekonomi Bakanlığı, (2015). “*Pakistan Ülke Raporu*”, Mart.
- Emek, U. (2000). “*Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri*” *Rekabet Dergisi*. 1(3), 60-90.
- Emsen, S. (2003). *Ekonomik Krizler ve Türkiye Deneyimi*, Beta Yayınları, İstanbul.
- Erim, N. ve Türk, A. (2005). “*Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme*”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, c. 10, s. 2, ss. 21-45.
- Ersoy, E. (2009). “1973 Krizi: Arz Şoku Mu? Düşen Kar Oranları Mı?”, Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi, 17-19 Haziran, Eskişehir.
- Fidrmuc, J. and Scharler, J. (2012). “*Financial Development and The Magnitude of Business Cycle Fluctuations in OECD countries*”, Applied Economics Letters, 20:6, 530-533.
- Friedman, M. (1968). “*The Role of Monetary Policy*”, the American Economic Review, 8:1.
- Frankel, J.A. and Romer, D., (1999). “Does trade cause growth?” American Economic Review, 89:379–98.

- Fry, M. J. (1982.) “*Financial Sectors in Some Small Islands Developing Economies*”, Problems and Policies in Small Economies, Edtr., Bimal Jalan, London: Croom Helm, ss. 185-207.
- FTSO, (2012). “*Hindistan Ülke Raporu*”, Fethiye Ticaret ve Sanayi Odası.
- Goldsmith, R. W., (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press.
- Goodfriend Marvin and Robert G. King (1997). “*The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy*”, FED of Richmond Working Paper, No.98-5.
- Gould, J. and W. Kolb (1964). “*A Dictionary of The Social Science*”, UNESCO.
- Greenwood, J. and B. Jovanovic (1990). “*Financial Development, Growth, And The Distribution of Income*”, Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 5, pp.1076–1107.
- Greenwald, B. and J. E. Stiglitz, (1991). “*Information, Finance, and Markets: The Architecture of Allocative Mechanisms*,” NBER Working Papers 3652, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Greenwald, B. and Stiglitz, J. (1993). “*Financial Market Imperfections and Business Cycles*,” *Quarterly Journal of Economics*, 108: 77-114.
- Grima, S. and Shortland, A., (2008). “*The political economy of financial development*”, Oxford Economic Papers, 60(4):567–96.
- Gürsoy, M. (2009). “*Ekonomik ve Finansal Krizler: Dünü ve Bugünü*”, 1.Basım, İstanbul: MG Yayınları.
- Haberler, G. (1937). “*Prosperity and Depression*”, Geneva: League of Nations.
- Haber, S. and Perotti, E., (2008). “*The political economy of financial systems*”, Discussion Paper TI 2008- 045/2, Tinbergen Institute.
- Hanson, G. (2001). “*Should Countries Promote Foreign Direct Investment?*,” G-24 Discussion Papers 9, United Nations Conference on Trade and Development.
- Harding, D. and A. Pagan (2002). “*Dissecting The Cycle: A Methodological Investigation*”, *Journal of Monetary Economics*, 49(2), 365-381.
- Heckscher, E. F. (1936). “*Strong State and Economic Interest Groups: The Post 1980 Turkish Experience*”, Walter de Gruyter, Berlin ve New York.

- Hellmann, T., Murdock, K.C., and Stiglitz, J., (2000). “*Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: are capital requirements enough?*” American Economic Review, 90(1):147–65.
- Holly, S. and Raissi, M., (2009). “*The Macroeconomic Effects of European Financial Development: a Heterogeneous Panel Analysis*”, Working Paper D.1.4.
- Holtemöller, O., J. Rahn and M. Stierle (2009). “*Characteristics of Business Cycles: Have they Changed?*”, Institut Für Wirtschaftsforschung Halle, Sonderheft 5, Halle (Saale).
- Hondroyiannis, G., S. Lolos ve E. Papapetrou, (2004). “*Financial Markets and Economic Growth in Greece*”, Working Papers 17, Bank of Greece.
- Huang, Y., (2005). *What determines financial development?* Discussion Paper No. 05/580, Department of Economics, University of Bristol.
- Hwang, J. and J. H. Lee (2013). “*Financial deepening and business cycle volatility in Korea*”, Applied Financial Economics, 23:21, 1693-1700.
- Hwang, J., Jiang, N. and Wang, P. (2007). “*Collusion and overlending*”, Economic Inquiry, 45, 691–707.
- Im, Kyung So, M. Hashem Pesaran ve Yongcheol Shin (2003). “*Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels*”, Journal of Econometrics, Vol.115, No.1, 53-74.
- Ireland, P.N (1994). “*Money and Growth: An Alternative Approach*” American Economic Review, March 47-65.
- İçke, M.A. (2014). “*Schumpeter Ve Yeniliklerin Finansmanı*”, KSÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:11, Sayı:1, Sayfa:17-38.
- İTO (İzmir Ticaret Odası) (2016). “*Venezüella Ülke Raporu*”, Uluslararası İlişkiler Müdürlüğü, İzmir.
- Jappelli, T. And M. Pagano, (1994). “*Saving, Growth, and Liquidity Constraints*”, Quarterly Journal of Economics, 109, 83–109.
- Jung, W. S. (1986). “*Financial Development and Economic Growth: International Evidence*”, Economic Development and Cultural Change, 34(2), 333-346.

- Justiniano, A. and G. E. Primiceri, (2006). “*The Time Varying Volatility of Macroeconomic Fluctuations*”, NBER Working Papers 12022, National Bureau of Economic Research.
- Kabadayı, B. (2013). “*Konjonktür Dalgalanmaları ve Ekonomik Krizler Perspektifinde Dünya Ekonomileri ve Türkiye: Uygulama ve Analiz*”, Nobel Yayınevi, Ankara.
- Kalkınma Bakanlığı, (2014). *Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni*, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Küresel Ekonomik Gelişmeleri İzleme Değerlendirme Dairesi, sayı 3.
- Kalecki, M. (1943). “*Political Aspects of Full Employment*”, Political Quarterly, Vol.14, No.4, pp. 322-330.
- Kar, M. (2001). “*Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişisi: Türkiye Örneği*”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi Dergisi, 2(2): 150-169.
- Kar, M. ve Ağır H., (2005). “*Finansal Derinleşme Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme*”, Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, c.42,496 s10-24.
- Kar, M. ve Taban, S. (2003). “*Kamu Harcama Çeşitlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri*”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 58 (3), 145-169.
- Kar, M. ve Taş, S. (2003). *İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri*. Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular. Bursa: Ekin Kitabevi (ss.159-195).
- Kaufmann, D., Kraay, A. and Zoido-Lobaton, P., (1999). *Governance matters*, Working Paper No. 2196, World Bank, Washington, DC.
- Keynes, J. M. (2008). *Genel Teorisi İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi*, Kalkedon Yayınları, Çev:Uğur Selçuk Akalın, İstanbul.
- Khan, M. S. (1980). “*Monetary Shocks and the Dynamics of Inflation*,” International Monetary Fund Staff Papers, 27: 250-284.
- Kindleberger C.P. ve Aliber R.Z. (2005). *Manias, Panics and Crashes:A History of Financial Crises*,. New York: Palgrave MacMillian Ltd.

- Kindleberger C.P. ve Aliber R.Z. (2012). “*Finansal Krizler Tarihi*”, çeviren Ümit Şensoy, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul.
- King, R.G. ve R. Levine (1993a) “*Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*”, Quarterly Journal of Economics, 108 (3), 717-737.
- King, R.G. ve R. Levine (1993b) “*Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence*”, Journal of Monetary Economics, 32 (3), 513-542.
- Kiyotaki, N. ve J. Moore.,(1997). “*Credit Cycles*”, Journal of Political Economy, 105 (2), 211-48.
- Koç, S. (2011). “*Yükselen Ekonomiler ve Cari Denge Analizi*”, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Kuznets, S. (1941). “National Income and Its Composition 1919-1938”, Vol I 387, Vol II 388-929, New York: National Bureau of Economic Research.
- Küçükkalay, A. M. (2008). “*İktisadi Düşünce Tarihi*”, Beta Basım, İstanbul.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997). “*Legal Determinants of External Finance*”, Journal of Finance, 52, ss. 1131-1150.
- Levin, Andrew; Chien-Fu Lin; James Chu (2002). “*Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties*”, Journal of Econometrics, Vol. 108, Issue 1, pp. 1-24.
- Levine, R. (1997). “*Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*”, Journal Of Economic Literature, 35, ss. 688-726.
- Levine, R., (2004). “*Finance And Growth: Theory and Evidence*”, National Bureau of Economic Research NBER Working Paper Series, Working Paper 10766.
- Levine, R. and S. Zervos, (1996). “*Stock market development and long-run growth*”, World Bank Economic Review, 10(2), 323-39.
- Lopez, J. A., and M. M. Spiegel, (2002). “*Financial Structure and Macroeconomic Performance over the Short and Long-run*”, Pacific Basin Working Paper Series No. PB02-05.
- Lucas, R. E, and Rapping, L. A, (1969). “*Price Expectations and the Phillips Curve*”, American Economic Review, American Economic Association, vol. 59(3), pages 342-50, June.
- Lucas, R. (1988). “*On The Mechanics Of Economic Development*”, Journal Of Monetary Economics, c. 22, s. 1, ss. 3-42.

- Lynch, D., (1996). “*Measuring Financial Sector Development*”, Journal of Monetary Economics, V.22., N.28, pp.3-42.
- Maddala, G.S and S. Wu (1999). “A comparative study of unit root tests with panel data and new simple test”, Oxford Bullertin of Economics and Statistics, Speccial issue, 631-652.
- Magdoff, F. ve M. D. Yates (2009). “Ekonomik Krizin ABC’si”, çev. Ahmet Kırmızıgül, Epos Yayınları, Ankara.
- Male, R. (2010). “*Developing Country Business Cycles: Characterising the Cycle*”, Working Papers 663, Queen Mary University of London, School of Economics and Finance.
- McKinnon, (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington D.C.: Brookings Institution.
- Mello, L. and E. Tiongson (2006). “Income Inequality and Redistributive Government Spending”, Public Finance Review 34(3), 282-305.
- Merton, R. C. and Bodie, Z. (1995). “A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment,” in *The global financial system: A functional perspective*”. Eds.: Dwight B. Crane Et Al. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Merton, R. C. and Bodie, Z. (2004). “*Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure*”, Harvard Business School Working Paper No. 02-074, 2004.
- Minsky, H. P. (1977). “A Theory of Systemic Fragility”, ed. E. I. Altman and A. W. Sametz, Financial Crises, Wiley, New York, 138-152.
- Minsky, H. P. (1986). “*Stabilizing an Unstable Economy*”, New Haven, Conn. Yale University Press.
- Minsky, H. P. (1992). “*The Financial Instability Hypothesis*”, The Jerome Levy Economic Institute of Bard College, Working Paper, No.74.
- Minsky, H. P. (1993). “*Finance and Stability*”. Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No:93.
- Mishkin, F. S. (2004). “*The Economics of Money, Banking and Financial Markets*”, Columbia Universty, Addison Wesley.

- Mishkin, F. S. and S. G. Eakins (2009). “*Financial Markets and Institutions*”, Boston: Pearson Prentice Hall.
- Moscone, F. and E. Tosetti. (2009). “*A Review and Comparison of Tests of Cross-Section Independence in Panels*”, *Journal of Economic Surveys* 23(3): 528–61.
- Mucuk, M. (2014). “*Makro İktisat*”, Ders Notları.
- Nazlıoğlu, Ő. (2010). *Makro İktisat Politikalarının Tarım Sektörü Üzerindeki etkileri: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Bir Karşılaştırma*, Basılmamış Doktora Tezi Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı,Kayseri.
- North, D. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press: Cambridge.
- Nordhaus, W. (1975). “*The political business cycle*”. *Review of Economic Studies* 42, 169–90.
- Norris, E. D. and N. Srivisal (2013). “*Revisiting the Link Between Finance and Macroeconomic Volatility*”, Strategy, Policy, and Review Department, IMF Working Paper.
- Obstfeld, M. (1994). “*Global Diversification and Growth*”, *American Economic Review*, 85(5);1310-29.
- Oksay, (2000). “*Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi*”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi, c.75.10 s9-10
- Olson, M. (1993). “*Dictatorship, Democracy and Development*”, *American Political Science Review*, 87, ss. 567-576.
- Özatay, F., E. Öztürk ve G. Sak, (1996). “*1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları*”, Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği, Yayın No: 96–1/189, İstanbul, s.15.
- Özdemir, L. (2015). “*2008 Küresel Krizi ve Seçilmiş Avrasya Ekonomilerine Etkileri: Azerbaycan ve Kazakistan Örneği*”, *Yönetim Bilimleri Dergisi Cilt: 13(26)*, ss. 41-62.
- Özer, M. ve S. Taban, (2006). *Modern Konjonktür Teorileri*, Ekin Kitabevi.



- Öztürk, N., S. Barışık ve H. Darıcı (2010). “*Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Derinleşme ve Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi*”, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 6:12, ss. 95–119.
- Pagano, M. (1993). “*Financial Markets and Growth, An Overview*”, European Economic Review, 37, ss. 613-622.
- Parasız, İ. ve M. Bildirici (2006). “Modern Konjonktür Teorisi”, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- Parasız, İ. Ve M. Bildiric (2015). “Ekonomik Konjonktür”, Ekin Kitabevi.
- Patrick, H. T. (1966). “*Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries*”, Economic Development and Cultural Change, v. 14, i. 2: 174-189.
- Peart, S. J. (1991). “*Sunspots and Expectations: W. S. Jevons's Theory of Economic Fluctuations*”. Cambridge Journals. 13(2): 243-265.
- Pedroni, P. (1999). “*Critical Values for Cointegrating Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors*”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 61 Issue 1, pp. 653-570.
- Pedroni, P. (2004). “*Panel Cointegration, Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the Purchasing Power Parity Hypothesis*”, Econometric Theory, Vol. 20, Issue 3, pp. 597-625.
- Pesaran, M. H. (2006). “*Estimation and Inference in Large Heterogeneous Panels with a Multifactor Error Structure*”, Econometrica, Vol. 74, Issue 4, pp. 967–1012.
- Pesaran, M. H. (2007). “*A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross Section Dependence*”, Journal of Applied Econometrics, Vol. 22, Issue 2, pp. 265-312.
- Pesaran, M. H., Y. Shin and R. P. Smith (1999). “*Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels*”, Journal of the American Statistical Association, Vol. 94, No. 446, pp. 621-624.
- Rebelo, S. (1991). “*Long-Run Policy Analysis And Long Run Growth*”, Journal of Political Economy, c. 99, s. 3, ss. 500-521.

- Reichenvater, A. (2007). *Business Cycles, Political Incentives and the Macroeconomy: Comparison of Models*, [MPRA Paper 5527](#), University Library of Munich, Germany.
- Renelt, D. (1991). *Economic Growth: A Review of the theoretical and Empirical Literature*, Working Papers WPS 678, Washington, D.C.: World Bank.
- Robinson, J. (1952). “*The Generalization of the General Theory*,” in *The Rate of Interest and Other Essays*, London: MacMillan Publishing.
- Romer, P. M. (1986). “*Increasing Returns And Long Run Growth*”, *Journal Of Political Economy*, 94(5), 1002-1037.
- Romer, P. M. (1990). “*Endogenous Technological Change*”, *Journal Of Political Economy*, c. 98, s. 5, ss. 71-102.
- Rosier, B. (1994). *İktisadi Kriz Kurumları*, Çev.Nurhan Yentürk, İletişim Yayınları, 2. Basım, İstanbul.
- Roubini, N. ve Sala-i Martin, X. (1992). “*Financial Repression and Economic Growth*”, *Journal of Development Economics*, 39, ss. 5-30.
- Sahay R. ve Cihak, M. vd (2015). *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, IMF Discussion Note, SDN/15/08.
- Salai Martin, X. (1990). “*Lecture Notes On Economic Growth (I): Introduction To The Literature And Neo-Classical Models*”, Nber Working Paper, No:3563. Mass.
- Saltoğlu, B., (1998). “*Ekonomik Büyüme ve Finansal Piyasaların Gelişimi*”, *İktisat Dergisi*, c.12, s.25, ss.13-37.
- Savaş, V. F. (1997). “*İktisadın Tarihi*”, Liberal Düşünce Topluluğu, Avcıol Matbaacılık, İstanbul.
- Schumpeter, J. A. (1911). *Die Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, Leipzig. Duncker&Humblot. [*The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*. İngilizceye Çeviren: Redvers Opie; Cambridge, MA: Harvard University Press. 1934).
- Schumpeter, J. A.. (1912). *The Theory of Economic Development*, Cambridge: Harvard University Pres.
- Seyidoğlu, H. (1993). “*Uluslararası İktisat*”, 9. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul.

- Seyidoğlu, H. (1999). “*Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*”, Güzem Can Yayınları: İstanbul.
- Shan, J. Z., Morris, A.G. and Sun, F. (2001). “*Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem?*”. *Review of International Economics*, 9(3), 443-454.
- Shaw, (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Silva, G. F. (2001). “*The Impact of Financial System Development on Business Cycles Volatility: Cross-Country Evidence*”, *Journal of Macroeconomics*, 24(2), pp. 233-53.
- Sims, C. A. (2001). “*Fiscal Aspects of Central Bank Independence*”, CESifo Working Paper Series 547, CESifo Group Munich.
- Sims, C. A. and T. Zha, (2006). “*Does Monetary Policy Generate Recessions?*”, *Macroeconomic Dynamics*, Cambridge University Press, vol. 10(02), pages 231-272, April.
- Snowdon, B. and Vane, H. R. (2005). *Modern Macroeconomics*, Edward Elgar Pub. UK.
- Solow, R. (1956). “*A Contribution to the Theory of Economic Growth*”, *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94.
- Stock, J. and M. Watson., (1989). “*New Indices of Coincident and Leading Economic Indicators*,” NBER Macroeconomics Annual.
- Stock J., and Watson M., (2002). “*Has the Business Cycle Changed and Why?*” NBER Macroeconomics Annual, In M. Gertler and K. Rogoff, (eds.), Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Stulz, R.M. and R. Williamson, (2003). “*Culture, openness, and finance*”, *Journal of Financial Economics*, 70:313–49.
- Şıklar, İ. (1992). “*Türkiye’de Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme*”, Anadolu Üniversitesi Afyon İİBF Yıllığı:159-182.
- Tarhan, A. ve M. V. Kaya, (2011). “*Keynesyen İktisatta Ücretlerin Katılığı Sorunu*”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,
- Taylor, L. (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Basic Boks: New York.

- Tekelioğlu, M. (1993). “*İktisadi Düşünceler Tarihi*”, Çukurova Üniversitesi Basımevi, Adana.
- TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası) (2014). “*Bülten*”, Sayı 34.
- Tiryaki, G. F. (2003). “*Financial Development and Economic Fluctuations*”, Middle East Technical University Studies in Development, 30(1), pp. 89-106.
- Thangavelu, Shandre M. ve J. B. Ang (2004). “*Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis*”, Empirical Economics, Vol. 29, No. 2, pp. 247–260.
- Tharavanij, P. (2007). “*Capital Market and Business Cycle Volatility*”, Monash University mimeo.
- Tuncel, C. O. (2010). “*Finansal Liberalizasyon ve Küresel Krizin Yapısal Nedenleri: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Dersler*”, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, C.47, S. 545, ss. 93-105.
- Unay, C., (2001). *Ekonomik Konjonktür*, Marmara Üniversitesi.
- Üzümcü, A. ve M., Dikkaya (2010). “Küresel Finans Krizinin Türkiye’nin Dış Ticareti Üzerindeki Etkileri: 2001 Krizi ile Bir Karşılaştırma”, içinde İrfan Kalaycı (der.) Halil Seyidoğlu’na Armağan Finansal Kriz Yazıları, Nobel Yayınevi, Ankara.
- Vane, H.R. and Thompson, J.L. (1992). *Current Controversies in Macroeconomics*, Aldershot and Brookfield: Edward Elgar.
- Voghouei, H., M. Azali and M. A. Jamali, (2011). “*A survey of the determinants of financial development*”, Asian-Pacific Economic Literature, vol. 25, issue 2, pages 1-20.
- Wijnbergen, V. S. (1983). “Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy”, *Journal of Development Economics*, c. 13, s. 1-2, ss. 45-65.
- Williamson, J. ve M. Mahar. (2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, Çev. Güven Derice, Ankara: Liberte Yayınları.
- Yay, T. (1993). *F.A.Hayek’te İktisadi Düşünce*, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- Yeldan, E. (2003). “*Türkiye Ekonomisi ve IMF Politikaları*”, İktisat İşletme Finans Dergisi, C. 12, s. 22, ss. 32–37.

Yıldırım, K., D. Karaman ve M. Taşdemir, (2012). “Makroekonomi”, Seçkin Yayıncılık, Ankara.

Zysman, J., (1983). *Governments, Markets And Growth: Financial Systems and The Politics of Industrial Change*, Cornell University Press, Ithaca, New York.

