

**T.C.  
NİĞDE ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**FİNANSAL DERİNLEŞME, EKONOMİK BÜYÜME VE  
TÜRK FİNANS SİSTEMİ: 1990-2010**

**HAZIRLAYAN  
Semiye ORUÇ**

**2013-NİĞDE**

**T.C.  
NİĞDE ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**FİNANSAL DERİNLEŞME, EKONOMİK BÜYÜME VE  
TÜRK FİNANS SİSTEMİ: 1990-2010**

**HAZIRLAYAN  
Semiye ORUÇ**

**DANIŞMAN  
Yrd. Doç. Dr. Ahmet TURGUT**

**2013-NİĞDE**

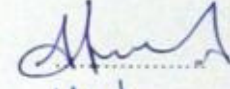
ONAY SAYFASI

Yrd.Doç.Dr. AHMET TURGUT danışmanlığında SEMİYE ORUÇ tarafından hazırlanan "Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi (1990-2010)" adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı İktisat Bilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tarih: 17.05.2013

JÜRİ :

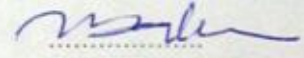
Danışman : Yrd. Doç. Dr. Ahmet TURGUT



Üye : Yrd. Doç. Dr. Ökyay UĞAN



Üye : Yrd. Doç. Dr. İzzet Güler



ONAY :

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun ..... Tarih ve ..... sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Doç. Dr. Mehmet ÖZEL  
Enstitü Müdürü

## ÖZET

### FINANSAL DERİNLEŞME, EKONOMİK BÜYÜME VE TÜRK FİNANS SİSTEMİ (1990-2010)

Bu çalışmanın temel amaçlarından birisi, finansal sistem ve finansal derinleşmenin ekonomik büyüme üzerine etkisini incelemektir. Bir diğeri ise, Türk finans sistemi hakkında bilgiler verilerek finansal derinleşme göstergeleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkisinin test edilmesidir. Finansal derinleşmenin büyüme üzerindeki etkileri test edilmiştir.

Çalışma dört ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde finansal derinleşme kavramından bahsedilmiştir. İkinci bölümde, finansal derinleşmenin ve ekonomik büyüme hakkında bilgiler verilmiştir. Üçüncü bölümde, Türkiye’de finans sistemi, finansal derinleşme ve aralarındaki ilişki incelenmiştir. Son bölümde ise, ekonomik büyüme ve finansal derinleşme arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek için ekonometrik bir uygulama yapılmıştır. Türkiye için yapılan ekonometrik uygulamada Birim kök analizi, Eş-Bütünleşme analizi ve hata düzeltme modeli analizi uygulanmıştır. Analiz sonucunda makroekonomik verilere dayanarak yapılan incelememizde, 1990 sonrası dönemde Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme sürecinin finansal derinleşmeye yol açtığı gözlenmiştir. Bu amaçla Türkiye için 1990-2010 dönemini kapsayan analiz yapılmıştır. Analiz sonuçları “finansal sistemin gelişmesi ve derinleşmesiyle yaratılan fonların daha etkin kullanımı sonucu ekonomik büyümenin artacağı” öngörüsünü desteklemiştir.

Finansal derinleşme ölçülerinden pek çoğunun arasında en önemli olanlarının banka kredileri/GSYİH, M3/GSYİH, M2/GSYİH olduğu ve bu oranların ekonomik büyümeyi etkilediği yapılan ekonometrik analiz sonucunda ortaya çıktığı görülmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme, Birim Kök Analizi, Eşbütünleşme, Hata Düzeltme Modeli

## **ABSTRACT**

### **FINANCIAL DEEPENING, ECONOMIC GROWTH AND THE TURKISH FINANCIAL SYSTEM (1990-2010)**

One of the main objectives of this study, the financial system and to examine the effect of financial deepening on economic growth. Another of the Turkish financial system, information about the relationship between economic growth and the financial depth indicators to test. Tested the effects of financial deepening on growth.

Work consists of four main sections. In the first chapter discussed the concept of financial deepening. The second section provides information about financial deepening and economic growth. The third section, the Turkish financial system, financial deepening and examined the relationship between them. In the last section, in order to determine the direction of the relationship between economic growth and financial deepening has been applied econometrics. Econometric analysis of the application of unit root tests for Turkey, Co-integration analysis and error correction model analysis was applied. Based on the review of the results of the analysis of macroeconomic data in the post-1990 period has been reported that financial deepening process of financial liberalization in Turkey. For this purpose, covering the period 1990-2010 for Turkey, were analyzed. The results of analysis of the development and deepening of the financial system" created as a result of more efficient use of funds to increase economic growth, supported by" prediction.

Measurements of many of the most important ones of financial deepening bank loans / GDP, M3/GDP, M2/GDP affect economic growth rates and that this appears to have emerged as a result of the econometric analysis.

**Keywords:** Financial Deepening, Economic Growth, Unit Root Analysis, Cointegration, Error Correction Model

## ÖNSÖZ

Tez çalışmamın gerçekleşmesindeki katkılarından ve çalışmamın her aşamasında öneri, eleştiri ve yönlendirmelerinden dolayı değerli tez hocam Yrd. Doç. Dr. Ahmet TURGUT'a ve tez çalışmamın analiz ve uygulama aşamasında destek ve katkısını esirgemeyen Yrd. Doç. Dr. Okyay UÇAN'a teşekkür ederim.

Ayrıca tez çalışmamın her aşamasında desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen, her zaman hem maddi hem manevi olarak yanımda olan sevgili aileme ve değerli arkadaşlarıma teşekkür eder, çalışmasında bu konuyla ilgilenen herkese yararlı olmasını temenni ederim.

Semiye ORUÇ

## İÇİNDEKİLER

ÖZET .....	v
ABSTRACT .....	vi
ÖNSÖZ .....	vii
İÇİNDEKİLER .....	viii
TABLolar LİSTESİ .....	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xiii
GRAFİKLER LİSTESİ .....	xiv
KISALTMALAR DİZİNİ .....	xv
GİRİŞ .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL DERİNLEŞME KAVRAMI

1.1. FİNANSAL DERİNLEŞME.....	4
1.1.1. Finansal Serbestleşme .....	5
1.1.1.1. İç Finansal Serbestleşme .....	7
1.1.1.2. Dış Finansal Serbestleşme.....	8
1.1.2. Finansal Yenilikler .....	10
1.1.3. Finansal Küreselleşme.....	10
1.2. FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ.....	15
1.2.1. Miktar Ölçütleri .....	16
1.2.1.1. Parasal Büyüklükler .....	16
1.2.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler .....	17
1.2.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri.....	18

1.2.1.4. Mali Varlık Stokuna İlişkin Gösterge .....	19
1.2.2. Yapısal Ölçütler.....	19
1.2.3. Finansal Fiyat Ölçütü .....	21
1.2.4. Ürün Çeşitliliği Ölçütü .....	22
1.2.5. Değişim Maliyeti Ölçütü .....	23

## İKİNCİ BÖLÜM

### EKONOMİK BÜYÜME VE TÜRKİYE

2.1. EKONOMİK BÜYÜME KAVRAMI .....	25
2.2. EKONOMİK BÜYÜMENİN UNSURLARI.....	27
2.2.1. Katma Değer Yaratma Süreci.....	28
2.2.2. Katma Değerin Bölüşümü .....	30
2.2.3. Talep Oluşumu .....	32
2.2.4. Tasarruf Oranı .....	34
2.2.5. Üretim Faktörlerinin Niceliksel ve Niteliksel Değişimi.....	35
2.3. EKONOMİK BÜYÜME TEORİLERİ.....	37
2.3.1. Klasik Büyüme Teorileri .....	37
2.3.2. Keynes'in Büyüme İle İlgili Görüşleri.....	38
2.3.3. Modern Büyüme Teorileri.....	38
2.3.3.1. Dışsal Büyüme Teorileri .....	39
2.3.3.2 İçsel Büyüme Teorileri.....	42
2.4. EKONOMİ POLİTİKALARININ BÜYÜMEYE ETKİSİ.....	43
2.4.1. Ekonomi Politikalarının Serbestleştirilmesi.....	43
2.4.2. Yapısal Uyum.....	45
2.5. FİNANSAL DERİNLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ.....	46

2.5.1. Finansal Derinleşmeyle İlgili Modeller.....	48
2.5.2. Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişme Arasındaki İlişkinin Yönü .....	49
2.6. TÜRKİYE'DE EKONOMİK BÜYÜME .....	49

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE FİNANS SİSTEMİ VE FİNANSAL DERİNLEŞME

3.1. FİNANSAL SİSTEM.....	52
3.1.1. Banka Temelli Finansal Sistemler.....	53
3.1.2. Piyasa Temelli Finansal Sistemler .....	54
3.2. FİNANSAL SİSTEMİN TEMEL İŞLEVLERİ .....	55
3.2.1. Bilgi Üretimi ve Sermayenin Dağıtımında Etkinliğin Sağlanması .....	55
3.2.2. Tasarrufların Yatırımlara Yönlendirilmesi.....	56
3.2.3. Yatırımların Denetlenmesi ve Yatırım Maliyetlerinin Düşürülmesi.....	57
3.2.4. Riskin Dağıtımı ve Yönetimi .....	57
3.2.5. Mal ve Hizmet Değişimini Kolaylaştırma.....	58
3.3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ.....	58
3.4. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE YAPILAN DÜZENLEMELER.....	62
3.4.1. Faiz Oranları Üzerindeki Denetimlerin Kaldırılması .....	63
3.4.2. Döviz Kuru Politikasının Değişmesi .....	65
3.4.3. Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Başlanması.....	68
3.4.4. Merkez Bankası Bünyesinde Piyasaların Kurulması .....	69
3.4.5. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi .....	70
3.4.6. Bankacılık Sektörü İle İlgili Reform ve Düzenlemeler.....	72
3.5. TÜRKİYE'DE FİNANS SİSTEMİ VE FİNANSAL DERİNLEŞME .....	73
3.5.1. Miktar Göstergelerine Göre Finansal Derinleşme.....	73

3.5.2. Yapısal Ölçütler Göre Finansal Derinleşme.....	81
3.5.3. Ürün Çeşitliliği Göre Finansal Derinleşme .....	84

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE'DE FİNANSAL DERİNLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ: 1990-2010**

4.1 ANALİZDE KULLANILAN EKONOMETRİK YÖNTEME İLİŞKİN AÇIKLAMALAR .....	86
4.1.1 Durağan Olmayan Modeller ve Birim Kök Testleri.....	86
4.1.2 Engle- Granger Testi İle Eşbütünleşme Analizi.....	97
4.1.3. Hata Düzeltme Modeli (ECM).....	99
4.2 UYGULAMA .....	101
4.2.1 Ekonomik Büyüme Belirleme Modelleri Uygulamaları .....	101
4.2.2 Modellerde Kullanılacak Veri Seti.....	101
4.2.3 Birim Kök Test Sonuçları.....	102
4.2.4 Mundell Fleming Modeli Uygulaması .....	102
<b>SONUÇ .....</b>	<b>107</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>112</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>124</b>

## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 1.1:</b> Uluslararası Finansal Sistem ve Yatırımcılara Sağladıkları .....	14
<b>Tablo 2.1:</b> Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisi Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	47
<b>Tablo 3.1:</b> 1984-2010 Döneminde Faiz Oranlarının Gelişimi .....	65
<b>Tablo 3.2:</b> 1980-2010 Döneminde Döviz Kurlarının Gelişimi .....	67
<b>Tablo 3.3:</b> 1980-2010 Döneminde Milli Gelir ve Cari Dengedeki Gelişmeler.....	75
<b>Tablo 3.4:</b> Finansal Serbestleşme Göstergeleri ve GSYİH.....	77
<b>Tablo 3.5:</b> Yurtiçi Tasarrufların GSMH İçindeki Payı .....	79
<b>Tablo 3.6:</b> Finansal Serbestleşme Göstergeleri ve Toplam Tasarrufların GSMH İçindeki Payı.....	82
<b>Tablo 3.7:</b> 1980-2010 Döneminde Portföy Yatırımlarının Gelişimi.....	83
<b>Tablo 4.1</b> Modelde kullanılan değişkenler .....	101
<b>Tablo 4.2</b> ADF birim kök sonuçları .....	102
<b>Tablo 4.3</b> Johansen-Juselius Eşbütünleşme Test Sonuçları .....	103
<b>Tablo 4.4</b> Normalize Edilmiş Denklem ve ECM Katsayısı .....	104
<b>Tablo 4.5</b> Hata Düzeltme Modeli .....	105

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Şekil 2.1:</b> Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Teorik İlişki.....	48
<b>Şekil 3.1</b> Finansal Sistemin İşleyişi .....	52
<b>Şekil 3.2</b> Türkiye’de Finansal Serbestleşme Süreci.....	61
<b>Şekil 3.3:</b> 1980-2010 Döneminde GSYİH Büyüme Hızı .....	78
<b>Şekil 4.1</b> Zaman Serisi Bileşenleri.....	88

## GRAFİKLER LİSTESİ

<b>Grafik 3.1.</b> 1980-2010 Döneminde Milli Gelir ve Cari Dengedeki Gelişmeler .....	76
<b>Grafik 3.2:</b> Yurtiçi Tasarrufların GSMH İçindeki Payı.....	80

## KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Genişletilmiş Dickey-Fuller
AIC	Akaike Bilgi Kriteri
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
DB	Dünya Bankası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
ECM	Vektör Hata Modelleme
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
ILO	Uluslararası İşsizlik Örgütü
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JJ	Eş Bütünleşme Testi (Johansen-Juselius)
M1	Dar Tanımlı Para Arzı
M2	M1[Dolaşımdaki-Para+Vadesiz Mevduat]+Vadeli Mevduat
M3	M2 + Resmi mevduat + TCMB Mevduatları
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OLS	En Küçük Kareler Tahmin Yöntemi
ÖSKH	Özel Sektöre Verilen Krediler

SIC	Schwarz Bilgi Kriterleri
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TMVS	Toplam Mali Varlık Stoğu
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
UPF	Uluslararası Para Fonu
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
VAR	Vektör Otoregresif
YKİH	Yurt İçi Toplam Kredi Hacmi

## GİRİŞ

Ekonomide farklı birimler tarafından verilen tasarruf ve yatırım kararlarını vade, miktar ve faiz oranları açısından uyumlu hale getiren finansal sistem, ekonominin gelişme sürecinde önemli işlevler üstlenmektedir. Finansal sistemler tasarruf sahipleri ile harcama yapma ihtiyacı olanlar arasında kaynak aktarımı sağlayan bir mekanizmadır. Kaynak aktarımı fon fazlası olan grup ile fon ihtiyacı olan grup arasında işlemlerin düzenli bir şekilde gerçekleşmesini sağlamaktadır. Finansal sistem ekonomik işlemleri kolaylaştırırken, finansal ürünlerin verimli kullanılmasını sağlar, ekonomik büyümeyi teşvik etme konusunda önemli rol oynamaktadır.

Finansal derinleşme, bir ülkede kullanılan finansal araç türlerinin artması ve bu araçların daha yaygın kullanılabilir hale gelmesidir. Finansal sistem ancak finans sektöründe yaratılan fonları reel sektöre aktarabildiği ölçüde gelişmiş ve derinleşmiş demektir. Bu kriteri temel alarak finansal sistemin gelişmişliğini ölçen en önemli gösterge ise M2/Y dir. Bu oran toplam finansal varlıkların gelire oranını ifade etmektedir. Oran ne kadar yüksekse finans sektöründe yaratılan fonlar o ölçüde reel sektörün fon taleplerini karşılıyor demektir.

Ekonomik büyüme ise bir ülkede üretim kapasitesinin, üretimin ve dolayısıyla millî gelirin artması olarak tanımlanmaktadır. Bir ülkede kişi başına düşen millî gelir bir yıldan diğer yıla artıyorsa, söz konusu ekonominin büyüdüğü kabul edilmektedir. Büyüme için ya üretim faktörleri kullanımının artması ya da teknolojinin gelişmesi gerekmektedir.

Genellikle gelişmiş ülkeler açısından ekonomik büyümeden finansal derinleşmeye doğru bir ilişki mevcut iken, az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkeler için ilişkinin yönü finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru olmaktadır. Dünyada krizlerin yaşandığı dönemler incelendiğinde, ekonomik büyüme oranlarında genelde düşüş yaşandığı görülmektedir. Örneğin, 1990-2008 döneminde Türkiye ekonomisi yıllık ortalama yüzde 4,1 dolayında büyürken, kriz yaşanan dönemlerde yaklaşık yüzde 7 civarında küçülmüştür. Türkiye’de yaşanan krizlerin temel nedenlerini araştıran çalışma sonucunda, krizleri açıklayan üç önemli faktör olduğu ortaya konulmuştur. Bu

faktörler; para ikamesi, bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimi ve yükselen konjonktür olarak adlandırılmıştır.

Çalışmamız dört ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kavramsal olarak finansal derinleşme kavramı ele alınmıştır. Bu bölümde finansal derinleşme kavramı finansal serbestleşme, finansal yenilikler ve finansal küreselleşme alt başlıkları ile; finansal gelişmenin ölçülmesi ise miktar ölçütleri, yapısal ölçütler, finansal fiyat ölçütü, ürün çeşitliliği ölçütü ve değişim maliyeti ölçütü ile açıklanmıştır.

İkinci bölümde ekonomik büyüme kavramı ve Türkiye ele alınmış olup, ekonomik büyüme kavramı açıklanarak, ekonomik büyümenin unsurları, ekonomik büyümenin teorileri, ekonomi politikalarının büyüme etkisi, finansal derinleşme ve ekonomik büyüme ilişkisi ile Türkiye’de ekonomik büyüme konuları incelenmiştir.

Üçüncü bölümde Türkiye’de finansal sistemi ve finansal derinleşme konuları incelenerek, finansal sistem, finansal sistemin temel işlevleri, Türkiye’de finansal sistemin gelişimi, Türkiye’de finansal serbestleşme sürecinde yapılan düzenlemeler açıklanmıştır.

Dördüncü bölümde de Türkiye ekonomisinde 1990-2010 yılları arasında, finansal derinleşme ile büyüme ilişkisinin varlığını ve yönünü tespit etmek amacıyla, literatürde yaygın olarak kullanılan Birim Kök Analizi çerçevesinde Granger nedensellik testleri uygulanmıştır. Yapılan testte Türkiye için 1990 – 2010 yılları çeyrek dönemler itibariyle ekonomik büyüme ve finansal derinleşmeyi gösteren veriler tespit edildikten sonra ekonometrik analiz yapılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak, GSYİH kullanılmıştır. Finansal derinleşmenin ölçülmesinde ise, para arzlarının (M2 ve M3) GSYİH’ ye oranı ile banka mevduat yükümlülüklerinin ve yurtiçi kredi hacminin GSYİH’ ye oranı göstergeleri kullanılmıştır. Daha sonra finansal derinleşme göstergeleri ile ekonomik büyüme göstergeleri için VAR modeli oluşturularak, uygun gecikme uzunlukları çeşitli testler aracılığıyla belirlenmiştir. Kullanılan seriler düzey bazında durağan olmamasına rağmen, aynı derecede entegre oldukları için (hepsi I(1)) bunlar arasında uzun dönemli ilişkinin yönünü araştıran

eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Eşbütünleşme bulunan modellerde vektör hata düzeltme (ECM) elde edilmiştir. Bulunan gecikme uzunlukları da dikkate alınarak, Türkiye için Granger nedensellik testleri yapılmıştır.

Bu çalışmada sonuç olarak, Türkiye’de finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin var olduğunu ve bu ilişkinin yönünün ise ekonomik büyümeden, finansal gelişmeye doğru olduğunu ortaya koymuştur. Elde ettiğimiz bu sonuç, Robinson tarafından ileri sürülen ve “talep takipli hipotez” olarak adlandırılan görüşü desteklemektedir. Kısacası, “girisimci yol açar, finans ise bunu takip eder” şeklinde özetlenen bu görüş, ekonominin reel kesiminin gelişiminin finansal hizmetlere yönelik talepleri de arttıracığı sonucuna ulaşılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL DERİNLEŞME KAVRAMI

#### 1.1. FİNANSAL DERİNLEŞME

Günümüzde, dünya ekonomisinde yaşanan en önemli olgulardan birisi, 1970’li yılların sonunda gelişmiş ülkelerde başlayan ve 1980’li yıllarla birlikte gelişmekte olan ülke gelişmekte olan ülkeleri de kapsayacak biçimde yaygınlaşan finansal serbestleşme uygulamaları ve onun bir parçası olarak sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir (Keskin, 2008: 17).

1980’li yılların başlarından 1990 yıllarına kadar uzanan dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reformlar yapmışlardır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların Merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat münzam karşılık oranlarının indirilmesi yada tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu tür politikalar genel olarak finansal serbestleşme politikaları olarak adlandırılmışlardır. Bu politikalar McKinnon (1973) ve Shaw (1973)’ın öncülüğünde temeli atılan ve daha sonra Kapur, Galbis ve Mathieson gibi ekonolistlerce geliştirilen finansal serbestleşme teorisine dayanmaktadır. Bu iktisatçılara göre, finansal serbestleşme politikalarının esas amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır. Bu da iki şekilde gerçekleşmektedir (Özakçaoğlu, 2009: 1);

Birinci olarak, faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birlikte ekonomide tasarruflar artmakta ve kişiler gelirlerinin büyük bir kısmını finansal aktif biçiminde tutmaktadırlar. İkinci olarak finansal serbestleşmeyle birlikte yatırımların finansmanı için, iç ve dış kredi bulma olanakları artmaktadır. Mevcut bankacılık sistemi, yatırılabılır kaynakların sadece bir kısmını yatırıma dönüştürse bile, tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynamaktadır. Finansal araçlar, gerçekleşme ihtimali yüksek yatırım projelerini bulup finanse ettiği sürece,

bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabetin artmasıyla birlikte çoğalan ve daha verimli hale gelen aracı kurum faaliyetleri, getirisi çok yüksek projelerin finanslanmasını sağlamaktadır. Sonuçta yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacmi artarak ekonomik büyüme hızlanmaktadır (Özakçaoğlu, 2009: 1).

Finansal piyasaların kurumsal çeşitliliği, bir ülkede finansal derinleşmenin en önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Kurumsal çeşitliliğin gerçekleşmesi, atıl haldeki tasarrufları finansal sisteme çekerek finansal piyasalara akan fon miktarının artmasını ve böylelikle daha fazla fon ihtiyacının karşılanmasını sağlayacaktır. Bu nedenle finansal kurumların çeşitliliği, finansal derinleşmenin temel göstergelerinden biri olarak büyük önem taşımaktadır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde temel finansal aracı kurum bankalar olup, bankacılığın finansal sistem içindeki payı oldukça yüksek bir düzeydedir. Ekonominin gelişmesiyle birlikte bankacılığın temel finansal kurum olma niteliği kaybolur ve sermaye piyasası kurumlarının finansal sistem içindeki payı artmaktadır (Oktayer, 2007: 14).

Finans sistemin etkin bir şekilde görevini yerine getirebilmesi için, yani tasarrufları getirisi yüksek alanlarda yatırıma dönüştürebilmesi için sistemin derinliğinin sağlanması gerekmektedir. Derinliği sağlanamamış bir finansal sistemde yaratılan fonlar finansal sistem içerisinde kalmaktadır. Bu durumda fonlar finans sisteminde istenmeyen bir şekilde sistem içerisinde finansal kazanca dönüşmekte yani paradan para kazanılmaktadır. Reel sektörün yatırımlarının finanse edilememesi ekonomik büyüme üzerinde uzun dönemde olumsuz etkiler ortaya çıkarmaktadır. Çünkü uzun dönemde sürdürülebilir bir ekonomik büyüme ancak reel sektörün fon taleplerinin karşılanarak üretimin artmasıyla söz konusu olabilmektedir (Darıcı, 2009: 23).

### **1.1.1. Finansal Serbestleşme**

Finansal serbestleşme, devlet baskı ve müdahalelerinin finansal sistem üzerinden kaldırılarak, sistemin piyasa sinyallerine göre işlemesidir. Sözü edilen baskı ve müdahaleler genellikle; yabancı sermaye hareketlerine kısıtlama getirilmesi, selektif kredi kontrolleri uygulanması, faiz oranları ve döviz kurlarını baskı altında tutucu tedbirler getirilmesi şeklindedir. Bu doğrultuda finansal serbestleşme, sermaye hareketlerinin serbest olduğu, kredi sınırlamalarının söz konusu olmadığı, faiz

oranlarının otoritelerce belirlenmiş bir tavan olmayıp, serbest piyasa koşullarına göre belirlendiği ve döviz kurları üzerindeki kontrollerin kalktığı bir piyasayı ifade etmektedir (Selen, 1997: 35).

1970'lerin sonlarından itibaren ortaya çıkan süreçte, sermaye, gerek doğrudan yatırım şeklinde olsun gerekse finansal sermaye şeklinde olsun; ulusal devletlerin müdahalelerinden tamamıyla kurtularak serbestleştirilmiştir. Bu süreçte, ilk olarak gelişmiş ülkeler (merkez ülkeler) finansal serbestleşme politikalarını uygulamaya koymuş, sonrasında da gelişmekte olan ülkelere (çevre ülkeler) çoğunlukla IMF'nin yapısal dönüşüm politikaları aracılığıyla bu politikalar gerçekleştirilmiştir. IMF'nin söz konusu programları ile temelde makroekonomik istikrarı sağlamak, mal ve faktör piyasalarını serbestleştirmek ve devletin ekonomideki etkinliğini azaltmak olmak üzere üç önemli hedefe ulaşmak amaçlanmıştır (Pehlivan, 2008: 24).

1980'lerin sonunda gelişmekte olan birçok ülke zayıflayan ekonomilerini canlandırmak amacıyla yapısal düzenleme programlarını benimsemişlerdir. Bu düzenleme programlarının en büyük amacının kaynak mobilitesini arttırmak, genel ekonomik serbestleşme ölçülerini devam ettirmek, üretkenliği arttırmak ve ekonomik gelişme sürecini geciktiren operasyonel eksiklikleri ortadan kaldırmak olduğu kabul edilmektedir. Bu sürecin ana parçası "finansal serbestleşme" olarak bilinen uygulamalardır. Bu uygulamalar özellikle milli tasarruflar ve sermayenin etkili bir şekilde değerlendirilebilmesi için finansal sistemdeki rekabetin teşvik edilmesi temeline dayanmaktadır.

"Finansal serbestleşme; genellikle hükümetlerin, gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir" (Durusoy, 2000: 1). Genel anlamda serbestleşme, ekonominin hem finans hem de reel kesiminin piyasa güçlerine açılmasıdır. Buna göre finansal serbestleşmeyi şu temel parametrelerle niteleyebiliriz (Williamson ve Mahar, 2002: 15-16). Bunlar;

- Kredi kontrollerinin kaldırılması,
- Faiz oranlarının belirlenmesinde kamu müdahalelerinin kaldırılması,
- Bankacılık sektörüne veya daha geniş anlamda finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi,
- Banka özerkliği,
- Bankaların özel mülkiyeti,
- Uluslararası sermaye akımlarının serbestleşmesi olarak ifade edilmektedir.

#### **1.1.1.1. İç Finansal Serbestleşme**

İç finansal serbestleşme, bir ekonomide ulusal para cinsinden borç-alacak ilişkileri ile varlık tutma kararlarına ilişkin kurumsal yapıda, fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması veya yumuşatılması işlemidir (Kazgan, 1994: 89). Bir ülkenin finansal entegrasyonu gerçekleştirebilmesi için öncelikle yapması gereken işlem iç finansal piyasaların serbest rekabete açmasıdır. Çünkü finansal entegrasyonu hedefleyen ülke finansal sistemini, hukuki ve ekonomik kurumlarını bu hedefe yönelik yapılandırmak mecburiyetindedir (Turgut, 2006: 46).

İç finansal serbestleşme genelde mevduat faiz oranlarına yapılan baskının ortadan kaldırılması ve sonuç olarak faizlerin yükseltilmesi şeklinde düşünülmektedir. İç finansal serbestleşme olgusuna göre, üzerindeki kontroller kaldırılmış bir yurtiçi finansal sistem, fonları en karlı oldukları endüstrilere kanalize edecektir ve fiyat sistemi yoğun korumanın beraberinde getirdiği yanlış yönlendirilmiş teşviklerden ziyade, kıtlık hakkındaki doğru bilgiyi açığa çıkardığı zaman bunlar sosyal olarak en çok arzulanır endüstriler olacaktır (Dağdelen, 2004: 23).

İç finansal serbestleşme ile ülke içinde finansal daralmaya yol açan kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılması anlamında ilk adım olarak nominal faiz oranlarının hükümet tarafından değil, bankalarca tespit edilmesiyle faiz oranlarının arz ve talebe göre para piyasasında belirlenmesi sağlanır (Kazgan, 1994: 90). Bu yolla faiz mekanizması yatırıma dönüştürülebilir tasarrufları üretken alanlara

yönlendirebilecektir.

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan faiz kontrolleri ise faizleri baskı altında tutmakta ve faizler piyasada oluşacak faiz oranının altında kalmaktadır. Hatta enflasyon oranıyla aynı düzeyde gerçekleşemeyen faiz oranları, yüksek enflasyonun yaşandığı ülkelerde negatif düzeylere düşecektir. Bu durum ise yatırımları değil tüketimi veya gömülemeyi arttıracaktır. Yurtiçi finansal serbestleşme uygulamalarının önemli bir maddesi de bankacılık ve finansal sisteme ilişkin düzenlemelerdir. Buna göre mali piyasaların alt sektörleri (bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık) arasındaki sınırlar önemli ölçüde gevşetilmiş hatta kaldırılmıştır. Bu gelişmeler bağlamında bankalar sermaye piyasası işlemleri yapmaya başlarken, diğer finansal kurumlar da daha önceleri bankalara özgü olan çeşitli hizmetleri sunmaya başlamışlardır. Ayrıca, finansal kurumlarda yaşanan yoğun rekabet, kendisini finansal ürünler alanında da göstermiştir. Örneğin krediler ve menkul kıymetler arasındaki farklar azalmış, dolayısıyla işletmeler finansman ihtiyaçları için borçlanmadan ziyade değişik türdeki menkul kıymetlere yönelmişlerdir. Bu anlamda finansman bonoları, değişken oranlı menkul kıymetler klasik borçlanma araçlarının yerini almıştır (Afşar, 2004: 59).

Bu açıklamalara göre denilebilir ki finansal sektöre giriş serbestisi sağlanan bir ekonomide yeni finansal araç ve araçlar ortaya çıkabilecek ve finansal derinliğin sağlanmasıyla tasarruflar doğru alanlara yönlendirilebilecektir.

### **1.1.1.2. Dış Finansal Serbestleşme**

Dış finansal serbestleşme, gerek ülke sakinlerinin kendi aralarında gerekse ülke sakini olmayanlarla aralarındaki döviz cinsinden borç-alacak ilişkileri ile varlık tutma kararlarına ilişkin kurumsal yapıda, fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması veya yumuşatılması işlemidir (Kazgan, 1994: 90).

Bazı çalışmalar dış finansal serbestleşmenin üç ayrı ekseninde gerçekleştiğini ifade etmektedir. Bu eksenler (Doğru, 2002: 15);

- Yerleşik olanlara uluslararası finansal piyasalardan serbestçe

borçlanabilmeleri ve yerleşik olmayanların yurtiçi finansal piyasalarda serbestçe yatırım yapabilmelerine izin verilmesi,

- Yerleşik olanlara yurtdışına sermaye transfer etmeye ve yurtdışında finansal varlık tutmaya ve yerleşik olmayanlara yurtiçi piyasalarda borçlanma ve yükümlülük arz etmeye izin verilmesi,
- Yerleşik olanlar arasında, borçlu alacaklı ilişkisinde döviz kullanımına izin verilmesi olarak ifade edilmiştir.

Dış finansal serbestleşme kapsamında uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmenin sağlanması ve döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesi gibi unsurlar da yer almaktadır. Ancak uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden önce kamu ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması gerektiği konusunda ortak bir kabul vardır (Williamson ve Mahar, 2002: 10). Nitekim sermaye hareketlerinin serbestleşmesini öngören Neo-Klasik yaklaşım dahi sermaye hareketleri karşısında sorunların yaşanmaması için önce kamu ve para piyasası dengesi sağlanmalı, dış ticaret açığı kapatılmalıdır (Durusoy, 2000: 3). Aksi takdirde bu sürece girmek hatalı görülmektedir.

Ülkeler dış finansal serbestleşme kapsamında yetersiz yerli tasarrufların, yabancı tasarruflarla tamamlanarak büyüme sürecinin ivme kazanacağını öngörmüşlerdir. Ülkelerin bu süreçten diğer bazı beklentileri de şu şekilde sıralanabilir (Kar ve Kara, 2003: 3);

- Yabancı sermaye sayesinde yeni teknolojiler ve yönetim bilgisi gelmesi,
- Rekabetin gelişmesi ve ülke ekonomisinin dinamizm kazanması,
- Tasarrufların etkin alanlarda kullanılması.

Finansal liberalleşmenin benimsenmesinde 1980'lere egemen olan iktisadi düşüncenin rolü büyük olmuştur. Neo-klasik teori bağlamındaki bu düşünceye göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi (dış finansal serbestlik) sonucunda tasarruflar sermaye darboğazı çeken ülkelere akacak, diğer bir deyişle ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurt içi tasarrufları yeterli

olmayan gelişmekte olan ÷lkelerde faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ÷lkelerin tasarrufları çekilecektir. Bu süreç gelişmekte olan ÷lkelerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranına inene kadar devam etmiştir. Uluslararası sermaye piyasalarındaki bu eğilim aynı zamanda gelişmekte olan ÷lkelerin ekonomilerinde bazı sorunların doğmasına neden olabilmektedir. Bunlardan ilki artan kısa vadeli sermaye akımlarının istikrarlı olup olmaması ve kısa bir süre içinde tersi yöne dönüp dönmeyeceğine ilişkindir. Çünkü kısa vadeli sermaye akımları faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj özelliğine dayanan istikrarsız sıcak para hareketi niteliği taşımaktadır (Durusoy, 2000: 2).

### **1.1.2. Finansal Yenilikler**

Finansal sistemler, yeni teknolojilerin yayılması ve sermaye birikiminin gerçekleşebilmesi için fon tedarikinde bulunma fonksiyonu üstlenmelerinden dolayı, ekonomik büyüme sürecinde önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Gelişmiş ve fonksiyonlarını etkin şekilde yerine getiren finansal sistemler, bireylerin ellerinde bulunan küçük değer taşıyan mevduatları, büyük yatırımlara yönlendirme, yatırım çeşitlenmesini mümkün kılarak, tasarruf sahiplerinin risklerini azaltma, uygulanması düşünülen projeler hakkında bilgi toplama ve değerlendirme maliyetlerini, uzmanlaşmış kurumları vasıtasıyla azaltma ve kaynakların yönetilmesini izleme gibi fonksiyonlar üstlenerek, verimliliği ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttırabilmektedir (Aslan ve Küçükaksoy, 2006: 26).

### **1.1.3. Finansal Küreselleşme**

İkinci dünya savaşından 1970'li yılların başlarına kadar ÷lkeler arası finansal varlık ticareti oldukça sınırlı düzeyde iken bu dönemde birçok ÷lke çeşitli fiziki ve teknik engeller koymak suretiyle finansal piyasalarını sınır ötesi ticarete kapatmış durumdaydı. Sermaye hareketlerinin önemli bir kısmı, Dünya Bankası IMF ve benzeri nitelikteki uluslararası kurumlar tarafından desteklenen projelerin finansmanı için sağlanan krediler, ÷lkelerin ikili anlaşmalar yolu ile birbirlerine sağladıkları krediler ve birden fazla ÷lkede faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin, yatırımları için gereken fonların oluşturduğu sermaye hareketlerinden oluşmaktadır. 1970'lerden

bu yana birçok ülkede fiziki ve teknik bariyerler kaldırılmış ve sermayenin ülkeler arasında serbestçe dolaşımına imkân sağlanmıştır. Finansal varlık ticaretinin uluslararası düzeyde serbestleştirilmesi, finansal küreselleşme olarak tanımlanmaktadır (Öymen, 2000: 26).

1970’li yıllarda dünya ekonomisinde ortaya çıkan bazı gelişmeler, finansal küreselleşmenin gerçekleşmesine katkıda bulunmuştur. Bretton Woods sisteminin sona ermesi ve petrol kriziyle başlayan 1970’lerde, uluslararası bankacılık faaliyetleri önemli gelişmeler sergilemiştir. Bretton Woods sisteminin sona ermesi ile birlikte birçok ülke, sabit kur rejimini terkederek esnek kur sistemine geçmiş ve kambiyo rejimlerini serbestleştirerek sermaye hareketlerine engel teşkil eden düzenlemeleri büyük ölçüde ortadan kaldırmıştır. Diğer taraftan petrol fiyatlarında ortaya çıkan hızlı yükseliş, petrol ihracatçısı ülkelerin ellerinde, büyük meblağlara varan fonların birikmesine yol açmıştır. Petrol ihraç eden ülkeler, ellerinde biriken bu fonları gelişmiş ülkelerin bankalarına aktarmış, söz konusu fonları toplayan bankalar ise oluşan bu büyük tasarrufları uluslararası piyasalarda yeniden dağıtmıştır (Allen, 2003: 42).

Fabozzi finans piyasalarının entegrasyonunun başlıca nedenlerini şu şekilde açıklamaktadırlar. İlk olarak finansal piyasalardaki serbestleştirme ve deregülasyon politikaları ve dünyadaki kilit finans merkezlerindeki piyasa katılımcılarının faaliyetleri, finansal piyasaların entegrasyonuna yol açmıştır. Küresel rekabet, girişimcilerin dünya finans piyasalarında rekabet edebilmesi için devletleri finansal piyasalarını serbestleştirme ve deregüle etme yönünde teşvik etmiştir (Akdiş, 2000: 6).

Finansal küreselleşmeye neden olan faktörlerden ikincisi, bilgisayar ve haberleşme teknolojilerinde meydana gelen gelişmelerle finansal piyasaların genişleyerek uluslararası bir boyut kazanmasıdır. Söz konusu sektörde yaşanan teknolojik ilerlemeler, hizmeti karşı tarafa ulaştırma maliyetini düşürmekte, çalışanların verimliliklerini iyileştirmekte, yeni finansal hizmetleri bilgisayar bağlantısı yolu ile karşı tarafa hızla ulaştırmakta, eski ve yeni hizmetler için etkin piyasa alanını genişletmektedir. Bu alanda yaşanan ilerlemeler, piyasa katılımcıları

ile uluslararası finans piyasaları arasında bağlantı kurmuş ve böylelikle işlemler birkaç saniye içinde gerçekleşir hale gelmektedir. Bilgisayar teknolojisinde meydana gelen ilerlemeler haberleşme sistemlerindeki gelişmelerle birleşerek, piyasa katılımcılarının menkul kıymetlerin fiyatlarına ve diğer çok önemli bilgilere anında ulaşabilmelerini sağlamaktadır. Bu nedenle birçok yatırımcı küresel piyasaları anlık olarak takip edebilmekte ve ulaştıkları bilgiler doğrultusunda portföylerinin risk/getiri profilini eşanlı olarak değerlendirebilmektedirler. Finansal piyasaların küreselleşmesi ile birlikte, günümüzde, ellerindeki fon miktarını arttırmak isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılar, fon arayışlarında artık kendi ulusal sınırlarıyla bağlı olmaktan çıkmıştır (DPT, 1995: 19).

Diğer yandan yine gelişen teknolojinin sunduğu olanaklardan istifade etmek suretiyle bankalar, türev ürünler de dâhil olmak üzere yeni finansal araçlar kullanmaya başlamıştır. Bunun yanı sıra bankalar dışındaki diğer finans kuruluşlarının da faaliyetlerini uluslararası platforma taşıma istekleri, uluslararası finans piyasalarının ivme kazanmasında etkili olmuştur. Özellikle ellerinde bulundurdukları büyük montanlı fonlar için alternatif yatırım imkânları arayan sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar, finansal küreselleşme hareketine katkıda bulunmuştur. Yukarıda sayılan tüm bu faktörler, 1970’li yıllarda uluslararası finans piyasalarının hızla derinleşmesine önemli katkılar sağlamıştır (Allen, 2003: 179).

Literatürde, finansal entegrasyon ve iktisadi büyüme ilişkine ilişkin olarak yapılan teorik çalışmalar, gelişen dünyada uluslararası finansal entegrasyonun iktisadi büyümeye katkı sağlayacağı bazı kanallar tanımlamaktadır. Bununla birlikte finansal entegrasyon ve büyüme arasında ampirik açıdan güçlü ve sağlam nedensel bir ilişki tanımlamak zordur (Gerek, 1999: 49).

Doğrudan kanalların ortaya çıkışı şu şekilde özetlenebilir: Gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşen sermaye akışı her iki ülke grubu için de kazanç sağlar. Çünkü bu sayede bir yandan sermaye kıtlığı çeken gelişmekte olan ülkelere yatırımlar yapılmış olmakta, diğer yandan ise yapılan bu yatırımlardan elde edilen kazanç, gelişmiş ülkede yapılacak olandan daha yüksek bir

düzyde gerçekleşmektedir. Diğer yandan yerli ve yabancı yatırımcılar arasındaki risk bölüşüm imkânlarının artması, riskin çeşitlendirilebilmesine, risk çeşitlendirme imkânının doğması ise yapılan yatırım miktarının artmasına ve dolayısıyla büyümeye yardımcı olabilir. Bir diğer doğrudan kanal olan teknoloji transferi ise bir ülkedeki finansal entegrasyon düzeyinin artması ve o ülkeye yapılan özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yükselmesi ile ortaya çıkmaktadır. Bir ekonomide daha ileri teknolojilerin kullanılmaya başlaması ise verimlilik artışı yaratacak ve büyümeye neden olacaktır. Son olarak finansal entegrasyon ile portföylerin uluslararası alanda mobil hale gelmesinin bir sonucu olarak yurt içi piyasaların likiditesi yükselmiştir. Diğer yandan doğrudan yabancı sermaye miktarı ile özellikle yerel kuruluşların yabancı ortaklıkları artmaktadır. Yurt içi bankaların yabancı sahipliğinin artmasının birçok faydası bulunmaktadır. İlk olarak yabancı banka iştirakleri, uluslararası finansal piyasalara kolay erişim imkânına sahiptir. İkinci olarak yabancı sahipliğinin artması yurt içi bankacılık sektöründe düzenleyici ve denetleyici altyapının geliştirilmesine yardımcı olmaktadır. Yabancı sahipli bankaların yurt içi finansal piyasalara girişleriyle sağladıkları faydalardan bir diğeri de beraberlerinde yeni finansal araçlar ve teknikler getirebilmeleri ve bu durumun yurt içi piyasalardaki teknolojik gelişmeyi hızlandırmasıdır. Son olarak yabancı sahipli bankalar yurt içi finansal piyasalarda rekabeti arttırarak, yurt içi finansal hizmetlerin kalitesini iyileştirir ve kaynakların daha etkin tahsisine katkıda bulunur (Kazgan, 1995: 48).

Dolaylı kanalların ortaya çıkışı şu şekilde açıklanabilir: Üretimde uzmanlaşmanın sağlanması durumunda verimlilik artışlarının meydana geleceği sezgisel olarak açıktır. Ancak risk yönetimi yapılmaksızın üretimde uzmanlaşmaya gidilmesi durumunda yüksek oranda üretim ve tüketim dalgalanmaları meydana gelebilecektir. Finansal entegrasyon ülkelerin uluslararası düzeyde risk çeşitlendirmesi yapabilmelerine imkân vereceğinden, söz konusu dalgalanmaların azalmasına ve dolayısıyla büyümeye dolaylı olarak katkıda bulunacaktır. İkinci olarak finansal entegrasyonun disipline edici rolü, sermayenin, makroekonomik politikalardaki değişim sonucunda daha üretken yatırımlara tahsisine yol açarak, ekonomideki yurt içi yatırımların dinamiklerini değiştirebilir. Ayrıca finansal

entegrasyon hükümetlerin, büyümeyi olumsuz yönde etkileyen fiziki sermaye üzerine uyguladıkları ağır vergi politikaları uygulamalarını engellemekte ve yatırımların artmasına yardımcı olarak iktisadi büyümeye neden olmaktadır. Son olarak bir ülkenin uluslararası finans piyasalarına entegre olması, yabancı yatırımcılara karşı gelecekte dostane politikalar izleyeceğine yönelik olumlu sinyaller vermekte ve yabancı sermayeyinin ülke içine girmesini teşvik etmektedir (Kazgan, 1995: 47). Tablo 1.1’de uluslararası finansal sistem ve bu sistemin yatırımcılara sağlamış olduğu faydalar gösterilmiştir.

**Tablo 1.1:** Uluslararası Finansal Sistem ve Yatırımcılara Sağladıkları

<p><b>Borç Verme / Finansman</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* Menkul Kıymet Oluşturma</li> <li>* Gayri Menkul</li> <li>* Özel Yatırımlar</li> <li>* Özel Sözleşmeler</li> <li>* Risk Sermayesi</li> </ul>	<p><b>Sabit Getiri</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* Kısa Dönem / Uzun Dönem</li> <li>* Döviz / Farklı Döviz</li> <li>* Synthetics</li> <li>* Oran Garantili Ürünler</li> <li>* Options- Future</li> <li>* Caps- Floors</li> <li>* Swaps</li> <li>* Equities</li> <li>* Yatırım Fonları</li> <li>* Bullion</li> <li>* Forex</li> </ul>
<p><b>Satma ve İdare Etme Hizmetleri</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* Muhafaz</li> <li>* Global Muhafaz</li> <li>* Menkul Kıymetleri Ödeme</li> <li>* Menkul Kıymetleri Borç Verme</li> <li>* Amerikan Tevdiat Belgeleri</li> </ul>	<p><b>İsteğe Bağlı Hizmetler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* Araştırma Çalışma</li> <li>* Anaitik Destekler</li> <li>* Portföy Danışmanlığı Hizmetleri</li> <li>* Yatırım Fonları</li> <li>* Portföy Yönetim Teknikleri ve Teknolojisi</li> </ul>

**Kaynak:** AKDİŞ, Muhammet (2000), Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye, Beta Yayınları, İstanbul, s. 30

Uluslararası finans piyasalarının küreselleşmesi ödünç arayanlar ve yatırım yapmak isteyenler açısından da zengin bir alternatifte kavuşmuş bulunmaktadır. Uluslararası piyasalardan borçlanmak isteyen bir kişi veya kurum, doğrudan borç veya hisse senedi imkanlarından birisini seçmekte, bu seçenek içindeki sabit veya yüzen oranlarda istediği döviz cinsinden kendisine sunulan alternatif borçlanma imkanlarını kullanabilmektedir (Akdiş, 2000: 28).

## 1.2. FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ

Bir ekonomide finansal gelişmenin hesaplanmasına yönelik çok sayıda ölçüm yöntemi bulunmaktadır. “Finans piyasalarında faaliyette bulunan kurumların sayısını ve çeşitliliğinin artması” ve “finansal araç çeşitliliğinin artması” finansal gelişmişlik göstergeleri arasında kabul edilmektedir (Lynch, 1996:12). Bu yüzden finansal gelişme, ölçülmesi güç olan ya da hazır verisi olmayan bir değişkendir. Bu sebeple finansal gelişme ile ilgili alternatif ölçütlerin geliştirilmesi gerekmektedir. Ayrıca geliştirilen her gösterge, finansal sektördeki gelişmenin farklı yönlerindeki etkilerinin ölçülmesini yansıttığından analizler açısından önem arz etmektedir. Finansal gelişme sonucunda finansal sistemin büyüklüğünde ve yapısında meydana gelen gelişme, finansal derinleşme kavramı ile açıklanmaktadır. Diğer bir ifade ile finansal derinleşme, finansal deregülasyon sonucunda finansal aracı kurumların sayısında meydana gelen artış sonucu, finansal sektörde yaratılan fonların reel sektöre aktarılma oranını göstermektedir (Erim ve Türk, 2005: 21). Bununla birlikte finansal piyasaların ulusal tasarrufları olduğu kadar, uluslararası tasarrufları harekete geçirme düzeyi de finansal derinleşmenin bir göstergesidir (Oksay,2000:3).

Finansal gelişmenin ölçülebilmesi için iyi tanımlanmış bir göstergeler demetinin ekonomik politikaların hazırlanmasında, geliştirilmesinde ve uygulanmasında gerekli olduğu açıktır. Bu yüzden finansal sektör için geliştirilen göstergeler demeti; parasal durumu, kredi akışını, likidite yönetimini ve finansal sektörün risk yönetim karakteristiklerini kapsmalıdır. Ayrıca finansal sistemin gelişimini ölçmek için fiyat belirleme ve fiyat esnekliği yönlerini içerecek şekilde finansal fiyatlama mekanizmasını da içermelidir (Kar ve Ağır, 2005: 55). Görüldüğü üzere finansal sektörün gelişimini gösterebilmek için tek bir gösterge yeterli olmamaktadır (Ağır, 2010: 89). Finansal derinliği ölçmede kullanılan göstergeler beş başlık altında toplanacaktır. Bunlar (Darıcı, 2009: 36);

- Miktar ölçütleri
- Yapısal ölçütler
- Finansal fiyat ölçütleri

- Ürün çeşitliliği
- Değişim maliyetidir.

### **1.2.1. Miktar Ölçütleri**

Miktar göstergeleri; parasal büyüklükler, kredilere ilişkin büyüklükler, sermaye piyasası göstergeleri olmak üzere üç alt kategoriden oluşmaktadır. Parasal büyüklükler miktar göstergeleri arasında en çok kullanılan göstergelerdendir. Ampirik çalışmalarda ölçülmesi güç olan bir değişken için, en iyi şekilde temsil edebilen değişkenler seçilmektedir (Kar,2001:157). Bu bağlamda parasal büyüklükler, kredilere ilişkin büyüklükler ve sermaye piyasalarına ilişkin göstergelere dayanan miktar ölçütleri, finansal gelişmenin geleneksel göstergeleri olarak hemen hemen tüm ampirik çalışmalarda ortak değişkenler olarak yer almaktadırlar. Bununla birlikte hem bankacılık göstergeleri hem de sermaye piyasaları ile ilgili göstergeleri içeren mali varlık stokuna ilişkin gösterge de diğer bir miktar ölçütü olarak değerlendirilmektedir (Ağır, 2010: 90).

#### **1.2.1.1. Parasal Büyüklükler**

Parasal büyüklük ölçütleri arasında; dar tanımlı (M1) ve geniş tanımlı para arzı (M2, M2Y, M3) değişkenlerinden türetilen (M1/GSMH, M2/GSMH, M2Y/GSMH, M3/GSMH gibi) çeşitli göstergelerden oluşmaktadır. M1/GSYH oranının, finansal piyasalardaki değişme ile birlikte düşmesi gerekir. Yani M1/GSMH oranının yüksek olması (dolaşımdaki para miktarının büyük olması) finansal az gelişmişliğin, düşük olması ise finansal piyasaların gelişmişliğinin bir göstergesidir. Diğer yandan ampirik çalışmalarda en sık kullanılan finansal sektör göstergelerinden biri geniş tanımlı para arzının gelire oranıdır (M2/GSMH). Bu gösterge ekonomideki parasallaşmanın derecesinin ölçütüdür. M2/GSMH oranı halkın bankacılık sistemini kullanımı hakkında bilgi verir. Doğal olarak bu oranın yüksek olması finansal piyasaların gelişmişliğinin göstergesi sayılabilir. M2/GSYH oranı hane halkının bankacılık sistemini kullanma oranı hakkında bilgi verirken, aynı zamanda finansal sektörde yaratılan fonların reel sektöre aktarılma oranının da bir

göstergesidir. Bu nedenle, finansal derinleşme arttıkça bu oranın artması beklenir (Yetiz,2008:26).

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,1996:15).

Bir finansal gelişme göstergesi olarak M1/GSMH değerinin ekonominin parasallaşma sürecinin aşılmasından sonra finansal gelişmenin devam etmesiyle birlikte düşmesi beklenmektedir. M2'den farklı olarak M2Y döviz tevdiat hesaplarını da bünyesinde barındırır. Bu oran bankacılık sistemindeki mevduatların bir bölümünün yabancı paralardan oluştuğu göz önüne alındığında kullanılması gerekli bir büyüklük olarak ifade edilebilir. Bankalar aracılığı ile borç verilebilecek fonları temsil ettiği varsayılan M3/GSMH geniş tanımlı para arzı göstergesi parasal göstergelerden bir diğerini oluşturmaktadır (Erim ve Türk, 2005: 27) Finansal gelişmenin sağlandığı durumlarda M3/GSMH oranının arttığı ampirik olarak bulgulanmış bir değişkendir. Dolayısıyla hızlı ekonomik büyümenin sağlandığı durumlarda M3/GSMH göstergesinin de yüksek olması beklenmektedir (Ağır, 2010: 91).

Özetlemek gerekirse, Türkiye'de geniş parasal tanımların yabancı para mevduatları içermesi nedeniyle küresel mali krizin derinleşmesi sonucu Türk lirasında gözlenen değer kaybıyla birlikte ilk aşamada geniş parasal büyüklüklerin yıllık artış hızı kuvvetlenmiştir. Özel sektörün para arzı artışına katkısının büyümesi, buna karşın kamu kesiminin katkısının düşürülememesi veya geç kalınması durumunda yüksek enflasyon dönemlerinin tohumlarının atılması mümkündür.

### **1.2.1.2. Kredilere İlişkin Büyüklükler**

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.

Bu göstergeler fonların yatırımlara aktarılma oranını göstermesi nedeniyle, finansal derinleşmenin artması ile birlikte bu oranların da artması beklenmektedir. Sermaye piyasasına ilişkin göstergeler ise menkul kıymet borsası reel işlem hacmi ve borsa işlem hacminin gelire oranı olarak tanımlanan borsa kapitalizasyon oranıdır. Bu orandaki artış finansal derinleşmenin artması anlamına gelmektedir (Yetiz, 2000: 29-31)

Finansal gelişme sürecinin olumlu sonuçlarından bir tanesi kredi hacminin genişlemesidir. Yatırımlara aktarılan fonların artmasının ekonomik performansı etkilemesinden dolayı, finansal gelişmenin sağlanabildiği durumlarda yurt içi kredi hacminde ve özel sektöre verilen kredi hacminde bir artış beklenmektedir. Benzer bir şekilde, finansal gelişmeye paralel yurt içi kredi hacmi içerisinde özel sektöre verilen kredilerin payında da bir artış beklenmektedir (Darıcı, 2009: 32).

### **1.2.1.3. Sermaye Piyasası Göstergeleri**

Sermaye piyasasına ilişkin kullanılan gösterge ise borsa kapitalizasyon oranıdır. Bu oran; menkul kıymet borsası reel işlem hacminin GSYİH'ya oranı ile ifade edilir. Finansal derinleşme sermaye piyasalarının gelişimini de içermektedir. Sermaye piyasaları geliştiğinde firmalar doğrudan kredi bulma olanağına sahip olduğundan borsa kapitalizasyon oranının artması piyasanın gelişmişliğinin ölçüsü olarak kabul edilmektedir. Sermaye piyasasının genişliğinin ölçülmesi için kullanılan bir diğer gösterge ise piyasadaki şirketlerin sayısıdır (Başoğlu ve Ceylan, 2001:512).

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).

Gelişmiş menkul kıymet borsaları, yatırımlar ve büyüme üzerinde bankacılık sektöründen daha güçlü ve farklı bir etkiye sahiptir. Özellikle artan kapitalizasyon oranı bir ekonominin sermayeyi harekete geçirme ve riski dağıtma gücünü iyileştirebilir. Menkul kıymet borsalarının performansına dair diğer önemli noktalar, volatilité, yoğunlaşma ve fiyatlamada etkinliğin olup olmamasıyla yakalanabilir. Fiyatlamada etkinliğin ölçümü ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarının dünya piyasalarına entegrasyonunun bir göstergesidir (Ağır, 2010: 92).

Finansal gelişme süreci sermaye piyasalarının da gelişimini kapsamaktadır. Sermaye piyasalarının gelişimi ise firmalara doğrudan kredi edinebilme olanağı sunmaktadır. Doğal olarak kredi edinebilme olanağının bu yolla artması finansal gelişmenin sağlanmasıyla ilgilidir. Borsadaki işlem hacmi, piyasanın yönünü tespit etmede kullanılan önemli bir ölçüttür. Borsa kapitalizasyon oranının artması piyasanın gelişmişliğinin göstergesi olabilecek bir ölçüt olarak algılanabilmektedir (Başoğlu,2001:512).

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

Miktar göstergesi olarak kullanılabilen diğer bir finansal gelişme göstergesi de hem parasal göstergelerin hem de sermaye piyasasına ilişkin göstergelerin bir arada bulunduğu, bir 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: 93).

#### **1.2.2. Yapısal Ölçütler**

Ekonomik büyümede finansal sistem çok önemli bir rol oynamakta ve işlevlerini farklı kanallarla yerine getirmektedir. Bu yüzden finansal sistemin gelişimi farklı göstergelerle incelenebilmektedir. Dolayısıyla finansal sistemin

yapısındaki değişikliklerin öneminin belirlenmesi de oldukça önemli bir unsurdur. Yapısal göstergelerden biride geniş tanımlı para arzının (M2) dar tanımlı para arzına (M1) oranıdır (M2/M1). Bu finansal sistemin gelişimi ile birlikte vadeli mevduat miktarının işlem amaçlı para miktarına göre daha hızlı artacağı anlamına gelmektedir. Yani bu orandaki artış halkın elindeki paranın nasıl değerlendirildiği ile ilgili bilgileri yansıttığından önemli bir yapısal göstergedir. M2/M1 oranındaki artış ekonomik birimlerin ellerindeki parayı vadeli mevduat olarak değerlendirdiklerini göstermektedir (Lynch, 1996, 12).

İktisadi gelişme sürecinde, finansal sistem çok önemli bir rol oynamakta ve işlevlerini çok farklı kanallarla yerine getirmektedir. Bundan dolayı finansal sistemin gelişimi farklı ölçütlerin kullanılmasını gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda finansal sistemin yapısındaki değişikliklerin ve sistemi oluşturan alt birimlerin öneminin belirlenmesi de oldukça önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Bu göstergelerden biri de, M2/M1 oranıdır (Darıcı, 2009: 38).

Finansal sistemin gelişimiyle birlikte vadeli mevduat miktarının işlem amaçlı para miktarına göre daha hızlı artacağı anlamına gelmektedir. Finansal sistemin gelişmişliğini yapısal açıdan ölçen temel gösterge M2/M1 oranıdır. M2/M1 oranındaki artış ekonomik birimlerin ellerindeki paranın giderek daha büyük bölümünü vadeli mevduat olarak değerlendirdiğini belirttiğinden finansal sistemin yapısına ilişkin önemli bir gelişmişlik göstergesi olarak kabul edilmektedir (Lynch, 1996:12). Diğer bir ifadeyle, M2/M1 oranındaki artış, eldeki paranın nasıl değerlendirildiğiyle yakından alakalı bilgileri yansıttığından yapısal bir gösterge niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla finansal gelişmeye paralel olarak ekonomik birimlerin ellerindeki parayı işlem amaçlı da olsa atıl tutma yerine vadeli mevduat olarak değerlendirmeleri söz konusu olacak ve bu da finansal sistemdeki M2/M1 oranını artıracaktır (Kar ve Ağır, 2005: 60). Finansal sistemin geliştiği ülkelerde oran daha yüksek değerler arasında yer almaktadır (Şahin, 2002:165).

### 1.2.3. Finansal Fiyat Ölçütü

Finansal gelişme, derinleşme ve aracılık faaliyetlerinin faiz oranlarına bağlı olduğu düşüncesine dayanarak reel faiz oranlarını finansal değişken olarak kullanan çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Reel faiz oranlarının değişken olarak seçiminin altında yer alan temel düşünce McKinnon Shaw hipotezine dayanmaktadır. Hipotezin temelinde, reel faiz oranlarındaki artışın finansal tasarrufları, dolayısıyla yatırımların finansmanında kullanılacak fonları ve yatırımları artıracığı savı yer almaktadır (Erim ve Türk, 2005:27).

Gelişmiş finansal sistemlerde fiyatlar piyasa güçleri tarafından belirlendiğinden, pozitif olarak gerçekleşmektedir. Bu durum ekonomik birimlerin rasyonel kararlarının bir sonucudur. Çünkü bireyler, reel getirisi pozitif olmayan yatırımlardan kaçındıkları takdirde ekonominin büyüme olanakları sınırlandırılmamış olacaktır. Bu hem neo-klasik büyüme modellerinin hem de son zamanlarda geliştirilen içsel büyüme modellerinin bir sonucudur. Bu aynı zamanda finansal sektörün liberalleşmesini savunan McKinnon ve Shaw'un argümanlarının temelini oluşturmaktadır. Faiz oranları, reel anlamda pozitif olmanın yanı sıra, ekonomik beklentileri de doğru yansıtmalıdır. Dolayısıyla faiz oranlarının seviyesi ve esnekliği çok önemlidir. Bu bağlamda bir ekonomideki finansal fiyatlar ve bunların esnekliği finansal gelişmenin bir göstergesi olarak alınabilir (Ağır, 2010: 93-94).

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 konjonktüre ve beklentilere hızla uyum sağladığı bilinmektedir (Erim ve Türk, 2005: 12). 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 oluşturmadan, istikrarlı bir düşük nominal faiz oranı sağlamanın tek yolu, düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı gerçekleştirmektir (Kar ve Ağır, 2005: 61).

#### **1.2.4. Ürün Çeşitliliği Ölçütü**

Finansal derinleşme göstergelerinden bir tanesini de finansal piyasalardaki ürün çeşitliliği oluşturmaktadır. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde piyasalardaki ürün çeşitliliği fazladır. Türkiye’de ise ürün çeşitliliğinin fazla olduğunu söylemek oldukça güçtür. Finansal gelişmenin 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. Finansal derinliği zayıf piyasalarda kredi ve tahvil vb. temel finansman araçları olurken gelişmiş piyasalarda swap, future, forward ve opsiyon gibi türev ürünler kullanılmaktadır (Oksay, 2000:19).

Kamu kesimi, menkul kıymet stoklarının büyük bir kısmını kendisi kullanmaktadır. Bu durum kamu açıklarının artması ile beraber tehlikeli boyutlara ulaşmasına neden olmaktadır. Adeta özel kesim için kullanılacak fon bırakılmamıştır. Kamu kesimi sermaye piyasasındaki fonların çoğunu menkul kıymet yolu ile çekerek özel kesimi piyasadaki adeta dışlamaktadır (Alp, 2001: 382).

Ancak gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde piyasalardaki ürün çeşitliliği fazladır. Bu durum, piyasa aktörlerinin bir taraftan tasarruflarını birbirinden farklı yatırım enstrümanlarında değerlendirebilmelerine olanak sunmakta, diğer taraftan da fona ihtiyacı olan birimlerin alternatif borç alabilme kabiliyetleri gelişmiş olmakta, doğal olarak da sisteme daha fazla fon çekilebilmektedir (Ağır, 2010: 95).

Finansal araçlar para ve sermaye piyasası araçları olarak temelde iki farklı grup oluştururlar. Para piyasası araçları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, finansman bonoları, teminat mektupları vb., gibi vadeleri bir yılın altında, likit ve daha az maliyetli finansal araçlardan oluşmaktadır. Sermaye piyasası araçları ise

vadeleri bir yılın üzerinde ve genellikle gelişmiş organize piyasalar olarak nitelendirilmektedir. Sermaye piyasasının araçları para piyasasının araçlarına göre çok daha değişkendir ve riskleri fazladır. Sermaye piyasası araçlarında vade yapıları uzun olduğundan dolayı daha az likittirler (Günel, 2006: 29). Sermaye piyasası araçları olarak da, hisse senetleri, devlet tahvilleri, ipotek senetleri, tüketici ve ticari krediler gibi araçlar sayılabilir. Para ve sermaye piyasasında ürün çeşitliliği fazla olan finansal sistemlerin gelişmişliğinden söz etmek mümkün gözükmemektedir.

Sonuç olarak, gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde piyasalardaki araç çeşitliliği fazladır. Türkiye’de ise bu durum böyle değildir. Dolayısıyla ürün çeşitliliğinin azlığı görülmektedir.

#### **1.2.5. Değişim Maliyeti Ölçütü**

Finansal sistemin değişim maliyetini etkin bir şekilde gerçekleştirebilmesi uzun dönemli sürdürülebilir bir büyümenin sağlanmasında kritik önem taşımaktadır. Bu işlevin etkin bir şekilde yerine getirilmesinde “aracılık maliyetlerinin düşürülmesi” önemli bir ön koşul niteliğindedir. Finansal aracılığın işlem maliyeti genellikle faiz oranı ile ölçülmektedir. Bu ise kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki farktan yani faiz marjından oluşmaktadır. Finansal sistemden yerine getirmesi beklenen fonksiyonların çoğu, fon değişiminden kaynaklanacak olan maliyetin de düşürülmesine katkı sağlayabilecektir. Hızla gelişen ekonomilerin ihtiyaçlarına cevap verebilecek yeni yatırım araçları ve piyasalarıyla finansal sistem, mal ve hizmet değişimini kolaylaştırmakta, fonlara daha çabuk ve daha ucuz ulaşılmasını sağlamaktadır. Sistemin bu özelliği finansal küreselleşmeyle birlikte daha da ön plana çıkmaktadır. Eskiden bir kıtadan diğerine gönderilen mal, hizmet ve sermaye aylar sonra yerine ulaşabilmekteyken günümüzde bu işlemler çok kısa sürelerle gerçekleşebilmektedir (BDDK, 2006: 18).

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 tasarruflara verdiği mevduat faiz oranı arasında kalan kısmı kendisi için alıkoymaktadır. 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 sistemin değişim maliyetini etkin bir şekilde gerçekleştirebilmesi uzun dönemli sürdürülebilir bir büyümenin sağlanmasında kritik önem taşımaktadır. Bu işlevin etkin bir şekilde yerine getirilmesinde, aracılık maliyetlerinin düşürülmesi önemli bir önkoşul niteliğindedir. Finansal aracılığın işlem maliyeti genellikle faiz oranı ile ölçülmektedir. Bu ise kredi faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasındaki farktan (faiz marjı) oluşmaktadır (TBB, 2003: 55).

Sonuç olarak, bir finansal sektörün ekonomide büyüme ve finansal derinleşmede beş ayrı faktör kullanılmıştır. Finansal derinleşmeyi ölçmek zor olmakla birlikte gelişmişliği çeşitli göstergelerle ortaya koyulabilir. Bu göstergeler, miktar, yapısal, fiyat ve ürün çeşitliliği şeklinde sınıflandırılabilir. Aynı zamanda finansal derinleşme ile birlikte M1/Gelir oranı azalırken M2/Gelir oranının artması, özel sektöre verilen kredilerinin hasılaya oranının ve toplam yurt içi kredileri içindeki payının artması, sermaye piyasasındaki reel işlem miktarını ve bunun hasılaya oranının artması, reel faizlerin, faiz marjlarının azalmasına neden olmaktadır. Ancak finansal sistemdeki ürün çeşitliliğinin artması bir finansal sistemin gelişmişliğinin ve derinleşmenin en önemli göstergesi olarak ifade edilmektedir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### EKONOMİK BÜYÜME VE TÜRKİYE

Finansal gelişme, gelişmekte olan ülkelerde reel ekonominin özelleştirilmesi ile mümkün hale gelen çok boyutlu bir kavramdır ve çoğunlukla şunları içermektedir: Kendi kendini finansmandan (self-financing) dışsal finansmana geçişi, finansal kurum aracılığının gelişmesini, krediye doğrudan erişim için piyasaların nihai gelişimini, dünya sermaye piyasalarına yönelik erişimin artmasını ve son olarak da risksiz bir oranda artışla beraber borçlanma ve mevduat faizleri arasındaki mesafenin daralmasını sağlamaktadır. Türkiye Ekonomisi'nde 1980 sonrası uygulamaya konulan neo-liberal iktisat politikalarının büyümenin dinamikleri üzerindeki etkilerinin; büyüme hızı, istihdam, nüfus yapısı, yatırımlar, fiyat istikrarı, kamu kesimi dengesi, dış ticaret ve verimlik ölçütleri dikkate alınarak yapılan incelemesi sonucunda büyüme hızının 1980 sonrası azalan ve oynak (oynak-istikrarsız) bir seyir izlediği ortaya çıkmaktadır. Büyüme performansında görülen bu düşüşün ve oynaklığın nedenleri sermaye birikiminin azalması, fiyat istikrarsızlığı, sermaye maliyetinin yüksekliği, mali disiplinsizlik, kamu açıklarının büyüklüğü, AR-GE ve teknolojiye yapılan yetersiz yatırımlar ve işsizlik olarak sıralanabilir (Şiriner ve Doğu, 2005: 181).

#### 2.1. EKONOMİK BÜYÜME KAVRAMI

Büyüme kelime anlamı olarak kişilerin reel gelirlerinin devamlı ve sürekli artması olduğuna göre ve kişiler de toplumu oluşturuyor ise büyüme hızları devamlı ve sürekli artış gösteren toplumlarda işsizlik sorununun olmaması gerekmektedir. Fakat işsizlik sorunu çok boyutlu bir konu olması nedeniyle sadece ekonomide büyüme ile ilişkilendirmek veya tek başına işsizlik sorununu ele alıp çözümlenmeye çalışmak ekonomik bir politika yanlı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle iktisat politikası modellerinde işsizlik tek başına analiz edilmemekte ve çözümlenmemektedir (Yılmaz, 2005: 65).

Her ekonomide belli bir çıktı üretilmesi için, fiziki sermaye, beşeri sermaye,

işgücü ve doğal kaynaklar gibi girdiler girişimciler tarafından bir araya getirilir. Bu süreç içerisinde büyümenin kaynaklarının incelenmesinde ve potansiyel büyüme oranının hesaplanmasında gerekli olan değişkenlerin başında yatırım ve sermaye birikimi, istihdam artışı, inovasyon ve teknolojik gelişme son olarak da işgücü ve toplam faktör verimliliği gelmektedir. Ekonomik büyüme zaman ve mekan bağlamında bir miktar, ağırlık ve hacim biçimindeki büyüklük artışıdır. Bu artış bireyler ve ülkeler için güç ve gelir düzeyinde gözlemlenebilecek çeşitli göstergeleri ifade etmektedir. Nüfus, sermaye, tasarruf ve milli gelir artışları birer büyüme göstergesidir. Büyüme bir işletme, bölge ya da ekonomi için miktar ve büyüklük artışını ifade etmektedir. Ancak bu artışın saymaca (nominal) olarak değil, gerçek bir artış olması halinde büyümeden söz edilebilir (Özğüven, 1988:36).

Ayrıca, büyümenin hesaplanmasında genellikle betimleme ile yetinilmekte, çözümleme yapılmamaktadır (Şimşek ve Kadılar, 2010: 116).

Bir ülkede üretilen mal ve hizmet miktarının zaman içinde artmasına iktisadi büyüme denir. İktisadi büyüme, bir ülkede yaşayan insanların yaşam standartlarını sürekli biçimde yükseltmenin tek yoludur. Bu nedenle tüm ülkelerin temel makro ekonomik hedeflerinden bir tanesi, hızlı bir iktisadi büyüme gerçekleştirmektir. İktisadi büyüme; stok, akım ve değişkenlerde gövde ve hacim olarak artışları ifade etmektedir. Bu artışlar meydana gelirken beşeri ve fiziki sermaye birikimi, teknolojik gelişme iktisadi büyümeye kaynak oluşturmaktadır. Büyümenin gerçekleşebilmesi için bu üç kaynağın birlikte çalışması gerekmektedir (Yılmaz, 2005: 64).

Ekonomi biliminde, gerçek ulusal gelirden gözlemlenen değişiklikler büyümenin ölçütü olarak kullanılmaktadır. Ekonomik aktörler mal ve hizmet üretip sattıklarında gelir elde ederler, böylece bir ekonomi büyürken, hem toplam çıktı, hem de toplam gelir artar. Aslında ekonomik büyümenin ve ulusal gelirin hesaplanması aynıdır. Büyümeyle benzer şekilde, hesaplanması da ulusal gelire etkiye bulunan faktörlerin sayısal değerlerini göstermektedir (Şimşek ve Kadılar, 2010: 117).

Ekonomik büyüme hesaplar, gözlenen gelir artışı ile üretim faktörlerinin

arasındaki ilişkiyi kurmaya çalışır. Ancak, bu süreçte üretim faktörlerinin gelişimlerinin gerekçeleri ve biçimi açıklanmaz. Gerçekten, ekonomik büyüme uzun dönemde ulusal gelir veya kişi başına düşen gerçek gelir artışı olarak tanımlanmaktadır (Özgüven, 1988:37).

Zaten kısa dönemde makroekonomik istikrarın ölçülmesinde genel fiyat düzeyindeki değişme dikkate alınırken, ekonominin yapısal özelliklerinin ve uzun dönemli başarımının sonucunu özetleyen bir gösterge olarak da ekonomik büyüme ölçütleri dikkate alınmaktadır (Doğruel ve Doğruel, 2003:401).

Bu nedenle ekonomik büyüme, uzun dönemde gelir artışının sürekliliği olarak da tanımlanmaktadır. Bu açıdan, büyümenin ölçümünde istikrar önem kazanmaktadır. Gerçekten, kısa dönemde üretimi artırmak sınırlı olabileceği gibi, bir yatırım da ancak uzun dönemde sonuç verebilir. Öte yandan, gelir artışının kaynaklandığı sektörel bileşimin değişimini de göz önünde tutmak gerekir. Herhangi bir sektörün ulusal gelir içindeki payının azalması, bu alanda yaratılan gelirin, miktarının değil, oranının değişmesi anlamına gelebilir. Ayrıca, sistem değişimi açısından, bazı kurumlarda veya mülkiyet biçimlerindeki değişimler de üretimi artırıp, büyümeyi hızlandıracaktır. Dolayısıyla ekonomik büyüme ve hızı üretimin miktarı ile sürekliliğine bağlıdır. Nitekim gelişmekte olan ülkelerde sıkça yaşanan krizler ekonomik büyümenin istikrarını bozmaktadır (ILO, 2004:34).

Başka bir yaklaşıma göre ise, ekonomik büyümenin yeterli seviyede istikrar kazanabilmesi yatırım ve emek verimliliği artışı ile talebin sürekliliğinin sağlanmasına bağlıdır. Yeni yatırımlar sayesinde üretim kapasitesinin artması, sermaye gibi emek talebini de uyarmaktadır. Ayrıca, verimlilik artışları çalışma ve yaşam koşullarının iyileştirilmesi için temel oluşturur. Verimlilik sayesinde, eldeki kaynaklarla çıktı miktarını artırmak büyümeyi canlandırır (Ata, 2009: 12).

## **2.2. EKONOMİK BÜYÜMENİN UNSURLARI**

Kapitalist ekonomik sisteme sahip ülkelerde uygulamadaki farklılıklar büyümenin unsurlarını belirlemeyi, güçleştirmektedir. Bununla birlikte, katma değer yaratılması ve paylaşılmasına ilişkin temel mekanizma değişmemekte,

sadece uygulamada göreceli farklılıklarla kendini göstermektedir. Ekonomik büyümenin temel belirleyicilerinin yanında politik ve kurumsal belirleyicileri de önemli bir yere sahiptir. Büyüme sürecinde önemli bir unsur sayılan politik ve ekonomik istikrarın sağlanmasında bu belirleyicilerin önemli bir yeri vardır. Bu doğrultuda temelde altı belirleyiciden söz edilebilir. Bunlar: Maliye ve para politikası, Kurumsal yapı da gelişmeler, dış ticaret ve kur politikası, finansal sistemin gelişmesi, sanayi ve teknoloji politikası ve makroekonomik istikrar ve küreselleşmedir (Boyer, 2005:509).

### **2.2.1. Katma Değer Yaratma Süreci**

Kapitalist sistemin amacı, mal ya da hizmet üretmek değil, değer yaratmaktır. Bu nedenle kapitalizmin katma değer yaratmayı amaçlayan bir meta üretim biçimi olması, sistemin özünü oluşturmaktadır. Üretim süreci sonucunda ortaya çıkan nihai mal ya da hizmet aslında bir değerler toplamıdır. Böylece, süreç boyunca sürekli dönüşüm halinde olan işçinin emeği belli bir ürün ya da hizmette somutlaşmaktadır. Piyasa mekanizması içerisinde katma değer el değiştirmesi, katma değer toplamasının sosyalizmdeki kadar açık ve doğrudan görülememesine neden olmaktadır. Dolaylı yollardan gerçekleşen bu süreç, günümüzde giderek çeşitlenmektedir (Öngen, 1996:71).

Ülkelerin istikrarlı bir ekonomik büyüme ve kalkınma gerçekleştirebilmeleri için uzun dönemde sürekli ve yüksek bir milli gelir artış hızına ulaşmaları gerekir. Bu noktada uygulanacak istikrarlı para ve maliye politikası önemli hale gelmektedir. Özellikle maliye politikası araçlarından biri olan kamu harcamalarının ekonomik performans ve büyüme üzerindeki etkisi son derece önemlidir. Fordizm, emek ile birlikte makine sistemini ve üretim bandının fabrika içerisinde düzenlenmesini içerir. Fordist sistemde, bir fabrika içerisinde kitlesel üretimin yapılması, çok sayıda işçiye gereksinim duyulmasına neden olmuş, böylece sendikalar ile işverenler arasında ücret ve çalışma koşullarının düzenlenmesini sağlayan toplu iş ilişkilerini güçlendirmiştir. Üretim süreçlerinin bir bant boyunca akması, süresini ve maliyetlerini düşürmüştür. Böylece seri üretimin gerçekleştirilmesi, ürün miktarını artırmıştır. Talep yaratmak için ücretlerin artışı aynı zamanda yabancılaşma, iş

doyumunu, işe geç gelme ve işçi devri gibi sorunların üstesinden gelinmesinde önemli bir rol oynamıştır. Fordizm emek süreçlerine yönelik bir uygulamanın ötesinde, etkileri nedeniyle, ekonomik, sosyal ve siyasi boyutları olan bir üretim örgütlenmedir (Belek, 1999:59).

Bu örgütlenmenin temel özelliği ekonomik büyümenin ulusal sınırlar içerisinde gerçekleştirilmesidir. Bu nedenle, ithal ikameci bir büyüme eğilimi seçilmiştir. İşletmelerin davranışları, maliyetleri düşürerek, rakip işletmelere karşı fiyat avantajı sağlamaya yöneliktir. Ancak talebin, göreceli olarak yüksek tutulan ücretlere bağlı olması nedeniyle, fiyata dayalı rekabet, ölçek ekonomisinin dinamiklerinin yanı sıra, sermayeye yönelik teşvikler başta olmak üzere, kamu müdahalesi ile desteklenmektedir. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde de, ürün farklılaşmasını sağlamak, katı fordist üretim ve emek süreçleri nedeniyle, daha fazla sabit sermaye yatırımı gerektirmektedir. Teknolojik gelişmeyle birlikte, özellikle gelişmiş ülkelerde, işgücü verimliliği ve katma değer payı artarken, kapasite artışına bağlı olarak yükselen sabit maliyetler de fiyatlara yansımaktadır. Üretim ve tüketimin ulusal sınırlar içinde gerçekleştiği bu dönemin sonunda, fiyatların artışı karşısında talep daralması da kaçınılmaz hale gelmiştir (Doğruel ve Doğruel, 2003:20).

Ekonomik büyüme üretim imkanlarının artışı anlamına gelmektedir. Bu durum ya üretim faktörlerinin artışı ya da üretim teknolojisinin gelişmesiyle gerçekleşir (Karluk, 1998:96).

Rekabet halinde olan işletmelerin, katma değer paylarını artırabilmek için üretimi artırma zorunlulukları üretim tüketim dengesini bozmuştur. Bu çerçevede piyasanın yetersiz kalması, kapitalizme özgü olan krizlerin nedenini oluşturmaktadır (Öztürk, 2005:20).

Gerçekten işletmelerin üretim ölçeklerinin büyüklükleri ve maliyet artışları fordist üretim biçiminin sınırlarına ulaşmasında önemli bir etkiye sahiptir. Kuşkusuz üretim ölçeği artıkça verimlik de artar, ancak bu piyasanın boyutlarıyla sınırlıdır. İşletmelerin kapasite artışları, bir noktadan sonra, maliyet artışlarına neden

olmaktadır (Doğruel ve Doğruel, 2003: 21).

Buna karşın, talep yetersizliğine ve krize giren üretim süreci istikrarlı büyümeyi engellemektedir. Ancak, 1970'li yılların ortalarında, sermaye birikim süreci için yetersiz bulunması nedeniyle, Keynesyen ekonomi politikaları yerine, yeni liberal ekonomi politikaları uygulanmaya başlanmıştır. Böylece, sermaye birikim süreci yenilenmiştir (Öztürk, 2005:18).

Fordist dönem istikrarlı büyüme, yüksek üretim - tüketim seviyesi ve giderek artan refahın kurumsallaştırdığı bir sosyal uzlaşmaya dayanmaktaydı. Ne var ki, bu düzenin yetmişli yıllardan sonra sürdürülebilirliği güçleşmiştir. Bu nedenle yeniden yapılanma girişimleri ortaya çıkmıştır. Bu girişimler, ekonomik, sosyal ve siyasal düzende dönüşümle kendini göstermektedir. Gerçekten, günümüzde toplumsal güç dengeleri yeniden oluşturulmaktadır. Ulusal hükümetler etkinliklerini kaybederken, yerini çokuluslu işletmelerin almaya başladığı bir düzen kurulmaktadır. 1980 sonrasında dünyada ve Türkiye'de sendikaların güçlerini kaybettiği göz önüne alındığında, fordist dönemde göreceli olarak sağlanmış sosyal kaynaşmanın günümüzde tehlikeye düştüğü gözlemlenmektedir. Üretim sürecinin farklı bölümlerinin fiziksel ayrışması sağlanırken, işletme içinde ya da işletmeler arasında gerçekleşebilen, sınırlar ötesinde, üretim ağları içerisinde biçimlenen bir üretim yapısı meydana gelmektedir. Dolayısıyla üretim süreçlerinin ve üretimin karşılıklı bağımlılığı ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle, uluslararası bir düzleme taşınan üretim, temel olarak çokuluslu işletmelerin içinde ve aralarında, bağlı işletmelerle, çokuluslu işletmelerin taşeronları tarafından gerçekleştirilir (Erdut, 1998:6).

### **2.2.2. Katma Değerin Bölüşümü**

Mal ve hizmet üretmek için şüphesiz emeğe ihtiyaç vardır. İstihdamın temel belirleyicisi yurtiçi mal ve hizmet talebidir. İstihdamı belirleyen diğer faktörler ise ihracat ve ithalat seviyeleridir. Bu faktörler birlikte ele alındığında; yurtiçi talebe ihracat ithalat farkı eklendiğinde GSYİH elde edilir. İstihdamın ilk belirleyicisi GSYİH'dir. Fakat üretimde kullanılan teknikler, işgücü maliyetleri ve kapasite kullanım oranları da istihdamın diğer belirleyicileridir. Rekabet, kapitalist üretimin

içinde yatan yasaları kapitalistler üzerinde güce sahip zorlayıcı dış yasalar olarak ortaya çıkarır. Yedek işgücü de nihayetinde kapitalist için bu yasalardan biridir. Ücretleri baskılamak, işçileri ve işsizleri kontrol altında tutmak için, onlar arasında yıkıcı bir rekabet yaratmak için kapitalistlerin her zaman işsize ihtiyacı vardır. Çünkü işsiz ile işçi arasındaki, işsiz ile işsiz arasındaki bu rekabet "burjuvazinin elinde proletaryaya karşı en keskin silahtır". Öyle ki, "İşçilerin kendi aralarındaki rekabetle doruk noktasına çıkan işçi üretkenliği, işbölümü, makine kullanımı ve doğa güçlerinin sanayiye uygulanması birçok işçiyi ekmeğinden yoksun bırakır". Yani, bir bakıma, işsizliğin bir bölümünü "aslında işçilerin kendi aralarındaki rekabet yaratır". Kar sermaye birikiminin temel unsurudur, bu nedenle de gelir dağılımı ile yakından ilişkilidir. Karların yaratılan katma değerdeki payının azalması, başka bir deyişle işçilerin katma değerden daha çok pay alması, sermaye birikimini kısıtlar. Bu da büyüme hızını düşürür. Ücretin düşmesi karşısında kar artar. Ancak, ücretlerin gerilemesine bağlı olarak, talebin daralması yine büyüme hızını yavaşlatacaktır. Bu durum ekonominin durgunluğa girmesine neden olacaktır (Özgüven, 1988:6).

Teknik gelişme ve gelir dağılımı arasındaki ilişki birikim rejimi üzerinde etkilidir. Ürün ve süreçlerdeki yenilik, üretimin sermaye yoğunluğu ve ölçüğe göre getiri kısmen büyüme üzerinde etkin olan kurumsal düzenlemelere, kısmen de büyüme biçimine bağlıdır. Öte yandan, son eklenen ürünle yaratılan katma değer artışının emek ile sermaye arasında dağıtılış biçimi, sermaye birikiminin dinamiklerini belirler. Bu açıdan, II. Dünya Savaşı sonrasında, ekonomik büyümenin istikrarı ve hızında sağlanan başarının unsurları önemlidir. Bu başarı refah devletinin etkinliği kadar, yeni bir sermaye emek uzlaşısına dayanan, verimlilik paylaşımının kurumsallaştırılmasından da kaynaklanmaktadır. Bu yapı fordist büyüme biçiminin temel özelliğidir. Böylece, bu rejim altında üretim yapısı ve yaşam kalitesi bakışımı olarak gelişmiştir (Boyer, 1994:25).

Günümüzde katma değer paylaşımında göz ardı edilemeyecek bir eşitsizlik dikkati çekmektedir. Bu eşitsizlik fonksiyonel gelir dağılımının ötesinde bireysel gelir dağılımında da görülmektedir. Üretim ve bölüşüm süreçlerinin yenilenmesi, ücretlerde sürekli bir düşüşe neden olurken, yoksulluk dünya çapında bir soruna

dönüşmektedir (Sapançalı, 2005:94).

Hiçbir OECD ülkesinde, vergiler ve transferler öncesinde ya da sonrasında, gelir dağılımı eşit değildir. Gelir eşitsizliği ülkeden ülkeye değişmektedir. Ancak, OECD ülkelerinin büyük çoğunluğunda gelir eşitsizliği 20 -30 yıldır artmaktadır (OECD, 2006:135).

Gerçekten yerli ya da yabancı büyük zirai ve sanayi işletmelerinin yeniden düzenlenen üretim ilişkilerinde belirleyici rol oynaması, küçük çiftçi ve üreticilerin piyasadan çekilmesine neden olmaktadır. Öte yandan, Dünya Bankasının (DB) da etkisiyle, üçüncü dünya ülkelerinin ürün ve sektörel bileşenlerinin değiştirilmesi, döviz kazancından çok büyük ihracatçıların küçük üreticilerin kaynaklarını kullanmalarına neden olmaktadır. Çokuluslu işletmeler bilgi rantı ve piyasa güçleri sayesinde gelişmekte olan ülkelerin üreticilerinden daha fazla katma değer elde edebilmektedirler (Durmuş, 2003:93). Öyleyse, katma değer bölüşümü üretim faktörleri arasındaki gelir dağılımı ilişkilerinin de ötesine gitmektedir. Bir küresel katma değer zincirini kuran ve kontrol eden çokuluslu işletme, rekabetin ve süreç üzerindeki egemenliğine dayalı olarak, ayrıştırılan üretim süreçlerinin fiyatını belirleme gücüyle yerel taşeronlarının katma değerden alacakları payı tek yanlı olarak kendi yararına belirleyebilmektedir. Böylece, taşeron işletmede ücretler üzerinde de etkili olarak katma değer bölüşümünde rol oynamaktadır (Erdut, 2006:11).

### **2.2.3. Talep Oluşumu**

Ekonomik büyümenin sağlanmasındaki önemli unsurlardan biri de talepteki değişikliklerdir. Talepteki değişiklikler ekonomik büyümenin dalgalanmasına neden olabilmektedir (Colander, 2004:138).

Ekonomik büyümenin istikrarının sağlanabilmesi için çıktı artışını karşılayacak bir talep gerekmektedir. Bununla birlikte, bu süreçte verimlilik artışlarının paylaşımı da önem kazanmaktadır. Özellikle ücretlilerin nüfus içindeki miktarı göz önünde tutulduğunda, emeğin üretimden aldığı pay efektif talebin gerçekleşmesi ve istikrar için önem kazanmaktadır. Verimlilik artışları, sadece ücret

artışı için değil, aynı zamanda işgücü fazlasının emilmesi için de önem taşımaktadır. Ancak, sermaye birikiminin işgücü piyasası üzerindeki etkisi ekonomik büyümenin verimlilik ve istihdam artışına katkısını belirlemektedir. Bu açıdan verimlilik artışının kendiliğinden işgücü istemini artırması beklenemez. Nitekim yüksek verimlilik artışları karşısında talep yetersizse, ekonomik büyümenin istihdam üzerindeki etkisi de kısıtlı kalmaktadır. Ayrıca, verimliliği artırmanın yollarından biri olan emek yerine sermayenin konulmasının da sınırları vardır. Çünkü efektif talep yatırımların ön koşuludur ve talebi destekleyecek istihdamın artırılmasına bağlıdır (Akyüz, 2006:7).

Bu nedenle herhangi bir ekonomide iç ya da dış kaynaklı tüketim ve yatırım ilişkileri bakımından önem taşıyan unsurlar arasında talep oluşumunda etkin olan mekanizma, verimlilikten sağlanan katma değer artışının bölüşümüdür. Fiyat mekanizmasının ötesinde üretim faktörleri ve devlet arasındaki bölüşüm ilişkilerinin karşılıklı bağımlılığı talebin oluşumunda, önem kazanmaktadır. Toplu pazarlık, faiz oranlar ve para rejimi gibi birçok unsur fiyat oluşumunda etkili olmaktadır. Bununla birlikte, nispi fiyatlar da uzun dönemli büyümeyi etkileyen bireylerin tüketim eğilimlerini biçimlendirir (Boyer, 2005:90).

Sermaye birikiminin hızı ve miktarı, istihdam düzeyi ile ücretler üzerindeki etkisi nedeniyle, tüketim seviyesini belirlemektedir (Öztürk, 2005:25). Bu açıdan, fordist sistemin sermaye birikimi, 1970’li yılların ortalarında iç talep daralması, talep bileşenindeki değişiklikler ve işletmelerin finansman sorunlarıyla kısıtlanmıştır. Böylece sermaye birikim süreci kendini yenilerken, ekonomik faaliyetleri, ihracata dayalı büyüme yolunun tercih edilmesiyle, ulusal sınırların ötesine taşımıştır. Ancak bu süreç hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde ücretleri ve dolayısıyla tüketimi etkilemiştir. İthal ikameci büyüme modelinde, ücretler yurt içi talep için önemli bir rol oynarken, ihracata dayalı büyümede, bir üretim maliyeti olarak algılanmaktadır Ulusal işgücü piyasalarının birbirleriyle rekabete girmesi, ücretler üzerinde bir baskı oluşturmaktadır. Ücretlerin artırılması yönündeki istek karşısında, çokuluslu işletmeler, maliyetlerin daha düşük olduğu işgücü piyasalarına yönelmekte, üretim süreci taleplerini buradaki taşeronlarına kaydırmaktadır. Dışa

açık ekonomilerde, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, üretim çokuluslu işletmelerin talebine bağlıdır. Bu nedenle, ücretler düşmektedir (Yalınpala, 2002:264).

1990'lı yıllarda Kıta Avrupa'sında, dönemsel olarak, işgücü maliyetleri ya sabit kalmış ya da düşmüştür. Bu da, artan işgücü verimliliği dikkate alındığında, ücretler ile verimlilik arasındaki bağıntıyı göstermektedir (Akyüz, 2006:28).

#### **2.2.4. Tasarruf Oranı**

Tasarruf gelirin tüketilmeyen kısmıdır. Diğer bir deyişle tasarruf gelirin bir fonksiyonudur, (bir noktadan sonra) gelir artıkça tasarruflar da artar. Tasarrufların artışı yatırım ve tüketim kararları üzerinde etkilidir. Tasarruf artışlarının tüketimi kısması halinde, azalan kar beklentisi yatırımları engellemektedir. Ancak, tasarruflar sermaye birikiminin temel kaynaklarından birini oluşturmaktadır. Gerçekten, tasarrufların azalması ya da yetersiz kalması yatırım hacminin de daralmasına neden olmakta ve sermaye birikim sürecini yavaşlatmaktadır. Öyleyse tasarrufların ekonomik büyümeyi sağlayabilmesi için verimli yatırımlara dönüştürülmesi gerekmektedir. Kapitalist ekonomik sistemde özel sektörün tam rekabet piyasasında, sermayeyi en verimli şekilde kullanması ve maliyetleri düşürmesi ile bu dönüşüm sürecini sağlayacağı varsayılmaktadır (Özgüven, 1988:11).

Ancak tasarrufların yetersiz kalması, ekonomik büyümenin sürdürülmesini kısıtlamaktadır (Şenses, 2003:109). Öte yandan, kalkınmayı teşvik edecek politikaların uygulanması, gelir düzeyinin artışı için önemli bir araçtır. Bu araç, tasarrufların artırılmasında dolaylı ama etkili bir rol oynar. Öyleyse, tasarruf artışlarının üretken yerel yatırımlara dönüştürülmesi tasarruf döngüsünü ve sermaye birikimini sağlayacak ve büyümeyi hızlandıracaktır (Loayza,Schimidt-Hebbel,2000:174).

Klasik ve yeni klasik modellerde girişimciler edilgen bir rol oynamaktadır. Ekonomik modellerde girişimcilerin görevi tasarruf kararlarını yatırımlara dönüştürerek, geliri en çok kılabilen üretim tekniklerini seçmektir. Keynes, gelir ve faiz oranlarının yatırım kararları üzerindeki etkisini dikkate alarak, tasarrufları sistemin pasif bir bileşeni olarak tanımlamaktadır. Tüketim fonksiyonları açısından

bakıldığında, ekonomik büyüme ve tasarruflar arasındaki ilişkiyi açıklayan iki hipotez bulunmaktadır. Keynezyen mutlak gelir hipotezine göre, tasarruf oranı gelir artışıyla birlikte artmaktadır (Yentürk, 2003:465).

Keynezyen yaklaşımda, emeğin yatırımların finansmanı için tasarruf etme işlevini üstlendiğini söylemek doğru olmayacaktır. Gerçekten keynezyen ekonomi politikalarının egemen olduğu fordist döneme baktığımızda, bu sonuç ortaya çıkmaktadır. Fordist dönemde, içe dönük büyüme iç pazarı genişletmeye yöneliktir. Bu nedenle talep istikrarını sağlamak için (özellikle ücretlilerin) tüketim eğiliminin yüksek, dolayısıyla tasarruf eğiliminin düşük kalması şaşırtıcı değildir. Bu dönemde ücretlilerin tasarruf eğiliminin düşük kalmasının yanı sıra sermayenin uluslararası dolaşımının da kısıtlı olduğu bilinmektedir. Öyleyse mali piyasalar sığ ve büyüme üzerindeki etkisi zayıftır. Dolayısıyla finansman talebi işletmenin kendi kaynaklarıyla, yani katma değerden aldığı payla karşılanmaktaydı (Doğruel ve Doğruel, 2003:18).

### **2.2.5. Üretim Faktörlerinin Niceliksel ve Niteliksel Değişimi**

Uzun dönemli ekonomik büyüme ile yatırımların GSYİH'ya oranı arasında güçlü bir ilişki vardır. Bu nedenle, yatırım oranları arasındaki farklılık, ülkeler arasındaki büyüme farklılıklarını açıklamada temel etmenlerden biri olarak göz önünde bulundurulur (Boyer, 1994:76).

Dengeli büyüme, üretim kapasitesinin tamamen kullanılmasına ve arz-talep istikrarına bağlı olarak gelişmektedir. Yatırımlar ise, üretim kapasitesini geliştirirken yanı sıra, gelir artışları sağlayarak da ekonomik büyümeyi hızlandırır. Yatırım mevcut sermaye stokuna yapılan katkıdır. Üstelik alt yapı yatırımları söz konusu olduğunda, bu katkı birkaç misli daha fazla gelir yaratır. Çarpan etkisi olarak bilenen bu etki, önceki dönemlere göre daha fazla üretim gücü sağlamaktadır. Makro ekonomik dengelerin sağlanabilmesi için, her dönemde yapılan yatırımların bir önceki dönemde yapılan yatırımları aşması gerekmektedir (Özgül, 1988:94).

Konu işletme düzeyinde ele alındığında, gelire bir işletmenin büyümesi arasında bir denge bulunmaktadır. Kar maksimizasyonu seviyesinin altında bir denge

oluşursa, işletme yönetiminin önceliği gelir olacaktır. Bu şekilde büyümenin ikinci plana düşmesi yatırım harcamalarını düşürecektir (Stockhammer, 2004:22).

Ekonomik kalkınmanın başlangıcında, tarım sektöründen elde edilen gelir yatırımların temel kaynağını oluşturmaktadır. Sanayileşme ile birlikte özel sermaye birikimi işletmenin elde ettiği gelirle finanse edilmektedir. Bu nedenle, gelir ile yatırımlar arasındaki devinimsel ilişki önem kazanmıştır. Böylece gelir, yatırımları finanse etmenin ötesinde, yatırımların sonuçlar için güdüleyicidir (Akyüz, 2006:21).

Öte yandan, günümüzde yatırımların verimliliği daha da önem kazanmıştır. Çünkü yatırımlar, sermaye birikim oranının azalması nedeniyle, daha öncekinden daha yüksek kar oranı sağlamalıdır. Bu nedenle büyük işletmelerin mali piyasalara girişleri kolaylaşmış ve vergi sistemi tarafından desteklenmiştir. Öte yandan işgücü piyasasının esnekleşmesi ve eğretilmesi karşısında, hanehalkı tüketimi daha belirsiz ve istikrarsızdır. Bu nedenle kredileri geri ödemeleri için, işletmelerin hem genel şartlar ve hem de mali durumları daha da hassaslaşmıştır. Kredilere daha kolay ulaşılabilen ve mali piyasalarda daha çok işlem yapılabilmektedir. Ancak, mali piyasalardaki spekülatif işlemler üretken piyasalar giderek daha çok etkilemektedir (Boyer, 2005:121).

Mali piyasaların getirisinin artması, gerçek yatırımlar engellemektedir. Spekülatif sermaye hareketlerinin artması ile de gelişmekte olan ülkelerin mali piyasalarında yüksek getiriler için fırsatlar çoğalmaktadır. Ancak, bu yapı gelişmekte olan ülkelerin borç ödeyemezlik oranlarını artırmakta ve borç çevrimini krize sokmaktadır (Yentürk, 2003:479).

Günümüzde, gelişmiş ülkelerde işletme gelirlerinin yatırıma dönüşmesinde bir azalma görülmektedir. Sermaye gelirlerinin artmasına rağmen, yatırımların sermaye gelirin oranında bir gerileme dikkati çekmektedir. Bu eğilim 1980-2000 yılları arasındaki devrevi hareketlerle bakışımı olarak ortaya çıkmıştır. Ancak, her iyileşme döneminde bir önceki dönemin yatırım - sermaye geliri oranına ulaşamamıştır. Gerçekten karlar daha az yatırımı finanse ederken, yatırımlar daha yüksek kar oranları yaratmaktadır (Akyüz, 2006:22).

### **2.3. EKONOMİK BÜYÜME TEORİLERİ**

Bir ekonomide elde edilen toplam gelir, o ülkede yaşayan insanların toplam olarak ortaya çıkarttıkları bir değerdir. Söz konusu değerdeki artışı ifade eden iktisadi büyüme, ayrıca bir ülke ekonomisi tarafından üretilen mal ve hizmet değerlerinde bir yıl içerisinde meydana gelen değişim olarak da tanımlanabilir. Bu nedenle büyümenin ölçülmesi sırasında, bir ülkenin mal ve hizmet toplamını veren gayri safi milli hasıla (GSMH) ve gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH)'deki yüzde değişimler kullanılmaktadır. İktisadi büyüme temelde iki şekilde anlaşılmaktadır (Türkiye İktisat Kongresi Büyüme Stratejileri Çalışma Grubu, 2003: 4);

- Bir ekonominin eksik istihdam durumundan çıkışı sonucu, meydana gelen üretim artışı kaynaklı kısa dönemli iş çevrimlerine dayalı iktisadi büyüme,
- Tam istihdam veriyken, ekonomik yapıya yeni faktör girdilerinin ilave edilmesi ve/veya teknolojinin gelişmesi sonucunda ortaya çıkan orta ve uzun dönemli büyüme.

Bu büyüme çeşitlerinin her ikisi de önemli olup, edinilen hedefe göre biri diğerinden üstün gelmektedir. Büyüme kuramları ise ayrıntılı olarak incelenirken klasik büyüme teorileri ile başlanmış, Keynes'in görüşleri, dışsal büyüme teorileri ve içsel büyüme teorileri ile devam edilmiştir (Kargül, 1983: 142).

#### **2.3.1. Klasik Büyüme Teorileri**

Sanayileşmenin başladığı 18.y.y'dan itibaren iktisadi büyüme konusu tartışılmaya başlanmıştır. Büyümenin itici gücü olarak teknolojik değişme ve sermaye birikimi kabul edilmiştir. Klasik büyüme teorisi taraftarları, daha sonra tekrar neo-klasiklerce ele alınan, tasarruftan büyümeye uzanan ilişki zincirini tanımlamışlardır. Buna göre, yüksek tasarruf yatırımları teşvik ederken, yatırımlar da büyümeyi hızlandırmaktadır. Klasik yaklaşım tasarruf yatırım eşitliğine önem vermiş, tasarrufların azalması halinde yatırımların ve bunu takiben büyüme hızının düşeceği sonucuna varmışlardır (Üstünel, 1983: 218).

Klasik iktisatçıların görüşleri genel olarak karamsardır. Onlara göre, büyüme

ile birlikte artan gelirler nüfusun hızlanmasına, bu ise yeniden gelirin düşmesine neden olacaktır. Bu kısır döngü nedeniyle insanlar asgari yaşam standartlarının üzerine çıkamayacaklardır. Klasik büyüme yaklaşımının baş teorisyenleri Adam Smith, David Ricardo ve Thomas Malthus'dur (Kibritçioğlu, 1998: 207).

Adam Smith tarafından ortaya atılan iktisadi büyüme kavramına göre; üretken sermayenin kendisi büyümenin öncüsüdür ve gelişen ve artan sermaye “*Ulusların Zenginliği*” ile ilgili kapasitenin oluşmasını sağlamaktadır. Ticaretin yararına inanan, “*Karşılaştırmalı Üstünlükler*” teorisinin mimarı David Ricardo'ya göre ise, yurt dışından bir mal daha ucuza ithal edildiğinde bu kârlı bir iştir ve bu nedenle serbest ticaret, büyümenin temel unsurlarından biridir. Thomas Malthus ise, nüfus teorisi olarak da bilinen yaklaşımında, nüfusun geometrik olarak artmasına karşın, tarımsal ürünlerin aritmetik olarak artacağını ve sonuçta bunun da açlığa yol açacağını belirtmiştir (Yavilioğlu, 2002: 65-66).

### **2.3.2. Keynes'in Büyüme İle İlgili Görüşleri**

Keynes büyüme ile ilgili bir model oluşturmamış, bu konu üzerine görüşlerini bildirmiştir. Keynes'in iktisadi analizi; işsizlik, durgunluk ve enflasyona neden olan toplam yurt içi üretimin satın alma miktarındaki dalgalanmalar üzerinde yoğunlaşmaktadır (Yumuşak ve Tuna, 2004: 48).

Keynes'e göre büyüme ile yatırım harcamaları arasında bağlantı bulunmaktadır. Ancak yatırım harcamalarını hızlandıran ekonomiyi durgunluk durumundan çıkaran toplam talep artışıdır. Özel bir durum olan ekonominin tam istihdam seviyesine gelmesi ise gerekli büyüme hızının yakalanması ile mümkün olacaktır. Keynes için büyüme ekonomiyi tam istihdama götürecektir bir araç niteliğindedir. Diğer bir deyişle büyüme hızı tam istihdam seviyesinin yakalanması bakımından önem kazanmaktadır (Baş, 2001: 50).

### **2.3.3. Modern Büyüme Teorileri**

Ekonomik büyüme Teorileri, dışsal ekonomik büyüme teorileri ve içsel ekonomik büyüme teorileri olarak iki temel gruba ayrılmaktadır. Neoklasik modelde

teknolojik gelişmenin, üretimdeki artışın sadece üretim faktörleri tarafından açıklanamayan payı ile ölçüldüğü varsayılmaktadır. Bu bağlamda teknolojik gelişme dışsal bir etken olarak kabul edilmektedir. Bu durumun nedeni GSYH üzerinde önemli etkisi olmasına rağmen teknolojik gelişmenin ekonomik faktörlerden etkilenmediğinin varsayılmasıdır. Yapılan çalışmalar ise teknolojik gelişmenin ekonomideki fiyat, kar gibi ekonomik sinyallere bir tepki sonucunda ortaya çıktığına yöneliktir. Diğer bir ifadeyle, teknolojik gelişme ekonomik sistem açısından içsel bir süreçtir (Seyidoğlu,2006:844-845). Modern büyüme teorileri ikiye ayrılmaktadır. Bunlar;

### **2.3.3.1. Dışsal Büyüme Teorileri**

20. yüzyıl başlarına kadar büyüme konusuna olan ilgi azalmış, 1936 yılında Roy Forbes Harrod'ın *An Essay in Dynamic Theory* (Dinamik Teori Üzerine Bir Deneme) adlı makalesi ile birlikte tekrar önem kazanmıştır. Harrod, post-Keynesyen görüşlerin temelini atmış ve geliştirdiği model ile iktisadi büyüme teorisine önemli katkıda bulunmuştur. Harrod, uzun dönem istikrarlı büyüme şartlarını açıklayan dinamik bir model geliştirmiştir. Evsey Domar'ın da benzer çalışmasının bulunması nedeniyle yaklaşım, Harrod-Domar modeli olarak bilinmektedir. Yatırımların tamamen uyarılmış olduğu varsayıldığından, Keynesyen yaklaşımdaki otonom yatırımlar, modelde yer almamaktadır. Harrod-Domar yaklaşımında hedeflenen büyüme hızına ulaşmada, maliye politikaları aracılığı ile devlet müdahalesinin gerekliliğine inanılmaktadır. Modelin esas olarak cevaplamaya çalıştığı soru, ekonomik büyüme sürecinde yatırım-tasarruf dengesinin nasıl sağlanacak olduğudur. Bunun için, ulaşılmak istenen ve ülkenin olanakları açısından makul olan bir büyüme hızının seçiminden sonra, yaklaşık olarak hesaplanan ve modelin özünü oluşturan sermaye-hasıla katsayısı yardımıyla gerekli yatırım ve tasarruf hedefleri saptanmalı ve toplam yatırım ve tasarrufları bu hedeflere ulaştıracağı umulan ekonomik politikalar belirlenmelidir. Böylece Harrod-Domar yaklaşımı Türkiye'de de beş yıllık kalkınma planlarında kullanılan, yol gösterici bir model olmuştur (DPT, 2003).

Harrod-Domar'ın ardından büyüme üzerine asıl artan ilgi İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra gerçekleşmiştir. Bunun başlıca nedenleri şunlardır

([http://www.ekodialog.com/konular/harrod\\_domar\\_modeli.html](http://www.ekodialog.com/konular/harrod_domar_modeli.html));

- İkinci Dünya Savaşından sonra yıkıma uğrayan ülkeler hızla kalkınarak, diğer kalkınmış ülkeleri yakalamak istemişlerdir.
- Sosyalist sistemi benimsemiş olan ülkeler, refah seviyelerini kapitalist ülkelerin seviyelerine çıkarmayı hedeflemişlerdir.
- Bağımsızlıklarını kazanmış eski sömürge devletleri, ekonomilerini güçlendirmek konusunda büyük önem vermişlerdir.

1950 ve 1973 yılları arasında dünya ekonomileri genelinde gelir ve büyüme artışı oranlarında benzeri görülmemiş bir hızlanma yaşanmış ve bu dönem daha sonradan *refahın altın çağı* olarak adlandırılmıştır. Bu canlanma sırasında Swan ve Solow, üretim sürecindeki emek ve sermayenin birbirini ikame edebilecekleri varsayımından hareketle Neo-klasik olarak nitelenen büyüme modelleri geliştirmişlerdir. Yaklaşımlarında genel olarak teknoloji ve nüfustaki gelişimi dışsal olarak kabul edildiğinden, modelleri *dışsal büyüme teorisi* olarak kabul edilmektedir. Ayrıca tam rekabet ve istihdam koşullarının geçerliliği, üretim faktörlerine marjinal verimlilikleri doğrultusunda ödeme yapılması ve değişken sermaye çıktı oranının kabul edilmesi, dışsal büyüme teorilerinin neo-klasik olarak değerlendirilmesine neden olmuştur (Demir, 2004: 49).

Neo-klasik büyüme modellerinde, ülkeler arasındaki büyüme farklılığı sorunu, durağan durum yaklaşımı ile açıklanmaya çalışılmıştır. Durağan durum, teknolojik gelişmenin olmadığı varsayımı altında, kişi başına gelirin ve sermaye yoğunluğunun sabit olduğu bir durumu ifade etmektedir. Nüfus sabit bir oranda artarken, kişi başına gelir ve sermayenin sabit olması için, her ikisinin de nüfus artış oranı kadar artması gerekmektedir. Durağan durum analizi yapılırken *geçiş süreci dinamiği ilkesi* geliştirilmiş ve bu yaklaşım büyüme kuramlarına önemli katkıda bulunmuştur. Geçiş süreci dinamiği ilkesi şu şekilde özetlenebilir: Her ülkenin kendine ait bir durağan durum değeri vardır ve mevcut sermaye birikimi bu değer ne kadar altındaysa, o ülke o kadar hızlı büyüyecek, tam tersi kendi durağan durum değerinin ne kadar üzerinde sermayeye sahipse, o derece daha yavaş büyüyecektir.

Neo-klasik modellerinden üç önemli sonuç ortaya çıkarılmaktadır (Güran ve Cingi, 2002: 61);

- Daha fazla sermaye insanları daha üretken yapacağından, işgücüne nispetle sermayede yapılan artış iktisadi büyümeyi teşvik edecektir,
- Sermayenin ve işgücünün marjinal verimliliği pozitiftir. Böylece yeterli sermaye düzeyine sahip kalkınmış ülkelere kıyasla, daha az kişi başına sermayeye sahip gelişmekte olan ülkeler daha hızlı büyümektedir. Çünkü sermayeye yapılan her yatırım, yeterli sermayeye sahip ülkelere göre daha yüksek getiri sağlanmasına neden olmaktadır.
- Sermaye ve işgücü azalan verimliliğe tabidir. Ekonomiler eninde sonunda, sermayede hiçbir artışın olmadığı, durağan durum ile karşılaşacaklardır.

Ülkelerin ulaştıkları farklı büyüme modellerine bakıldığında, çeşitli ülkelerin büyüme oranlarının birbirine yaklaşacağı tezini savunan neo-klasik yaklaşımın haklı çıkmadığı görülmektedir. Çeşitli yılları kapsayan analizlerde, GSMH'sı düşük olan ülkelerde anlamlı bir büyüme oranının bulunmadığı, GSMH'sı yüksek olan ülkelerde ise büyüme hızlarında önemli azalmaların yaşandığı durumlara rastlanmıştır. Sonuçta iktisadi büyüme oranları sabit değildir ve her ülkenin farklı zamanlarda farklı büyüme oranlarına sahip olabileceği ortaya çıkmıştır. Neo-klasik büyüme teorileri içerisinde en önemli model Robert Solow'a ait olanıdır. Yapılan eleştirilere ve eksik yönlerine rağmen model, iktisadi büyüme hızları arasındaki farkların anlaşılmasına önemli katkıda bulunmuştur. Modelde kullanılan varsayımlar şunlardır (Parasız, 2003: 189):

- İşçiler ve tüketiciler gelirlerinin bir kısmını tasarrufa ayırmaktadır,
- Sermaye ve işgücü azalan verimler kanununa tabiidir,
- Denge durumunda tasarruflar yatırımlara eşitlenir,
- Yatırım harcamalarının tamamı sermaye birikimine yönelmektedir.

### 2.3.3.2 İçsel Büyüme Teorileri

1973-1992 yılları arasında hemen hemen tüm ekonomilerde, bazı Asya ülkeleri dışında, gelirler ve büyüme hızında keskin düşüşler yaşanmış ve bu yıllar ise küresel ekonomik aktivitelerde birçok dalgalanmaların yaşandığı bir zaman dilimi olarak kabul edilmiştir. Böylece mevcut büyüme modellerinin yeniden ele alınma gereği ortaya çıkmıştır. Dışsal büyüme teorilerinde teknolojinin dışsal olarak kabul edilmesi eleştirilerin başlıca konusu olmuş ve oluşan tepkiler sonucu 80'li yıllarda teknolojik gelişimleri modelin içerisine alan “*içsel büyüme modelleri*” geliştirilmiştir. İçsel büyüme teorisinin en önemli temsilcileri P. Romer, R.Lucas, R.Barro, J.Greenwood ve B.Jovanovic'dir. Genel olarak içsel büyüme teorisinde iktisadi büyümenin kaynağı olarak; bilgi birikimi, kamusal alt yapı harcamaları, beşeri sermaye ve Araştırma-Geliştirme (AR-GE) harcamaları gösterilmiştir (Atamtürk, 2004: 104).

İçsel büyüme yaklaşımlarında emeğin etkinliğine önem verilmiştir. Buradan yola çıkarak emeğin etkinliğini arttıran unsurlar incelendiğinde, bilgi en önemli faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. İçsel büyüme modellerini, dışsal büyüme modellerinden ayıran en önemli özellik; üretimde artan verimliliğin kabul edilmesidir. Nitekim eğitim ile kazanılmış bilgiler beşeri sermayeye beceri kazandırır, böylece üretimde verimlilik giderek artmaktadır. Buna göre eğitime yapılan yatırım oldukça önemlidir ve eğitim seviyesi ile şekillenen beşeri sermaye, büyümeyi belirleyen en önemli faktör haline gelmektedir (Özer, 2006: 26).

Artan verimler sayesinde sermaye stoku yükseldikçe, gelirlerin düşmemesi nedeniyle yatırımlar devam etmekte ve sürdürülebilir büyüme artışı mümkün hale gelmektedir. İçsel büyüme teorilerinin diğer bir farkı, sermayenin yalnızca fiziksel sermaye ile sınırlandırılmaması, beşeri sermayenin ve bilgi, teknoloji gibi elle tutulamayan unsurların da sermayenin tanımına girmesidir. Yeni büyüme teorilerinde finansal piyasalara da özel önem verilmiştir. Finansal kuruluşların aşağıda sayılan üç yolla iktisadi büyümeye katkıda bulunacağını belirtmişlerdir. Bunlar şu şekilde sıralanabilir (Esen, 1998: 26):

- Girişimcilerin kullanabileceği toplam finansal sermaye miktarını arttırarak,
- Yatırımların kalitesinin artışına yardımcı olarak,
- Kaynakların ve fon kullanıcıları arasındaki aracılık maliyetlerini düşürüp etkinliğini arttırarak finansal piyasalar büyüme katkıda bulunmaktadır.

## **2.4. EKONOMİ POLİTİKALARININ BÜYÜMEYE ETKİSİ**

Türkiye ekonomisinin dünya mal piyasalarıyla eklenmesi 1980 dönüşümü ile başlatılmış, 1989'da da ulusal mali piyasaların serbestleştirilmesi ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kambiyo kontrollerinin kaldırılmasıyla tamamlanmıştır. Türkiye, 1990'lı yıllarda tamamıyla dışa açık bir makro-ekonomik uyum süreci yaşamış ve ulusal ekonominin birikim ve büyüme ilişkileri de bu sürece uygun olarak yeniden biçimlenmiştir. Türkiye somut olarak 1989 yılında aldığı meşhur 32 Sayılı Karar ile kambiyo rejimini tamamen serbestleştirmiş ve ödemeler dengesinin sermaye hareketleri kalemlerini doğrudan doğruya uluslararası finans sermayesinin spekülatif hareketlerine açmıştır. Ekonomi politikalarının büyüme etkisi olan etkisi incelenecektir (<http://www.stradigma.com>).

### **2.4.1. Ekonomi Politikalarının Serbestleştirilmesi**

Ekonomik büyüme ve kalkınmayı sağlayacak düzenleme biçimleri çeşitli olduğu gibi, benimsenen düzenleme politikaları da zaman içinde değişmektedir.

Piyasa mekanizmasının işleyişindeki aksaklıklar nedeniyle, 1960-1980 yılları arasında, kamunun ekonomiye doğrudan müdahalesi benimsendi. İthal ikamesine dayalı bir sanayileşme politikası yürütülürken, sanayi ve tarım sektörlerinde kamu yatırımları yapıldı ve kamu işletmeleri sayıca çoğaldı. Ancak, 1980 sonrasında yapısal uyum programları ve bileşenlerinden kuralsızlaştırmayla, gelişmekte olan ülkelerde piyasa yönlü düzenleme biçimi yaygınlaşmaktadır (<http://www.isletmeportali.com/konular>).

Piyasa ekonomilerinde makro ekonomi rejimleri, talep yönlü ve arz yönlü olmak üzere ikiye ayrılır. İkinde, tam istihdam dengesi için talep yönetimi önem

kazanırken, ikincisinde mal ve hizmet arzı ön plana çıkarılmaktadır. Savaş sonrası dönemde makro ekonomi politikalarının hedefi, sürdürülebilir dışsal dengelerle birlikte tam istihdamı ve büyümeyi sağlamaktır. Böylece, Altın Çağ boyunca yüksek büyüme oranları sağlanmıştır. Ancak, 1970’li yılların ikinci yarısında yaşanan petrol krizleri büyümeyi duraksattı. Sonuçta, talep yönlü büyüme rejimi yerine, enflasyon hedeflemesinin baskın olduğu arz yönlü liberal ekonomi politikaları dünya çapında yaygınlaşmaktadır (Darıcı, 2006).

Geçmiş dönemde, içe dönük büyüme modeli, dış şoklardan daha az etkilenmeyi ve talep yönlü büyümenin gereği olarak da daha eşitlikçi bir gelir dağılımı sağlamaktaydı. 1980 sonrasında uygulanan politikalar ise, karşılaştırmalı üstünlüklere göre ticaretin serbestleştirilmesini gerektirmektedir. Böylece, büyümenin hızlandırılması, üretim sürecindeki temel bileşenlerin ithalatını sağlayacak ihracat gelirlerine bağlı kılınmıştır. Ayrıca, mali serbestlikle, yüksek getiri elde etmeyi amaçlayan, yabancı sermayenin çekilmesi hedeflenmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların (DYY) artışıyla teknoloji ve örgütsel becerilerin yanı sıra, yerel tasarrufların üstünde yatırım imkanlarının sağlanacağı varsayılmaktadır (Akyüz, 2003:497).

Ekonomi politikalarının liberalleşmesinin beklenen etkileri yaratmamasının temel nedeni, yeni liberal teorinin varsayımlarının gerçek yaşamla uyumlu olmamasıdır. Tam bilgi, eksiksiz işleyen sermaye piyasası ve tam rekabet varsayımları gerçek yaşamda ekonomik işleyiş için geçerli değildir. Dolayısıyla, yeni liberal ideoloji bağlamında, uluslararası ticaretin serbestleştirilmesi, mübadelenin üretimden önce gelmesine, sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi ise, mali yatırımların fiziki yatırımlardan daha yüksek getiri sağlamasına neden olmuştur (Erdut, 2004:13).

Öyleyse, ekonomi politikalarının liberalleşmesi nesnel gereksinimlerden kaynaklanmamakta, aksine çokuluslu işletmeler, uluslararası finans kuruluşları, kurumsal yatırımcılar, gelişmiş ülkelerdeki emeklilik fonları ve az sayıda büyük yatırımcının oluşturduğu yatırım şirketlerinin öznel çıkarlarına uygun bir işleyiştir. Böylece, oluşan uluslararası işbölümü içerisinde katma değer yaratılması ve

paylaşımı söz konusu olmuştur (Yeldan, 2003:430-431).

Bu çerçevede, günümüzde toplumsal yapıyı ve tüm alt sistemlerini etkileyen Washington Uzlaşması eleştirilmektedir. 1980'lerin sonunda, borç krizlerinin çözülmesi için hazırlanan Brady Planına dayanan Washington Uzlaşması, UPF, DB, Amerikan Hazinesi ve Merkez Bankası tarafından oluşturulmuştur. Gelişmekte olan ülkelere ekonomik ve politik reform önerilerinde bulunmaktadır. Mali disiplin, faiz hadlerinin düşürülmesi ve piyasaya bırakılması, rekabetçi bir döviz kurunun oluşturulması, ticaretin ve DYY'ların önündeki engellerin kaldırılması, özelleştirme, kuralsızlaştırma ve mülkiyet haklarının güvenceye alınması gibi unsurları içermektedir. Ayrıca, vergi reformlarının üst limitlerinin düşürülmesiyle vergi tabanının genişletilmesi istenmektedir. Kamu harcamalarının, daha yüksek ekonomik getiri sağlayan ve gelir dağılımını iyileştiren temel sağlık, eğitim ve altyapı gibi alanlara yöneltilmesi amaçlanmaktadır (Doğruel ve Doğruel, 2003:24).

#### **2.4.2. Yapısal Uyum**

1970'li yıllarda yaşanan krizlerin Keynesyen ekonomi politikalarından kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Bu bağlamda, sosyal harcamaların yüksekliği, işçi sınıfının Altın Çağ boyunca elde ettiği kazanımlar ve ithal ikamesine dayalı sanayileşme modeli krizlerin nedeni olarak gösterilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, 1970'lerin sonunda liberal ekonomi politikalarına geçerken, gelişmekte olan ülkelere uygulanan yapısal uyum programları da küresel ekonomi ile bütünleşmiş, serbest piyasa ekonomisinin kurulmasında etkin rol oynamıştır (Temiz, 2004:77).

1980'lerin başından 1990'ların sonunu kadar, UPF ve DB tüm gelişmekte olan ülkelerde, makroekonomi politikalarının oluşturulmasında ve uygulanmasında etkin rol oynamıştır (ILO, 2004:4). Gelişmekte olan ülkeler, makroekonomik göstergelerinde ve büyüme oranlarındaki yetersizlikleri, bu kurumların verdiği, yapısal uyum kredileriyle düzeltmek zorunda kalmıştır. Bu krediler, belirli ekonomik ve sosyal koşulların sağlanması veya bu koşulların sağlanacağına garanti edilmesi karşılığında verilmiştir. Ancak, uygulamada, bu kredilere ihtiyacı olmayan ya da daha önce aldığı kredilere rağmen istenilen koşulları sağlayamayan ülkelere de

defalarca kredi verilmiştir. Böylece, gelişmekte olan ülkelerin UPF ve DB borçları artmıştır. Kriz ortamından çıkaracak mali destek ve küresel ekonomiyle eklemlenme isteği, gelişmekte olan ülkeleri yapısal uyum politikalarını sürdürmeye itmiştir. Gerçekten, yapısal uyum programları, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin dünya ekonomisiyle eklemlenmesinden, bir başka deyişle küresel kapitalizmle bütünleşmesinden başka bir şey değildir (Ercan, 2005:375).

Bu bağlamda, yapısal uyum politikalarının önem kazanmasının temel nedeni, uluslararası işbölümünün değişen yapısında yer edinip, rekabet edebilmektir. Öte yandan, ekonomilerin birbirine eklemlenmesi, ulusal düzeyde belirlenen ekonomi politikalarının yerel ekonomiler üzerindeki etkisini azaltmaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler yapısal uyum politikalarını uygulamak zorunda kalmaktadır (Erdut, 1998:30).

Yapısal uyum politikaları mali piyasaların denetimsiz bir şekilde serbestleştirilmesine ve döviz kurunun baskılanmasına neden olmaktadır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret dengesini bozduğu gibi, dışa bağımlılığı da artırmaktadır. Öte yandan, dışa bağımlılık yerel makroekonomi ve mali politikalarının dış etkiler tarafından belirlenmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla, küresel sermayenin belirleyiciliği, mali piyasalardan gerçek ekonomik faaliyetlerden sağlanan gelirden daha fazla gelir elde etmesine imkan tanımaktadır. Bu açıdan, küresel sermayenin mali piyasalardan sağladığı gelir, gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarını artırmaktadır (Erdut, 2005:28).

## **2.5. FİNANSAL DERİNLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ**

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki yeni bir keşif değildir. Bagehot (1873), Schumpeter (1911) ve Gurley-Shaw (1955) yıllar, hatta bir asır önce, bu ilişkiyi harekete geçirmiş olsalar da, bu düşünceye ampirik bir içerik katmak Davis (1965) ve Sylla (1969) gibi ekonomi tarihçilerine kalmıştır. Bu bilim adamları, özellikle İngiltere ve Amerika'nın tarihi deneyimlerini kullanarak, piyasada öncülüğü olanaklı kılmada, finansal sistemin rolünü tanımlamışlardır. O zamandan beri, makro ve kalkınma iktisatçıları bu ilişkiyi kredi piyasası

sürtünmelerini azaltan, gelişmiş finansal sistemler yoluyla hızla büyümeyi başarmış ülkelerin uyguladığı teorik modellerle ve finansal sektörün makroekonomik sonuçlar üzerindeki önemli etkilerini ortaya çıkaran, ülkelerarası ve zaman serisi çalışmalarıyla daha ciddi bir şekilde incelemişlerdir (Aslan ve Küçükaksoy, 2006: 26-27).

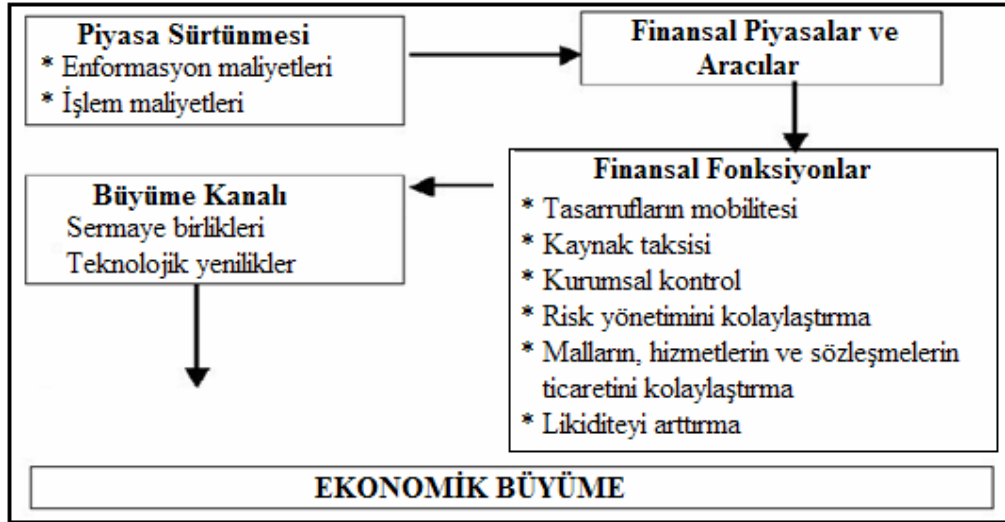
**Tablo 2.1:** Finansal Gelişme ve Büyüme İlişkisi Üzerine Yapılan Çalışmalar

Çalışma	Çalışmanın Niteliği	Sonuçlar
<b>Benecivenga ve Smith</b> (1991)	Teorik çalışma	Model, belli koşullarda finansal aracılığın gelişmesinin, reel büyüme oranlarını etkileyeceğini tahmin etmektedir.
<b>King ve Levine</b> (1993)	Ülkeler arası çalışma 1960–1980 dönemine ait 80 ülke	Finansal gelişmenin tüm göstergeleri gelecek ekonomik büyüme oranlarıyla, fiziksel sermaye birikimiyle ve ekonomik etkinlik artışıyla çok güçlü bağlantılıdır.
<b>Obstfeld</b> (1994)	Teorik çalışma	Likit hisse senedi piyasaları, ekonomik büyümeyle pozitif ilişkili, ancak ne likidite nede uluslararası sermaye piyasalarıyla bütünleşme, özel kesimin tasarruf oranlarıyla ilişkilidir.
<b>Benecivenga vd.</b> (1995)	Teorik çalışma	Hisse senedi piyasası likiditesi, hızlı büyüme oranları, verimlilik artışları ve sermaye birikimi arasında güçlü pozitif bağlantı bulunmaktadır.
<b>Levine ve Zervos</b> (1996)	Bağımlı değişken olarak 3 büyüme oranı kullanan 77 ülkeli yatay kesit analizi	Finansal derinliğin göstergeleri ve likiditenin, büyüme ile arasında üç yönden istatistiksel pozitif anlamlı ilişki bulunmaktadır; çıktının büyümesi, yatırımın büyümesi ve verimliliğin artması.
<b>Jayaratne ve Strahan</b> (1996)	50 ABD eyaletini içeren panel veri analizi (1972–92)	Bankanın verdiği borçların kalitesinin artmasının, daha hızlı ekonomik büyümeyle ilişkisi olduğunu bulmuşlardır.
<b>Levine</b> (1997)	Yatay kesit analizi	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bağlantı bulunmaktadır. Finansal sistemin yapısı ve fonksiyonları ile ilgili kanıtlar yetersizdir.
<b>Rousseau ve Wachtel</b> (1998)	5 sanayileşmiş ülke için zaman serisi analizi (ABD, Kanada, İngiltere, İsveç, Norveç)	Çıktıdan aracılığa çok küçük bir geri besleme kanıtı ile finans büyümeyle öngörmektedir.
<b>Rajan ve Zingales</b> (1998)	Firma ve endüstri temelinde geniş bir ülke topluluğu için zaman serisi analizi (1980–1990)	Finansal gelişmenin, ekonomik büyüme üzerinde oldukça büyük bir etkisi bulunmaktadır. İyi bir finansal sistem, dış finansmana bağlı endüstrilere rekabetçi avantaj sağlamaktadır.
<b>Neusser ve Kugler</b> (1998)	OECD ülkelerinin imalat sanayileri-zaman serisi analizi.	Finans büyümeyle öngörmektedir. Finansal gelişme, imalat sanayi toplam faktör verimliliğiyle ve imalat sektörü GSYİH'sı ile eş bütünseldir. Çalışmanın sınırları: finansal aracılık gelişimi önde gelen gösterge olabilir, fakat büyümenin altında yatan neden değildir.
<b>Levine ve Zervos</b> (1998)	Ülkeler arası analiz (1976-93)	Hem likit hisse senedi piyasaları hem de gelişmiş bankacılık sektörü büyümeyi, sermaye birikimini ve verimlilik artışını pozitif şekilde etkilemektedir. Hisse senedi piyasası boyutu, volatilité ve uluslararası entegrasyon, büyümeyle sağlam bir şekilde bağlantılı değildir.
<b>Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç</b> (1998)	30 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için ülkeler arası analiz.	Aktif hisse senedi piyasası ve iyi gelişmiş bir yasal sistem firmanın büyümesini kolaylaştırır.
<b>Levine, Loayza ve Beck</b> (2000)	Yatay kesit çalışması ve dinamik panel teknikleri	Finansal gelişme ve uzun dönemli büyüme arasında eş zamanlılıktan doğmayan güçlü bir pozitif ilişki bulunmaktadır.
<b>Beck, Levine ve Loayza</b> (2000)	Yatay kesit çalışması, enstrümantal değişken prosedürü, dinamik panel teknikleri	Finansal araçların GSYİH'nın büyümesini besleyen toplam faktör verimliliği büyümesine, pozitif ve büyük etkisi vardır. Finansal aracılığın gelişmesi ve hem fiziksel sermaye büyümesi hem de bireysel tasarruf oranları arasındaki uzun dönemli bağlantı zayıftır.

**Kaynak:** ASLAN, Özgür ve KÜÇÜKAKSOY, İsmail (2006), “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı: 4, s. 31

### 2.5.1. Finansal Derinleşmeyle İlgili Modeller

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki teorik ilişkiler, finansal araçlar tarafından sağlanan hizmetleri vurgulamış ve bunların yenilik ve büyüme için gerekliliğini savunmuş olan Joseph Schumpeter'in çalışmalarında yer almaktadır. Schumpeter, finansal aracı rollerindeki bankaların, teknolojik yeniliği kolaylaştırdığını belirtmektedir. Bankalar tasarrufları bir araya getirmekte, yatırım projelerini değerlendirmekte, yöneticileri denetlemekte ve firmalar hakkındaki detaylı bilgileri daha düşük maliyetle elde edebilmektedir. Finansal araçlar kaynakları daha verimli alanlara yönlendirerek, ekonomik sistem içerisinde çok önemli bir rol üstlenmektedirler. Schumpeterci görüşe göre, finansal araçların gelişimi, büyümeyi doğrudan etkileyen, teknik değişimi ve verimlilik büyümesini olumlu yönde etkilemektedir (Aslan ve Küçükaksoy, 2006: 27).



Şekil 2.1: Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Teorik İlişki

**Kaynak:** ASLAN, Özgür ve KÜÇÜKAKSOY, İsmail (2006), "Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama", İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı: 4, s. 28

### **2.5.2. Ekonomik Büyüme ve Finansal Gelişme Arasındaki İlişkinin Yönü**

Finans-büyüme ilişkisinde alternatif görüş, finansı büyümede göreceli olarak önemsiz ve özellikle sanayi ve ticaretin hizmetinde olan bir unsur olarak görmektedir. Bu görüşün destekleyicilerinden olan Robinson (1952), ekonomik büyümenin finansal hizmetler için talep yaratacağını; “girişim kılavuzluk eder finans takip eder” ve böylece finansal gelişmeye yol açacağını savunmaktadır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü konusunda, Hugh T. Patrick tarafından ortaya konulan arz öncüllü ve talep takipli hipotezler önemli bir yere sahip bulunmaktadır. “Arz öncüllü hipotezin iki önemli fonksiyonu vardır: Kaynakların geleneksel (büyümeyen) sektörlerden, modern sektörlerle transferi ve modern sektörlerdeki girişimsel cevapları hızlandırmak ve teşvik etmek”tir (Aslan ve Küçükaksoy, 2006: 28).

Bu bağlamda, arz öncüllü araştırmalar, neoklasik iktisat yaklaşımına uygun şekilde liberal hale gelmiş finansal piyasaların, bir yandan tasarrufları teşvik etmek, diğer yandan tasarrufların etkin bir şekilde tahsisini sağlayarak, ekonomik büyüme üzerinde hızlandırıcı etkisi olduğu görüşüne dayanmaktadır (Onur, 2005: 138).

Talep takipli durumda ise, reel sektördeki gelişmeler talebi ortaya çıkarmakta, talebin karşılanması için finansal kurumlar ve araçlar aracı olmaktadır. Talep takipli yaklaşım, finansın büyüme sürecinde temel olarak pasif bir unsur olduğunu ima etmektedir (Aslan ve Küçükaksoy, 2006: 28).

## **2.6. TÜRKİYE’DE EKONOMİK BÜYÜME**

1990-2001 döneminde Türkiye’de kredibilitesi olmayan makroiktisadi politikalar uygulanmış ve bu dönem de oynak büyüme oranları, yüksek enflasyon, yüksek iç ve dış borç, kamu açıkları ve cari açık ekonominin temel sorunları olmuştur. Bu sorunların birikimi ile 1994 krizi ardından da 2001 krizi yaşanmıştır. 2001 krizinden yıllar geçmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisi yeniden yapılandırılmaya çalışılmış ve dünyada en hızlı büyüyen ekonomiler arasına girmiştir. Türkiye 2001 yılından sonra izlediği iktisadi politikalarda yüksek büyüme oranlarını hedeflemiş ve ihracata dayalı büyüme stratejisi daha da önem kazanmıştır.

Büyüme için iç tasarrufların yetersizliğinden dolayı, uygulanan politikaların finansmanı büyük ölçüde dış kaynaklardan sağlanmaya çalışılmıştır. Bu amaçla sermaye girişleri uygulanan makroiktisadi politikalarla desteklenmiştir. Dünya konjontürü de bu programın uygulanmasını desteklemiş ve Türkiye ekonomisi 2001 yılından sonra yüksek büyüme oranlarını gerçekleştirmiştir (<http://www.sde.org.tr>)

2001 yılına gelindiğinde Türkiye ekonomisinin karşılaştığı en önemli iktisadi sorun enflasyondur. 1990-2001 döneminde ortalama enflasyon oranı Tüketici Fiyat Endeksine (TÜFE) göre yüzde 74 olmuştur. Enflasyon, gelir ve servet dağılımının olumsuz etkilemesine ve kişilerin ileriye dönük karar almalarında özellikle yatırım ve tüketim kararlarında belirsizliğe neden olmuştur. Enflasyon oranının düşmesi toplumdaki yaşam standardının yükselmesi yönünde olumlu bir sonuç ortaya çıkarmaktadır.

Türkiye’de 2002-2006 dönemindeki yüksek büyüme oranı makroekonomik istikrar, yapısal reformlar ve iyi yönetim ile sağlanmıştır. Makroekonomik istikrar kapsamında fiyat istikrarı ve mali disiplin, yapısal reformlar başlığında sosyal güvenlik reformu, sağlık reformu, işgücü piyasasına yönelik düzenlemeler, özelleştirmeler ve enerji piyasasına yönelik düzenlemeleri kapsamıştır. Türkiye uzun yıllar yüksek enflasyonla yaşadığı için 2001 krizinden sonra enflasyon oranlarını düşürmek önemli bir amaç haline gelmiştir. Bu nedenle 2001 krizinden sonra enflasyonla mücadelede konsensus sağlanmıştır. Merkez Bankası’nın yasasında değişiklik yapılarak, Merkez Bankası’nın amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiştir. Fiyat istikrarı ihmal edilebilir derecede düşük enflasyonu ifade etmektedir. Merkez bankası bu amaca yönelik para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesini kullanmaktadır. Merkez Bankası 2002’den bu yana örtük enflasyon hedeflemesi uygularken 2006 yılından itibaren de açık enflasyon hedeflemesi uygulamaktadır. Merkez Bankası enflasyon hedefini hükümetle beraber belirlemiş ve bu hedefe ulaşmada kullanacağı araçları belirlemede bağımsız davranmıştır. Enflasyon hedeflemesinde temel politika aracı kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Bu oran piyasa faizlerini, kredi piyasasını, varlık piyasasını ve beklentileri

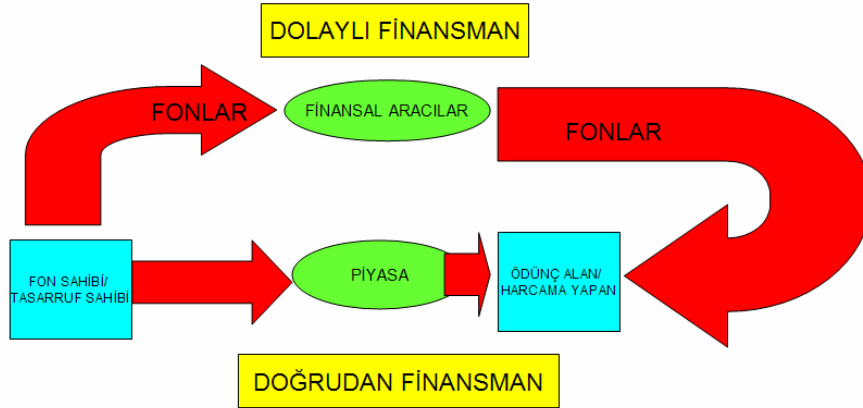
etkilemiştir. 2002-2010 döneminde ortalama enflasyon oranı (TÜFE) yüzde 11,8 olmuştur. 2010 yılında yüzde 6,4 olarak ilan edilmiştir (<http://www.tcmb.gov.tr>).

Hızlı bir büyüme yılı olarak kayıtlara geçen 2010 yılında Türkiye yüzde 9,2'lik bir büyüme oranı yakalamıştır ve Avrupa Bölgesi'nde borç krizleri devam etmekteyken, krizin etkilerinden hızla kurtulan yegâne ülkeler arasında yer almıştır. Türkiye'de 2008 yılında başlayan küresel krizden gelişmiş ülkeler gibi etkilenmiştir. Hem gelişmiş ülkelerde hem de Türkiye'de GSYH'de neredeyse hiç artış görülmezken, gelişmekte olan ekonomiler yüzde 6,1 oranında büyümüş, bu da dünya genelinde yüzde 3'lük bir büyümeye neden olmuştur. Krizin daha etkin hissedildiği 2009 senesindeyse gelişmekte olan ülkeler yüzde 2,4'lük bir büyüme rakamı kaydederken, Türkiye ve gelişmiş ülkelerde küçülme yaşanmıştır. Türkiye'nin yüzde 4,8 küçülmesinin önemli bir sebebi, 2009'un ilk çeyreğinde krizin şiddetli hissedilmiş olması, ekonominin yüzde 14,6 oranında küçülmesidir. Türkiye 2010 yılında ciddi bir toparlanma yaşamış, hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerden çok daha hızlı büyümüştür ([www.tuik.gov.tr](http://www.tuik.gov.tr)).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE’DE FİNANS SİSTEMİ VE FİNANSAL DERİNLEŞME

Finansal sistem, ekonomide farklı birimler tarafından verilen tasarruf ve yatırım kararlarını vade miktar ve faiz oranları açısından uyumlu hale getirerek tasarruf sahipleri ile kaynak ihtiyacı olanlar arasında kaynak aktarımını sağlayan bir mekanizmadır. Kaynak aktarımının fon fazlası olan grup ile fon ihtiyacı olan grup arasında işlemlerin düzenli ve optimal bir şekilde gerçekleşmesini sağlamaktadır. Diğer taraftan finansal sistem ekonomik işlemleri kolaylaştırmakta, finansal ürünlerin verimli kullanılmasını sağlamakta ve ekonomik büyümeyi teşvik etme konusunda önemli rol oynamaktadır ([http://tbf.baskent.edu.tr/aka\\_dosya/2\\_Finans al\\_Sistem.pdf](http://tbf.baskent.edu.tr/aka_dosya/2_Finans_al_Sistem.pdf)).



Şekil 3.1 Finansal Sistemin İşleyişi

Kaynak: [http://tbf.baskent.edu.tr/aka\\_dosya/2\\_Finansal\\_Sistem.pdf](http://tbf.baskent.edu.tr/aka_dosya/2_Finansal_Sistem.pdf)

#### 3.1. FİNANSAL SİSTEM

Bir ekonomide fonları talep edenlerle fonları arz edenler, fon akımını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçlerle bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallar finansal sistemi oluşturur. Finansal sistem yazılı veya gelenek haline gelmiş kurallar doğrultusunda işler (<http://w2.anadolu.edu.tr/aos/>).

Finansal sistemler piyasa ve banka temelli finansal sistemler biçiminde ikili bir sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır. Bankaların finansal sistem içerisinde payı yüksek ise, banka temelli finansal sistemden, fakat sermaye piyasası kurumlarının finansal sistem içerisinde ki payı daha büyük olduğunda ise piyasa temelli finansal sistemden bahsedilir. Finansal sistemlerin sınıflandırılması, kaynak aktarımında kullanılan kanalların ve finansal araçların neler olduğu ayırımına dayanmaktadır (DPT, 2007).

### **3.1.1. Banka Temelli Finansal Sistemler**

Temel işlevi mevduat toplayarak, topladığı bu fonları kredi şeklinde kullandırmak olan bankalar, finansal sistemin en önemli kurumlarıdır (<http://notoku.com/01-finansal-sistem-finansal-kurumlar-ve-bankalar/#ixzz26pPIKm78>).

Finansal sistemde etkin bir rol üstlenen aracı kuruluşlar, bilgi edinme, işletme denetiminde etkinlik, riskin çeşitlendirilmesi gibi finansal işlemlerde aktif rol üstlenmektedirler. Banka temelli finansal sistemi savunan görüş, bütün bu işlevleri yerine getirmede gelişmiş ve iyi işleyen bir bankacılık sisteminin daha başarılı olduğunu savunmaktadır. Finansal sistem içerisinde bankaların aktif olarak daha fazla yer aldığı banka temelli sistemlerin, özellikle kurumsal düzenlemelerin zayıf olduğu, ekonomik gelişmenin ilk aşamalarında, tasarrufları harekete geçirerek verimli yatırımlara kanalize etmede daha başarılı olduğu iddia edilmektedir (Levine,2000:399)

Güçlü bir ekonominin varlığı büyüyen ve sağlıklı çalışan bir finansal sektör ile mümkündür. Finansal kaynakların toplanması ve kullanıcılara aktarılmasında çok önemli bir işlevi üstlenmiş olan finansal sektör, piyasa mekanizmasının beyni durumundadır. Türkiye gibi, kaynak açığı olan bir ülkede, finansal tasarrufların ekonomik açıdan en verimli biçimde kullanılmasında finansal sektörün etkin ve sağlıklı olarak çalışması büyük önem arz etmektedir. Etkin, sağlıklı çalışan ve büyüyen bir finansal sistemin oluşturulması, büyük ölçüde bu sisteme duyulan güvene ve politik istikrarın desteği ile sağlanmış makroekonomik istikrara bağlıdır

(<http://www.yenimakale.com/bankacilik-sektoru.html#ixzz26pQ8vIGH>).

Banka temelli finansal sistemi savunan görüşe göre, firmalar hakkında bilgi toplama ve denetleme gibi işlemlerde bankalar daha başarılı olmaktadır. Aynı zamanda bankalar firmalar hakkında bilgi toplama ve kurumsal denetim gibi eksikliklerden piyasalar kadar olumsuz etkilenmemektedir (Levine, 2004:19).

### **3.1.2. Piyasa Temelli Finansal Sistemler**

Türkiye’de finansal sistemin işleyişi; yani tasarrufların yatırıma dönüşüm süreci temel olarak bankalar ve hisse senedi piyasaları üzerinden olmaktadır. Türkiye’de finansal sektörün toplam aktif büyüklüğü Haziran 2009 itibariyle 967,8 milyar TL’ye ulaşmıştır. Finansal sistemin en büyük bileşeni bankacılık sektörüdür. İkinci en büyük bileşeni ise TCMB’dır. Diğer bileşenler olan finansal kiralama, faktoring, tüketici finansmanı şirketleri, menkul kıymet aracı kuruluşları, menkul kıymet, gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finansal sektör içindeki payları yok denecek kadar azdır. Sigorta, emeklilik şirketleri ve menkul kıymet yatırım fonlarının payları küçük olmalarına rağmen giderek artmaktadır. Bu şirketlerin de birçoğunun bankalara ait olduğu düşünülürse, Türkiye’de finansal sistemin en önemli bileşeninin bankalarlardır. Bankalar finansal piyasa daha geniş bir ifadeyle; “Bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan organik doku” olarak tanımlanır (Tuncer, 1985:3).

Bankaların dışındaki en büyük finansal yatırım aracı devlet iç borçlanma senetleridir. DİBS’lerin (devlet iç borçlanma senetleri), hisse senetlerinin ve yatırım fonlarının alım-satım işlemlerinde genel olarak bankaların ya da bankaların sahip oldukları aracı kurumların hizmet verdikleri finansal yatırımların çok büyük bir kısmı bankalar aracılığıyla yapıldığı sonucuna ulaşmaktadır. Piyasa temelli görüş, finansal sistem içerisinde borsalar ve yatırım ortaklıkları gibi sermaye piyasası kurumlarının etkin olmasının ekonomik büyüme üzerinde daha etkili olacağını iddia etmektedir. Bu iddiayı piyasa temelli finansal sistemlerin daha zengin risk yönetimi araçları sağlamasına dayandırmaktadır. Yeni ürünleri ve teknolojik gelişmeyi teşvik

edici bir rol üstlenerek piyasaların fonksiyonlarını daha iyi yerine getirdiğini iddia etmektedir. Bu görüşe göre bankalar firmalarla yakın ilişkiler kurarak onları rekabetten uzak tutmakta ve yeni alanlara yatırım yapılmasını kısıtlayıcı faaliyetlerde bulunarak piyasada etkinliğin azalmasına neden olmaktadırlar (<http://www.ekodialog.com/Makaleler/turkiyede-finansal-sistemin-yapisi.html>).

### **3.2. FİNANSAL SİSTEMİN TEMEL İŞLEVLERİ**

Ekonomik gelişme sürecinde finansal sistemin öneminin, yerine getirdiği işlevden kaynaklandığı söylenebilir. Finansal sistem, ekonomik birimlerin ellerinde bulunan ve atıl durumdaki fonların, reel sektör yatırımlarını finanse etmek amacıyla fon talep edenlere aktarılmasına aracılık etmektedir. Fonlar getirisi en yüksek alanlara yönlendirilerek kaynak dağılımında etkinliğin sağlanmasına çalışılmaktadır. Finansal sistemin temel işlevleri beş başlık altında toplanabilir (<http://notoku.com/finansal-sistem-ve-ustlendigi-fonksiyonlar/>);

- Ekonomide olası yatırımlar için bilgi üreterek sermayenin dağılımında etkinliği sağlamak,
- Tasarrufları yatırımlara dönüştürmek,
- Yatırımları izleme ve denetleme maliyetlerini düşürmek,
- Riskin çeşitlendirilmesi ve risk yönetimini sağlamak,
- Mal ve hizmet değişimini kolaylaştırmaktır.

#### **3.2.1. Bilgi Üretimi ve Sermayenin Dağıtımında Etkinliğin Sağlanması**

Bireysel tasarruf sahiplerinin piyasa koşullarını değerlendirmeleri kolay olmamakla birlikte maliyetli bir süreçtir. Fakat ödünç fon talep edenler, fon sağlayanlara oranla daha fazla ve doğru bilgiye sahiptir. Bu açıdan bakıldığında fon talep edenlerle arz edenler arasında bir bilgi asimetrisi ortaya çıkmaktadır. Tasarruf sahiplerinin yatırımları değerlendirirken bilgi eksikliğinin söz konusu olması yatırım yapma konusunda isteksiz davranmalarına neden olmaktadır. Bilgi toplama maliyetlerinin yüksek olması sermayenin getirisi yüksek alanlara aktarılmasına engel

olmaktadır. Finansal kurumlar, konularında uzman olmaları nedeniyle tasarrufların dağılımında daha fazla değer taşıyan yatırım fırsatlarını belirlemekte ve fon talep edenlerin kredi değerliliğine karar vermede, ortalama küçük yatırımcıya göre daha az maliyet yaratmaktadırlar ([http://www.ekodialog.com/acik\\_ogretim\\_iktisat/refah\\_ekonomisi\\_genel\\_denge.html](http://www.ekodialog.com/acik_ogretim_iktisat/refah_ekonomisi_genel_denge.html)).

### **3.2.2. Tasarrufların Yatırımlara Yönlendirilmesi**

Tasarrufların çok sayıda bireyden toplanarak harekete geçirilmesi asimetrik bilgi ve işlem maliyetleri nedeniyle maliyetli bir süreçtir. Finansal aracılık hizmetlerinin gelişmesi bu maliyetlerin aracılar tarafından üstlenilerek yatırıma yönlendirilmesini ve daha fazla tasarruf birikimini özendirir. Finansal sistemde tasarrufların toplanarak yatırıma yönlendirilmesi süreci doğrudan ve dolaylı transfer biçiminde gerçekleşmektedir. Doğrudan transfer, finansal piyasalarda borç verenin ve borçlanıcının aralarında herhangi bir finansal kurumun aracılığı söz konusu olmaksızın karşı karşıya gelmesidir. Diğer bir ifadeyle doğrudan transferde borçlanıcı ihtiyaç duyduğu fonları doğrudan menkul kıymet satışı ya da borcu kanıtlar nitelik taşıyan ve vade sonunda borç verene geri verilen bir belge karşılığında temin etmektedir. Dolaylı transferde ise finansal kurumlar borç almak isteyenlerin ihraç ettiği finansal varlıkları satın alır ve bunun karşılığında fon sahibi olan birimlere kendi ihraç ettiği varlıkları satar. Finansal aracılık görevinin ekonomideki en büyük etkisi atıl fonların verimli alanlara yönlendirilerek ekonomik etkinliğe olumlu katkı sağlamasıdır. Ancak bu olumlu sonucun gerçekleşmesi finansal sistemde fonların piyasanın ihtiyaçlarına uygun bir şekilde değerlendirilmesini sağlayacak yasal ve kurumsal altyapının sağlanmasıyla mümkün olmaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2005:25).

Finansal aracılık hizmetlerine ilişkin düzenlemeler, farklı kesimlerin tasarruflarını bir araya getirerek riskin çeşitlendirilmesine ve uzun dönemli riskli projelere uygun ortam hazırlayarak ekonomik büyüme için pozitif etkiler yaratır (Acemoğlu ve Zilibotti, 1997:717).

### **3.2.3. Yatırımların Denetlenmesi ve Yatırım Maliyetlerinin Düşürülmesi**

Finansal sistemin en önemli işlevlerinden biri de yatırım maliyetlerinin düşürülmesidir. Buradaki maliyet düşüşü ilk olarak aracılık maliyetlerinin düşmesinden kaynaklanmaktadır. Maliyet düşüşü finansal sektörde verimliliğin artması anlamına gelmektedir. Finansal sektördeki gelişmeye paralel olarak finansal kurumlar tarafından sunulan hizmetlerde oluşan rekabet, borçlanma faizlerinde düşüş sağlayarak maliyetleri aşağı çekmektedir. Finansal sistem aracılık maliyetlerini düşürdüğü ölçüde tasarrufların daha büyük kısmının daha yüksek getirili alanlara kanalize edilmesine olanak sağlamakta ve o ölçüde verimli olmaktadır (Darrat,1999:33)

Finansal kurumlar, firmaları ve yöneticileri izleyerek kaynakların yerinde kullanılıp kullanılmadığını takip edebilmektedirler. Finansal sistem bu yönüyle sermaye birikimi ve ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Denetim maliyetli bir faaliyet olmakla birlikte yatırım kararları üzerinde olumsuz etkiye de sahip olabilmektedir. Finansal sistem finansal araçlar ve düzenlemelerle birlikte söz konusu denetimi yerine getirerek maliyetleri azaltmaktadır. Bu sayede tasarruf sahiplerine güven temin edilerek yatırım kararları teşvik edilmektedir. Yatırım artışına paralel olarak ekonomik etkinlik ve büyüme gerçekleşmektedir (Boyd ve Smith,1992:409).

### **3.2.4. Riskin Dağıtımı ve Yönetimi**

Finansal piyasaların temel özellikleri arasında en belirgin olanı belirsizlik ve bu belirsizliğe bağlı olarak ortaya çıkan risk faktörünün varlığıdır. Finansal sistem, yatırımcılara farklı yatırım olanakları sunarak riski azaltmaktadır. Finansal sistemin öğeleri olan bankalar, borsalar ve diğer aracılar sundukları finansal araçlar ile riskin dağıtılması ve çeşitlendirilmesi işlevini yerine getirmektedir. Finansal araçlar portföy oluştururken sadece aynı ekonomik faaliyeti yapan firma sınırlamasına bağlı kalmaksızın farklı bölge, sektör ve menkul değerlere yatırım yapmaktadırlar. Sermayenin bu şekilde dağıtılması yatırımların birinden kaynaklanan zararın diğer yatırımlardan elde edilecek karla denkleştirilmesini sağlamaktadır

([www.arastirmax.com/system/files/dergiler/2053/makaleler](http://www.arastirmax.com/system/files/dergiler/2053/makaleler)).

Riskin dağıtılması yatırımların oldukça farklı alanlara yayılması anlamına gelmemektedir. Finansal sistem, yatırımcıların tasarruflarını farklı yatırım fırsatlarına yayarak risk faktörünü azaltmalarını sağlamaktadır. Yüksek getirili yatırımların düşük getirili yatırımlara göre daha riskli olma eğilimi, tasarruf sahiplerinin riskten kaçınma eğiliminde farklılık yaratmaktadır. Finansal piyasalar tasarruf sahiplerinin riski çeşitlendirmelerini sağlamaktadırlar. Riski dağıtan ve çeşitlendiren portföy düzenlemelerinin olmadığı durumlarda riskten kaçınmak isteyen tasarruf sahipleri ellerinde bulunan sınırlı miktardaki sermayeyi riski ve getirisi daha yüksek projeler yerine getirisi daha düşük olan ancak güvenli projelerde değerlendirmektedirler. Finansal aracılık hizmetlerinin geliştiği ve riskin çeşitlendiği durumlarda ise tasarruf sahipleri daha riskli projeleri finanse edebilmektedirler. Yeni ve daha yüksek teknolojilerin kullanıldığı bu yatırımlar tasarrufların yeniden dağılımını sağlamakta ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratmaktadır (Miskhin,2004:32)

### **3.2.5. Mal ve Hizmet Değişimini Kolaylaştırma**

Finansal sistem, teknolojik gelişmeyle birlikte ekonomilerin ihtiyaç duydukları yeni yatırım araçları sağlayarak piyasada fon değişimini kolaylaştırmaktadır. Finansal piyasalarda yapılan işlemlerin maliyetlerinin uzmanlaşma ve teknolojik yenilik yoluyla aşağıya çekilmesi ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratmaktadır. İşlem maliyetlerinin azalması mal ve hizmet değişimini kolaylaştırarak üretimde verimliliği arttırmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için istikrarlı bir büyümenin en önemli koşullarından biri etkin biçimde çalışan finansal kurumlardan oluşan bir finansal yapının varlığıdır (<http://www.tbb.org.tr/Content/>).

### **3.3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEMİN GELİŞİMİ**

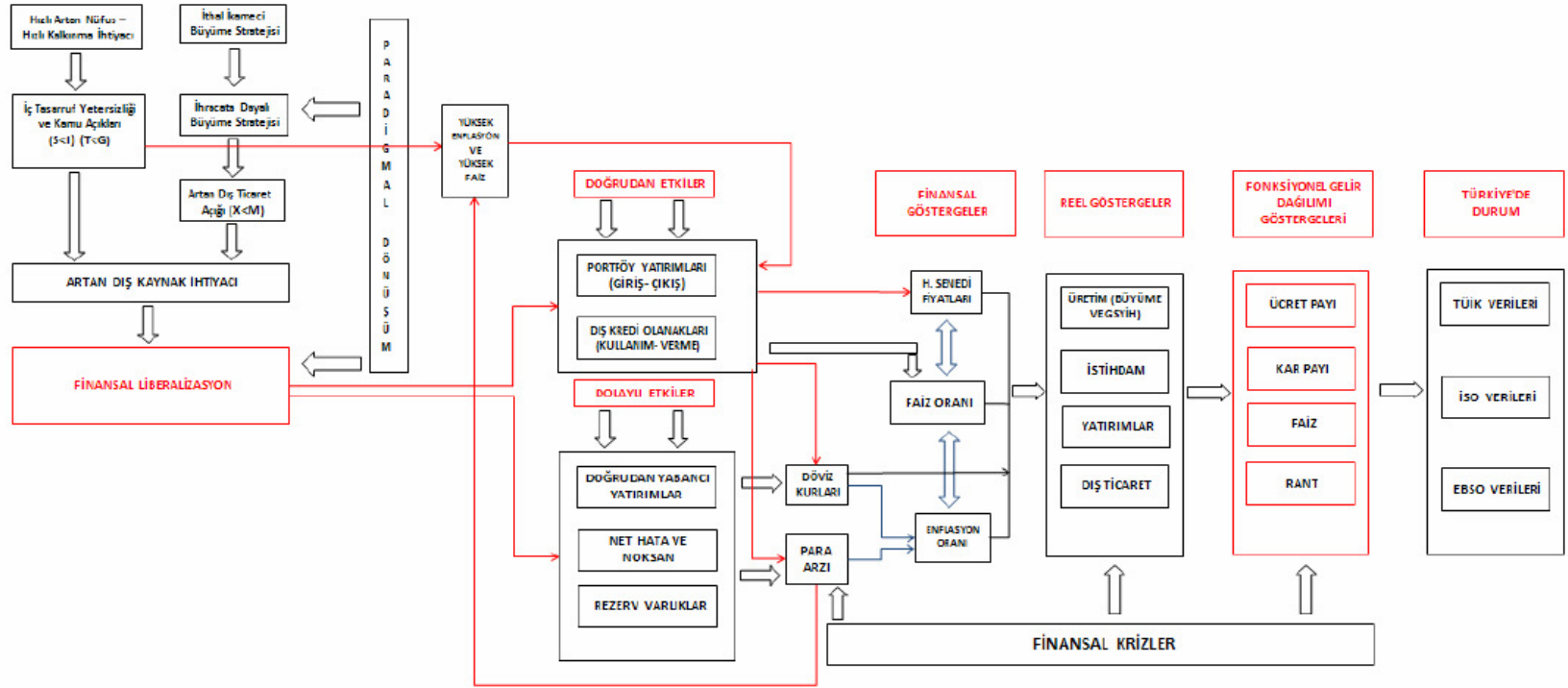
Osmanlı döneminde görülen devlet destekli işletmecilik faaliyetleri ve inanca esaslı nedenlerden dolayı finansal sistemin gelişimi Avrupa'ya göre daha geride bir seyir takip etmiştir. Cumhuriyetin ilanı ile birlikte özel sektörün gelişimini destekleyici tedbirler alınmıştır. İkinci dünya savaşı sonrası ekonomik

bütünleşmelere yönelik adımlar atılmış olmasına karşın başarılı sonuçlar alınmamıştır. 1980'li yıllarda Özal hükümeti ile küresel entegrasyon hızlanarak günümüze kadar devam etmektedir. 1980'li yılların başından itibaren Türkiye'de de diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi liberal politikalar uygulamaya konmuştur. Daha önce mevcut olmayan birincil ve ikincil piyasalar kurulmuştur. Kamu açıklarını karşılamak amacıyla 1986 yılında Hazine tarafından bono ve tahvil satışına başlanmıştır. Ayrıca 1986 yılı Nisan ayında Bankalar arası para piyasası (interbank) kurulmuştur. Böylece merkez bankası bünyesinde kurulan bu piyasa ile likidite sıkışıklığı ve likidite fazlası olan bankalar ihtiyaçlarını karşılıklı olarak birbirlerinden karşılayabilmişlerdir (www.bilgiportal.com/zemin/yazi/1080/osmanlida-borclar-meselesi-ve-duyun-u-umumiye-idaresi).

1980 öncesi dönemin ekonomik felsefesi içinde finansal sektör, reel sektöre kıyasla ikinci plandadır. Fonksiyonel olarak finansal sektör, reel sektörde ihtiyaç duyulan finansmanın sağlanması amacıyla yönelik olarak, kısaca reel sektörün kasası olarak kullanılmıştır. Bu anlamda finansal sektörün, kendisine has özellikler göstermesi olanaklı olmamıştır. Finansal sektörün en önemli unsurlarından birisi olan bankacılık sistemine baktığımızda, çoğunlukla yabancı bankalar yerine, devletçilik hamlesi paralelinde yerli kamu ve özel bankalar kurulmasına öncülük yapılmış, özellikle sektörel kalkınma bankaları şeklinde kurulan kamu bankaları aracılığıyla bir yandan para piyasasının oluşumu sağlanırken, diğer yandan sanayi ve ticaret desteklenmek istenmiştir. Kalkınma bankacılığı 1970'li yıllar sonrasında ivme kazanmıştır. 1980 yılına gelindiğinde toplam 44 bankanın 4'ü yabancı bankadır. Yabancı banka girişleri, 1980 sonrasında gerek alacak takibi ve gerekse ihracata aracılık amacıyla hızla artmıştır (Turgut, 2006: 170).

24 Ocak kararları ile birlikte, döviz piyasasında, kambiyo denetiminden vazgeçilmiş, serbest değişken kur sistemi uygulaması başlatılmıştır. Türk Lirası konvertibil olmuş ve bu değişiklik ile TL'nin döviz piyasalarında istenildiği miktarda alım ve satımına izin verilmiştir. Böylelikle sermaye dolaşımı da hız kazanmıştır. 1980 sonrası dönemde; mevduat ve kredi faiz oranları serbestleştirilmiş, döviz işlemlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmış, mali piyasalarda gerçekleşen işlemler

ile bu işlemler sonucunda elde edilen gelirler üzerindeki vergiler azaltılmış mali sistem kurumsallaştırılmış ve yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına ilişkin kısıtlamalar azaltılmıştır. Bu dönemde finansal serbestleşme ve ihracata yönelik sanayileşme stratejisi başlatılarak, döviz kuru ve faiz politikalarına reform düzeyinde değişiklikler getirilmiştir. 1989 yılında döviz işlemleri ve sermaye hareketleri serbest bırakılarak tam liberalizasyon sağlanmıştır. Döviz işlemlerinde ve sermaye hareketlerinde serbestleşmeye gidilmesi sonucu yurtdışından borçlanma ile sağlanan fonlar, bankalar için mevduatla birlikte önemi artan bir kaynak durumuna gelmiştir. 2001 yılına kadar yaşanan 1991, 1994 ve 2001 krizlerinin yanı sıra 1998 küresel krizin de etkisi ile finansal sistemde tıkanma yaşanmıştır. 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı- kamuoyuna duyurulmuştur. 2001 yılı istikrar programının temel hedefleri; sürdürülemez boyutlara ulaşan kamu kesimi iç borç dinamiğinin ortadan kaldırılması, ekonominin dış desteğe muhtaç olmayacak biçimde sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve bu amaca uygun olarak, finansal piyasaların yeniden yapılandırılarak, bankacılık kesimine işlerlik kazandırılması olarak belirlenmiştir. Çünkü 2000 yılının sonu itibarıyla bankacılık sektörünün ilk büyük on aktörü toplam varlıkların %40'ına sahip bulunmaktadır. Bu durum da bankacılık sektöründeki kırılganlığın göstergesi olarak kabul edilebilir (Yılmaz, 2011: 83).



Şekil 3.2 Türkiye'de Finansal Serbestleşme Süreci

Kaynak: YILMAZ, Pelin (2011), Türkiye'de Finansal Serbestleşme Ve Fonksiyonel Gelir Dağılımı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir, s. 83

Türkiye gerek iç ekonomik sorunlar gerekse küresel paradigma değişiminin zorunlu kıldığı dışa açılmanın gereklerine bağlı olarak 24 Ocak 1980 Kararları ile önce piyasa ekonomisinin etkinleştirilmesi ve dışa açılma yönünde politikalar izlemiş ardından da 1989 yılında hem ülke için kaynak yetersizliğinin hem de paradigmat dayatmaların bileşiminin oluşturduğu nedenlere bağlı olarak finansal serbestleşmeye geçilmiştir. Bu şekilde ortaya çıkan finansal serbestleşme sermaye hareketleri üzerinde doğrudan ve dolaylı olarak etkiler yaratmıştır. Doğrudan etkiler; portföy yatırımları ve dış kredi hareketleri yoluyla gerçekleşirken dolaylı etkiler; doğrudan yatırımlar, net hata ve noksan ve rezerv varlıklar kanalıyla gerçekleşmiştir. Finansal serbestleşmenin gerek doğrudan gerekse dolaylı etkilerinin yansıdığı finansal göstergeler ise; döviz kurları, emisyon, enflasyon, faiz ve borsa olmuştur. Bu göstergelerde yaşanan gelişmeler ise yatırım, üretim, istihdam ve dış ticaret gibi reel değişkenleri de etkileyerek fonksiyonel gelir dağılımını yani milli gelirin ücret, kar, faiz ve rant arasındaki dağılımını belirlemiştir. Kuşkusuz gelir dağılımının sadece finansal serbestleşmeden etkilendiğini ifade etmek eksik bir yaklaşım olacaktır. Çünkü gelir dağılımı ve bunun ardında yatan bölüşüm ilişkileri oldukça karmaşık bir nedensellik ağına sahiptir. Ancak, 1980 sonrası dönemin ilk 10 yılında yani 1980-89 döneminde daha çok dışa açılma, 1990 sonrasında ise finansal serbestleşmenin fonksiyonel gelir dağılımı üzerinde belirgin bir role sahip olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır (Yılmaz, 2011: 84).

### **3.4. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE YAPILAN DÜZENLEMELER**

Türkiye'de dış ticaretin ve finansal sektörün serbestleşme süreci 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar kararları ile başlamıştır. 1980 istikrar önlemleriyle, ihracata yönelik sanayileşme stratejisini desteklemek, ekonominin serbest piyasa ekonomisi kurallarına göre yeniden yapılanmasını sağlamak ve tasarrufların istikrarlı büyüme için gerekli düzeye yükseltilmesini sağlamak amacıyla esnek döviz kuru ve pozitif reel faiz politikası uygulanmaya başlanmış, finansal piyasaların serbestleşmesi, derinleşmesi ve sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılmasına yönelik olarak birçok yasal ve kurumsal düzenleme yapılmıştır (TBB, 1998:16). 1980 sonrası

finansal serbestleşme sürecinde Türkiye’de yapılan çalışmalara aşağıda genel olarak değinilmektedir.

### **3.4.1. Faiz Oranları Üzerindeki Denetimlerin Kaldırılması**

Türkiye’de finansal serbestleşmeye yönelik olarak yapılan ilk düzenleme, 1980 yılında mevduat ve kredi faiz oranlarına uygulanan tavanların kaldırılması şeklinde olmuştur. Bir yandan yatırımları özendirmek, diğer yandan kamunun borçlanma maliyetini azaltmak amacıyla, nominal faiz oranları 1970’li yıllar boyunca devlet tarafından doğrudan denetlenerek düşük düzeylerde tutulmuştur. Ancak 1970’li yılların sonlarına doğru enflasyonun hızla yükselmesi nedeniyle reel faiz oranları negatife dönmüştür. Mevduatın reel getirisinin azalmasına neden olan bu durum, banka mevduatlarını olumsuz yönde etkilediğinden, birikimler bankacılık sisteminden çekilerek fiziki mallara, dövize ve örgütlenmemiş finansal piyasalara yönelmeye başlamış ve bu durum ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir. Bu nedenle, 1980 yılında uygulanmaya başlanan istikrar programının kısa ve uzun dönemli amaçlarına yönelik olarak, 1980 yılının Temmuz ayında mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır. Faiz oranları üzerindeki devlet denetiminin kaldırılmasıyla amaçlanan, tasarrufları finansal sisteme yönlendirmek ve finansal kuruluşlar arasındaki rekabeti artırarak finansal sektörün derinleşmesini sağlamaktır (<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz1.pd>).

Faiz oranlarının serbest bırakılmasından sonra finansal fonlar büyük ölçüde bankacılık sistemine yönelmiştir. 1981 ve 1982 yıllarında toplam mevduatta önemli oranda reel artışlar gözlenmiştir (Parasız, 1998:211-212).

1981 yılından itibaren sermaye piyasası, dış işlemler ve doğrudan yabancı yatırımlar ile ilgili reformlar arttırılarak bunlarla ilgili yasal düzenlemeler yürürlüğe konmuştur. Bu çerçevede, Sermaye Piyasası Kanunu ve yeni bankacılık kanunu hazırlanmış, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ile kısa vadeli fon sağlayan bankalararası para piyasası hizmete girmiş, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) yeniden açılmış ve hazine bonolarının ihale yolu ile satışına başlanmıştır. Bu serbestleşme çalışmalarının yanında, 1987 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez

Bankası (TCMB) Açık Piyasa İşlemler'ne başlamış, 1988 yılında döviz ve efektif piyasası ve 1989 yılında da Altın Piyasası kurulmuştur. Ayrıca Ağustos 1989'da çıkarılan 32 sayılı kararla sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamalar kaldırılmıştır (Aşıkoglu, 1995:47).

Ancak, bazı büyük bankalar aralarında bir centilmenlik anlaşması imzalayarak, faiz oranlarındaki artışı engellemek için ortak bir faiz oranı belirleme kararı almışlardır. Mevduat faizleri için büyük bankalar tarafından belirlenen bu üst değerler, kredi taleplerinin aşırı şekilde artması ve komisyonculardan ve küçük bankalardan gelen rekabetçi baskılar nedeniyle giderek arttırılmıştır. Bu süreç sonunda pek çok komisyoncu ve küçük banka taahhüt ettikleri ödemeleri yerine getiremediklerinden 1982 yılı ortalarında Bonker Krizi ortaya çıkmıştır. Bu kurumların batması karşısında hükümet, faiz oranlarında geleceğe yönelik eğilimleri göz önüne alarak yeni düzenlemeler yapmak zorunda kalmıştır. Böylece, hükümetin izin verdiği en büyük dokuz banka mevduat faiz oranlarını belirlemeye yetkili kılınmıştır. Ancak, büyük bankaların, tekrar faiz oranlarını yükseltmekte isteksiz davranmaları üzerine, mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi Aralık 1983'te sadece TCMB'ye verilmiştir. TCMB'nin Haziran 1987'de yayımladığı bir tebliğle bankalara, belli bir üst sınıra kadar faiz oranlarını kendileri belirlemeleri için izin verilmiştir. 12 Ekim 1988'de tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır (TCMB, 2002:12-13).

İç finansal serbestleşme olarak adlandırılan faiz serbestisi, finansal serbestleşme politikalarının sadece bir bölümünü oluşturmaktadır. Bir ekonomide finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesi için faiz serbestisi önemli ancak yetersiz bir adımdır. İç finansal serbestleşmenin dış finansal serbestleşmeye yönelik uygulamalarla paralel gitmesi gerekmektedir. 24 Ocak Kararları'nda da bu paralellik dikkati çekmektedir ve uygulamalar da bu yönde gerçekleşmiştir. Bu bağlamda, finansal serbestleşmenin diğer önemli bir parçası da sabit kur sisteminden piyasa koşullarına göre belirlenen esnek kur sistemine geçmek, bunun devamında da kambiyo denetimlerinin kaldırılarak TL'nin konvertibilitesini sağlamak ve sermaye hareketlerini serbestleştirmektir (Uzunoğlu, 1995:93-94).

Tablo 3.1’de 1984-2010 döneminde Türkiye’de ki faiz oranlarının gelişimi gösterilmiştir. Tabloya göre ÜFE, TÜFE, reel ve cari fazi oranları 1990-1999 döneminde zirve yaparken, izleyen yıllarda düşme eğilimine girmiştir.

**Tablo 3.1:** 1984-2010 Döneminde Faiz Oranlarının Gelişimi (%)

YILLAR	ÜFE	HAZİNE FAİZİ		MEVDUAT FAİZİ		ABD Hazine Bonosu Faiz Oranı
		Cari	Reel	Cari	Reel	
1984	53,6	43,0	-6,9	45,0	-5,6	-
1985	40,5	50,6	7,2	55,0	10,3	-
1986	25,5	52,8	21,8	48,0	18,0	-
1987	51,6	49,0	-1,7	52,0	0,2	-
1988	67,9	64,4	-2,1	83,9	9,5	-
1989	62,3	59,8	-1,5	58,8	-2,1	-
1990	48,6	54,0	3,6	59,4	7,2	7,5
1991	59,2	80,5	13,4	72,7	8,5	5,4
1992	61,4	87,7	16,3	74,2	8,0	3,5
1993	60,3	87,6	17,1	74,8	9,1	3,0
1994	149,6	164,4	5,9	95,6	-21,6	4,3
1995	64,9	121,9	34,6	92,3	16,7	5,6
1996	84,9	135,2	27,2	93,8	4,8	5,1
1997	91,0	127,2	19,0	96,6	2,9	5,0
1998	54,3	122,5	44,2	95,5	26,7	4,8
1999	62,9	104,3	25,4	46,7	-9,9	4,6
2000	32,7	38,2	4,1	45,6	9,8	5,8
2001	88,6	99,6	5,8	62,5	-13,8	3,4
2002	30,8	62,7	24,4	48,2	13,3	1,6
2003	13,9	42,9	25,5	28,6	12,9	1,0
2004	14,6	24,9	9,0	22,1	6,5	1,3
2005	5,9	17,4	10,9	20,4	13,7	3,1
2006	11,6	18,1	5,8	23,7	10,9	4,7
2007	5,9	18,4	11,8	21,0	14,3	5,2
2008	8,1	19,2	10,3	22,9	13,7	2,7
2009	5,9	11,7	5,5	9,1	3,0	0,3
2010	8,9	8,1	-0,7	9,9	0,9	0,3
1984-1989	50,2	53,3	2,8	57,1	5,0	-
1990-1999	73,7	108,5	20,7	80,1	5,2	4,8
1990-2010	45,9	68,9	15,2	53,1	6,5	3,7
2000-2010	20,6	32,8	10,2	28,5	7,7	2,6
1984-2010	46,9	65,4	12,4	54,0	6,2	-

**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 15.12.2012

### 3.4.2. Döviz Kuru Politikasının Değişmesi

Türkiye’de, 1980 yılına kadar ithal ikamesine yönelik sanayileşme stratejisi çerçevesinde sıkı bir kambiyo rejimi uygulanmıştır. Buradaki amaç, büyük çoğunluğu resmi kaynaklardan elde edilen yabancı para cinsinden fonların

hükümetler tarafından belirlenen yatırımlara uygun olarak kullanılmasını sağlamaktır. Ancak, değişen dünya konjonktürü sonucunda, resmi kaynaklardan elde edilen fonların azalması karşısında Türkiye, ekonomik büyümeyi finanse edecek kaynaklara ihracat ile ulaşmayı hedeflemiş ve bu bağlamda 24 Ocak Kararları ile bir yandan mal piyasalarını ihracata ve rekabete açarken, diğer yandan da yukarıda açıklandığı üzere finansal altyapıyı oluşturmaya başlamıştır (Barbaros ve Erol, 2006:13).

Türkiye’de dış ticaret ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesine ilişkin reformların önemli bir adımı da döviz kuru rejiminde yapılan değişiklikler ile atılmıştır. 1980 öncesinde uygulanan sabit döviz kuru rejiminde Türk Lirasının değeri hükümet tarafından değişen ekonomik koşullara göre ayarlanmıştır. Ancak, ayarlamalarda oluşan gecikmeler Türk Lirasının bazı dönemlerde belirgin şekilde ve aşırı ölçüde değerlenmesine neden olmuştur. Bu nedenle, 24 Ocak 1980’de uygulamaya konulan istikrar programıyla, ithal ikamesi döneminden kalan aşırı değerli ulusal para uygulaması terk edilerek daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası yürütülmeye başlanmıştır. Böylece, Türk Lirasının diğer para birimleri karşısındaki değeri önemli oranda düşürülmüş ve kara borsanın varlığını da engelleyen tek bir geçerli kur oluşmuştur. 1 Mayıs 1981’le birlikte TCMB günlük kur ayarlamalarına başlamıştır. Ayrıca, 1982 yılı sonunda ticari bankaların döviz pozisyonu bulundurmalarına izin verilmiştir. Bu uygulamanın amacı, yurt dışından ve paralel piyasalardan bankacılık sistemine döviz transferlerini arttırmak ve sermaye kaçışını engellemektir. Döviz kuru rejimi, 7 Temmuz 1984 tarihli ve 30 sayılı kararnameyle büyük ölçüde serbestleştirilmiştir. Bu düzenlemelerle ülkede döviz tutmayı ve kullanmayı ve ülkeye döviz getirmeyi engelleyici sınırlamalar kaldırılmış, yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklerin bankalarda döviz mevduatı tutması serbest bırakılmış, bankaların TCMB tarafından belirlenen günlük kurun alt ve üst sınırları içinde kalmak koşuluyla kendi belirledikleri kurlar üzerinden döviz işlemleri yapabilmelerine olanak tanınmıştır. Ayrıca, yetkili kılınan bankalar, ihracatçı sermaye şirketleri ve yurt içinde yerleşik yatırım şirketlerinin riski kendilerine ait olmak üzere yurt dışından kredi kullanmaları serbest hale getirilmiştir (Sönmez, 2003:215).

Yani yapılan bu düzenlemelerle yurtiçi yerleşiklerin yurt dışından borçlanması ve yabancıların da tasarruflarını Türkiye’de değerlendirmeleri olanaklı kılınmıştır.1989 yılında çıkarılan ve 1990 Ocak itibariyle uygulamaya konulan 32 Sayılı Kanun sonrası ülkemize döviz girişi artışı olurken reel kurda düşüşler yaşanmıştır. Tablo 3.2’de görüldüğü üzere, 1994 krizinin hemen ardından 1995 yılında yeniden gerileyen reel dolar kuru 2000 yılına kadar görece olarak istikrarlı bir seyir izlemiştir. Aralık 2001 yılında yeniden sıcak para çıkışı ve ardından yaşanan ekonomik kriz ile birlikte reel kurlar yeniden 1989 yıllarındaki düzeylere yükselmiştir.

**Tablo 3.2:** 1980-2010 Döneminde Döviz Kurlarının Gelişimi

YIL	CARİ KUR \$/TL	REEL \$/TL	€/TL	REEL €/TL	TERK
1980	77	710			
1981	112	715			
1982	164	850			
1983	228	939			
1984	368	1.019			
1985	525	950			
1986	680	908			
1987	861	861			100.0
1988	1.431	843			98.0
1989	2.125	713			106.4
1990	1.612	556			123.1
1991	4.184	560			128.2
1992	6.888	564			126.1
1993	11.058	541			133.8
1994	29.848	704			101.3
1995	45.952	579			110.0
1996	81.796	579			114.0
1997	152.805	597			121.6
1998	262.233	585			132.9
1999	422.152	604	4447.830	641	136.6
2000	626.712	595	576.710	547	150.8
2001	1.231.322	740	1.098.960	661	122.0
2002	1.513.102	633	1.436.60	601	134.7
2003	1.500.269	512	1.693.430	578	148.0
2004	1.429.202	451	1.776.210	560	158.1
2005	1.347.300	403	1.677.590	502	179.6
2006	1.434.560	385	1.808.680	485	179.6
2007	1.305.000	324	1.786.800	443	134.7
2008	1.296.900	288	1.904.900	424	194.2
2009	1.551.000	327	2.160.900	456	198.4
2010	1.503.980	298	1.994.150	395	183.2

**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 15.12.2012

Sonuç olarak, 2001 krizinden sonra, küresel likidite bolluğu yanında Türkiye’de görece yüksek faiz nedeniyle sıcak para girişi büyük boyutlara ulaşmış ve reel dolar kuru 1980 sonrası dönemin en düşük düzeylerine gerilemiştir. Böylece de Türkiye yüksek faiz, sıcak para girişi, düşük kur, artan dış ticaret açığı ve cari açık, artan dış kaynak ihtiyacı, yüksek faiz zorunluluğu şeklinde bir kısır döngüye girmiştir. Finansal serbestleşmenin getirdiği sıcak para girişi, gerileyen reel kurlar dış ticaret kanalıyla Türkiye’de üretim ve istihdamı dolayısıyla da gelir dağılımını etkilediği şeklinde yorumlanabilir.

### **3.4.3. Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Başlanması**

1980’li yıllardan önce kamu açıklarının finansmanı doğrudan TCMB kaynaklarından karşılanmıştır. 1985 yılına kadar hükümetler kamu açıklarını kapatmak için devlet iç borçlanma senetleri ihraç etmek yerine yoğun bir biçimde TCMB’den kısa vadeli avans olanağını kullanmayı tercih etmişlerdir. Kamu açıklarının doğrudan TCMB kaynaklarından finanse edilmemesi için, ilk kez Mayıs 1985’de hükümet kamu açıklarını kapatmak için devlet tahvili ve hazine bonusu ihraç etmeye başlamıştır. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihalelerinin başlamasıyla, Türkiye’de hem kamu finansmanı açısından kullanılabilir ikinci bir yol olan iç borçlanmanın önü açılmış hem de kamu açıklarının TCMB bilançosu üzerindeki olumsuz etkileri bir ölçüde azaltılmıştır (TCMB, 2002:14).

Kamunun menkul kıymet ihalelerine başlaması, TCMB’nin APİ’yi başlatması ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda ikincil bono ve tahvil piyasasının oluşturulması için gerekli alt yapıyı hazırlamıştır. Faiz oranları, piyasa koşulları tarafından belirlendiği ve sıfır kredi riskine sahip oldukları için, kamu menkul kıymetleri, finansal ve finansal olmayan kurumlar için cazip bir yatırım aracı olmuştur. Bu ihalelerin getirileri açık arttırmayla belirlendiği ve ihalelerin hacmi de büyük olduğu için belirlenen faiz oranları ekonominin gösterge faiz oranlarından birisi olarak kabul edilmeye ve faiz oranlarının gelecekteki seyri hakkında piyasalara fikir vermeye başlamıştır. 1994 yılında yaşanan finansal krizden sonra Hazine’nin TCMB’den kullandığı kısa vadeli avans miktarı da yıllar içinde kademeli olarak azaltılmaya başlanmış ve 2001 yılında çıkarılan yeni TCMB Kanunu’yla kısa vadeli

borç verme uygulaması tümüyle kaldırılmıştır (TCMB, 2002:14).

#### **3.4.4. Merkez Bankası Bünyesinde Piyasaların Kurulması**

1986 yılı, para politikası açısından, bir geçiş döneminin başlangıç yılı olmuştur. 1986 yılı başında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), kamu menkul kıymetleri için bir ikincil piyasa olarak faaliyete başlamıştır. Aynı yıl para politikasının işleyişi de değiştirilmiştir. Yeni para politikası rejimi çerçevesinde TCMB'nin temel amacı, bankacılık sisteminin toplam rezervlerini denetlemek suretiyle para arzını denetlemek olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda, öncelikli sektörlere otomatik olarak kredi sağlayan reeskont politikası, orta vadeli reeskont kredileri ile sınırlandırılmıştır. Bunun sonucunda bankaların rezerv gereksinimini, ellerinde rezerv fazlası olan bankalardan sağlamasına olanak tanıyacak bir sistem geliştirilmesi amacıyla, Nisan 1986'da bankalararası para piyasası (interbank) faaliyete başlamıştır. Bankalararası para piyasası, rezerv fazlası ve rezerv gereksinimi olan bankaları karşı karşıya getirerek rezerv yönetimini kolaylaştırmış, ayrıca TCMB'nin bu piyasayı faiz ve işlem hacmi olarak izlemesine ve para politikasını yönlendirmede gerekli sinyalleri almasına olanak sağlamıştır (Parasız, 2003:126).

1986 yılında finansal piyasalarda görülen en önemli gelişmeler; 2 Nisan 1986'da bankalararası para piyasasının kurulması, İMKB'nin açılması ve SPK'nın izniyle piyasaya kazandırılan kısa vadeli araçlarla, finansal araçların çeşitlendirilmesi olmuştur. bankalararası para piyasasının kurulması TCMB'ye parasal gelişmeleri yakından izleme etme olanağı sağlamıştır. İMKB'nin açılmasının da etkisiyle, ikincil piyasalarda işlem hacmi belirgin bir artış göstermiştir. Bankalararası piyasanın kurulması, finansal araçların çeşitlenmesi ve ikincil piyasaların genişlemesi, TCMB'nin Açık Piyasa İşlemleri'ne geçebilmesine ve para politikasının daha etkin bir şekilde yürütülmesine yardımcı olacak gelişmelerdir. Finansal piyasaların gelişmesi ile dolaşıma çıkan paranın nakit gereksinimi bulunan kesimlere yönelmesi mümkün olmaktadır. Böylece, atıl fonlar değerlendirilmekte ve TCMB kaynaklarına olan talep azalmaktadır ([http://www.aid.sakarya.edu.tr/uploads/Pdf\\_2009\\_1\\_84.pdf](http://www.aid.sakarya.edu.tr/uploads/Pdf_2009_1_84.pdf)).

TCMB, 4 Şubat 1987'de Açık Piyasa İşlemleri'ne başlamıştır. Açık Piyasa İşlemleri, bir para politikası aracı olmakla birlikte, bu işlemler çerçevesinde DİBS'lerin alım satıma konu edilmesi, aynı zamanda devlet tahvilleri için ikincil bir pazar oluşturulmasına ve iç borçlanma politikasının günün koşullarına uygun şekilde yürütülmesine de katkıda bulunmuştur. Ağustos 1988'de ise TCMB bünyesinde döviz ve efektif piyasaları kurulmuş ve günlük kur belirleme seanslarına başlanmıştır. Döviz ve efektif piyasaları, döviz rezervlerinin daha etkin bir şekilde kullanılmasına olanak sağlayan para politikası araçlarından birisi olarak kabul edilmektedir (Kesriyeli, 1997:10-14).

### **3.4.5. Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi**

24 Ocak Kararları ile uygulanmaya başlanan ihracata yönelik büyüme stratejisi, başlangıçta makroekonomik göstergeleri olumlu yönde etkileyerek ekonominin performansını arttırmıştır. Ancak 1980 sonrası reform sürecinin 1988'e gelindiğinde ivmesini kaybettiği ve ekonominin bir tıkanma içine girdiği görülmüştür. 1988 yılının makroekonomik verileri ihracata yönelik büyüme politikasının iktisadi sınırlarına ulaşıldığını ve ekonominin bir durgunluğa girdiğini göstermektedir. 1980'li yılların başlarında %4 düzeylerine gerileyen kamu kesimi borçlanma gereksiniminin GSMH içindeki payı, 1980'lerin sonunda yeniden %10'lar düzeyine yükselmiş, buna paralel olarak, 1980'lerin ortasında %30-%40 arasında seyreden enflasyon oranı %60'ın üzerine çıkmış, ekonomik büyüme hızı %2'lere düşmüş ve ihracata yönelik teşviklerde de gerilemeler yaşanmıştır (Yeldan,2001:39). İzleyen yıllarda artık, Türkiye'de dışa açılım ve serbestleşme öncelikleri reel üretim sektörlerinde değil, finans ve kambiyo hizmetlerini de kapsayacak politika değişiklikleriyle şekillenmiştir. Aralık 1983 ve Temmuz 1984'de yürürlüğe giren 28 ve 30 sayılı karamamelerden sonra söz konusu politika değişikliklerinin en önemlisi de 1989 yılında 32 sayılı kararla sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaların kaldırılarak kambiyo rejiminin tümüyle serbestleştirilmesidir (Parasız, 2003:139).

32 sayılı kararname ile getirilen temel düzenlemeler Şu Şekilde sıralanabilir (TCMB, 2002:16-17);

- TŐrkiye’de yerleşik kişiler, bankalar ve Özel finans kurumlarından hiÇbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak iÇin herhangi bir kısıtlamaya tabi değildirler.
- TŐrkiye’de yerleşik kişiler, TŐrkiye’de yerleşik olmayan kiŐilere verdikleri her tŐrlŐ hizmet karşılığında aldıkları dŐvizi Őlke iÇine getirebilirler.
- Yurt dışında yerleşik kişilerin İMKB’de kote edilmiş ve SPK izniyle ŐıkarılmıŐ her tŐrlŐ menkul kıymeti almaları ve satmaları serbesttir.
- TŐrkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve Özel finans kurumları aracılığıyla, yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri; TCMB tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvillerini satın almaları ve satmaları ve bu kıymetlerin alıŐ bedellerini yurt dışına transfer etmeleri serbesttir.
- TŐrkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet Őıkarmaları, piyasaya sŐrmeleri ve satmaları serbesttir. TŐrkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına Őıkarmaları serbesttir.
- Yabancı sermayenin satıŐından ya da transferinden doğan gelirler bankalar ya da Özel finans kurumları aracılığıyla Őlke dışına transfer edilebilir.
- Yurt dışından döviz kredisi almak serbesttir.
- TŐrkiye’de yerleşik olmayan kişilerin TŐrk Lirası hesap aŐtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri TŐrk Lirası ya da döviz olarak transfer etmeleri serbesttir.
- Gayrimenkul satıŐları Őzerideki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satıŐından elde edilen gelirin transfer edilmesi serbesttir.
- TŐrkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına TŐrk Lirası gŐndermeleri serbesttir.

- Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.

32 sayılı kararname ile getirilen bu düzenlemelerle, sermaye hareketlerinin ülkeye serbestçe giriş-çıkışı için gerekli olan bütün koşullar oluşturulmuş ve böylece 1980’li yılların başında yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesi ile başlayan finansal serbestleşme ve dışa açılma süreci, 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm denetimlerin kaldırılmasıyla tamamlanmıştır. 1990’dan günümüze kadar yapılan uygulamalar finansal entegrasyonu artıracak ve güçlendirecek şekilde sürdürülmektedir.

### **3.4.6. Bankacılık Sektörü İle İlgili Reform ve Düzenlemeler**

Finansal piyasaların oldukça büyük bir kısmını oluşturan bankacılık sektörünün Türkiye’deki finansal sistem içinde oldukça önemli bir yeri ve rolü bulunmaktadır. Ekonomide serbest piyasa mekanizmasının işlerlik kazanması ve finansal piyasaların serbestleşmesine yönelik düzenlemeler, bankacılık sistemi üzerinde önemli etkiler meydana getirmiştir. Sektöre yeni yerli/yabancı bankaların girişine izin verilmesi ve mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest bırakılması sonucu sektörde rekabet artmıştır. Artan rekabet, klasik bankacılık yerine, bankaların hem kaynak hem de plasman çeşitliliğinin arttığı bir bankacılığın benimsenmesine neden olmuştur. Bu dönemde banka fonlarının bir bölümü sermaye piyasası işlemleri, devlet iç borçlanma senetleri alımı ve döviz işlemlerinde kullanılmıştır. Döviz işlemleri ve sermaye hareketlerinin tümüyle serbestleştirilmesiyle birlikte, yurt dışından borçlanmayla sağlanan fonlar bankalar için, mevduat yanında önemi artan bir kaynak haline gelmiştir. Özellikle 1990’lı yıllarda, döviz tevdiat hesaplarında biriken mevduatın, toplam mevduat içindeki payı büyük ölçüde artmıştır. Bu artışın en önemli nedeni ise, yaşanan sürekli enflasyon nedeniyle ortaya çıkan “ulusal paranın yabancı paralarla ikamesi” olgusu olmuştur (TBB, 1998:17).

1983 yılında Bankalar Kanunu'nda yapılan bir değişiklikle TCMB bünyesinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kurulmuştur. TMSF'nin kurulmasının temel amacı, bankacılık sisteminde arka arkaya gelen iflaslar sonucunda sarsılan kamu güvenini yeniden sağlamak ve mevduat sahiplerini bankacılık krizlerinin olumsuz etkilerinden korumaktır (TCMB, 2002:17).

Daha sonra TMSF, 1999 yılında yürürlüğe giren Bankacılık Kanunu ile Bağımsız Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından idare edilmeye başlanmıştır. 1994 yılına kadar mevduatın belli bir bölümü sigorta kapsamında iken, 1994 yılında 5 Nisan Kararları ile mevduatta %100 sigorta sistemine geçilmiştir. Bu sistem, Temmuz 2004 tarihi itibarıyla terk edilmiş ve mevduata devlet güvencesinin üst sınırı, 50 milyar TL olarak belirlenmiştir (Barbaros ve Erol, 2006:13).

### **3.5. TÜRKİYE'DE FİNANS SİSTEMİ VE FİNANSAL DERİNLEŞME**

Finansal derinleşme kavramı ve finansal derinleşme göstergeleri birinci bölümde ele alınmıştır. Türkiye'deki finansal derinleşmeyi etkileyen unsurlardan en önemli üç gösterge aşağıda sıralanmıştır (Lynch, 1996:3);

#### **3.5.1. Miktar Göstergelerine Göre Finansal Derinleşme**

Finansal gelişme, ölçülmesi güç olan ya da hazır verisi olmayan bir değişkendir. Ölçülmesi güç olan bu değişken için en iyi şekilde temsil edebilen değişkenler seçilmektedir. Parasal göstergeler, kredilere ilişkin göstergeler ve sermaye piyasasına ilişkin çeşitli göstergeler miktar göstergeleri açısından finansal derinleşmeyi ortaya koymaktadır (Kar, 2001:157).

Türkiye'de yaşanan kronik enflasyon, paranın değer muhafaza aracı olarak kullanımında tercihi dövize yöneltmiştir (Özatay ve Sak, 2002). Mevduatlardaki döviz hesabının artmaya başlaması (para ikamesi), 1994 ekonomik krizinden sonra hissedilmeye başlamış ve özellikle 2000-2001 ekonomik krizleriyle birlikte en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. 1990'lı yıllarda Türkiye'de yaşanan dolarizasyon, M2Y oranında gözle görülür bir artışa neden olmakla birlikte bu artış ekonomik kriz

öncesi dönemlerde bankacılık sisteminin döviz kaynaklarına bağımlılığını da göstermektedir (Günel, 2007: 327).

Türkiye’de finansal derinleşmeyi miktar ölçütleri açısından bakılınca Tablo:3.3’ den görülebileceği gibi sabit fiyatlarla GSYİH 1980 yılından 1997 yılına kadar (1994 hariç) düzenli bir artış trendi göstermiştir. 1998 yılında ise önemli bir düşüş göstermiş ve 2002 yılından itibaren tekrar artış trendine girmiştir. Ancak burada dikkat çeken nokta 2004 yılından itibaren gerçekleşen cari açıkların büyüklüğüdür. Örneğin 1997’den 1998 yılına GSYİH azalmış bunun yanında cari fazla verilmiştir. Aynı durum 2008’ den 2009 yılına geçerken de görülmektedir. 2009 yılında GSYİH azalmış, cari açık da 41 milyon dolardan 13 milyon dolara düşmüştür. 2002 yılı sonrasında yüksek reel faiz, büyük miktarda sıcak para çekmiş, kurlar düşmüş, düşük kurlar enflasyonu da aşağı çekmiş ve Türkiye’de genel bir ekonomik iyileşme yaşanmıştır.

**Tablo 3.3:** 1980-2010 Döneminde Milli Gelir ve Cari Dengedeki Gelişmeler  
(Milyon Dolar)

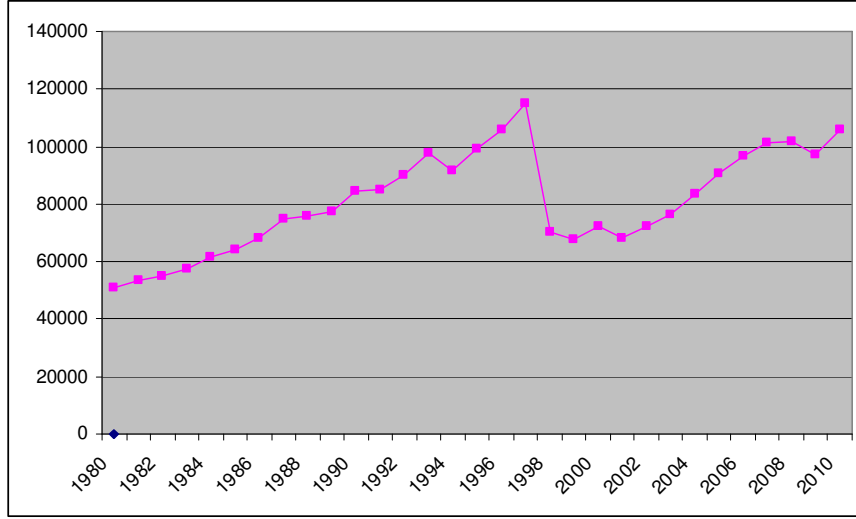
YIL	GSYİH (sabit fiyatlarla)	CARİ DENGE
1980	50.870	-3.408
1981	53.317	-1.936
1982	54.963	-952
1983	57.279	-1.923
1984	61.350	-1.439
1985	63.989	-1.013
1986	68.315	-1.465
1987	75.019	-806
1988	76.108	1.596
1989	77.347	938
1990	84.592	-2.625
1991	84.887	250
1992	90.323	-974
1993	97.677	6.433
1994	91.733	2.631
1995	99.028	-2.339
1996	106.080	-2.437
1997	114.874	-2.638
1998	70.203	1.3984
1999	67.841	-1.344
2000	72.436	-9.819
2001	68.309	3.390
2002	72.520	-1.522
2003	76.338	-8.037
2004	83.486	-15.543
2005	90.500	-23.235
2006	96.738	-31.460
2007	101.255	-38.219
2008	101.922	-41.416
2009	97.003	-13.854
2010	105.680	-48.557

**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 15.12.2011

Sonuç olarak, cari açık da rekor boyutlara ulaşmıştır. Türkiye ise cari açığı daha çok yabancı portföy yatırımları ile finanse etmektedir. Cari açığın finansmanında borç yaratmayan kaynak olarak tanımlanabilecek tek kalem doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Bu yatırımlar için gelen para cari açığın az bir kısmını finanse etmekte fakat gelecek yıllar için kar transferleri yoluyla cari açığı arttırıcı bir etki yaratmaktadır (Uysal, 2006: 25).

Diğer taraftan burada dikkat çeken bir başka nokta ise yabancı sermaye yatırımlarının milli geliri olumlu etkilemesidir (Grafik 3.1). Ancak yabancı sermaye girişi oldukça cari açıklar daha da artmış, bu cari açığın finansmanı için ise yeniden

yabancı sermaye girişi gerekliliği oluşmuştur.



**Grafik 3.1.** 1980-2010 Döneminde Milli Gelir ve Cari Dengedeki Gelişmeler (Tablo:3.3'ye göre yapılmıştır)

Bunun sonucunda ise rel faizler cezbedici bir araç olarak kullanılırken, artan faiz ödemeleri ve cari açık artışlarıyla kısır bir döngüye girilmiştir.

Aşağıdaki tablo 3.4'e göre finansal serbestleşmenin doğrudan ve dolaylı etkileri ile GSYİH arasındaki ilişkiler incelendiğinde önemli bağlantıların varlığı dikkati çekmektedir. Nitekim finansal serbestleşmenin sermaye hareketleri üzerine doğrudan ve dolaylı etkilerinin nihai olarak rezerv varlıklara yansıdığı dikkate alındığında rezerv varlıklar ile GSYİH arasında önemli bir ilişkinin varlığı dikkati çekmektedir.

**Tablo 3.4:** Finansal Serbestleşme Göstergeleri ve GSYİH

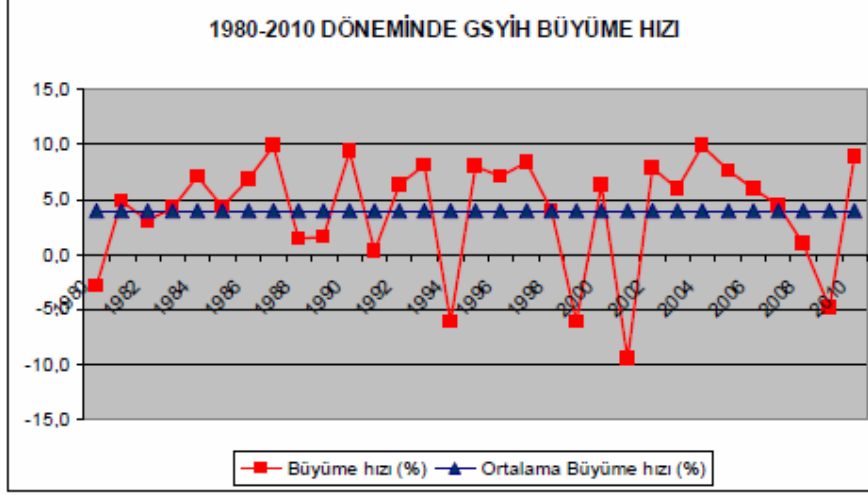
YIL	Doğrudan Etki		Dolaylı			Net Etki	Etkilenen (GSYİH)	
	Portföy Yatırımı	Net Dış Kredi Kullanımı	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	Net Hata ve Noksan	Reel Dolar Kuru	Rezerv Varlıklar	GSYİH (Reel Milyon TL)	GSYİH (Milyon Dolar)
1980	0	484	18	1.434	710	-1.302	50.870	69.749
1981	0	84	95	649	715	-388	53.317	72.775
1982	0	587	55	-75	850	-747	54.963	65.937
1983	0	483	46	4.9	939	-631	57.279	62.193
1984	0	3.210	113	469	1.019	-897	61.350	60.759
1985	0	712	99	-837	950	-785	63.989	68.199
1986	146	2.479	125	-118	908	541	68.315	76.464
1987	332	3.393	106	-506	861	579	75.019	87.734
1988	1.190	366	354	515	843	1.153	76.108	90.975
1989	1.504	-2.011	663	971	813	2.712	77.347	108.679
1990	815	3.608	700	-468	556	944	84.592	152.393
1991	805	1.323	783	948	560	-1.199	84.887	152.352
1992	3.919	5.334	779	-1.190	564	1.484	90.323	160.748
1993	5.043	10.946	622	-2.162	541	308	97.677	181.994
1994	1.088	-10.820	559	1.832	704	206	91.733	132.298
1995	1.169	4.322	772	2.432	579	4.658	99.028	170.076
1996	3.330	3.639	612	1.499	579	4.545	106.080	182.824
1997	3.054	8.281	554	-987	597	3.344	114.874	1925.438
1998	-3.467	8.226	573	-713	585	447	70.203	206.559
1999	4.947	5.870	138	1.302	604	5.206	67.841	185.26
2000	2.208	12.328	112	-2.661	595	-2.997	72.436	201.439
2001	-2.939	-11.695	2.855	-2.127	740	-12.924	68.309	148.215
2002	3.599	2.380	939	-758	633	-212	72.520	180.892
2003	5.237	5.447	1.222	4.450	512	4.097	76.338	239.235
2004	10.799	21.640	2.005	1.071	451	4.342	83.486	299.475
2005	15.903	21.387	8.967	2.824	403	23.200	90.500	360.876
2006	15.389	42.971	19.261	185	385	10.625	96.738	399.673
2007	4.727	37.864	19.941	1.757	324	12.015	101.255	648.625
2008	-2.529	46.733	16.955	4.703	288	-2.758	101.922	742.094
2009	5.649	-19.297	6.858	5.066	327	791	97.00	616.703
2010	23.108	20.145	7.794	4.422	298	14.968	105.680	735.828

**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 15.12.2011

Sonuç olarak, rezerv varlıklar arttıkça GSYİH artmakta, azaldığında ise azalmaktadır. Bu durum rezerv varlıklardaki artışın ülke içinde paylaşılabılır geliri artırdığı şeklinde yorumlanabilir.

Finansal serbestleşme ve bunun ardından gerçekleşen sermaye hareketlerinin büyüme hızı üzerinde istikrarsızlığı artırıcı bir etki yaptığı görülmektedir. Nitekim grafiğin incelenmesinden görülebileceği gibi, 1980-2010 döneminde yılda ortalama

yüzde 4 olan reel GSYİH büyüme hızında finansal serbestleşme 1990 sonrasında çok daha büyük oranda dalgalanmalar yaşanmıştır (Şekil 3.3).



Şekil 3.3: 1980-2010 Döneminde GSYİH Büyüme Hızı (Tablo 3.5'e göre hazırlanmıştır)

Sonuç olarak, finansal serbestleşmenin ekonomide istikrarsızlığı artırdığı ve bu istikrarsızlığın da ülke içinde gerek paylaşılabilir geliri gerekse bu gelirin dağılımını olumsuz yönde etkilediği yönündeki değerlendirmelere imkan vermektedir.

**Tablo 3.5:** Yurtiçi Tasarrufların GSMH İçindeki Payı (%)

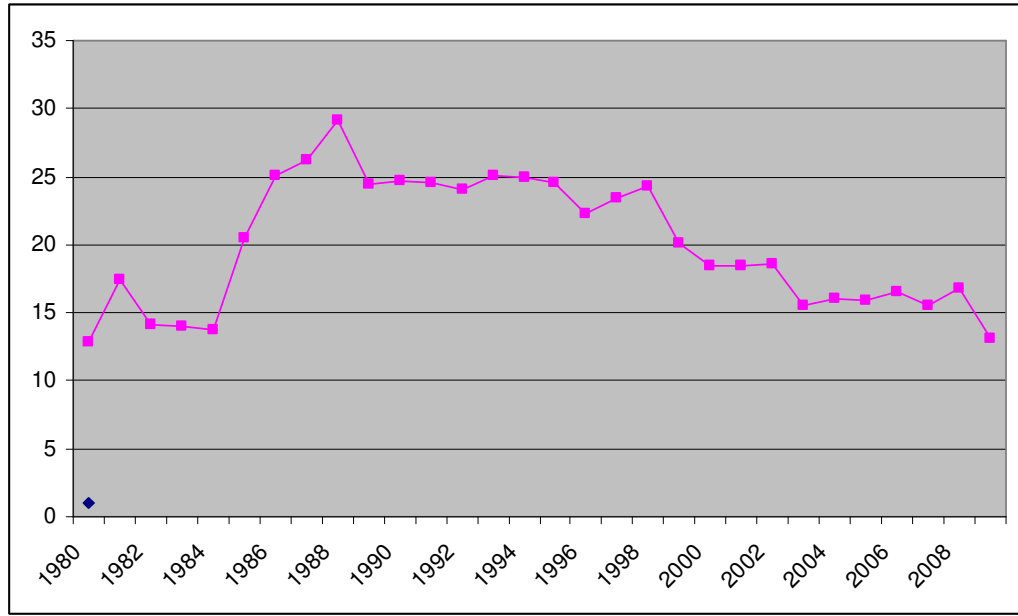
YIL	TASARRUFLAR		
	Kamu Tasarrufu	Özel Tasarruf	Yurtiçi Tasarruf
1980	3,4	9,4	12,8
1981	5,6	11,8	17,4
1982	5,2	8,9	14,1
1983	4,8	9,2	14,0
1984	4,5	9,3	13,8
1985	5,8	14,7	20,5
1986	6,1	19,0	25,1
1987	4,9	21,2	26,2
1988	5,1	24,0	29,1
1989	3,6	20,8	24,4
1990	2,6	22,1	24,7
1991	0,7	23,9	24,6
1992	-0,6	24,6	24,0
1993	-0,7	25,8	25,1
1994	-0,1	25,0	24,9
1995	-0,1	24,6	24,6
1996	-1,1	23,4	22,3
1997	0,8	22,6	23,4
1998	-1,4	25,7	24,3
1999	-5,0	25,1	20,1
2000	-3,4	21,8	18,4
2001	-7,1	25,5	18,4
2002	-4,8	23,4	18,6
2003	-4,1	19,6	15,5
2004	-1,0	16,9	16,0
2005	2,8	13,1	15,9
2006	4,2	12,3	16,5
2007	2,4	13,1	15,5
2008	1,7	15,1	16,8
2009	-0,9	14,0	13,1

**Kaynak:** <http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC5A73E5CFAD2D9676>, Erişim Tarihi: 16.12.2011

Tablo 3.5'ya göre tasarruf/millî gelir oranının 1985 öncesi yıllarda nispeten daha düşük oranlarda gerçekleştiği ve bu oranın 1985 yılıyla beraber artışa geçtiği, izleyen yıllarda ise 2002 yılına kadar yüzde 20-25 bandında dalgalandığı görülmektedir. Bu yıldan sonra tasarruf oranlarında gerileme görülmüş ve 2009 yılında yüzde 14'e kadar düşmüştür. 2002 sonrasında özel tasarruflarda yaşanan

gerilemenin kısmen düşen enflasyon kısmen de artan tüketim eğiliminin bir sonucu olduğu söylenebilir.

Sonuç olarak ortaüst ve üst gelir gruplarının tasarruf eğilimi üzerinde faiz oranlarının etkili olduğu söylenebilir. Özel tasarruflarda yaşanan gerilemenin enflasyon kısmen de artan tüketim eğiliminin bir sonucu olduğu söylenebilir.



**Grafik 3.2:** Yurtiçi Tasarrufların GSMH İçindeki Payı (%) (Tablo:3.5'e göre hazırlanmıştır)

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere kamu tasarrufu/milli gelir oranı ise % 6,1 ile 1986 yılında en yüksek orana ulaşmış ve 1992 yılından sonra negatif değerlere gerilemiştir. Bu durum 2005 yılında kadar devam etmiş, bu yıl yeniden pozitif değerlere yükselmiştir. Ancak 2009 yılında yaşanan krizle birlikte tekrar negatif olmuştur.

Sonuç olarak, bu veriler kamunun ülkedeki toplam tasarruf düzeyi üzerinde negatif etki yaptığını ortaya koymaktadır. Bu bağlamda yurtiçi tasarrufların sürükleyicisinin de özel tasarruflar olduğu, özel tasarrufların ise Türkiye'de yüksek oranlarda gerçekleşen faiz oranlarından etkilendiğini söylemek mümkündür. Nitekim, söz konusu dönemlerde Türkiye'de hazine ve mevduat faiz oranlarının çok

yüksek düzeylerde olması özel tasarrufları uyarıcı bir etki yaratmıştır. Ancak, bu durumun orta ve alt gelir gruplarından çok orta-üst ve üst gelir grubundan kaynakladığını söylemek mümkündür.

### **3.5.2. Yapısal Ölçütler Göre Finansal Derinleşme**

İktisadi gelişme sürecinde, finansal sistem çok önemli bir rol oynamakta ve işlevlerini çok farklı kanallarla yerine getirmektedir. Bundan dolayı finansal sistemin gelişimi farklı ölçütlerin kullanılmasını gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda finansal sistemin yapısındaki değişikliklerin ve sistemi oluşturan alt birimlerin öneminin belirlenmesi de oldukça önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Bu göstergelerden biri de, M2/M1 oranıdır (Darıcı, 2009: 38). Bu göstergedeki artış, bir ekonominin finansal sisteminin gelişmişlik seviyesi ile doğru orantılıdır (Ağır, 2010: 93). Bu artış finansal sistemin gelişimiyle birlikte vadeli mevduat miktarının işlem amaçlı para miktarına göre daha hızlı artacağı anlamına gelmektedir (Şahin, 2002: 165).

Türkiye'deki dalgalanmanın sebebi finansal sektörde istikrarlı bir gelişmenin olmamasından kaynaklanmaktadır. Bütçe açıkları, enflasyon ve yüksek iç borçlanma ile kendisini gösteren makroekonomik istikrarsızlık reel faizlerin istikrarlı bir yapı göstermemesinin en büyük nedenidir (Kar ve Ağır, 2005: 62).

Aşağıdaki Tablo 3.6 ve Tablo 3.7'ye göre 1980-89 döneminde Türkiye'ye 17 milyon doları hisse senedi, 3 milyar 65 milyon doları da borç senetleri olmak üzere toplam 3 milyar 82 milyon dolarlık portföy yatırımı girişi olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1990 sonrası dönemde ise hisse senetleri için 2,4 milyar dolar, borçlanma kağıtları için ise 11,8 milyon dolar olmak üzere toplam 14,2 milyar dolarlık yabancı portföy yatırımı girişi gerçekleşmiştir. 2000-2010 döneminde ise yabancı portföy yatırımı girişinde çok büyük bir sıçrama yaşanmış ve 22,4 milyon dolardan 90 doları hisse senedi, 37,8 milyon doları da borçlanma senetleri olmak üzere toplam 60,2 milyon dolar gibi oldukça büyük miktarda giriş ile karşılaşmıştır.

**Tablo 3.6:** Finansal Serbestleşme Göstergeleri ve Toplam Tasarrufların GSMH İçindeki Payı (%)

YIL	Doğrudan Etki		Dolaylı			Net Etki	Toplam Tasarruflar
	Portföy Yatırımı	Net Dış Kredi Kullanımı	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	Net Hata ve Noksan	Reel Dolar Kuru	Rezerv Varlıklar	
1980	0	484	18	1.434	710	-1.302	12,8
1981	0	84	95	649	715	-388	17,4
1982	0	587	55	-75	850	-747	14,1
1983	0	483	46	4,9	939	-631	14,0
1984	0	3.210	113	469	1.019	-897	13,8
1985	0	712	99	-837	950	-785	20,5
1986	146	2.479	125	-118	908	541	25,1
1987	332	3.393	106	-506	861	579	26,2
1988	1.190	366	354	515	843	1.153	29,1
1989	1.504	-2.011	663	971	813	2.712	24,4
1990	815	3.608	700	-468	556	944	24,7
1991	805	1.323	783	948	560	-1.199	24,6
1992	3.919	5.334	779	-1.190	564	1.484	24,0
1993	5.043	10.946	622	-2.162	541	308	25,1
1994	1.088	-10.820	559	1.832	704	206	24,9
1995	1.169	4.322	772	2.432	579	4.658	24,6
1996	3.330	3.639	612	1.499	579	4.545	22,3
1997	3.054	8.281	554	-987	597	3.344	23,4
1998	-3.467	8.226	573	-713	585	447	24,3
1999	4.947	5.870	138	1.302	604	5.206	20,1
2000	2.208	12.328	112	-2.661	595	-2.997	18,4
2001	-2.939	-11.695	2.855	-2.127	740	-12.924	18,4
2002	3.599	2.380	939	-758	633	-212	18,6
2003	5.237	5.447	1.222	4.450	512	4.097	15,5
2004	10.799	21.640	2.005	1.071	451	4.342	16,0
2005	15.903	21.387	8.967	2.824	403	23.200	15,9
2006	15.389	42.971	19.261	185	385	10.625	16,5
2007	4.727	37.864	19.941	1.757	324	12.015	15,5
2008	-2.529	46.733	16.955	4.703	288	-2.758	16,8
2009	5.649	-19.297	6.858	5.066	327	791	13,1
2010	23.108	20.145	7.794	4.422	298	14.968	-

**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 15.12.2011

**Tablo 3.7:** 1980-2010 Döneminde Portföy Yatırımlarının Gelişimi (Milyon Dolar)

YILLAR	GİRİŞ			ÇIKIŞ	NET
	Portföy Hesabı- Yükümlülükler	Hisse Senetleri	Borç Senetleri	Portföy Hesabı- Varlıklar	
1980-85	0	0	0	0	0
1986	146	0	146	0	146
1987	307	0	307	-25	332
1988	1.184	0	1.184	-6	1.190
1989	1.445	17	1.428	-59	1.504
1990	681	89	592	-134	815
1991	714	147	567	-91	805
1992	3.165	350	2.815	-754	3.919
1993	4.480	570	3.910	-563	5.043
1994	1.123	989	134	35	1.088
1995	703	195	508	-466	1.169
1996	1.950	191	1.759	-1.380	3.330
1997	2.344	8	2.336	-710	3.054
1998	-5.089	-518	-4.571	-1.622	-3.467
1999	4.188	428	3.760	-759	4.947
2000	1.615	489	1.126	-593	2.208
2001	-3.727	-79	-3.648	-788	-2.939
2002	1.503	-16	1.519	-2.096	3.599
2003	3.851	905	2.946	-1.386	5.237
2004	9.411	1.427	7.984	-1.388	10.799
2005	14.670	5.669	9.001	-1.233	15.903
2006	11.402	1.939	9.463	-3.987	15.389
2007	2.780	5.138	-2.358	-1.947	4.727
2008	-3.770	716	-4.486	-1.244	-2.526
2009	2.938	2.827	111	-2.711	5.649
2010	19.617	3.468	16.149	-3.491	23.108
<b>1980-89</b>	<b>3.082</b>	<b>17</b>	<b>3.065</b>	<b>-90</b>	<b>2.992</b>
<b>1990-99</b>	<b>14.259</b>	<b>2.449</b>	<b>11.810</b>	<b>-6.444</b>	<b>7.815</b>
<b>2000-10</b>	<b>60.290</b>	<b>22.483</b>	<b>37.807</b>	<b>-20.864</b>	<b>39.426</b>

**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 15.12.2011

Tablo:3.7’de yabancı portföy yatırımlarının dağılımı incelendiğinde yabancıların daha çok faiz getiren ve borsaya oranla riski (kur riski dışında) daha düşük olan borçlanma kağıtlarına yöneldiği görülmektedir. Bu durum Türkiye’den dışarıya daha çok faiz kanalıyla kaynak aktarıldığını ve dolayısıyla ülke içinde paylaşılabilir gelirin büyük ölçüde bu kanalla azaldığını ortaya koymaktadır. Diğer taraftan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sadece portföy yatırımı girişini değil, aynı zamanda ülkemizden de bu kanal ile sermaye çıkışına da imkan sağlamıştır. Nitekim 1980-89 döneminde ülkemizden portföy yatırımları amacıyla

yurt dışına çıkan toplam sermaye miktarı sadece 90 milyon dolar iken bu rakam 1990-99 döneminde 6,4 milyon dolara, 2000-10 döneminde ise 20,8 milyon dolara yükselmiştir. Dolayısıyla yerli yatırımcılar da yurt dışındaki portföy yatırım kazançlarından yararlanmaya çalışmışlardır. Böylece söz konusu yatırımlar kanalıyla Türkiye'ye kaynak girişi olmuş, ülke içinde paylaşılabilir gelir miktarı artmıştır. Ancak, ülkemize gelen ve ülkemizden çıkan portföy yatırımlarının net değerine bakıldığında ülkemize gelen kaynağın daha fazla olabileceğini öngörmek yanlış olmayacaktır. Nitekim net portföy yatırım değeri 1980-89 döneminde 2,9 milyondolar iken, 1990-99 döneminde 7,8 milyon dolar, 2000-10 döneminde ise 39,4 milyon dolar olmuştur.

Görüldüğü gibi 1980 sonrası dönemde ülkemize net bir portföy yatırımı girişi olmuş dolayısıyla da bu yatırımların elde ettiği düzeyde bir gelir yurtdışına aktarılmıştır.

### **3.5.3. Ürün Çeşitliliği Göre Finansal Derinleşme**

Finansal derinleşme göstergelerinden bir tanesini de finansal piyasalardaki ürün çeşitliliği oluşturmaktadır. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde piyasalardaki ürün çeşitliliği fazladır. Türkiye'de ise ürün çeşitliliğinin fazla olduğunu söylemek oldukça güçtür. Bu durum, piyasa aktörlerinin bir taraftan tasarruflarını birbirinden farklı yatırım enstrümanlarında değerlendirilmesine olanak sunmakta, diğer taraftan da fona ihtiyacı olan birimlerin alternatif borç alabilme kabiliyetleri gelişmiş olmakta, doğal olarak da sisteme daha fazla fon çekilebilmektedir. Finansal araçlar para ve sermaye piyasası araçları olarak temelde iki farklı grup oluştururlar. Para piyasası araçları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, finansman bonoları, teminat mektupları vb. gibi vadeleri bir yılın altında, likit ve daha az maliyetli finansal araçlardan oluşmaktadır. Sermaye piyasası araçları ise vadeleri bir yılın üzerinde ve genellikle gelişmiş organize piyasalar olarak nitelendirilmektedir. Sermaye piyasasının araçları para piyasasının araçlarına göre çok daha değişkendir ve riskleri fazladır. Sermaye piyasası araçlarında vade yapıları uzun olduğundan dolayı daha az likittirler. Sermaye piyasası araçları olarak da, hisse senetleri, devlet tahvilleri, ipotek senetleri, tüketici ve ticari krediler gibi araçlar

sayılabilir. Eğer bir finansal sistem, para ve sermaye piyasalarında işlem gören, finansal araçları eşitlendirebilmiş ise gelişmiş bir finansal sistem olarak adlandırılabilir (Gnal, 2006: 29).

Sonuç olarak, Türkiye’de finansal derinleşmenin yeterince olmadığı ve finansal piyasaların oldukça sığ olduğu görülmektedir. Türkiye’de finansal sistemlerin gelişmesi ve ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki oluşturabilmesi için uzun dönemde, finansal sistemlerin bir bütün olarak büyütülmesi, finansal sistemlerin boyutlarının ve kurumlarının çeşitlenmesine izin verilmesi, tasarruf hacminin genişletilerek finansal sistemler aracılığıyla verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesi gibi finansal sistemi güçlendirecek adımlar atılmalıdır. Ayrıca makroekonomik istikrarsızlığın olduğu bir ekonomide finans piyasalarının gelişmesi oldukça güçtür. İstikrarlı bir makroekonomik yapının oluşturulmasıyla finans piyasalarının gelişmesi hem daha sağlıklı olacak hem de finansal sistem ekonomideki gerçek işlevini daha iyi bir şekilde getirecektir.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE FİNANSAL DERİNLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ: 1990-2010

#### 4.1 ANALİZDE KULLANILAN EKONOMETRİK YÖNTEME İLİŞKİN AÇIKLAMALAR

##### 4.1.1 Durağan Olmayan Modeller ve Birim Kök Testleri

Zaman serisi analizinde yapılan istatistiki sonuçların güvenilir olması için durağanlık kavramı önemlidir. Durağanlığın önemi şu şekilde açıklanabilir.

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Z_t + e_t, \forall t \in T \quad 4.1$$

regresyon denklemi ele alındığında; klasik regresyonun varsayımı gereği denklemdaki  $Y_t$  ve  $Z_t$  durağan özelliğe sahip dizi,  $E(e_t) = 0$  ve  $\gamma_e(h) = \delta^2$ ,  $h=0$ 'dır. Eğer denklemda durağan olmayan değişken varsa sahte regresyon vardır denir. Sahte regresyon varlığında, çözümlenmelerden elde edilen  $R^2$  değeri yüksek ve t istatistiği önemli görünür; ancak elde edilen sonuçlar anlamlı gerçeklere dayandırılmaz. Granger ve Newbold (1974) bunu şu şekilde ifade etmişlerdir (Ertek, 1996: 379-380)

$$Y_t = Y_{t-1} + e_{yt} \quad 4.2$$

ve

$$Z_t = Z_{t-1} + e_{zt} \quad 4.3$$

$E(e_{yt}) = 0$  ve  $E(e_{zt}) = 0$ ,  $\gamma_{e_{yt}}(h) = \delta^2$  ve  $\gamma_{e_{zt}}(h) = \delta^2$ ,  $h=0$  birbirinden bağımsız değişkenler olmak üzere, yukarıdaki eşitlikler yardımıyla  $Y_t$  ve  $Z_t$  serileri elde edilsin.  $Y_t$  ve  $Z_t$  serileri ardışık olarak tekrarlandığında elde edilen serilerin her biri kullanılarak yukarıdaki (4.1) eşitliği tahmin edilsin.  $Y_t$  ve  $Z_t$  serileri birbirinden bağımsız olduğu için bu denklemin tahmininden elde edilen sonuçlar anlamsızdır ve iki değişken arasındaki ortaya çıkan ilişki sahtedir. Ayrıca tahmin edilen artıklar yüksek dereceden otokorelasyona sahiptir. Eğer denklemdaki  $e_t$  değişkeni stokastik trende sahipse  $e_t$  hiçbir zaman azalmayacaktır, bu nedenle modeldeki herhangi bir

sapma sürekli olacaktır.  $\alpha_0$  terimi regresyon denkleminde çıkartılır,  $e_t$  yeniden ifade edilirse;

$$e_t = Y_t - \alpha_1 Z_t \quad 4.4$$

elde edilir. Burada  $Y_t$  ve  $Z_t$  serileri (4.2) ve (4.3) eşitliklerinden elde edilirse ve başlangıç değeri  $Y_0 = Z_0=0$  alınırsa,

$$e_t = \sum_{i=1}^t e_{Yi} - \alpha_1 \sum_{i=1}^t e_{Zi} \quad 4.5$$

olacaktır. (4.5) eşitliğinde,  $t$  değeri arttıkça (4.1) eşitliğindeki serinin varyansında arttığı görülür.  $t \rightarrow \infty$  alındığında  $Var(Y_t) \rightarrow \infty$  olacağından,  $e_t$  durağan değilse regresyon denklemi anlamsızdır. Çözümler için temel varsayımlar sağlanmadığından hipotez testlerindeki  $t$  istatistiği,  $F$  istatistiği ve  $R^2$  değeri güvenilir olmayacaktır. Özetle seri durağan olmadığında istatistiki sonuç çıkarımlar için kullanılan testler geçerliliğini yitirecektir (Enders, 2004: 55).

Genel olarak zaman serileri; trend (eğilim), mevsimsel dalgalanma, konjonktürel dalgalanma ve düzensiz değişimin lineer bileşimlerinden oluşur. Trend bir zaman serisinin uzun dönemde gösterdiği kararlı davranıştır. Bir seride trend artan, azalan, doğrusal ya da doğrusal olmayan şekilde görülebilir. Mevsimsel dalgalanma bir zaman serisinin belirli aralıklarla tekrarlanan davranışdır. Seri mevsimsel dalgalanmaya sahipse periyodik olarak bazı dönemlerde daha yüksek ya da daha düşük değerler alacaktır. Konjonktürel dalgalanma bir zaman serisinin dönem dönem ortaya çıkan değişimlerini yansıtan davranıştır. Trendin etrafındaki uzun süren dalgalanmalarda denilebilir. Mevsimsel dalgalanmadan farkı düzensiz ve periyodik olmayan yapıda olmasıdır. Düzensiz değişim ise bir zaman serisinin zamandan bağımsız, belli dönemlerde ortaya çıkan ve hata terimi ile ifade edilebilecek değişimleridir. Önceden tahmin edilmesi mümkün olmayan olayların etkilerini yansıtır. Eğer seri bu değişkenlerin birinin veya daha fazlasının lineer bileşiminden oluşuyorsa, seri düzensiz ya da dalgalı hareket eder. Özellikle ekonomik zaman serisi datalarında, seriler trend, mevsimsel dalgalanma ve düzensiz değişim değişkenlerinden oluşan stokastik unsurlara sahiptirler. Bu unsurlar aşağıdaki fark denklemleri yardımıyla ifade edilebilirler (Vogelvang, 2005; 278);

Trend :  $T_t = 1 + 0.1t$

Mevsimsel :  $S_t = 1.6 \sin(t\pi/6)$

Düzensiz :  $I_t = 0.7I_{t-1} + e_t$

Bu denklemlerde;

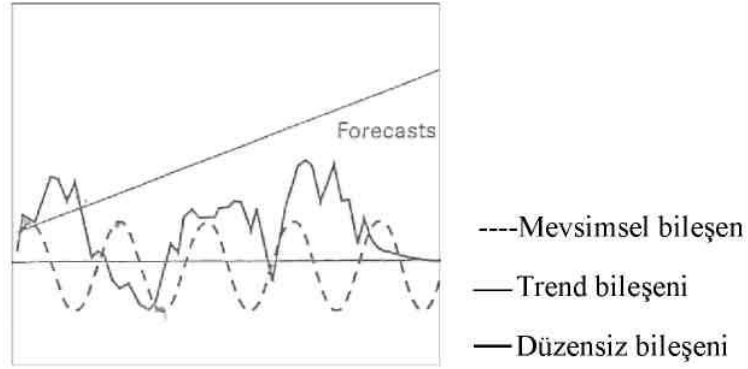
$T_t$  serinin y dönemindeki trend bileşenini,

$S_t$  serinin t dönemindeki mevsimsel bileşenini,

$I_t$  serinin t dönemindeki düzensiz bileşenini ve

$e_t$  serinin t dönemindeki hata terimini, ifade eder.

Özetle zaman serileri, stokastik bileşen içeren fark denklemlerini tahminiyle ilgilidir. Uygulamada öncelikle serinin durağanlığını etkileyen böyle bir değişkene sahip olup olmadığı incelenir ve çeşitli teknikler kullanılarak seri bu değişkenlerden arındırılır. Şekil 4.1'de zaman serilerinin bileşenleri gösterilmiştir.



Şekil 4.1 Zaman Serisi Bileşenleri (Enders, 2004: 57)

Serilerin zaman grafiği yardımıyla görsel olarak bu bileşenlerin varlığı görülebilir. Ayrıca bu grafik yardımıyla seride herhangi bir kopma olup olmadığı ya da seride herhangi bir aykırı nokta olup olmadığı gözlemlenebilir.

Durağan dışılığın nedenlerinden en önemlileri yukarıda da belirtildiği gibi serinin trende ya da mevsimsel dalgalanmaya sahip olmasıdır. Zaman serisi

analizlerinde öncelikle serinin durağanlığı araştırılır. Eğer seri durağan değilse durağan dışılığın nedenleri tespit edilir ve durağanlığı sağlamak için seri bu değişkenlerden arındırılır (Önel, 2004: 83)

$$T_t = Y_{t-1} + \mu \quad 4.6$$

ve

$$Y_t = Y_{t-1} + e_t \quad 4.7$$

t=0 olmak üzere (4.6) ve (4.7) eşitliğindeki  $Y_t$  serileri ardışık olarak yazıldığında,

$$Y_t = Y_0 + \mu t \quad 4.8$$

ve

$$Y_t = Y_0 + \sum_{s=1}^t e_s \equiv Y_0 + v_t \quad 4.9$$

modeli elde edilir.  $Y_0 = 0$  ya da bir sabit alındığında (4.8) eşitliğinde verilen serinin ortalaması ve varyansı  $t$ 'ye bağlı olduğundan seri durağan değildir. Burada  $\mu t$  deterministik trend bileşenidir. Deterministik trend, serinin zaman içinde yavaş ve düzgün hareketlerle artması yada azalması olarak kendini gösterir. Deterministik trende sahip seriler trend durağan seriler olarak ifade edilir ve TS ile gösterilir. (4.8) modelinin sağ tarafına  $v_t$  gibi bir durağan süreç eklendiğinde aşağıdaki (4.10) modeli elde edilir,

$$Y_t - Y_0 - \mu t = u_t \quad 4.10$$

Elde edilen (4.10) modeli trend durağan bir seridir. Burada  $Y_t$  durağan değildir, ancak modelden  $\mu t$  bileşenin çıkarılmasıyla seri durağan hale gelir.  $Y_0 = 0$  alındığında (4.9) eşitliğinde verilen ortalaması ve varyansı sırasıyla;  $E(Y_t)=0$ ,  $\text{Var}(Y_t) = t\sigma^2$  olduğundan durağan değildir. Buradaki  $v_t \equiv \sum_{s=1}^t e_s$  stokastik trenddir. Stokastik trend, serinin sabit zaman aralıklarında belli bir artma yada azalma eğilimi göstermeden sürekli değişim göstermesidir. Stokastik trende sahip serilere ise fark durağan seriler denir ve fark durağan seriler DS ile ifade edilir. Fark durağan seriler durağan değildir ve serinin farkı alınarak durağan hale getirilir. Yukarıda ifade edilen (4.7) modeli fark durağan seridir ve literatürde rassal yürüyüş modeli olarak bilinir.

Burada  $Y_t$  durağan değildir, (4.7) denkleminin iki tarafından  $Y_{t-1}$  çıkarılarak,

$$Y_t - Y_{t-1} = Y_{t-1} - Y_{t-1} + e_t$$

$$\Delta Y_t = e_t \quad 4.11$$

elde edilen (4.11) modeli durağandır.

Fark durağan serileri trend durağan serilerden ayıran en önemli özellik  $e_t$  ler sürekli olduğundan herhangi bir değişimin (şokların) etkisinde sürekli. Trend durağan serilerde bu değişimin etkisi daha kısa sürelidir. Serilerin fark durağan mı yoksa trend durağan mı olduğu serilerin grafikleri yardımıyla belirlenebilir. Fark durağan seriler merkezi çizgi (central line) ile ifade edilen doğrunun etrafında saçılım gösterir. Ancak trend durağan seride böyle bir doğru yoktur. Finansal gözlemlerden elde edilen serinin trend durağan mı yoksa fark durağan mı olduğunun araştırılmasının iki önemli nedeni vardır. Birincisi ekonomik dinamikleri anlamada önemli rol oynar. Fark durağan serilerde mevcut olan merkezi çizgi yardımıyla merkezdeki geçici sapmalardan sonra ekonominin eski haline döneceği beklenir. İkincisi ise fark durağan ve trend durağan serilerde trend elimine edilirken farklı yöntemler kullanılmasıdır. Doğru bileşen seriden çıkarılmadığı için durağanlık sağlanamaz (Hatanaka, 1996: 65).

Durağanlığın, istatistiki çıkarımlar için önemi kısaca özetlenmiştir. Durağanlığı tespit etmek için bazı test yöntemleri geliştirilmiştir. En belirgin yöntem birim kök testleridir. Bu yöntem serinin karakteristik denkleminin köklerine bağlıdır. Serinin karakteristik denklemlerinin bütün kökleri birim çemberin içinde yer alıyorsa seri durağan, en az bir tanesi birim çemberin üzerinde ya da dışında yer alıyorsa seri durağan değildir. Aynı zamanda serinin birim çember üzerinde yer alan karakteristik kök sayısı, seri durağan hale gelene kadar kaç kez farkının alınması gerektiğini de gösterir.

Birim kök sınamalarında literatürde Dickey-Fuller testi, Genişletilmiş Dickey-Fuller testi, Phillips-Perron testi, Molinas ve Schwert testi, Hall testi, Sims testi gibi birçok test yöntemi geliştirilmiştir. Ancak uygulamada en çok Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen Dickey-Fuller testi ve Genişletilmiş Dickey-

Fuller testi kullanılır. Aşağıda Dickey-Fuller birim kök testlerinin nasıl uygulandığı kısaca anlatılacaktır (Snowdon vd., 1995; 241).

Birim kök analizinde serinin birim kök içerip içermediğinin sınanmasında birçok test olmasına rağmen, Dickey- Fuller testi uygulamada en sık tercih edilen yöntemdir. Bu test, modeldeki parametrelerin en küçük kareler tahmin edicisinin (OLS) dağılımına dayanan bir yöntemdir. Dickey-Fuller testi ile serinin birim köklü olduğu sonucuna varılırsa, seri fark alma yöntemiyle birim kökten arındırılır.  $e_t \sim WN(0, \sigma^2)$  olmak üzere,

$$Y_t = \varphi Y_{t-1} + e_t, t = 1, 2, 3, \dots, n \quad 4.12$$

deterministik trend içermeyen birinci dereceden otoregresif zaman serisi modeli ele alınsın. (4.12) modelinin her iki tarafından  $Y_{t-1}$  bileşeni çıkarılırsa,  $\nabla$  fark operatörü olmak üzere modelin birinci dereceden farkı;

$$\nabla Y_t = (\varphi - 1)Y_{t-1} + e_t \quad 4.13$$

dır. Denklemde  $\gamma = (\varphi - 1)$  yazılırsa,

$$\nabla Y_t = \gamma Y_{t-1} + e_t \quad 4.14$$

elde edilir. (4.12) modelinin birim kök sınamasında  $H_0: \varphi = 1$ 'e karşı test edilen  $H_0: \varphi < 1$  alternatif hipotez ile  $H_0: \gamma = 0$ 'e karşı test edilen  $H_0: \gamma \neq 0$  alternatif hipotezi eşdeğerdir (Enders, 2004: 59). Eğer test sonucu  $\varphi = 1$  veya  $\gamma = 0$  ise (4.12) modeli birim kök içermektedir ve seri durağan değildir, aksi halde seri durağandır denir.

Yapısal olarak regresyon modeline benzeyen (4.12) modelinde alınan n tane gözlem sonucunda  $\varphi$ 'nin en küçük kareler tahmin edicisi;

$$\hat{\varphi}_n = \frac{\sum_{t=1}^n Y_t Y_{t-1}}{\sum_{t=1}^n Y_{t-1}^2} \quad 4.15$$

$$\hat{\varphi}_n = \frac{\sum_{t=1}^n Y_{t-1} e^t}{\sum_{t=1}^n Y_{t-1}^2} + \varphi \quad 4.16$$

dir. Kesrin pay ve paydası  $1/n$  ile çarpılırsa,

$$\sqrt{n}(\hat{\varphi}_n - \varphi) = \frac{\frac{1}{\sqrt{n}} \sum_{t=1}^n Y_{t-1} e_t}{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n Y_{t-1}^2} \quad 4.17$$

olarak elde edilir. Eğer  $|\varphi| < 1$  ise,  $\varphi$ 'nin en küçük kareler tahmin edicisi tutarlıdır ve  $\sqrt{n}(\hat{\varphi}_n - \varphi)$  asimptotik normaldir,

$$\sqrt{n}(\hat{\varphi}_n - \varphi) \xrightarrow{D} N(0, 1 - \varphi^2)$$

biçiminde ifade edilebilir (Dickey and Fuller, 1979: 102). Seri durağan değilse yani  $\varphi = 1$  olması durumunda  $\varphi$ 'nin en küçük kareler tahmin edicisi,

$$(\hat{\varphi}_n - 1) = \frac{\sum_{t=1}^n Y_{t-1} e_t}{\sum_{t=1}^n Y_{t-1}^2} \quad 4.18$$

dir. Kesrin pay ve paydası  $1/n^2$  ile çarpılırsa,

$$(\hat{\varphi}_n - 1) = \frac{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n Y_{t-1} e_t}{\frac{1}{n^2} \sum_{t=1}^n Y_{t-1}^2} \quad 4.19$$

$$n(\hat{\varphi}_n - 1) = \frac{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n Y_{t-1} e_t}{\frac{1}{n^2} \sum_{t=1}^n Y_{t-1}^2} \quad 4.20$$

elde edilir. Bu kesrin yakınsama hızı aşağıdaki gibidir ve bu istatistik olasılıkta sınırlıdır.

$$\frac{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n Y_{t-1} e_t}{\frac{1}{n^2} \sum_{t=1}^n Y_{t-1}^2} = O_p(1) \quad 4.21$$

$n(\hat{\varphi}_n - 1)$ 'nin asimptotik dağılımı normal değildir.  $W(r)$  bazı asimptotik dağılımların türetilmesinde kullanılan Weiner süreci olmak üzere,

$$n(\hat{\varphi}_n - 1) \xrightarrow{D} \frac{\frac{1}{2}(x_1^2 - 1)}{\int_0^1 W^2(r)dr} \quad 4.22$$

dir. Bu dağılım ve ileride bahsedilecek modelde trend ve kesme noktası olup olmadığı durumlar için  $n(\hat{\varphi}_\mu - 1)$  ile  $n(\hat{\varphi}_\tau - 1)$ 'nin dağılımları Dickey-Fuller dağılımıdır. Serinin birim kök içerip içermediğini sınamak için  $n(\hat{\varphi}_n - 1)$  test istatistiği yardımıyla  $H_0: \varphi = 1$ 'e karşı test edilen  $H_0: \gamma = 0$  yokluk hipotezi  $H_0: \varphi < 1$  ya da  $H_0: \gamma \neq 0$  alternatif hipotezine karşı test edilir (Maddala and Kim, 2002: 88).

Serinin hata terimlerinin bilinmemesi durumunda regresyonda olduğu gibi  $t$  istatistiği yerine  $\hat{\tau}_n$  istatistiği kullanılmaktadır.  $n(\hat{\varphi}_n - 1)$  test istatistiği serinin en küçük kareler tahmin edicisinin standart hatası ile normalleştirilirse;

$$\hat{\tau}_n = \frac{(\hat{\varphi} - 1)}{SE(\hat{\varphi})} \quad 4.23$$

$\hat{\tau}_n$  istatistiği elde edilir.  $H_0: \varphi = 1$  hipotezini  $H_0: \varphi < 1$  hipotezine karşı test etmek için  $\hat{\tau}_n$  istatistiği de kullanılabilir. Bu dağılım ve ileride bahsedilecek olan  $\hat{\tau}_\mu$  ve  $\hat{\tau}_\tau$  Dickey-Fuller  $\tau$  dağılımı olarak bilinmektedir.  $\tau$  dağılımı bilinen Student  $\tau$  dağılımından farklıdır. Çünkü Dickey-Fuller  $\tau$  dağılımı sola çarpıktır ve uygulamada  $\tau$  istatistiğinden elde edilen sonuçlar negatiftir, özellikle büyük örneklem değerlerinde -2'den çok farklıdır. Student  $\tau$  dağılımı için oluşturulmuş kritik değerler kullanılarak sınama yapıldığında yokluk hipotezi sürekli reddedileceğinden, bu kritik değerler  $\tau$  dağılımı için uygun değildir. Bu nedenle Dickey ve Fuller (1979) tarafından  $n(\hat{\varphi}_n - 1)$  ve  $\tau_n$  istatistiklerinin dağılımı için kritik değerler hesaplanarak tablolştırılmıştır.  $n(\hat{\varphi}_n - 1)$  istatistiğinin aldığı değer tablo değerinden küçükse  $H_0: \varphi = 1$  yokluk hipotezi red edilir yani seri durağandır aksi halde seri birim köke sahiptir denir.

Dickey-Fuller tarafından birim kök testi üç farklı model için düşünülmüştür. (4.24) modeli deterministik trend içermeyen bir modeldir. Model değiştiğinde hesaplanan istatistik ve kritik değerler de farklı olacaktır.  $e_t \approx WN(0, \sigma^2)$  olmak üzere,

$$Y_t = \alpha + \varphi Y_{t-1} + e_t \quad 4.25$$

sabit terimli, deterministik trend içermeyen model ele alınsın. Modelin en küçük kareler tahmin edicisi (OLS),  $\bar{Y}_{(i)} = \frac{1}{n-1} \sum_{t=2}^n Y_{t-i}$  olmak üzere;

$$\hat{\varphi}_\mu = \frac{\sum_{t=2}^n (Y_t - \bar{Y}_{(0)})(Y_{t-1} - \bar{Y}_{(1)})}{\sum_{t=2}^n (Y_{t-1} - \bar{Y}_{(1)})^2} \quad 4.26$$

olarak hesaplanır. Eğer model (4.26)'da verildiği gibi ise serinin birim kök içerip içermediğini sınamak için  $n(\hat{\varphi}_n - 1)$  test istatistiği yardımıyla  $H_0 : \varphi = 1$  ya da  $H_0 : \gamma = 0$  yokluk hipotezi  $H_0 : \varphi < 1$  ya da  $H_0 : \gamma \neq 0$  alternatif hipotezine karşı test edilir (Maddala and Kim, 2002: 104). Serinin hata terimlerinin bilinmemesi durumunda  $n(\hat{\varphi}_\mu - 1)$  istatistiği yerine  $\hat{\tau}_n$  istatistiği kullanılmaktadır.

Model, sabit terim ve deterministik trend eklenerek en geniş haliyle düşünüldüğünde,

$$Y_t = \alpha + \delta t + \varphi Y_{t-1} + e_t \quad 4.27$$

olarak yazılır. Bu durumda serinin birim kök sınamasında  $n(\hat{\varphi}_n - 1)$  ya da  $\tau_\tau$  test istatistiği yardımıyla  $H_0 : \varphi = 1$  ya da  $H_0 : \gamma = 0$  yokluk hipotezi  $H_0 : \varphi < 1$  ya da  $H_0 : \gamma \neq 0$  alternatif hipotezine karşı test edilir.

(4.26) ve (4.27) modelleri içinde Fuller tarafından sırasıyla  $\tau_\mu$  ve  $\tau_\tau$  için kritik değerleri hesaplanarak tablollaştırılmıştır. Eğer hesaplanan istatistikler bu değerlerin soluna düşerse seri durağan, aksi halde seri birim köke sahiptir denir.

Dickey-Fuller test istatistiği hata terimlerinin beyaz gürültü süreci olması varsayımına dayanmaktadır. Ancak uygulamada özellikle finansal zaman serilerinde bu varsayım karşılık gelen bir süreç bulmak oldukça zordur. Birinci dereceden otoregresif süreçlerle açıklanamayan, daha yüksek dereceden bir veri süreci düşünülün.

$p > 2$  olmak üzere,

$$Y_t = \varphi_1 Y_{t-1} + \varphi_2 Y_{t-2} + \dots + \varphi_p Y_{t-p} + e_t \quad 4.28$$

(4.28) modeli birinci dereceden otoregresif bir süreç olarak modellenirse hata terimi  $e_t = \varphi_2 Y_{t-2} + \dots + \varphi_p Y_{t-p} + v_t$  gibi bir ifade olacaktır. Bu durumda serinin hata terimleri otokorelasyonludur.  $e_t$ 'lerin beyaz gürültü süreci olmaması testin varsayımına aykırı olduğundan yüksek dereceden seriler için Dickey-Fuller testinin kullanılması doğru sonuçlar elde edilmesini engeller. Ortaya çıkan bu aksaklıklar nedeniyle Dickey ve Fuller bu konuyu yeniden değerlendirmişlerdir. Seriyeye, serinin gecikmeli değerlerini de ilave ederek daha geniş test denklemini elde etmişlerdir.

Test denklemini elde etmek için (4.28) modelinde  $\varphi_p Y_{t-p+1}$  terimi bir eklenip bir çıkarılırsa;

$$Y_t = \varphi_1 Y_{t-1} + \varphi_2 Y_{t-2} + \dots + \varphi_{p-2} Y_{t-p+2} + (\varphi_{p-1} + \varphi_p) Y_{t-p+1} - \varphi_p \Delta Y_{t-p+1} + e_t$$

elde edilir ve bu denklemden  $(\varphi_{p-1} + \varphi_p) Y_{t-p+2}$  yetimi bir eklenip bir çıkarılırsa,

$$Y_t = \varphi_1 Y_{t-1} + \varphi_2 Y_{t-2} + \dots - (\varphi_{p-1} + \varphi_p) \Delta Y_{t-p+2} - \varphi_p \Delta Y_{t-p+1} + e_t \quad 4.29$$

elde edilir. Bu şekilde terimler eklenip çıkarılmaya devam edilirse, serinin fark denklemini  $\gamma = -(1 - \sum_{i=1}^p \varphi_i)$  ve  $\beta_i = -\sum_{j=1}^p \varphi_j$  olmak üzere;

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + e_t \quad 4.30$$

elde edilir. Eklenen gecikme değerleri ile elde edilen (3.30) modeli Genişletilmiş Dickey- Fuller modelidir (Enders, 2004: 60). Serinin karakteristik denkleminde,  $p$  tane karakteristik köklerinden en az bir tanesi 1 oluyorsa, AR(p) serisi durağan değildir. Serinin birim kök sınavında,  $H_0 : Y_t$  serisi birim köklüdür ya da  $H_0 : \gamma = 0$  ya da yokluk hipotezi altında;

$$\tau = \frac{\gamma_1}{SE(\gamma_1)} \quad 4.31$$

$\tau$  test istatistiği kullanılarak serinin birim köke sahip olup olmadığı test edilir. (3.30) modeline sadece sabit terim eklendiğinde,

$$\Delta Y_t = \varphi_0 + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + e_t \quad 4.32$$

elde edilir ve birim kök sınavında  $\tau_\mu$  test istatistiği kullanılır. (4.32) denkleminde trend bileşeni eklendiğinde,

$$\Delta Y_t = \varphi_0 + \gamma Y_{t-1} + \varphi_2 t + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + e_t \quad 4.33$$

elde edilir ve  $\tau_\tau$  istatistiği kullanılır.

Dickey-Fuller test istatistiğinde kullanılan kritik değerler Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) test istatistiğinde de kullanılır. Ancak Fuller tarafından hesaplanan kritik değerler sınırlı sayıda olduğundan MacKinnon (1991) tarafından üretilen kritik değerlerde test istatistiğinde kullanılabilir (Enders, 2004: 61).

ADF testlerinde hata terimindeki var olan otokorelasyon sorunu seriye gecikme değerleri eklenerek ortadan kaldırılır. Ancak seriye dahil edilen gecikme sayısını belirlemek ADF testleri için bir başka sorundur. Eğer seriye fazla gecikme değeri eklenirse test gücünü kaybeder ve birim köklerin tespiti zorlaşır.

Gecikme sayısını belirlemek için Akaike (AIC), Schwarz (SIC), Hannan-Quinn (HQ), Genişletilmiş Akaike (MAIC), Genişletilmiş Schwarz (MSIC) gibi çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Örneğin Schwert tarafından gecikme sayısı  $k$ , gözlem sayısı  $N$ 'nin bir fonksiyonu olarak düşünülmüştür.  $c=12$  ve  $d=4$  olmak üzere;

$$k = \text{Int} \left( c \left( \frac{N}{100} \right)^{1/d} \right) \quad 4.33$$

dir. Ancak Schwert'in önerdiği yöntem  $k$  değerini sabit tuttuğu için ARMA(p,q) modelinde bütün  $p$  ve  $q$  değerleri için kullanışlı değildir. Çoğunlukla ekonomik veriler seçildiğinde gecikme sayısı  $k$  için, Akaike Bilgi Kriteri (AIC) veya Schwarz Bayesian Kriterlerinden (SIC) biri kullanılır. Bu kriterlere göre gecikme sayısı  $k$ , belirlenen amaç fonksiyonunu minimize eden değerdir. Akaike Bilgi Kriteri (AIC) kullanıldığında  $c_n = 2$  olmak üzere;

$$l_k = \log \hat{\sigma}_k^2 + k \frac{c_n}{n} \quad 4.34$$

fonksiyonunu minimize eden değer  $k$  değeri olarak seğilir. Schwarz Bayesian Kriteri (SIC) kullanıldığında (4.34) denkleminde  $c_n = \log n$  değeri kullanılır (Maddala and Kim, 2002: 104).

Dickey-Fuller testleri birim kök sınanmasında en sık tercih edilen yöntem olmasına rağmen, içerdiği bir takım eksiklikler nedeniyle, teste bazı eleştiriler getirilmiştir.

- Otoresif hareketli ortalama serisine uyan bir veri süreci kullanıldığında, hareketli ortalama bileşenini de içerdiğinden, otoresif süreçlerle açıklanan Dickey-Fuller testlerinin nasıl kurgulanacağı bilinmemektedir.
- Tahmin denkleminde otoresif terimlerin tamamına yer verilmedikçe,  $y$ 'nın ve standart hatalarının tahmini mümkün değildir. Otoresif süreç tam olarak bilinmediğinden, modele dahil edilecek  $k$  gecikme sayısının belirlenmesi problem olmaktadır.
- Dickey- Fuller test istatistikleri, tek bir birim kök üzerinde durmaktadır.  $p$ -inci dereceden bir otoresif süreç ise  $p$  tane karakteristik köke sahiptir. Eğer seride  $m < p$  tane birim kök varsa serinin durağan hale gelebilmesi için  $m$  kere farkının alınması gerekir.
- Serinin sabit terim yada trend içerip içermediği tam olarak kestirilememektedir. Uygun terimin modele eklenmemesi testin gücünü zayıflatmaktadır.

Yukarıda sayılan eleştiriler bunlardan bazılarıdır (Enders, 2004: 63). Zaman içinde çeşitli test yöntemleri geliştirilerek ve bazı kısıtlamalar eklenerek eleştirilere çözüm getirilmeye çalışılmıştır.

#### **4.1.2 Engle- Granger Testi İle Eşbütünleşme Analizi**

Kointegrasyon analizin tespitinde tek denklemlilik durumunda kullanılan Engle - Granger testi, literatürde iki aşamalı yöntem adıyla da geçmektedir. İki aşamada uygulanan bu test, en küçük kareler tahmin yöntemine dayanır. Engle-Granger testinin ilk aşaması, değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkiyi belirlemeye yöneliktir. Testin ilk aşamasında iki değişken arasında kointegrasyon olup

olmadığına karar verilir. Kointegrasyon vektörünün tahminine geçilmeden önce, değişkenlerin Dickey - Fuller test yöntemiyle durağan olup olmadığı incelenir. Birim kök sınaması sonucu, eğer değişkenler durağan ise ikinci aşamaya gerek yoktur. Test sonucunda değişkenlerin farklı derecelerden entegre olduğu bulunmuşsa öyle ki;  $Y_t$  serisi 1.dereceden entegre olmuş (I(1)) bir seri ve  $Z_t$  serisi 2.dereceden entegre olmuş (I(2)) bir seri ise, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinden söz edilemez. Ancak her iki serinin de 1. dereceden eşbütünleşik (I(1)) olduğu belirlenmişse, iki değişken arasındaki uzun dönem ilişkiyi belirlemek için,

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 Z_t + e_t \quad 4.35$$

regresyon denkleminde en küçük kareler yöntemi (OLS) kullanılarak  $\beta_0$  ve  $\beta_1$  parametreleri tahmin edilir. Bu denklemden elde edilen hata terimleri (artıklar),

$$\hat{e}_t = Y_t - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 Z_t \quad 4.36$$

olmak üzere, bu hata terimlerinin durağanlığı

$$\Delta \hat{e}_t = \theta_1 \hat{e}_{t-1} + \varepsilon_t \quad 4.37$$

denklemini kullanılarak test edilir. Eğer test sonucu  $H_0 : \theta_1 = 0$  red edilemezse,  $e_t$  hata terimleri durağan değildir ve  $Y_t$  ile  $Z_t$  serileri arasında eşbütünleşme yoktur.

Engle- Granger testinin 2. aşaması değişkenlerin kısa dönemli ilişkilerini belirlemeye yöneliktir. Testin ikinci aşamasında (4.36) denkleminde elde edilen hata terimleri ile hata düzeltme modeli oluşturulur. Hata düzeltme modeli; değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkilerini uyuşturma aracıdır (Gujarati, 1999: 22). Modelde yer alan değişkenlerden birisine gelen rasgele şokun, diğer değişkenlere etkisi ve bu şokun atlatılarak yeniden uzun dönem dengeye yönelip yönelmeyeceğini belirlemeye yönelik bir uygulamadır.

$Y_t$  ve  $Z_t$  birinci dereceden eşbütünleşik seriler olmak üzere, bu değişkenlere ait hata düzeltme modeli;

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \alpha_\gamma [Y_{t-1} - \beta_1 Z_{t-1}] + \sum_{i=1} \alpha_{11}(i) \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1} \alpha_{12}(i) \Delta Z_{t-i} + \varepsilon_{\gamma t} \quad 4.38$$

$$\Delta Z_t = \alpha_2 + \alpha_z [Y_{t-1} - \beta_1 Z_{t-1}] + \sum_{i=1} \alpha_{21}(i) \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1} \alpha_{22}(i) \Delta Z_{t-i} + \varepsilon_{z t} \quad 4.39$$

$\beta_i$  (4.35) denkleminde verilen kointegrasyon vektörü,  $\varepsilon_{yt}$  ve  $\varepsilon_{zt}$  beyaz gürültü süreci ve diğer değişkenler modeldeki parametrelerdir. Engle ve Granger (t-1) dönemdeki uzun süreli dengeden sapmayı gösteren  $\hat{e}_{t-1}$  hata teriminin değerini (4.38) ve (4.39) denkleminde  $(Y_{t-1} - \beta_1 Z_{t-1})$  yerine koyarak,

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \alpha_\gamma \hat{e}_{t-1} + \sum_{i=1} \alpha_{11}(i) \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1} \alpha_{12}(i) \Delta Z_{t-i} + \varepsilon_{yt} \quad 4.40$$

$$\Delta Z_t = \alpha_2 + \alpha_z \hat{e}_{t-1} + \sum_{i=1} \alpha_{21}(i) \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1} \alpha_{22}(i) \Delta Z_{t-i} + \varepsilon_{zt} \quad 4.41$$

denklemlerini elde etmişlerdir. Böylece uzun dönemli denge ilişkisinden yararlanılarak hata terimi modelinin daha kolay tahmin edileceğini önermişlerdir. Çünkü (4.40) ve (4.41) denklemleri birinci dereceden farkı alınmış iki değişkenli VAR modelidir.

Granger,  $Y_t$  değişkeninin geçmiş değerlerinin modele dahil edilmesi  $Z_t$  değişkeninin açıklanmasına yardımcı oluyorsa bu iki değişken arasında nedensellik ilişkisi olabileceği üzerinde durmuştur. (4.40) ve (4.41) denklemleri VAR analizi kullanılarak parametreler tahmin edildiğinde,

- Eğer  $a_z = 0$  ise,  $Z_t$  değişkenindeki herhangi bir değişim, uzun süreli dengeden sapmanın nedeni değildir denir. Tam tersi  $\alpha_y = 0$  bulunursa,  $Y_t$  değişkenindeki herhangi bir değişim, uzun süreli dengeden sapmanın nedeni değildir denir.
- Eğer  $\alpha_z = 0$  ve  $\forall i$  için,  $\alpha_{21}(i) = 0$  ise  $\Delta Y_t$  değişkeni  $\Delta Z_t$ 'nin nedeni değildir denir. Tam tersi,  $\alpha_y = 0$  ve  $\forall i$  için,  $\alpha_{11}(i) = 0$  ise  $\Delta Z_t$  değişkeni  $\Delta Y_t$ 'nin nedeni değildir denir (Enders, 2004: 71).

#### 4.1.3. Hata Düzeltme Modeli (ECM)

Hata düzeltme mekanizmasının temelinde ekonomik değişkenler arasında uzun vadede bir denge ilişkisi varsayımı vardır. Kısa dönemde bu uzun dönem dengesinden sapmalar meydana gelmektedir. Uzun dönemde bu sapmaların giderek artmasının önlenmesi için ECM kullanılmaktadır. Hata düzeltme mekanizması ile bu sapmaların bir sonraki dönemde düzeltilmesi amaçlanmaktadır. İlk kez Sağan (1964,

1984) tarafından kullanılan teknik, Davidson.Hendry. Srba & Yeo (1978) ile tanıtılmıştır. Engle ve Granger ile yaygınlaştırılan teknikte, değişkenlerin birinci farkları ile eşbütünleşme regresyonunun bir dönem gecikmeli hatalarını da içermektedir. Bu modeli kullanmanın avantajlarından en önemlileri, değişkenler arasındaki dengesizliğin belirlenerek düzeltilmesini sağlamak ve kısa ve uzun dönem nedenselliklerin ortaya konulmasıdır (Uçan, 2013: 154).

Hata düzeltme modeli en genel haliyle Denklem (4.42)'deki gibi oluşturulmaktadır (Uçan, 2013: 154).

$$\begin{aligned}
 \Delta x_i &= \alpha_1 + \sum_{i=1}^n \lambda_i x_{t-1} + \sum_{i=1}^n \beta_i y_{t-1} + \sum_{i=1}^n \gamma_i z_{t-1} + \dots + \theta_1 e_{t-1} + u_{t_1} \\
 \Delta y_i &= \alpha_2 + \sum_{i=1}^n \lambda_i x_{t-1} + \sum_{i=1}^n \beta_i y_{t-1} + \sum_{i=1}^n \gamma_i z_{t-1} + \dots + \theta_2 e_{t-1} + u_{t_2} \\
 \Delta z_i &= \alpha_3 + \sum_{i=1}^n \lambda_i x_{t-1} + \sum_{i=1}^n \beta_i y_{t-1} + \sum_{i=1}^n \gamma_i z_{t-1} + \dots + \theta_3 e_{t-1} + u_{t_3} \\
 &\dots\dots\dots \\
 &\dots\dots\dots
 \end{aligned}
 \tag{4.42}$$

Denklem (4.42)'de x, y, z,... değişkenleri için  $\Delta$  fark operatörüdür.  $\lambda, \beta, \gamma, \dots$  dönemdeki katsayılarını verirken  $e_{t-1}$  hata düzeltme terimidir. Hata düzeltme terimi, model dinamiğini uzun dönem dengesinde tutmaya çalışmakta ve değişkenleri de bu denge etrafında salınmaya zorlar. Hata düzeltme terimi katsayılarının,  $\theta_1, \theta_2, \theta_3, \dots$ , negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkması uzun dönem dengesinden sapmanın varlığını gösterirken, ne kadar sürede tekrar uzun dönem dengesinin yakalanacağı konusunda da fikir vermektedir. Denge durumunda kısa dönemli sapmalar hata düzeltme teriminin katsayısının büyüklüğüne bağlı olarak düzeltilecektir (Uçan, 2013: 154).

## 4.2 UYGULAMA

### 4.2.1 Ekonomik Büyüme Belirleme Modelleri Uygulamaları

Bu bölümde öncelikle modellerde yer alan değişkenler hakkında bilgi verilecek olup, bu değişkenlerin durağan olup olmadıkları birim kök testleri yardımıyla araştırılacaktır. Daha sonra modeller ayrı ayrı incelenerek JJ (Johansen-Juselius) Eş Bütünleşme Testi ve şayet eş bütünleşme bulunursa ECM (Hata düzeltme Modeli) testleri uygulanacaktır.

### 4.2.2 Modellerde Kullanılacak Veri Seti

Çalışmada, 1990:1–2010:4 yılları arası üçer aylık veriler kullanılmıştır. Kullanılan değişkenlere ait zaman serileri IMF, TCMB, Hazine Bakanlığı, TÜİK’den alınmıştır. Verilerin analizinde E-Views 6.0 beta programlarından faydalanılmıştır. Modellerde kullanılan tüm değişkenler aşağıdaki Tablo 4.1’de özetlenmiştir.

**Tablo 4.1** Modelde kullanılan değişkenler

ANALİZDE KULLANILAN DEĞİŞKENLER	DEĞİŞKENİN TANIMI
GDP	GSYİH (Çıktı)
LOANS	Kredi Payı
DEPOSITS	Mevduat Payı
M2	M1[Dolaşımdaki-Para+Vadesiz Mevduat]+Vadeli Mevduat
M3	M2 + Resmi mevduat + TCMB Mevduatları

Çıktı (GSYİH), kredi payı, mevduat payı, para arzı değişkenlerinin logaritması alınmıştır. Ayrıca gerekli duyulan değişkenlere mevsimsel düzeltme uygulanmıştır. Buna göre Çıktı (GSYİH), kredi payı, mevduat payı, para arzı endeksi değişkenlerine mevsimsel düzeltme (Eviews 6-beta\_X11) uygulanmıştır.

### 4.2.3 Birim Kök Test Sonuçları

Tablo 4.2’de ADF birim kök sonuçlarına yer verilmiştir. Modelde açıklamalarına yer verilen değişkenler (GDP, Loans, Deposits, M2, M3 ) öncelikle seviyede daha sonra da birinci farklarında durağanlık testine tabii tutulmuştur. Tüm değişkenler seviyede durağan değilken, birinci farklarında durağan bulunmuşlardır. Bu değişkenler (Çıktı (GSYİH), kredi payı, mevduat payı, para arzı) için I (1) oldukları söylenebilmektedir.

**Tablo 4.2** ADF birim kök sonuçları

DEĞİŞKENLER	DÜZEY		BİRİNCİ FARK	
	ADF DEĞERLERİ	OLASILIK DEĞERLERİ	ADF DEĞERLERİ	OLASILIK DEĞERLERİ
GDP	-2,127999	0,2345	-3,910159	0,0031
LOANS	-0,578909	0,9775	-14,89884	0,0001
DEPOSITS	-1,318761	0,617	-12,26468	0,0001
M2	-0,666663	0,8484	-11,04931	0,0001
M3	-0,158662	0,9384	-10,57245	0,0001

**Not:** ADF testi için kritik değerler Mac Kinnon (1991)’den elde edilmiştir. ADF testi, durağanlık alternatifine karşı, boş hipotezde birim kökün varlığını test etmektedir.

### 4.2.4 Mundell Fleming Modeli Uygulaması

Modeldeki değişkenler Çıktı (GDP), Kredi Payı (Loans), Mevduat Payı (Deposits), Para Arzı (M2), Para Arzı (M3) oluşmaktadır. Kullanılan model aşağıda denklem ile verilmiştir.

Model

$$\ln(\text{GDP}) = \alpha + \beta_1 \ln(\text{Loans}) + \beta_2 \ln(\text{Deposits}) + \gamma_1 \ln(\text{M2}) + \gamma_2 \ln(\text{M3}) + \epsilon$$

VAR analizinde, M3 kriterlere göre gecikme uzunluğu 6 bulunmuştur. Model ile ilgili olarak otokorelasyon, normallik ve değişken varyans sorunu yoktur. Gecikme uzunluğu ile oluşturulan VAR modelinden elde edilen eş bütünleşme analizi sonuçları Tablo 4.3’de gösterilmektedir.

**Tablo 4.3** Johansen-Juselius Eşbütünleşme Test Sonuçları

ÖZDEĞER	TRACE TESTİ(TT)	%5 KRİTİK DEĞER	OLASILIK	EŞBÜTÜNLEŞME SAYISI
0,514701	106,6889	69,81889	0,0000	HİÇ*
0,332248	55,35651	47,85613	0,0084	EN ÇOK 1*
0,207673	26,68394	29,79707	0,1094	EN ÇOK 2
0,131297	10,15649	15,49471	0,2689	EN ÇOK 3
0,002292	0,162921	3,841466	0,6865	EN ÇOK 4

ÖZDEĞER	MAXİMUM EİGEN VALUE(ME)	%5 KRİTİK DEĞER	OLASILIK	EŞBÜTÜNLEŞME SAYISI
0,514701	51,33236	33,87687	0,0002	HİÇ*
0,332248	28,67257	27,58434	0,0362	EN ÇOK 1*
0,207673	16,52745	21,13162	0,1955	EN ÇOK 2
0,131297	9,993568	14,2646	0,2123	EN ÇOK 3
0,002292	0,162921	3,841466	0,6865	EN ÇOK 4

Eş bütünleşme analizi sonuçlarına göre, % 5 düzeyinde en fazla bir eş bütünleşme vektörü olduğunu söyleyen boş hipotez her iki teste göre de reddedilmiştir. Bunun anlamı % 5 düzeyinde hem iz testi hem de maksimum öz değer testine göre en az bir eş bütünleşme ilişkisi vardır.

Model için GDP(-1)'ye göre normalize edilmiş eş bütünleşme denklemi Tablo 4.4'de gösterilmiştir. Verilen ekonomik büyüme, kredi hacmi, mevduat payı ve para arzı değerlerini göstermektedir. Parantez içindeki değerler standart hataları, köşeli parantez içindeki değerler ise t değerlerini ifade etmektedir.

**Tablo 4.4** Normalize Edilmiş Denklem ve ECM Katsayısı

EŞBÜTÜNLEŞME DENKLEMİ	GDP (-1)	DEPOSITS (-1)	LOANS (-1)	M2 (-1)	M3 (-1)
		-0.697284	0.015478	4.443741	-4.307.809
DENKLEM	1	(0.25858)	(0.19293)	(0.76909)	(0.75140)
		[-2.69656]	[ 0.08022]	[ 5.77792]	[-5.73304]
			<b>-0,28</b>		
ECM KATSAYISI			<b>[-2,02]</b>		

Not: Standart Hatalar ( ) ile & t istatistikleri [ ] ile gösterilmektedir.

0=GDP-0,69Deposits(-1) -0,01Loans(-1) +4.44M2(-1)-4.3M3(-1)-58,54					
GDP=0,69Deposits(-1) +0,01Loans(-1) -4.44M2(-1) +4.3M3(-1) + 58.54					

Hata düzeltme modeli denklemleri Tablo 4.4'de gösterilmektedir. Model için hata düzeltme katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve (sıfır ile bir arasında) negatif bulunmuştur. Örneğin, deposit %1 arttığında istatistiksel olarak ortalama GDP %0,69 artar. Loans %1 arttığında istatistiksel olarak ortalama GDP %0,01 artar. M2 %1 arttığında istatistiksel olarak ortalama GDP % 4,44 azalır. M3 %1 arttığında istatistiksel olarak ortalama GDP % 4,3 artar.

**Tablo 4.5** Hata Düzeltme Modeli

Error Correction:	D(GDP)	D(DEPOSITS)	D(LOANS)	D(M2)	D(M3)
CointEq1	<b>-0.285257</b> <b>(0.14108)</b> <b>[-2.02195]</b>	0.143441 (0.10424) [ 1.37607]	33499.98 (43156.6) [ 0.77624]	-0.108086 (0.18086) [-0.59762]	0.285814 (0.18355) [ 1.55714]
D(GDP(-1))	-0.487623 (0.17661) [-2.76108]	0.435107 (0.13049) [ 3.33444]	6798.731 (54024.0) [ 0.12585]	1.144872 (0.22640) [ 5.05682]	0.143461 (0.22977) [ 0.62436]
D(GDP(-2))	0.203040 (0.24716) [ 0.82149]	0.041905 (0.18262) [ 0.22947]	55184.95 (75607.1) [ 0.72989]	0.149187 (0.31685) [ 0.47084]	0.265989 (0.32157) [ 0.82717]
D(GDP(-3))	-0.236835 (0.22640) [-1.04609]	0.404184 (0.16728) [ 2.41620]	-213750.9 (69256.3) [-3.08637]	0.867945 (0.29024) [ 2.99047]	0.778409 (0.29456) [ 2.64265]
D(GDP(-4))	0.365883 (0.24321) [ 1.50439]	-0.482776 (0.17970) [-2.68656]	158717.1 (74398.1) [ 2.13335]	0.171438 (0.31178) [ 0.54986]	0.152732 (0.31643) [ 0.48268]
D(DEPOSITS(-1))	-0.075206 (0.21080) [-0.35677]	0.064309 (0.15575) [ 0.41289]	260000.3 (64482.8) [ 4.03209]	0.321553 (0.27023) [ 1.18991]	0.097671 (0.27425) [ 0.35613]
D(DEPOSITS(-2))	0.319383 (0.17304) [ 1.84567]	-0.509405 (0.12786) [-3.98416]	179438.5 (52934.6) [ 3.38982]	-0.679789 (0.22184) [-3.06437]	-0.131483 (0.22514) [-0.58401]
D(DEPOSITS(-3))	-0.601324 (0.25140) [-2.39189]	0.206809 (0.18575) [ 1.11336]	77617.70 (76903.9) [ 1.00928]	0.316954 (0.32229) [ 0.98345]	0.299234 (0.32708) [ 0.91486]
D(DEPOSITS(-4))	0.033903 (0.16487) [ 0.20563]	-0.030748 (0.12182) [-0.25240]	-141489.4 (50434.9) [-2.80539]	-0.423162 (0.21136) [-2.00208]	-0.453368 (0.21451) [-2.11354]
D(LOANS(-1))	0.004416 (0.00218) [ 2.02226]	-0.002221 (0.00161) [-1.37673]	-5.189.777 (667.924) [-0.77700]	0.001672 (0.00280) [ 0.59732]	-0.004424 (0.00284) [-1.55735]
D(LOANS(-2))	0.004414 (0.00218) [ 2.02169]	-0.002220 (0.00161) [-1.37639]	-5.186.883 (667.885) [-0.77661]	0.001672 (0.00280) [ 0.59736]	-0.004423 (0.00284) [-1.55700]
D(LOANS(-3))	0.501831 (0.20851) [ 2.40676]	-0.151074 (0.15406) [-0.98061]	-53368.80 (63783.3) [-0.83672]	-0.318076 (0.26730) [-1.18996]	-0.036531 (0.27128) [-0.13466]
D(LOANS(-4))	-0.172061	-0.003923	94795.76	0.265227	0.375227

	(0.20584)	(0.15209)	(62965.5)	(0.26387)	(0.26780)
	[-0.83591]	[-0.02579]	[ 1.50552]	[ 1.00513]	[ 1.40114]
D(M2(-1))	0.889853	-0.075900	-334559.4	0.416346	-0.240623
	(0.58496)	(0.43221)	(178941.)	(0.74990)	(0.76106)
	[ 1.52121]	[-0.17561]	[-1.86966]	[ 0.55520]	[-0.31617]
D(M2(-2))	1.126147	-0.691048	-324834.1	-0.341042	-0.535096
	(0.53023)	(0.39177)	(162198.)	(0.67973)	(0.68985)
	[ 2.12388]	[-1.76390]	[-2.00270]	[-0.50173]	[-0.77567]
D(M2(-3))	0.310756	0.016516	-487502.4	0.404380	-0.331492
	(0.36525)	(0.26987)	(111731.)	(0.46824)	(0.47521)
	[ 0.85080]	[ 0.06120]	[-4.36319]	[ 0.86362]	[-0.69757]
D(M2(-4))	0.778846	-1.062.569	-132125.4	-0.223778	-0.389982
	(0.31025)	(0.22924)	(94907.2)	(0.39773)	(0.40365)
	[ 2.51035]	[-4.63523]	[-1.39215]	[-0.56263]	[-0.96613]
D(M3(-1))	-1.142.858	0.251168	174890.2	-0.525447	0.054940
	(0.54971)	(0.40616)	(168157.)	(0.70471)	(0.71519)
	[-2.07902]	[ 0.61839]	[ 1.04004]	[-0.74562]	[ 0.07682]
D(M3(-2))	-0.941328	0.628708	222771.1	0.030928	0.359287
	(0.49918)	(0.36883)	(152701.)	(0.63993)	(0.64946)
	[-1.88573]	[ 1.70459]	[ 1.45887]	[ 0.04833]	[ 0.55321]
D(M3(-3))	-0.202374	-0.010240	310841.0	-0.337437	0.314763
	(0.38285)	(0.28287)	(117113.)	(0.49079)	(0.49810)
	[-0.52860]	[-0.03620]	[ 2.65419]	[-0.68753]	[ 0.63193]
D(M3(-4))	-0.724846	0.822789	335464.7	0.388808	0.607585
	(0.27378)	(0.20228)	(83748.4)	(0.35097)	(0.35619)
	[-2.64759]	[ 4.06747]	[ 4.00563]	[ 1.10781]	[ 1.70577]
C	-1.605.087	8.083137	1886892.	-6.075.265	16.08988
	(7.94000)	(5.86664)	(2428858)	(10.1788)	(10.3303)
	[-2.02152]	[ 1.37781]	[ 0.77686]	[-0.59686]	[ 1.55755]

Not:Standart Hatalar (),ile & t istatistikleri [] ile gösterilmektedir.

Hata düzeltme katsayısının değeri 0.28'dir. Bu sonuca göre ekonomik büyüme de gerçekleşen sapmaların her üç ayda yaklaşık 0.28 kadarının ortadan kalktığı söylenmektedir. Diğer bir deyişle, uyarlama katsayısı sıfıra çok yakın olmadığı için ekonomik dengesini kısa bir sürede tekrar yakalayabilecektir. Yaklaşık 1 yılda tekrar uzun dönem dengesi yakalanacaktır.

## SONUÇ

Finansal derinleşme, bir ülkede kullanılan finansal araç türlerinin artması ve bu araçların daha yaygın kullanılabilir hale gelmesidir. Ekonomik büyüme ise bir ülkede üretim kapasitesinin, üretimin ve dolayısıyla millî gelirin artması olarak tanımlanmaktadır. Büyüme için ya üretim faktörleri kullanımının artması ya da teknolojinin gelişmesi gerekmektedir. Fonksiyonlarını etkin bir biçimde yerine getiren gelişmiş finansal sistemler, bireylerin ellerindeki küçük tasarrufları büyük yatırımlara yönlendirerek, yatırımların çeşitliliğinin artmasını sağlayarak, riskleri minimize ederek ve yatırımcılara bilgi sağlama yoluyla ekonomik büyümeyi artırmaktadır.

Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye ait ilk çalışma niteliğinde olan Patrick (1966), ilişkinin iki yönlü olabileceğini belirtmiş ve bu durumu da iki şekilde açıklamıştır. Arz öncüllü birinci durumda, finansal gelişme tasarrufları artırmak, yatırımların etkinliğini geliştirmek ve kaynakları daha verimli sektörlerle tahsis etmek suretiyle ekonomik büyümeye neden olmaktadır. Bu görüşe göre, ekonomik büyümenin gerçekleşmesi için finansal gelişme ön koşul olarak görülmektedir. Talep takipli ikinci durumda, ekonomik büyüme finansal kurum ve hizmetler için talep yaratmaktadır. Bu görüşte nedensellik ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru oluşmaktadır.

Arz öncüllü yaklaşımda ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki nedenselliğin yönü, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğrudur. Arz öncüllü hipotezin iki temel fonksiyonu vardır. Bunlar; kaynakların geleneksel sektörden modern sektöre transferi ve modern sektördeki girişimleri teşvik etmek ve hızlandırmaktır. Gelişmiş bir finansal sistem, kaynakları etkin bir biçimde kullanarak yeni yatırım kararlarını desteklemekte ve tasarruf oranlarına etkide bulunarak ekonomik büyümenin yönünü belirlemektedir.

Arz öncüllü yaklaşımda finansal derinleşme, ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Bu etkinin kaynağı finansal araçların fonksiyonlarını etkin biçimde yerine getirmesidir. Finansal araçlar reel sektöre kredi sağlama

fonksiyonlarını başarılı biçimde yerine getirdikleri ölçüde ülkenin ekonomik büyümesine katkı sağlayabilmektedir.

Talep takipli yaklaşım ise arz öncüllü yaklaşımın tersi olarak ifade edilmektedir. Talep takipli yaklaşım, ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki nedenselliğin yönünün ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru olduğunu ifade etmektedir. Bu yaklaşıma göre reel ekonomide büyüme, teknolojik gelişme ve işgücü verimliliğindeki artış ile gerçekleşmektedir.

Türkiye'yi konu alan ampirik çalışmalardan Ünalmış (2002), 1970-2001 yılları arasındaki dönemi incelemiştir. Bu çalışma sonucunda; kısa vadede finansal gelişmenin ekonomik büyümeye neden olduğu, ancak uzun vadede iki yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunduğu tespit edilmiştir. Halıcıoğlu (2007) 1968-2005 yılları arasındaki dönem için finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik sonucuna ulaşmıştır.

Acaravcı (2007) tarafından 1986-2006 yılları arası için yapılan analizlerde de kısa vadede finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü ilişkinin varlığına yönelik sonuçlara ulaşılsa da uzun vadede herhangi bir ilişkinin varlığına rastlanılmamıştır. Araştırmacılar tarafından bankalarca sağlanan yurtiçi krediler ve sağlıklı bir finansal sektörün ekonomiye katkıda bulunduğu sonucuna varılmaktadır.

Sağlam ve Arslan (2008) tarafından 1987-2007 yılları arasındaki dönemde Türkiye için yapılan analizde uzun vadede denge durumu söz konusu iken, kısa vadede ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir ilişki bulunmuştur. Gerçek sektörün büyümesi ile finansal hizmetlere olan talebin artacağı, böylelikle finansal gelişmenin sağlanacağı belirtilmektedir.

Bu çalışmada, finansal derinleşme ile büyüme ilişkisinin varlığını ve yönünü tespit etmek amacıyla, literatürde yaygın olarak kullanılan Birim Kök Analizi çerçevesinde Granger nedensellik testleri uygulanmıştır. Yapılan testte Türkiye için 1990 – 2010 yılları çeyrek dönemler itibarıyla ekonomik büyüme ve finansal derinleşmeyi gösteren veriler tespit edildikten sonra ekonometrik analiz yapılmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak, GSYİH kullanılmıştır. Finansal derinleşmenin

ölçülmesinde ise, para arzlarının (M2 ve M3) GSYİH' ye oranı ile banka mevduat yükümlülüklerinin ve yurtiçi kredi hacminin GSYİH' ye oranı göstergeleri kullanılmıştır. Daha sonra finansal derinleşme göstergeleri ile ekonomik büyüme göstergeleri için VAR modeli oluşturularak, uygun gecikme uzunlukları çeşitli testler aracılığıyla belirlenmiştir. Kullanılan seriler düzey bazında durağan olmamasına rağmen, aynı derecede entegre oldukları için (hepsi I(1)) bunlar arasında uzun dönemli ilişkinin yönünü araştıran eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Eşbütünleşme bulunan modellerde vektör hata düzeltme (ECM) elde edilmiştir. Bulunan gecikme uzunlukları da dikkate alınarak, Türkiye için Granger nedensellik testleri yapılmıştır.

Test sonuçlarına göre, Türkiye'ye ait veriler için yapılan koentegrasyon analizinden elde edilen bilgiler finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasındaki tutarsızlığın kısa dönemde ortadan kalkacağı görülmüştür. Granger nedensellik analizi sonuçları ise nedenselliğin yönü tespit edilmiş, finansal derinleşme ekonomik büyümeye neden olmaktadır.

Bu çalışmada uygulanan analiz sonucunda elde ettiğim sonuçlar, Türkiye örneği için finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin var olduğunu ve bu ilişkinin yönünün ise ekonomik büyümeden, finansal gelişmeye doğru olduğunu ortaya koymuştur. Elde ettiğimiz bu sonuç, Robinson tarafından ileri sürülen ve "talep takipli hipotez" olarak adlandırılan görüşü desteklemektedir. Kısacası, "girisimci yol açar, finans ise bunu takip eder" şeklinde özetlenen bu görüş, ekonominin reel kesiminin gelişiminin finansal hizmetlere yönelik talepleri de arttıracak ileri sürmektedir.

Finansal sistem ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki her ülke için farklılıklar gösterebilmektedir. Dolayısıyla, finansal derinleşme seviyesini tespit edebilmek için başlı başına bir göstergenin mevcut olmaması gibi nedenlerle teorik tartışmalara paralel olarak finansal derinleşme ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik tartışmalarının yönü hakkında kesin bir yargıya varmak oldukça güçtür.

Finansal sistemlerin ekonomik büyümeyi pozitif etkileyebilmesi için hem gelişmiş hem de derinleşmelerini tamamlamış finans piyasalarına ihtiyaç vardır.

Finansal derinleşmenin bir göstergesi olarak, finansal kurumların çeşitliliği kadar, finansal araçlarında çeşitliliği önemlidir. Ülkemizde finansal kurumların çeşitliliğinin yeterli olmaması yanında, bankacılık sisteminin ağırlıklı olarak kullanıldığı bir finansal sistem mevcuttur. Finansal araç çeşitliliğinin de az sayıda kurum tarafından sağlanması derinleşmesini tamamlamadığını gösteren önemli göstergelerden biridir.

Finansal derinleşme ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin gerçekleşme başarısı, tasarrufların ne derece arttığına ve bu tasarrufların aktarıldığı yatırımların etkinliğine bağlıdır.

Türkiye’de ağırlıklı olarak kullanılan bankacılık sisteminde, toplanan fonların büyük bir kısmının, kamu kesimi tarafından kullanıldığı görülmektedir. Gelişmekte olan ekonomiler sınıfında yer alan Türkiye ekonomisi için, kıt olan fon kaynaklarının kamu kesimi tarafından kullanılması, bu kaynakların özel sektör tarafından verimli yatırımlara dönüştürülememesi ve özel sektöre aktarılan fonların da maliyetlerinin yüksek olması anlamına gelmektedir. Benzer bir durum Türkiye sermaye piyasası için de geçerlidir.

Türkiye’de finansal sistemler aynı zamanda borç verme ve kamu açıklarını finans etme şeklinde faaliyet göstermektedir.

Türkiye’nin içinde bulunduğu ekonomik ortam da finansal piyasalar üzerinde etkilidir. Uzun yıllardır yaşanan yüksek enflasyon ve istikrarsız ekonomik yapı, ekonomik krizlerin yaşanmasına neden olmuştur. Bunların bir sonucu olarak finansal piyasalarda kısa vadeli işlemler ağırlık kazanmıştır. Bu durum fon maliyetlerini artırmış ve uzun vadeli fon ihtiyacı duyan yatırımcıları olumsuz etkilemiştir. Aynı şekilde ekonominin istikrarsız bir yapıda olması, küçük yatırımcıların risklerini artırarak piyasadan çekilmelerine veya piyasaya girmemelerine neden olmuştur.

Sonuç olarak Türkiye’de finansal sistemlerin gelişmesi ve ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki oluşturabilmesi için uzun dönemde, finansal sistemlerin bir bütün olarak büyütülmesi, finansal sistemlerin boyutlarının ve kurumlarının çeşitlenmesine izin verilmesi, tasarruf hacminin genişletilerek finansal sistemler

aracılığıyla verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesi gibi finansal sistemi güçlendirecek adımlar atılmalıdır.

## KAYNAKÇA

- ACEMOĞLU, Daron ve ZİLİBOTTİ, Fabrizio (1997), “Was Prometheus Unbound By Chance? Risk Diversification, and Growth,” Journal of Political Economy, Cilt 10” 5, Sayı 4.
- AFŞAR, Muharrem (2004), Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- AĞIR, Hüseyin (2010), Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi, BDDK Kitapları, No: 8, Ankara.
- AKDİŞ, Muhammet (2000), Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye, Beta Yayınları, İstanbul.
- AKYÜZ, Yılmaz (2006), From Liberalization to Investment and Jobs: Lost in Translation, Discussion Paper, Turkish Economic Association.
- AKYÜZ, Yılmaz, FLASSBECK, Heiner ve KOZUL-WRIGHT, Richard (2003), “Küreselleşme, Eşitsizlik ve İşgücü Piyasası,” Der. A. H. KÖSE vd.; İktisat Üzerine Yazılar I, Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar. İletişim Yayınları, İstanbul.
- ALLEN, Larry (2003), Keseden Bankaya Tezgahtan Borsaya; Küresel Finans Sisteminin Öyküsü, Mahmut Tekçe (Çev.), Kitap Yayınevi, İstanbul.
- ALP, Ali (2001), “Bankacılık Krizleri ve Krize Karşı Politika Önerileri”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, c.25, 18, s245-385
- ASLAN, Özgür ve KÜÇÜKAKSOY, İsmail (2006), “Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı:4.
- AŞIKOĞLU, Yaman (1995), “Theories of Financial Liberalization: A Comparative

Perspective”, Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization”, SPK Yayın No: 24, Ankara.

ATA, Ahmet Yılmaz (2009), Kurumsal İktisat Çerçevesinde Yolsuzluğun Fırsat ve Motivasyonları: AB Ülkeleri Üzerine Bir İnceleme, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

ATAMTÜRK, Burak (2004), “Türkiye’de Gelişme ve Ekonomik Büyümenin Nedensellik Yönü Üzerine Bir İnceleme (1975-2003)”, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları 46. Seri, İ.Ü. İktisat Fakültesi.

BARBAROS, Funda ve EROL, Ezgi (2006), “Türkiye’de Finansal Serbestleştirmenin Makro Ekonomik Etkileri”, TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı, 11-13 Eylül 2006, Ankara.

BAŞ, Kemal (2001); "Ekonomik Büyüme, Gelir Dağılımı, Eğitim ve Nüfus Artışı İlişkileri: Türkiye Örneği", H.Ü İİBF Dergisi, Cilt 19, Sayı 1

BAŞOĞLU, Ufuk ve ali Ceylan (2001), *Finans Teori Kurum ve Araçlar*, Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa.

BDDK (2006), Finansal Sektör Değerlendirmesi, Finansal Piyasalar Raporu, BDDK Yayınları, İstanbul.

BELEK, İlker (1999), Postkapitalist Paradigmalar, 2. Baskı, Sorun Yayınları, İstanbul.

BOYER, Robert (1994), “Do Labour Institutions Matter For Economic Development? A ‘Régulation’ Approach For The OECD and Latin America With an Extension to Asia,” Ed. Gerry RODGERS; Workers, Institutions and Economic Growth in Asia. International Institute for Labour Studies, Geneva.

BOYER, Robert (2005), “How and Why Capitalism Differ,” Economy and Society. Vol. 34, No. 4.

BOYD, John H. ve SMİTH, Bruce D. (1992), “Intermediation And The Equilibrium

Allocation Of Investment Capital: Implications For Economic Development,”  
Journal Of Monetary Economics, Cilt 30, Sayı13.

COLANDER, David D. (2004), Macroeconomics, 5. Edition, Mc Graw Hill/Iwin,  
New York.

DAĞDELEN, İhsan (2004), “Liberalizasyon,” *A.Ü. S.B.F. Uluslararası  
İnsanbilimleri Dergisi*, Aralık.

DARICI, Burak (2006), Makro Ekonomik İstikrarın Sağlanması Açısından Dalgalı  
Döviz Kuru Sistemi, *Mevzuat Dergisi*, Yıl: 6, Sayı: 104,  
<http://www.mevzuatdergisi.com/2006/08a/03.htm>

DARICI, Havva, K. (2009), Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi:  
gelişmekte Olan Piyasalar Örneği, Zonguldak Karaelmaz Üniversitesi,  
Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak

DARRAT A. (1999), “Are Financial Deepening and Economic Growth Causally  
Related? Another Look at The Evidence,” *International Economic Journal*,  
Cilt 13, Sayı 3.

DEMİR, Osman (2004); "İçsel Büyüme Kapsamında Devletin Değişen Rolü",  
[http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl\\_gos.php?nt=181](http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt=181)

DİCKEY, A.D. and FULLER, W.A. (1979). Distribution of the Estimators for  
Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of the American  
Statistical Association*, 427-431 p, USA

DOĞRU, M. Kemal (2002), "Finansal Serbestleşme ve Gelir Dağılımı: Türkiye  
Örneği", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal  
Bilimler Enstitüsü, Ankara.

DOĞRUEL, Fatma ve DOĞRUEL, A. Suat (2003), “Türkiye’de Büyüme ve  
Makroekonomik İstikrar,” *Der. Ahmet Haşim KÖSE; Fikret ŞENSES; Erinc  
YELDAN; İktisat Üzerine Yazılar II- İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar-*

Oktar Türel'e Armağan. 2. Baskı, İletişim Yayınları, İstanbul.

DPT (Devlet Planlama Teşkilatı) (1995), Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyon Raporu. Yayın No: DPT:2375-ÖİK:440, Ocak.

DPT (Devlet Planlama Teşkilatı) (2003), Plan, Program ve Proje İlişkisi, <http://www.dpt.gov.tr/dptweb>, Erişim Tarihi: 18.12.2011.

DPT (Devlet Planlama Teşkilatı) (2007), Ekonomik Gelişmeler, Devlet Planlama Teşkilatı, Mart, Ankara.

DURMUŞ, Mustafa (2003), "Pazar Erişimi, Yoksulluk ve Büyüme," İktisat, İşletme ve Finans. Yıl: 18, Sa. 204, Mart.

DURUSOY, Serap (2000), "Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri", Dış Ticaret Dergisi, Sayı:18, Temmuz, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/finans.doc>, Erişim Tarihi: 16.12.2011.

ENDERS, W. (2004). Applied Econometric Time Series. USA

ERCAN, Fuat (2005), "Türkiye'de Yapısal Reformlar," Haz. Fuat ERCAN, Yüksel AKKAYA; Kapitalizm ve Türkiye I: Kapitalizm, Tarih ve Ekonomi, Dipnot Yayınları, Ankara.

ERDUT, Tijen (1998), Yeni Teknolojilerin İş İlişkileri Üzerindeki Etkisi. TÜHİS, İzmir.

ERDUT, Tijen (2004), "İş ve Gelir Güvencesi," I. Ulusal Sosyal Politika Kongresi, Türkiye Devrimci İşçi Sendikaları Konfederasyonu, Ankara.

ERDUT, Tijen (2005), "İşgücü Piyasasında Enformelleşme ve Kadın İşgücü," Çalışma ve Toplum Ekonomi ve Hukuk Dergisi, Sa: 6.

ERDUT, Tijen (2006), Çalışma Yaşamının Kalitesi, DİSK, Ankara.

ERİM, Neşe ve TÜRK, Armağan (2005), "Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme," Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (10) / 2.

- ERTEK, T., 1996. Ekonometriye Giriş, Beta Yayınları, İkinci Basım, İstanbul
- ESEN, Oğuz (1998), “Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları”, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Cilt:9, Sayı:30.
- GEREK, Sevgi (1999), Finansal Küreselleşme ve Türkiye, T.C.Anadolu Üniversitesi Yayını, Yayın No: 1095, Eskişehir.
- GUJARATİ, D.N. (1999). Temel Ekonometri. Literatür Yayıncılık, İstanbul
- GÜNAL, M. (2006), Para Banka ve Finansal Sistem, Yeni Dönem Yayıncılık, Ankara.
- GÜNAL, M. (2007) “Türkiye’de Bankacılık: Sorunlar, Gelişmeler, Çözüm Önerileri”, Türkiye Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri Edtr. Ahmet Ay, Çizgi Kitabevi, Konya, ss. 319-366.
- GÜRAN, Mehmet Cahit; Selçuk CİNGİ (2004); "Devletin Ekonomik Müdahalelerinin Etkinliği", Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi, Sayı 3
- HATANAKA, M. (1996). Time Series Based Econometrics. Oxford University Press, 3-47 p, New York.
- ILO (2004), A Fair Globalization: Creating Opportunities For All. International Labour Office, World Commission On The Social Dimension of Globalization, Geneva.
- KAR, Muhsin (2001), “Finansal Kalkınma Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi, Türkiye Örneği,” Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt 22.
- KAR, Muhsin ve AĞIR H. (2005), “Finansal Derinleşme Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme,” *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt 42, Sayı 496.
- KAR, Muhsin ve KARA, Akif (2003), “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve

Krizler”, Dış Ticaret Dergisi, Sayı:29, Temmuz,  
<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003.finans.htm>,  
Erişim Tarihi: 04.12.2011.

KARGÜL, İsmet Doğan (1983); Makro Ekonomi, Birsen Kitabevi, İstanbul 1983  
Kaya, A. Ayşen; Büyüme Teorileri, Eskişehir

KARLUK, S. Rıdvan (1998), Uluslararası Ekonomi, Yenilenmiş 5. Baskı, İstanbul.

KAZGAN, Gülten (1994), Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri, Altın Kitaplar  
Yayınevi, İstanbul.

KAZGAN, Gülten (1995), Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri, Altın Kitaplar  
Yayınevi.

KESKİN, Nagehan (2008), "Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Sermaye  
Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri", Finans Politik ve Ekonomik  
Yorumlar, Sayı:526.

KİBRİTÇİOĞLU, Aykut (1998); " İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni  
Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri", Ankara Üniversitesi Siyasal  
Bilgiler Fakültesi Dergisi, Cilt 53, No. 1-4, Ocak-Aralık

LEVINE, Ross (2000), “Bank-Based or Market Based Financial Systems: Which is  
Better,” Journal of Financial Intermediation, Cilt 11.

LEVINE, Ross (2004), “Finance And Growth: Theory And Evidence,” NBER  
Working Paper Series, Sayı 10766.

LOAYZA, Norman, SCHMIDT-HEBBEL, Klaus and SERVÉN, Luis (2000), “What  
Drives Private Saving Across The World?” The Review of Economics and  
Statistics. Vol. 82, No. 2.

LYNCH, David (1996), “Measuring Financial Sector Development: A Study of  
Selected Asia Pasific Countries”, Developing Economies, Vol. 33, No. 1, pp.  
3–33.

- MADDALA, G.S KİM, I.M. (2002). Unit Roots Cointegration and Structural Change. Cambridge University Press, USA
- MİSKHİN, Frederick S. (2004), The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Seventh Edition, Pearson Adison Wesley.
- MÜSLÜMOV, Alövsat ve ARAS, Güler (2002), “Sermaye Piyasası Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği,” İktisat İşletme Finans Dergisi, Cilt 198, Sayı 17.
- OECD (2006), Economic Policy Reforms: Going for Growth, OECD Publications, Paris.
- OKTAYER, Asuman (2007), Finansal Derinleşmenin Ekonomik Performans Üzerine Etkileri: teori ve Türkiye Uygulaması, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul
- ONUR, Sara (2005), “Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki,” ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 1, Sayı 1.
- ORHAN, O. Zekai ve ERDOĞAN, Seyfettin (2005), Para Politikası, Avcı Ofset, İstanbul
- OKSAY, Suna (2000), “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler \_İhtiyacı ve. Türk Finans Sistemi,” *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi, Cilt:75, No:10, 9–18, s.3*
- ÖNEL, G. (2004). Türkiye’de Dış Borçların Sürdürülebilirliği. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir
- ÖNGEN, Tülin (1996), Prometheus’un Sönmeyen Ateşi. Geliştirilmiş 2. Baskı, Alan Yayıncılık, İstanbul.
- ÖYMEN, Onur (2000), Geleceği Yakalamak, Remzi Kitapevi.

ÖZAKÇAOĞLU, Mehmet Bilge (2009), Finansal Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Etkisi, <http://mehmetbilgeozakcaoglu.blogcu.com/finansal-serbestlesmenin-iktisadi-buyumede-turkiye/5974888>, Erişim Tarihi: 09.06.2012.

ÖZATAY, Fatih; Öztürk, Emin; Sak, Güven (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.

ÖZATAY, Fatih ve Sak, Güven (2002) "Financial Liberalization in Turkey: Why was the Impact on Growth Limited?", Emerging Markets Finance and Trade, c. 38, s. 5, ss. 6-22.

ÖZER, H.G. (2006), "Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)", Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 189.

ÖZGÜVEN, Ali (1988), İktisadi Büyüme İktisadi Kalkınma Planlama ve Japon Kalkınması. Filiz Kitapevi, İstanbul.

ÖZTÜRK, Melda (2005), "Sermaye Birikiminde Zorunlu Bir Uğrak Olarak Kriz," Kapitalizm ve Türkiye I. haz. Ercan, Fuat; Akkaya, Yüksel; Türk Sosyal Bilimler Derneği, Dipnot Yayınlar, Ankara.

PARASIZ, İlker (1998), Türkiye Ekonomisi: 1923'den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları Uygulamaları, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.

PARASIZ, İlker (2003), İkinci Kuşak Kalkınma Politikaları ve Reformlar, Ezgi Kitabevi, Bursa.

PEHLİVAN, Sedat (2008), "Finansal Serbestleşmenin İktisat Politikalarına Etkileri ve Finansal Krizler", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

SAPANCALI, Faruk (2005), Sosyal Dışlanma, Dokuz Eylül Yayınları, İzmir.

- SELEN, Ufuk (1997), Finansal Serbestleşme ve Kamu Açıklarının Enflasyonist Etkisi, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi.
- SEYİDOĞLU Halil (2006), İktisat Biliminin Temelleri, İstanbul, Güzem Can Yayınları No:21.
- SNOWDON B. , VANE H. ve WYNARCZYK P. (1995). A Modern Guide to Macroeconomics,-An Introduction to Competing Schools of Thought. Edward Elgar, İngiltere.
- SÖNMEZ, Sinan (2003), “Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü Mü? Kalkınmanın İtici Gücü Mü?”, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Cilt:14, Sayı:49.
- ŞAHİN, Hüseyin (2002), *Türkiye Ekonomisi*, Ezgi Basımevi, Bursa.
- ŞENSES, Fikret (2003), “Gelişme İktisadı ve İktisadi Gelişme; Nereden Nereye?,” Yay. Haz. Fikret Şenses; Kalkınma İktisadı Yükselişi ve Gerilemesi. 3.Baskı, İletişim Yayınları, İstanbul.
- ŞİMŞEK, Muammer ve KADILAR, Cem (2010), “Türkiye’de Beşeri Sermaye, İhracat ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Nedensellik Analizi”, *C.Ü. Ekonomik ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 11, Sayı 1.
- ŞİRİNER, İsmail ve DOĞRU, Yılmaz (2006), Türkiye’de Büyümenin Ekonomi Politikası: 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir İnceleme. Dipnot Yayınları, Ankara.
- TBB (1998), 40. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türk Bankacılık Sistemi:1958-1997, TBB Yayın No: 207, Ekim, İstanbul.
- TBB (2003), *Bankalarımız 2002*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları No: 232, İstanbul.
- TCMB (2002), Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, TCMB, Mayıs, Ankara.

- TEMİZ, Hasan Ejder (2004), Küreselleşmenin Sosyal Boyutları ve Türkiye Açısından Etkileri. Birleşik Metal İşçileri Sendikası, İstanbul.
- TUNCER, Selahattin (1985), Türkiye’de Sermaye Piyasası,Teori Uygulama, İstanbul Matbaası, İstanbul
- TURGUT, Ahmet (2006), Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler: Türkiye Örneği (1994, 2000 ve 2001 Krizleri), Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Konya
- Türkiye İktisat Kongresi Büyüme Stratejileri Çalışma Grubu, “Büyüme Stratejileri”, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni:2003/5, Aralık 2003
- UÇAN, Okyay (2013), Döviz Kuru Dinamikleri,Seçkin Kitabevi,Ankara
- UYŞAL, Yaşar (2006), "Sıcak Para ile Saadet", Ticaret Gazetesi, 2 Haziran 2006, <http://kisi.deu.edu.tr/yasar.uyşal/>, Erişim Tarihi: 10.12..2011.
- UZUNOĞLU, Sadi, ALKİN, Kerem ve GÜRLESEL, Can Fuat (1995), Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, İMKB Araştırma Yayınları, No: 6, İstanbul.
- ÜŞTÜNEL, Besim (1983); Makro Ekonomi, 4. Ofset Baskı, Mısırlı Matbaacılık, İstanbul
- VOGELVANG, B. (2005). Econometrics, Theory and Applications with Eviews. Pearson Education, A.B.D
- WİLLİAMSON, John ve MAHAR, Molly (2002) Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, Çev: Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara.
- YALINPALA, Jale (2002), “Küreselleşmenin Emek Piyasası ve İstihdam Üzerindeki Etkileri,” Der. SOYOK, Alkan; Küreselleşme, İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar. Om Yayınevi, İstanbul.
- YAVİLİOĞLU, Cengiz (2002); "Kalkınmanın Anlambilimsel Tarihi ve Kavramsal

Kökenleri", Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 3, Sayı 1

YELDAN, Erinç (2001), Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi. 7. Baskı, İletişim Yayınları, İstanbul.

YELDAN, Erinç (2003), "Neoliberalizmin İdeolojik Bir Söylemi Olarak Küreselleşme," der. A. H. KÖSE vd.; İktisat Üzerine Yazılar I, Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar. İletişim Yayınları, İstanbul.

YETİZ, Filiz (2008), Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi, Türk Finans Sistemi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana, s.26.

YENTÜRK, Nurhan (2003), "Birikimin Kaynaklar?" Der. A. Haşim KÖSE vd; İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar, İletişim Yayınları, İstanbul.

YILMAZ, Koray R. (2005), "Türkiye'de Kapitalizmin Gelişim Evreleri: Sermaye Birikimi – Sınıf Merkezli Bir Çerçeve," Yay. Haz. Fuat ERCAN; Yüksel AKKAYA; Kapitalizm ve Türkiye I. Türk Sosyal Bilimler Derneği, Dipnot Yayınları, Ankara.

YILMAZ, Pelin (2011), Türkiye'de Finansal Serbestleşme Ve Fonksiyonel Gelir Dağılımı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

YUMUŞAK, İbrahim Güran; Yusuf TUNA (2004); "Kalkınmışlık Göstergesi Olarak Beşeri Kalkınma İndeksi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme", [http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl.gos\\_php?nt=172](http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl.gos_php?nt=172)

<http://notoku.com/01-finansal-sistem-finansal-kurumlar-ve-bankalar/#ixzz26pPIK>

78

[http://tbf.baskent.edu.tr/aka\\_dosya/2\\_Finansal\\_Sistem.pdf](http://tbf.baskent.edu.tr/aka_dosya/2_Finansal_Sistem.pdf)

[www.tuik.gov.tr](http://www.tuik.gov.tr)

<http://w2.anadolu.edu.tr/aos/>

<http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC5A73E5CFAD2D9676>, Erişim Tarihi: 16.12.2012

[http://www.ekodialog.com/acik\\_ogretim\\_iktisat/refah\\_ekonomisi\\_genel\\_denge.html](http://www.ekodialog.com/acik_ogretim_iktisat/refah_ekonomisi_genel_denge.html)

[http://www.ekodialog.com/konular/harrod\\_domar\\_modeli.html](http://www.ekodialog.com/konular/harrod_domar_modeli.html)

<http://www.isletmeportali.com/konular>

<http://www.sde.org.tr>

[http://www.stradigma.com/turkce/kasim2003/11\\_2003\\_06.pdf](http://www.stradigma.com/turkce/kasim2003/11_2003_06.pdf)

<http://www.tbb.org.tr/Content/>

<http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 15.12.2012

<http://www.yenimakale.com/bankacilik-sektoru.html#ixzz26pQ8vIGH>

<http://www.ekodialog.com/Makaleler/turkiyede-finansal-sistemin-yapisi.html>

<http://notoku.com/finansal-sistem-ve-ustlendigi-fonksiyonlar/>

[www.arastirmax.com/system/files/dergiler/2053/makaleler](http://www.arastirmax.com/system/files/dergiler/2053/makaleler)

<http://notoku.com/finansal-piyasalarin-unsurlari/>

[www.bilgiportal.com/zemin/yazi/1080/osmanlida-borclar-meselesi-ve-duyun-umumiye-idaresi](http://www.bilgiportal.com/zemin/yazi/1080/osmanlida-borclar-meselesi-ve-duyun-umumiye-idaresi)

<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz1.pdf>

[http://www.aid.sakarya.edu.tr/uploads/Pdf\\_2009\\_1\\_84.pdf](http://www.aid.sakarya.edu.tr/uploads/Pdf_2009_1_84.pdf)

## EKLER

### EK-1: KULLANILAN VERİLER

	LOANS	DEPOSITS	M2	M3	GDP
1990Q1	-0,0931	-0,3094	-0,0966	-0,06574	2,223596
1990Q2	-0,15644	-0,12909	-0,16662	-0,14061	2,294384
1990Q3	-0,29799	-0,26866	-0,32149	-0,29298	2,460738
1990Q4	-0,18044	-0,15467	-0,20946	-0,18267	2,350705
1991Q1	-0,02897	-0,02375	-0,12217	-0,09896	2,222419
1991Q2	-0,10811	-0,09442	-0,18404	-0,15928	2,292772
1991Q3	-0,27666	-0,23234	-0,34202	-0,3189	2,478243
1991Q4	-0,13278	-0,09999	-0,21529	-0,1935	2,347901
1992Q1	-0,01752	-0,00779	-0,15052	-0,1203	2,256226
1992Q2	-0,05774	-0,03806	-0,20348	-0,17163	2,316692
1992Q3	-0,21895	-0,1697	-0,34729	-0,32242	2,500663
1992Q4	-0,09062	-0,09027	-0,24455	-0,21696	2,37086
1993Q1	0,023621	0,004324	-0,16503	-0,13664	2,27717
1993Q2	-0,06338	-0,08798	-0,26684	-0,23801	2,363212
1993Q3	-0,20897	-0,2433	-0,43684	-0,40245	2,531767
1993Q4	-0,06534	-0,13632	-0,33275	-0,30716	2,406012
1994Q1	0,119565	0,040427	-0,27319	-0,23854	2,299248
1994Q2	-0,02683	-0,00513	-0,22674	-0,19777	2,314201
1994Q3	-0,21825	-0,14111	-0,36807	-0,34258	2,496364
1994Q4	-0,11023	-0,0565	-0,3057	-0,2875	2,381416
1995Q1	-0,00769	0,030947	-0,2087	-0,18126	2,292681
1995Q2	-0,07382	-0,03612	-0,22855	-0,20741	2,369314
1995Q3	-0,24472	-0,16472	-0,36571	-0,33997	2,533759
1995Q4	-0,02853	-0,0013	-0,26311	-0,24424	2,409237
1996Q1	-0,04319	0,080038	-0,18446	-0,15127	2,328818
1996Q2	-0,01894	0,021488	-0,21141	-0,1827	2,40303
1996Q3	-0,15657	-0,10167	-0,33427	-0,30733	2,556127
1996Q4	0,025522	0,026616	-0,21083	-0,18072	2,438794
1997Q1	0,147498	0,143884	-0,10836	-0,07785	2,357825
1997Q2	0,06621	0,062584	-0,17985	-0,14844	2,438333
1997Q3	-0,1188	-0,09191	-0,32507	-0,26234	2,585658
1997Q4	0,0324	0,033361	-0,21344	-0,17953	2,471343
1998Q1	0,133692	0,119023	-0,14493	-0,09197	2,396221
1998Q2	0,097933	0,104578	-0,13968	-0,10075	2,452232
1998Q3	-0,01349	0,016188	-0,27316	-0,23551	2,597082
1998Q4	0,094136	0,089692	-0,13316	-0,11049	2,465946
1999Q1	0,264364	0,25491	0,038194	0,060001	2,359153
1999Q2	0,20444	0,200293	-0,02964	-0,00866	2,442609
1999Q3	0,060899	0,077497	-0,14112	-0,1233	2,569038
1999Q4	0,215987	0,222127	-0,01858	-0,00183	2,456719
2000Q1	0,276721	0,297797	0,02683	0,056984	2,382766
2000Q2	0,207481	0,22422	-0,04913	-0,01647	2,469594
2000Q3	0,095116	0,097554	-0,1803	-0,15496	2,601614
2000Q4	0,245205	0,178717	-0,05139	-0,299	2,491335

2001Q1	0,463659	0,441861	0,184702	0,210704	2,378524
2001Q2	0,391604	0,323674	0,017336	0,033949	2,426822
2001Q3	0,283782	0,219828	-0,14642	-0,12052	2,567903
2001Q4	0,358818	0,267736	-0,06968	-0,05007	2,444964
2002Q1	0,434176	0,322844	-0,00106	0,025791	2,387485
2002Q2	0,399937	0,313942	-0,03309	-0,00687	2,464166
2002Q3	0,243619	0,156717	-0,19267	-0,16154	2,601025
2002Q4	0,301675	0,203515	-0,12789	-0,10785	2,491758
2003Q1	0,406591	0,283416	-0,03422	-0,00276	2,42216
2003Q2	0,331356	0,209981	-0,06907	-0,03189	2,480901
2003Q3	0,18489	0,075884	-0,18037	-0,14365	2,624511
2003Q4	0,299153	0,186379	-0,07225	-0,04483	2,519064
2004Q1	0,393609	0,271992	0,05701	0,089784	2,470702
2004Q2	0,33171	0,22878	0,007035	0,039594	2,539185
2004Q3	0,215451	0,116333	-0,1132	-0,08204	2,646798
2004Q4	0,285045	0,178286	-0,04339	-0,01512	2,545658
2005Q1	0,397952	0,283995	0,079596	0,113173	2,498397
2005Q2	0,350292	0,242381	0,060064	0,096689	2,562452
2005Q3	0,245448	0,140157	-0,03297	0,002891	2,679065
2005Q4	0,318022	0,226825	0,254632	0,293745	2,584991
2006Q1	0,454827	0,371066	0,361795	0,399895	2,525647
2006Q2	0,397016	0,324962	0,318426	0,354343	2,593744
2006Q3	0,271146	0,20182	0,199843	0,231541	2,715756
2006Q4	0,344924	0,276912	0,278326	0,308785	2,650551
2007Q1	0,435802	0,376305	0,372471	0,401749	2,583462
2007Q2	0,396246	0,339488	0,334895	0,36695	2,613803
2007Q3	0,358091	0,289558	0,30653	0,317316	2,685762
2007Q4	0,365476	0,254623	0,356245	0,356427	2,365478
2008Q1	0,286984	0,115423	0,036547	0,386542	2,536452
2008Q2	0,375412	0,065245	0,352456	0,136549	2,378954
2008Q3	0,399994	0,235644	0,236548	0,245625	2,465298
2008Q4	0,216547	0,156245	0,075426	0,135246	2,563456
2009Q1	0,405214	0,446521	0,256452	0,127456	2,444652
2009Q2	0,316542	0,152466	0,236542	0,254625	2,624535
2009Q3	0,299561	0,218654	0,003564	0,236584	2,406584
2009Q4	0,384521	0,321456	0,016584	0,023546	2,492365
2010Q1	0,378954	0,305424	0,154265	0,036542	2,654265
2010Q2	265478	0,256413	0,268945	0,395426	2,645234
2010Q3	0,395412	0,365423	0,002456	0,235426	2,465214
2010Q4	0,356249	0,316524	0,035642	0,324562	2,359857

## EK-2: ANALİZ SONUÇLARI

Null Hypothesis: DEPOSITS has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	<b>-1.318761</b>	<b>0.6170</b>
Test critical values: 1% level	-3.520307	
5% level	-2.900670	
10% level	-2.587691	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(DEPOSITS)  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/05/12 Time: 14:32  
 Sample (adjusted): 1991Q1 2010Q4  
 Included observations: 75 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEPOSITS(-1)	-0.079244	0.060090	-1.318761	0.1915
D(DEPOSITS(-1))	-0.513994	0.108158	-4.752269	0.0000
D(DEPOSITS(-2))	-0.741118	0.087859	-8.435342	0.0000
D(DEPOSITS(-3))	-0.460598	0.102078	-4.512229	0.0000
C	0.029290	0.011164	2.623699	0.0107
R-squared	0.577078	Mean dependent var		0.006500
Adjusted R-squared	0.552911	S.D. dependent var		0.115629
S.E. of regression	0.077315	Akaike info criterion		-2.217512
Sum squared resid	0.418435	Schwarz criterion		-2.063013
Log likelihood	88.15671	Hannan-Quinn criter.		-2.155822
F-statistic	23.87882	Durbin-Watson stat		1.947391
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(DEPOSITS) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	<b>-12.26468</b>	<b>0.0001</b>
Test critical values:		
1% level	-3.520307	
5% level	-2.900670	
10% level	-2.587691	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(DEPOSITS,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/05/12 Time: 14:34  
 Sample (adjusted): 1991Q1 2010Q4  
 Included observations: 75 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DEPOSITS(-1))	-2.811516	0.229237	-12.26468	0.0000
D(DEPOSITS(-1),2)	1.247662	0.152569	8.177691	0.0000
D(DEPOSITS(-2),2)	0.469238	0.102396	4.582583	0.0000
C	0.020796	0.009166	2.268938	0.0263
R-squared	0.811707	Mean dependent var		-0.004180
Adjusted R-squared	0.803751	S.D. dependent var		0.175432
S.E. of regression	0.077717	Akaike info criterion		-2.219638
Sum squared resid	0.428831	Schwarz criterion		-2.096038
Log likelihood	87.23642	Hannan-Quinn criter.		-2.170286
F-statistic	102.0238	Durbin-Watson stat		1.960132
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: GDP has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 5 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.127999	0.2345
Test critical values:		
1% level	-3.516676	
5% level	-2.899115	
10% level	-2.586866	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(GDP)  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/05/12 Time: 14:50  
 Sample (adjusted): 1991Q3 2010Q4  
 Included observations: 78 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP(-1)	-0.200582	0.094258	-2.127999	0.0368
D(GDP(-1))	-0.649941	0.133619	-4.864141	0.0000
D(GDP(-2))	-0.566349	0.155209	-3.648943	0.0005
D(GDP(-3))	-0.307850	0.162900	-1.889805	0.0629
D(GDP(-4))	0.258954	0.144679	1.789851	0.0777
D(GDP(-5))	0.392895	0.111565	3.521682	0.0008
C	0.501160	0.233044	2.150494	0.0349
R-squared	0.730845	Mean dependent var		0.000860
Adjusted R-squared	0.708100	S.D. dependent var		0.119123
S.E. of regression	0.064360	Akaike info criterion		-2.563203
Sum squared resid	0.294093	Schwarz criterion		-2.351704
Log likelihood	106.9649	Hannan-Quinn criter.		-2.478536
F-statistic	32.13144	Durbin-Watson stat		1.837327
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 4 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.910159	0.0031
Test critical values:		
1% level	-3.516676	
5% level	-2.899115	
10% level	-2.586866	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(GDP,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/05/12 Time: 14:50  
 Sample (adjusted): 1991Q3 2010Q4  
 Included observations: 78 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GDP(-1))	-2.285105	0.584402	-3.910159	0.0002
D(GDP(-1),2)	0.475353	0.514027	0.924764	0.3582
D(GDP(-2),2)	-0.218761	0.383623	-0.570250	0.5703
D(GDP(-3),2)	-0.606482	0.237381	-2.554888	0.0127
D(GDP(-4),2)	-0.379369	0.114080	-3.325465	0.0014
C	0.005497	0.007649	0.718627	0.4747
R-squared	0.880093	Mean dependent var		-0.002253
Adjusted R-squared	0.871766	S.D. dependent var		0.184078
S.E. of regression	0.065918	Akaike info criterion		-2.527015
Sum squared resid	0.312850	Schwarz criterion		-2.345730
Log likelihood	104.5536	Hannan-Quinn criter.		-2.454444
F-statistic	105.6934	Durbin-Watson stat		1.807014
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: LOANS has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.578909	0.9775
Test critical values:		
1% level	-4.076860	
5% level	-3.466966	
10% level	-3.160198	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(LOANS)  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/05/12 Time: 14:52  
 Sample (adjusted): 1991Q1 2010Q4  
 Included observations: 80 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOANS(-1)	-0.059025	0.101959	-0.578909	0.5644
D(LOANS(-1))	-0.623101	0.123620	-5.040446	0.0000
D(LOANS(-2))	-0.844547	0.083457	-10.11958	0.0000
D(LOANS(-3))	-0.563554	0.099655	-5.655052	0.0000
C	0.029097	0.024990	1.164376	0.2480
@TREND(1990Q1)	1.19E-05	0.000870	0.013737	0.9891
R-squared	0.721876	Mean dependent var		0.006709
Adjusted R-squared	0.703084	S.D. dependent var		0.116964
S.E. of regression	0.063734	Akaike info criterion		-2.596171
Sum squared resid	0.300586	Schwarz criterion		-2.417519
Log likelihood	109.8468	F-statistic		38.41362
Durbin-Watson stat	1.834053	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: D(LOANS) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-14.89884	0.0001
Test critical values:		
1% level	-4.076860	
5% level	-3.466966	
10% level	-3.160198	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(LOANS,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/05/12 Time: 14:53  
 Sample (adjusted): 1991Q1 2010Q4  
 Included observations: 80 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOANS(-1))	-3.123161	0.209624	-14.89884	0.0000
D(LOANS(-1),2)	1.454901	0.130351	11.16141	0.0000
D(LOANS(-2),2)	0.579756	0.095219	6.088652	0.0000
C	0.040481	0.015352	2.636814	0.0102
@TREND(1990Q1)	-0.000458	0.000308	-1.486700	0.1413
R-squared	0.876049	Mean dependent var		-0.001959
Adjusted R-squared	0.869438	S.D. dependent var		0.175601
S.E. of regression	0.063450	Akaike info criterion		-2.616653
Sum squared resid	0.301947	Schwarz criterion		-2.467776
Log likelihood	109.6661	F-statistic		132.5196
Durbin-Watson stat	1.849103	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: M2 has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.666663	0.8484
Test critical values:		
1% level	-3.514426	
5% level	-2.898145	
10% level	-2.586351	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(M2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/05/12 Time: 14:53  
 Sample (adjusted): 1991Q1 2010Q4  
 Included observations: 80 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.035660	0.053490	-0.666663	0.5070
D(M2(-1))	-0.506304	0.114085	-4.437937	0.0000
D(M2(-2))	-0.746725	0.092083	-8.109244	0.0000
D(M2(-3))	-0.367316	0.109854	-3.343666	0.0013
C	0.008276	0.010632	0.778392	0.4388
R-squared	0.522428	Mean dependent var		0.003064
Adjusted R-squared	0.496957	S.D. dependent var		0.126211
S.E. of regression	0.089516	Akaike info criterion		-1.928346
Sum squared resid	0.600978	Schwarz criterion		-1.779470
Log likelihood	82.13385	F-statistic		20.51108
Durbin-Watson stat	1.862123	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.04931	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.514426	
5% level	-2.898145	
10% level	-2.586351	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(M2,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/05/12 Time: 14:53  
 Sample (adjusted): 1991Q1 2010Q4  
 Included observations: 80 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-2.676344	0.242218	-11.04931	0.0000
D(M2(-1),2)	1.143541	0.160296	7.133919	0.0000
D(M2(-2),2)	0.377652	0.108356	3.485271	0.0008
C	0.010575	0.010020	1.055428	0.2946
R-squared	0.795912	Mean dependent var		-0.000986
Adjusted R-squared	0.787855	S.D. dependent var		0.193638
S.E. of regression	0.089188	Akaike info criterion		-1.947438
Sum squared resid	0.604540	Schwarz criterion		-1.828336
Log likelihood	81.89751	F-statistic		98.79586
Durbin-Watson stat	1.865614	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: M3 has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.158662	0.9384
Test critical values:		
1% level	-3.514426	
5% level	-2.898145	
10% level	-2.586351	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(M3)  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/05/12 Time: 14:54  
 Sample (adjusted): 1991Q1 2010Q4  
 Included observations: 80 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M3(-1)	-0.009086	0.057268	-0.158662	0.8744
D(M3(-1))	-0.550540	0.120389	-4.573006	0.0000
D(M3(-2))	-0.706358	0.095637	-7.385836	0.0000
D(M3(-3))	-0.405744	0.117558	-3.451434	0.0009
C	0.014963	0.011087	1.349632	0.1812
R-squared	0.477409	Mean dependent var		0.006340
Adjusted R-squared	0.449537	S.D. dependent var		0.130183
S.E. of regression	0.096587	Akaike info criterion		-1.776292
Sum squared resid	0.699673	Schwarz criterion		-1.627415
Log likelihood	76.05167	F-statistic		17.12890
Durbin-Watson stat	1.787659	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: D(M3) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.57245	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.514426	
5% level	-2.898145	
10% level	-2.586351	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(M3,2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/05/12 Time: 14:54  
 Sample (adjusted): 1991Q1 2010Q4  
 Included observations: 80 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M3(-1))	-2.677582	0.253260	-10.57245	0.0000
D(M3(-1),2)	1.119950	0.167786	6.674858	0.0000
D(M3(-2),2)	0.408453	0.115563	3.534450	0.0007
C	0.015313	0.010795	1.418480	0.1601
R-squared	0.780217	Mean dependent var		-0.000265
Adjusted R-squared	0.771541	S.D. dependent var		0.200775
S.E. of regression	0.095965	Akaike info criterion		-1.800956
Sum squared resid	0.699908	Schwarz criterion		-1.681855
Log likelihood	76.03824	F-statistic		89.93179
Durbin-Watson stat	1.789673	Prob(F-statistic)		0.000000

Vector Autoregression Estimates

Date: 10/05/12 Time: 14:36

Sample (adjusted): 1990Q3 2010Q4

Included observations: 79 after adjustments

Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	GDP	DEPOSITS	LOANS	M2	M3
GDP(-1)	0.321225 (0.13448) [ 2.38872]	0.312293 (0.14142) [ 2.20825]	136971.3 (56641.1) [ 2.41823]	0.935192 (0.15114) [ 6.18770]	0.552849 (0.12872) [ 4.29486]
GDP(-2)	-0.436616 (0.12903) [-3.38392]	0.711131 (0.13569) [ 5.24082]	-115400.9 (54346.0) [-2.12345]	0.234891 (0.14501) [ 1.61979]	0.572353 (0.12351) [ 4.63416]
DEPOSITS(-1)	0.470768 (0.13035) [ 3.61163]	0.517326 (0.13708) [ 3.77390]	26514.64 (54902.4) [ 0.48294]	0.352025 (0.14650) [ 2.40293]	-0.106089 (0.12477) [-0.85026]
DEPOSITS(-2)	0.029000 (0.12715) [ 0.22807]	-0.026357 (0.13372) [-0.19711]	-8164.357 (53556.8) [-0.15244]	-0.617813 (0.14291) [-4.32317]	-0.225694 (0.12171) [-1.85430]
LOANS(-1)	1.90E-08 (3.0E-07) [ 0.06400]	1.44E-07 (3.1E-07) [ 0.46187]	-0.057941 (0.12494) [-0.46375]	-1.01E-06 (3.3E-07) [-3.02865]	-5.19E-07 (2.8E-07) [-1.82774]
LOANS(-2)	-8.25E-07 (3.2E-07) [-2.54292]	-1.04E-07 (3.4E-07) [-0.30492]	0.205150 (0.13667) [ 1.50109]	-4.00E-07 (3.6E-07) [-1.09647]	1.09E-06 (3.1E-07) [ 3.50855]
M2(-1)	0.036298 (0.14041) [ 0.25851]	0.049941 (0.14766) [ 0.33821]	150409.6 (59140.5) [ 2.54326]	0.410987 (0.15781) [ 2.60437]	0.908965 (0.13440) [ 6.76295]
M2(-2)	-0.269197 (0.18096) [-1.48759]	0.059429 (0.19031) [ 0.31228]	-59924.35 (76220.9) [-0.78619]	-0.307043 (0.20338) [-1.50968]	0.077486 (0.17322) [ 0.44732]
M3(-1)	-0.108432 (0.15662) [-0.69234]	-0.177421 (0.16471) [-1.07720]	-60995.69 (65967.3) [-0.92464]	0.215775 (0.17602) [ 1.22584]	-0.123073 (0.14992) [-0.82093]
M3(-2)	0.406574 (0.13446) [ 3.02381]	9.78E-05 (0.14140) [ 0.00069]	-34341.27 (56633.3) [-0.60638]	0.424559 (0.15112) [ 2.80948]	-0.053192 (0.12871) [-0.41329]
C	2.699572 (0.24944) [ 10.8223]	-2.463490 (0.26233) [-9.39090]	-50772.97 (105066.) [-0.48325]	-2.892330 (0.28035) [-10.3169]	-2.718062 (0.23877) [-11.3834]

R-squared	0.678314	0.843461	0.177207	0.882372	0.921018
Adj. R-squared	0.631007	0.820441	0.056208	0.865073	0.909403
Sum sq. resids	0.322731	0.356928	5.73E+10	0.407657	0.295710
S.E. equation	0.068892	0.072450	29017.02	0.077427	0.065944
F-statistic	14.33860	36.63977	1.464534	51.00920	79.29522
Log likelihood	105.1690	101.1908	-917.9489	95.94159	108.6229
Akaike AIC	-2.384026	-2.283312	23.51769	-2.150420	-2.471466
Schwarz SC	-2.054103	-1.953389	23.84762	-1.820497	-2.141543
Mean dependent	2.472745	0.117224	3360.630	-0.060676	-0.028757
S.D. dependent	0.113411	0.170975	29868.59	0.210787	0.219089
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.071806			
Determinant resid covariance		0.033929			
Log likelihood		-426.8331			
Akaike information criterion		12.19831			
Schwarz criterion		13.84792			

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: GDP DEPOSITS LOANS M2 M3

Exogenous variables: C

Date: 10/05/12 Time: 14:37

Sample: 1990Q1 2010Q4

Included observations: 69

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-597.2799	NA	26.25913	17.45739	17.61928	17.52162
1	-468.7020	234.7944	1.307278	14.45513	15.42648	14.84050
2	-386.2898	138.5481	0.250408	12.79101	14.57182	13.49751
3	-346.2851	61.45654	0.166903	12.35609	14.94636	13.38373
4	-260.2362	119.7202	0.030099	10.58656	13.98628	11.93534
<b>5</b>	<b>-202.7285</b>	<b>71.67617</b>	<b>0.012909</b>	<b>9.644305</b>	<b>13.85349*</b>	<b>11.31423</b>
6	-151.9666	55.91167*	0.007107*	8.897583	13.91623	10.88865*
7	-119.9227	30.65068	0.007255	8.693413*	14.52152	11.00562

\* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Date: 10/05/12 Time: 14:38  
Sample (adjusted): 1991Q3 2010Q4  
Included observations: 71 after adjustments  
Trend assumption: Linear deterministic trend  
Series: GDP DEPOSITS LOANS M2 M3  
Lags interval (in first differences): 1 to 5

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
<b>None *</b>	<b>0.514701</b>	<b>106.6889</b>	<b>69.81889</b>	<b>0.0000</b>
<b>At most 1 *</b>	<b>0.332248</b>	<b>55.35651</b>	<b>47.85613</b>	<b>0.0084</b>
At most 2	0.207673	26.68394	29.79707	0.1096
At most 3	0.131297	10.15649	15.49471	0.2689
At most 4	0.002292	0.162921	3.841466	0.6865

**Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level**

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.514701	51.33236	33.87687	0.0002
At most 1 *	0.332248	28.67257	27.58434	0.0362
At most 2	0.207673	16.52745	21.13162	0.1955
At most 3	0.131297	9.993568	14.26460	0.2123
At most 4	0.002292	0.162921	3.841466	0.6865

**Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level**

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b\*S11\*b=I):

GDP	DEPOSITS	LOANS	M2	M3
-32.52253	4.148800	2.348606	-100.3221	104.5735
-41.77097	7.926368	7.210208	21.44803	-16.87392
-0.212222	-11.82800	18.45741	-10.65105	-1.225463
23.50453	-39.55779	14.59799	122.9706	-119.4138
8.692122	8.601669	-12.69861	74.95378	-76.55312

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(GDP)	0.009302	0.016553	0.012183	0.000610	0.000267
D(DEPOSITS)	-0.004241	-0.001635	-0.002098	0.001814	0.001462

D(LOANS)	-7213.218	2488.679	-130.8117	594.2123	-125.4639
D(M2)	-0.023080	-0.017121	0.004097	-0.003209	0.000839
D(M3)	-0.025779	-0.014172	0.008378	0.009566	0.000368

1 Cointegrating Equation(s):                      Log likelihood                      -194.1973

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

GDP	DEPOSITS	LOANS	M2	M3
1.000000	-0.127567	-0.072215	3.084696	-3.215418
	(0.16550)	(0.12458)	(0.65526)	(0.64054)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(GDP)	-0.302509
	(0.19946)
D(DEPOSITS)	0.137937
	(0.15537)
D(LOANS)	234592.1
	(43117.8)
D(M2)	0.750624
	(0.21095)
D(M3)	0.838394
	(0.23642)

2 Cointegrating Equation(s):                      Log likelihood                      -179.8610

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

GDP	DEPOSITS	LOANS	M2	M3
1.000000	0.000000	0.133724	10.46531	-10.63955
		(0.22750)	(2.32090)	(2.27122)
0.000000	1.000000	1.614355	57.85676	-58.19792
		(1.44221)	(14.7131)	(14.3982)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(GDP)	-0.993962	0.169799
	(0.29659)	(0.05012)
D(DEPOSITS)	0.206252	-0.030560
	(0.25256)	(0.04268)
D(LOANS)	130637.6	-10200.01
	(67316.6)	(11376.3)
D(M2)	1.465781	-0.231462
	(0.31502)	(0.05324)
D(M3)	1.430377	-0.219285
	(0.36784)	(0.06216)

3 Cointegrating Equation(s):                      Log likelihood                      -171.5973

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

GDP	DEPOSITS	LOANS	M2	M3
-----	----------	-------	----	----

1.000000	0.000000	0.000000	8.060228 (1.63719)	-8.177720 (1.64088)
0.000000	1.000000	0.000000	28.82188 (7.04914)	-28.47792 (7.06505)
0.000000	0.000000	1.000000	17.98544 (4.52714)	-18.40983 (4.53735)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(GDP)	-0.996548 (0.28020)	0.025698 (0.07849)	0.366066 (0.10561)
D(DEPOSITS)	0.206697 (0.25201)	-0.005748 (0.07060)	-0.060472 (0.09499)
D(LOANS)	130665.3 (67309.0)	-8652.768 (18855.9)	-1411.552 (25370.8)
D(M2)	1.464912 (0.31332)	-0.279920 (0.08777)	-0.102034 (0.11810)
D(M3)	1.428599 (0.36172)	-0.318385 (0.10133)	-0.008084 (0.13634)

---



---

4 Cointegrating Equation(s):                      Log likelihood                      -166.6005

---



---

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

GDP	DEPOSITS	LOANS	M2	M3
1.000000	0.000000	0.000000	0.000000	-0.377055 (0.04516)
0.000000	1.000000	0.000000	0.000000	-0.584195 (0.10569)
0.000000	0.000000	1.000000	0.000000	-1.003575 (0.13988)
0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	-0.967797 (0.01120)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(GDP)	-0.982216 (0.30653)	0.001579 (0.22357)	0.374967 (0.13084)	-0.632893 (0.84936)
D(DEPOSITS)	0.249341 (0.27527)	-0.077517 (0.20077)	-0.033987 (0.11750)	0.635866 (0.76276)
D(LOANS)	144632.0 (73462.0)	-32158.49 (53580.2)	7262.755 (31357.0)	851486.6 (203556.)
D(M2)	1.389485 (0.34166)	-0.152978 (0.24920)	-0.148879 (0.14584)	1.509985 (0.94672)
D(M3)	1.653450 (0.38685)	-0.696806 (0.28215)	0.131564 (0.16513)	3.369361 (1.07193)

---



---

Vector Error Correction Estimates  
Date: 10/05/12 Time: 14:41  
Sample (adjusted): 1991Q2 2010Q4  
Included observations: 73 after adjustments  
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1				
<b>GDP(-1)</b>	<b>1.000000</b>				
<b>DEPOSITS(-1)</b>	<b>-0.697284</b> (0.25858) [-2.69656]				
<b>LOANS(-1)</b>	<b>0.015478</b> (0.19293) [ 0.08022]				
<b>M2(-1)</b>	<b>4.443741</b> (0.76909) [ 5.77792]				
<b>M3(-1)</b>	<b>-4.307809</b> (0.75140) [-5.73304]				
<b>C</b>	<b>-58.54840</b>				

Error Correction:	D(GDP)	D(DEPOSITS)	D(LOANS)	D(M2)	D(M3)
<b>CointEq1</b>	<b>-0.285257</b> (0.14108) [-2.02195]	0.143441 (0.10424) [ 1.37607]	33499.98 (43156.6) [ 0.77624]	-0.108086 (0.18086) [-0.59762]	0.285814 (0.18355) [ 1.55714]
<b>D(GDP(-1))</b>	<b>-0.487623</b> (0.17661) [-2.76108]	0.435107 (0.13049) [ 3.33444]	6798.731 (54024.0) [ 0.12585]	1.144872 (0.22640) [ 5.05682]	0.143461 (0.22977) [ 0.62436]
<b>D(GDP(-2))</b>	<b>0.203040</b> (0.24716) [ 0.82149]	0.041905 (0.18262) [ 0.22947]	55184.95 (75607.1) [ 0.72989]	0.149187 (0.31685) [ 0.47084]	0.265989 (0.32157) [ 0.82717]
<b>D(GDP(-3))</b>	<b>-0.236835</b> (0.22640) [-1.04609]	0.404184 (0.16728) [ 2.41620]	-213750.9 (69256.3) [-3.08637]	0.867945 (0.29024) [ 2.99047]	0.778409 (0.29456) [ 2.64265]
<b>D(GDP(-4))</b>	<b>0.365883</b> (0.24321) [ 1.50439]	-0.482776 (0.17970) [-2.68656]	158717.1 (74398.1) [ 2.13335]	0.171438 (0.31178) [ 0.54986]	0.152732 (0.31643) [ 0.48268]
<b>D(DEPOSITS(-1))</b>	<b>-0.075206</b>	0.064309	260000.3	0.321553	0.097671

	<b>(0.21080)</b>	(0.15575)	(64482.8)	(0.27023)	(0.27425)
	<b>[-0.35677]</b>	[ 0.41289]	[ 4.03209]	[ 1.18991]	[ 0.35613]
<b>D(DEPOSITS(-2))</b>	<b>0.319383</b>	-0.509405	179438.5	-0.679789	-0.131483
	<b>(0.17304)</b>	(0.12786)	(52934.6)	(0.22184)	(0.22514)
	<b>[ 1.84567]</b>	[-3.98416]	[ 3.38982]	[-3.06437]	[-0.58401]
<b>D(DEPOSITS(-3))</b>	<b>-0.601324</b>	0.206809	77617.70	0.316954	0.299234
	<b>(0.25140)</b>	(0.18575)	(76903.9)	(0.32229)	(0.32708)
	<b>[-2.39189]</b>	[ 1.11336]	[ 1.00928]	[ 0.98345]	[ 0.91486]
<b>D(DEPOSITS(-4))</b>	<b>0.033903</b>	-0.030748	-141489.4	-0.423162	-0.453368
	<b>(0.16487)</b>	(0.12182)	(50434.9)	(0.21136)	(0.21451)
	<b>[ 0.20563]</b>	[-0.25240]	[-2.80539]	[-2.00208]	[-2.11354]
<b>D(LOANS(-1))</b>	<b>0.004416</b>	-0.002221	-518.9777	0.001672	-0.004424
	<b>(0.00218)</b>	(0.00161)	(667.924)	(0.00280)	(0.00284)
	<b>[ 2.02226]</b>	[-1.37673]	[-0.77700]	[ 0.59732]	[-1.55735]
<b>D(LOANS(-2))</b>	<b>0.004414</b>	-0.002220	-518.6883	0.001672	-0.004423
	<b>(0.00218)</b>	(0.00161)	(667.885)	(0.00280)	(0.00284)
	<b>[ 2.02169]</b>	[-1.37639]	[-0.77661]	[ 0.59736]	[-1.55700]
<b>D(LOANS(-3))</b>	<b>0.501831</b>	-0.151074	-53368.80	-0.318076	-0.036531
	<b>(0.20851)</b>	(0.15406)	(63783.3)	(0.26730)	(0.27128)
	<b>[ 2.40676]</b>	[-0.98061]	[-0.83672]	[-1.18996]	[-0.13466]
<b>D(LOANS(-4))</b>	<b>-0.172061</b>	-0.003923	94795.76	0.265227	0.375227
	<b>(0.20584)</b>	(0.15209)	(62965.5)	(0.26387)	(0.26780)
	<b>[-0.83591]</b>	[-0.02579]	[ 1.50552]	[ 1.00513]	[ 1.40114]
<b>D(M2(-1))</b>	<b>0.889853</b>	-0.075900	-334559.4	0.416346	-0.240623
	<b>(0.58496)</b>	(0.43221)	(178941.)	(0.74990)	(0.76106)
	<b>[ 1.52121]</b>	[-0.17561]	[-1.86966]	[ 0.55520]	[-0.31617]
<b>D(M2(-2))</b>	<b>1.126147</b>	-0.691048	-324834.1	-0.341042	-0.535096
	<b>(0.53023)</b>	(0.39177)	(162198.)	(0.67973)	(0.68985)
	<b>[ 2.12388]</b>	[-1.76390]	[-2.00270]	[-0.50173]	[-0.77567]
<b>D(M2(-3))</b>	<b>0.310756</b>	0.016516	-487502.4	0.404380	-0.331492
	<b>(0.36525)</b>	(0.26987)	(111731.)	(0.46824)	(0.47521)
	<b>[ 0.85080]</b>	[ 0.06120]	[-4.36319]	[ 0.86362]	[-0.69757]
<b>D(M2(-4))</b>	<b>0.778846</b>	-1.062569	-132125.4	-0.223778	-0.389982
	<b>(0.31025)</b>	(0.22924)	(94907.2)	(0.39773)	(0.40365)
	<b>[ 2.51035]</b>	[-4.63523]	[-1.39215]	[-0.56263]	[-0.96613]
<b>D(M3(-1))</b>	<b>-1.142858</b>	0.251168	174890.2	-0.525447	0.054940
	<b>(0.54971)</b>	(0.40616)	(168157.)	(0.70471)	(0.71519)
	<b>[-2.07902]</b>	[ 0.61839]	[ 1.04004]	[-0.74562]	[ 0.07682]

<b>D(M3(-2))</b>	<b>-0.941328</b> <b>(0.49918)</b> <b>[-1.88573]</b>	0.628708 (0.36883) [ 1.70459]	222771.1 (152701.) [ 1.45887]	0.030928 (0.63993) [ 0.04833]	0.359287 (0.64946) [ 0.55321]
<b>D(M3(-3))</b>	<b>-0.202374</b> <b>(0.38285)</b> <b>[-0.52860]</b>	-0.010240 (0.28287) [-0.03620]	310841.0 (117113.) [ 2.65419]	-0.337437 (0.49079) [-0.68753]	0.314763 (0.49810) [ 0.63193]
<b>D(M3(-4))</b>	<b>-0.724846</b> <b>(0.27378)</b> <b>[-2.64759]</b>	0.822789 (0.20228) [ 4.06747]	335464.7 (83748.4) [ 4.00563]	0.388808 (0.35097) [ 1.10781]	0.607585 (0.35619) [ 1.70577]
<b>C</b>	<b>-16.05087</b> <b>(7.94000)</b> <b>[-2.02152]</b>	8.083137 (5.86664) [ 1.37781]	1886892. (2428858) [ 0.77686]	-6.075265 (10.1788) [-0.59686]	16.08988 (10.3303) [ 1.55755]
R-squared	0.868518	0.923121	0.909506	0.813539	0.820317
Adj. R-squared	0.814378	0.891465	0.872244	0.736762	0.746329
Sum sq. resids	0.136314	0.074418	1.28E+10	0.224022	0.230740
S.E. equation	0.051699	0.038199	15814.93	0.066277	0.067263
F-statistic	16.04215	29.16084	24.40831	10.59602	11.08726
Log likelihood	125.7561	147.8483	-796.3082	107.6236	106.5452
Akaike AIC	-2.842634	-3.447899	22.41940	-2.345853	-2.316306
Schwarz SC	-2.152358	-2.757623	23.10968	-1.655577	-1.626031
Mean dependent	0.003879	0.003790	0.003595	0.000625	0.004189
S.D. dependent	0.119997	0.115949	44246.27	0.129177	0.133549
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.003112			
Determinant resid covariance		0.000518			
Log likelihood		-241.7631			
Akaike information criterion		9.774333			
Schwarz criterion		13.38259			