

RESEARCH ARTICLE / ARAŞTIRMA MAKALESİ

Türkiye'de Özel Sektöre Sağlanan Kredilerle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: 1998-2020

The Relationship between Private Sector Credits and Economic Growth in Turkey: 1998-2020

Havva Nesrin Tiryaki¹

Öz

Bu çalışmada, Türkiye'de özel sektöre sağlanan kredilerin (CREDIT) ekonomik büyümeye etkileri, ekonomik büyümenin iç ve dış makroekonomik belirleyicileri kullanılarak araştırılmaktadır. Çalışmada 1998: Q1 - 2020: Q1 dönemini kapsayan veriler kullanılarak özel sektöre sağlanan krediler (CREDIT), brüt sabit sermaye oluşumu (GFCF), genel devlet nihai tüketim harcamaları (GFCE), reel efektif döviz kuru (REER), faiz oranı (INTR), sermaye girişleri (CAPFLOWS), toplam faktör verimliliği (TFP) ve küresel ekonomi politika belirsizlik endeksinin (GEPU) ekonomik büyüme üzerindeki kısa ve uzun vadeli etkileri ARDL yöntemi ile analiz edilmektedir. Çalışma sonuçları, yurtiçi ve yurt dışı değişkenlerindeki değişimlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin beklenen işaretlerle önemli ölçüde uyumlu olduğunu ortaya koymaktadır. Ampirik sonuçlara göre, uzun vadede CREDIT ve GFCF değişkenlerinin pozitif, GFCE, LREER, CAPFLOWS, TFP değişkenlerinin büyüme üzerinde negatif etkiye sahip olduğu görülmüştür. Kısa vadede ise değişkenleri cari ve gecikmeli değerlerinin etkileri farklılaşmaktadır.

Anahtar Kelimeler: *Ekonomik Büyüme, Kredi, Sermaye Girişi, GEPU, ARDL.*

Abstract

In this study, the effect of credits to the private sector to the economic growth in Turkey is investigated by using internal and external macroeconomic determinants of economic growth. The study utilizes the variables of credits to the private sector (CREDIT), gross fixed capital formation (GFCF), general government final consumption expenditure (GFCE), real effective exchange rate (REER), interest rate (INTR), capital inflows (CAPFLOWS), total factor productivity (TFP) as the domestic macroeconomic variables, and global economic policy uncertainty index (GEPU) as the external factor that affect the economic growth in Turkey. The ARDL approach over the period of 1998:Q1 to 2020:Q1 is applied for the estimations. The study results show that the effects of the changes in domestic and external variables on economic growth are significant with expected signs. The empirical results confirmed that CREDIT and GFCF have a positive effect on growth, whereas GFCE, LREER, CAPFLOWS, and TFP variables have negative effect on growth. In the short term, the effects of the current and lagged values of the variables differ.

Keywords: *Economic Growth, Credit, Capital Inflow, GEPU, ARDL.*

1. Giriş

Ekonomik büyüme literatüründe neoklasik Solow ve içsel büyüme modelleri, ekonomik büyümenin temel belirleyicileri olarak teknolojik gelişmelerle birlikte fiziksel ve beşerî sermaye birikimini vurgulamaktadır. Solow (1956) büyüme modeli, kısa vadede fiziksel sermaye birikiminin önemini vurgular, ancak uzun dönemde, ekonomik büyümenin temel belirleyicisi teknolojik gelişmelerdir. Mankiw vd. (1992) modeli, Solow modelinin gerçek verilerle uyumunu iyileştirmek için modele beşerî sermaye edinimini ekler. Ayrıca, modeli teknolojik gelişmeleri içselleştirmek ve modelin eksikliklerini gidermek açısından geliştirmek için içsel büyüme teorileri, modele yaparak öğrenme ve araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) gibi verimlilik faktörlerini eklemiştir (bkz., Romer, 1990; Lucas, 1988; Grossman ve Helpman, 1991; Stokey, 1995).

¹Sorumlu Yazar, Dr. Öğr. Üyesi, Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, E-posta: nesrin.ozkan@bilecik.edu.tr, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0083-0827>

Gelişmiş bir finansal sistemin ekonomik büyüme için önemi ise ilk olarak Schumpeter (1912) tarafından ortaya atılmıştır. Bu analize göre kredi, bir girişimci tarafından kullanıldığında ekonomik büyümeye ve refah artışına yol açabilir. Bu süreç tasarrufların finansal araçlar vasıtasıyla girişimcilere kredi olarak aktarılması; girişimcilerin de ekonominin normal işleyişi içerisinde bu kredilerle teknolojik yenilik-inovasyonlarla ekonomik büyümeye katkı sağlaması şeklinde gerçekleşir. Finansal sistem içerisinde aracılık faaliyetlerinin gelişme düzeyinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği görüşünü (Bagehot, 1873; Goldsmith, 1969; McKinnon 1973; Shaw, 1973; Kindleberger, 1978; Jayaratne ve Strahan 1996; King ve Levine, 1993; Beck vd, 2000; Beck ve Levine, 2004; Aghion vd. 2005) gibi destekleyen geçmiş çalışmalar, finansal gelişmenin tasarrufu ve kredilendirilebilir fonların tahsis verimliliğini artırıp sermaye birikimini teşvik ederek ekonomik büyümeyi destekleyebileceğini ortaya koyar.

Banka kredileri borçlanma arzusundaki hanehalkları ve firmalar için önemli bir finansman kaynağıdır. Buna karşılık bu kredilerin ekonomik etkileri literatürde uzun zamandır tartışılan bir konudur. Yazındaki hâkim görüşe göre kredilerin ekonomik büyüme üzerinde etkisi vardır ancak bu etkinin yönü tartışma konusudur. Bir ekonomide finansal piyasalar kaynakların yatırımcılar arasında etkin dağılımını sağlamada önemli role sahiptir. Bu yüzden bir ülkenin finansal piyasalarının gelişimi de oldukça önemlidir. Çünkü Levine (2004)'e göre özel sektöre yetersiz kredi sağlanması ekonomik faaliyetleri azalttığında uzun dönemli büyüme beklentilerini düşürebilir. Tersine özel sektörde yaşanan kredi genişlemesi veya kredi patlamaları finansal sistemde dengenin bozulmasına, bankacılık krizlerine ve sonuç olarak ekonomik büyümede olumsuz etkiler yaratabilir. Bu yüzden gelişmiş bir finansal sistemin önemi iktisatçılar tarafından sık sık vurgulanmaktadır.

Türkiye'de ise finansal gelişme süreci 1980'lerin başlarında dışa açılma ve piyasaların liberalizasyon politikalarıyla başlar. Sermaye Piyasası Kanunu'nu takiben sermaye hareketlerinin önündeki tüm engeller kaldırılarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB-Borsa İstanbul) kurulmuştur. Ancak serbestleşmenin gelişmekte olan ülkelerde finansal kırılganlığı artırdığı görüşüyle uyumlu olarak 90'lı yıllarda ve 2001'de yaşanan krizler finansal derinleşmenin ve güçlü kurumların da önemini ortaya koymaktadır. Bu yüzden finansal gelişmelerin riskleri de beraberinde getirdiği ve dolayısıyla her zaman ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyemeyeceği de pek çok çalışmada ampirik olarak ulaşılan bir sonuçtur.

Bu çalışma Türkiye'de özel sektöre sağlanan kredilerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemektedir. Çalışmada ayrıca yukarıda bahsi geçen literatürde ekonomik büyümeye etkisi olduğu düşünülen özel sektöre sağlanan krediler (CREDIT), brüt sabit sermaye oluşumu (GFCF), genel devlet nihai tüketim harcamaları (GFCE), reel efektif döviz kuru (REER), faiz oranı (INTR), sermaye girişleri (CAPINFLOWS), toplam faktör verimliliği (TFP) ve küresel ekonomi politika belirsizlik endeksi (GEPU) değişkenleri kullanılmıştır. ARDL modeli ile bu değişkenlerin Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)'ya etkileri incelenmektedir. Çalışmada kredilerin büyüme üzerindeki etkilerini ölçmek için bankalar tarafından özel sektöre sağlanan toplam kredi verileri kullanılmıştır. Bunun için diğer çalışmalardan farklı olarak BIS'ten elde edilen kırımları düzeltilmiş veriler kullanılmaktadır.

2. Teorik ve Ampirik Literatür

Yukarıda bahsi geçen öncül çalışmalar finansal gelişme ve ekonomik büyüme değişkenleri arasındaki ilişkiyi hem teorik hem de ampirik olarak ortaya koysalar da söz konusu ilişki nedensellik açısından da değerlendirilmektedir ve ilişkinin yönünü araştıran büyük bir literatür oluşmuştur. Patrick (1966) ve Mc Kinnon (1973)'e göre nedensellik ilişkisi, finansal gelişmeden büyümeye doğru ilerlediğinde, finansal kurumların faaliyetlerinin ekonomik büyümeyi yaratan finansal hizmetlerin arzını artırdığına inanıldığı için bu durum arzın öncülük etmesi hipotezi (supply-leading hypothesis) olarak adlandırılmaktadır. Bu hipotezin iki işlevi vardır. Bunlardan ilki kaynakları geleneksel, düşük büyüme oranlı sektörlerden modern yüksek büyüme sektörlerine aktarmak ve bu modern sektörlerde girişimcilğe teşvik oluşturmaktır. Thierry vd. (2016) 1969-2013 arasındaki zaman serisi verilerini VECM yöntemi ile analiz ederek banka kredisi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında bankaların özel sektöre verdiği yurt içi krediyi ve banka kredisi gelişimi için vekil olarak banka mevduatını kullanmışlar ve bankaların özel sektöre verdiği yurt içi krediyi ve bankaların özel sektöre verdiği krediler ve banka mevduatlarında kişi başına düşen GSYİH'ya doğru tek yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

John ve Shaw (1967) ve Patric (1966)'ya göre ise ekonomideki büyüme finansal hizmetlere olan talebin artmasıyla sonuçlandığında ve bu daha sonra finansal gelişme ile sonuçlanması talep takipli hipotez (demand-following hypothesis) olarak

adlandırılmaktadır. Kar ve Pentecost (2000) Türkiye'de finansal gelişme ile büyüme arasındaki ilişkinin yönü, kullanılan proxy değişkenlere göre farklılaşsa da VECM kullanılarak yapılan analizlere göre genel olarak ekonomik büyümenin finansal gelişmeyi etkilediği sonucuna ulaşımlardır. Guerra (2017) VAR tahmin modelini kullanarak Meksika'daki bankacılık kredisi ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliği ve kısa vadeli etkileri değerlendirmektedir. Bulguları, 2001Q1-2016Q4 dönemi arasında GSYİH büyümesinin bankacılık kredilerinin büyüme oranı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir; ancak, banka kredilerinden GSYİH'ya doğru bir nedensellik içermez. Öztürk vd. (2011) gelişmekte olan ülkeler için 1992-2009 yılları arasında ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir ilişki bulgusuna ulaşımlardır.

Murinde ve Eng (1994) ve Luintel ve Khan (1999), içsel büyüme modellerinin çoğunda finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında iki yönlü bir ilişkiye ulaşıldığını iddia eder. Demetriades ve Hussein (1996) 1960 ile 1990 yılları arasında 16 az gelişmiş ülke üzerinde yürüttükleri çalışmada 13 ülkede finansal gelişme ve kişi başına GSYİH göstergeleri için uzun vadeli bir ilişki gözlemlerken, altı ülkede çift yönlü nedensellik sonucuna ulaşımlardır. Odedokun (1998) da gelişmekte olan ülkelerdeki hem yüksek hem de düşük gelir grupları için bankacılık sistemindeki gelişimin ekonomik büyüme üzerindeki değişen derecelerde etkilerini bildirmiştir.

Literatürde yer alan bir diğer tartışma, Lucas (1988) ve Stern (1989) tarafından ortaya atılan finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki rolünün beklendiği kadar büyük olmayacağı ve hatta uzun dönemde aralarında bir nedensellik ilişkisinin olmadığı görüşüdür.

Ayrıca gelişmekte olan ülke ekonomilerinde aşırı kredi veya kredi patlaması olarak isimlendirilen durumun finansal çöküşlere zemin hazırladığını savunan çalışmalar da bulunmaktadır. Gourinchas vd. (2001) Latin Amerika ülkelerinde kredi patlamalarıyla, yerli yatırımlarda büyük sıçramalarla beraber yurtiçi faiz hadlerinin artması, cari hesapta bozulmalar, rezervlerin düşmesi, döviz kurunun değer kazanması ve çıktı düzeyinin düştüğünü savunur. Mendoza ve Terrones, (2008) kredi patlamalarının etkilerinin sanayileşmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerde üç önemli farklılığın ortaya çıktığını öne sürmektedir. İlk olarak kredi patlamaları ve bunlarla ilişkili makro ve mikro dalgalanmalar, özellikle ticari olmayan sektörde gelişmekte olan ekonomilerde daha büyüktür; ikincisi tüm kredi patlamaları mali krizlerle sonuçlanmaz, ancak yükselen piyasaların çoğunda kriz kredi patlamalarıyla ilişkilendirilmiştir; son olarak gelişmekte olan ekonomilerdeki kredi patlamalarından önce genellikle büyük sermaye girişleri gözlemlenirken bununla beraber mali reformlar veya verimlilik kazançları ortaya çıkmaz. Elekdag ve Wu (2013)'ya göre ise gelişmekte olan ekonomilerde gevşek para politikaları ile beraber görülen kredi patlamaları, zayıflayan banka ve kurumsal bilançoları, büyük sermaye girişleri, genişleyen cari hesap açıkları, yükselen varlık fiyatları ve güçlü iç talep dahil olmak üzere aşırı ısınma belirtileri ile ortaklaşa ilişkilidir.

Fiziki ve beşerî sermaye birikimi faktörleri ve teknolojik gelişmelerin (Ar-Ge) yanı sıra, finansal sistemdeki gelişmeler, enflasyon, devlet harcamaları, döviz kurları, faiz oranları, sermaye girişleri, ihracat, doğrudan yabancı yatırım ve nüfus artışı değişkenlerindeki değişimler de ekonomik büyüme üzerinde etkisi olan değişkenlerdir.

Büyüme literatüründe, Solow modeli (1956) ve uzantıları Mankiw vd. (1992), Lucas (1988) ve Romer'in (1990) içsel büyüme teorileri, ekonomik büyümenin ana belirleyicilerinin teknolojik gelişmeler ve fiziksel ve beşerî sermaye birikimi olduğunu ileri sürmektedir. Bu faktörlerin yanı sıra, Fischer (1992) makroekonomik istikrarın ekonomik büyüme için de önemli olduğunu öne sürmektedir. Ona göre, beklenmedik ve verimsiz devlet maliye ve para politikaları, ekonomik ajanlar için sorun ve belirsizlik yaratabilir ve ekonomik büyüme için ince ayar politikaları gereklidir.

Yukarıda gösterildiği gibi, uzun vadeli ekonomik büyüme ile ilgili tüm teorik ve ampirik çalışmalar, fiziksel sermaye birikiminin öneminden bahseder. Teorik olarak, yatırım artışlarının, ekonominin üretken kapasitesini ve üretim faktörlerinin verimliliğini artırması nedeniyle ekonomik büyümeyi artırması beklenmektedir.

Yukarıda bahsedilen büyüme modellerinin yanı sıra, De Long ve Summers (1991) ve De Long (1992), ekipman şeklindeki sermaye oluşumunun bir ülkenin ekonomik büyüme oranını belirlediği sonucuna varmıştır. Yatırım ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişki, Fischer (1992), Dollar (1992), Knight vd. (1993), Hamilton ve Monteagudo (1998), Ristanovic (2010), Freire-Seren (2002), Asheghian (2009), Anyanwu (2014), Araujo vd. (2014), Açıkgoz ve Mert (2014), Chirwa ve Odhiambo (2016) tarafından yapılan çalışmalarda tespit edilmiştir. Bayraktar (2006) da Türkiye için yerli yatırımın ekonomik büyüme ile olumlu bir şekilde ilişkili olduğunu bulmuştur. Bekhet vd. (2017) Malezya'da finansal sistemin gelişmesi ile

ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelerken sabit sermaye oluşumunun büyüme üzerinde uzun dönemli etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bununla birlikte, Blomstrom vd. (1993), böyle güçlü bir ilişkinin nedenselliği kanıtlamadığını ve etkilerin büyümeden sermaye oluşumuna doğru da gerçekleşebileceğini öne sürer. Hussin vd. (2013), Malezya için bu görüşü doğrulamaktadır. Bu nedenle, teorik ve ampirik çalışma sonuçlarına göre, sabit sermaye oluşumu GFCF ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki beklendiğinden, GFCF değişkeninin aldığı katsayı değerinin pozitif olması beklenmektedir.

Ekonomik büyümeyi etkileyen bir diğer unsur maliye politikası şoklarıdır. Bunun için literatürde çoğunlukla kamu harcamaları değişkeni kullanılmaktadır. Teorik olarak, kamu harcamalarındaki değişikliklerin ekonomik büyüme üzerinde olumlu veya olumsuz etkileri olabilir. Klasik teori (Friedman, 1977; Fischer, 1991; Barro, 1991) esas olarak maliye politikasının dışlama etkilerinden dolayı verimsiz ve savurgan etkilerini vurgulayarak olumsuz bir ilişkiyi ima eder. Friedman (1977) için, en üretken kaynaklar maliye politikaları yüzünden israf olur. Benzer şekilde Fischer (1991), büyük bütçe açıklarının ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini, çünkü özel yatırımları dışarıda bırakarak büyümeyi kısıtladığını ayrıca, genişlemeci maliye politikalarının bir sonucu olarak büyük açıkların ve yüksek enflasyonun ekonominin zayıf makroekonomik yönetimine işaret edebileceğini öne sürer. Ricardocu Denklik Teoremi (RDT) ve Reel Konjonktür Teorisi (RBC) de harcama politikasının etkisiz olacağı görüşünü savunur.

Bununla birlikte, Keynesyen teoriler, özellikle durgunluk döneminde kamu harcamaları ile GSYH arasında olumlu bir ilişki ve genişleme dönemlerine göre daha güçlü bir etki olduğunu öne sürmektedir. Bu teoriler, genişlemeci hükümet politikalarının, etkin talep yoluyla harcanabilir özel geliri doğrudan etkilediği sonucuna varmaktadır. Ekonomi, durgunluk sırasında eksik istihdam düzeyinde çalıştığı için, hükümet harcamaları, genişleme döneminde olduğundan çok daha küçük bir dışlama etkisine neden olur ve bu da tüketim ve reel çıktı üzerinde daha güçlü bir etki yapar (Woodford, 2011). Aynı sonuç, kredi piyasasında yaşanan aksaklıklardan kaynaklanan durgunluk sırasında da mümkündür (Aghion vd., 2009; Eggertsson ve Krugman, 2012).

Kamu harcamalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştıran ampirik çalışmalar da olumlu ve olumsuz sonuçlar bulmaktadır. GFCE ile reel GSYH arasında olumsuz ilişki olduğu sonucuna ulaşan çalışmalar, (Fischer 1991; Barro 1991, 1999; Barro ve Sala-i-Martin 1992; ve Bhaskara-Rao ve Hassan, 2011). Araujo vd. (2014), Latin Amerika Ülkelerinde daha karmaşık sonuçlara ulaşmıştır; devlet harcamaları negatif etkiye sahipken, altyapı hizmetleri ve fiziksel sermaye birikimi büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir.

Öte yandan, Garrison ve Lee (1995); Bleaney vd. (2001); Ristanovic (2010) ve Chirwa ve Odhiambo (2016) kamu harcamaları ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Fatas and Mihov (2001), Canova ve Pappa (2007), Alesina ve Ardagna (2010), Guajardo vd. (2014), Jorda ve Taylor (2015), Ferraresi vd. (2015), Riera-Crichton vd. (2015), Bernardini ve Peersman (2018), Afonso vd. (2018) ve Pragidis vd. (2018) ise sadece olumlu bir ilişki bulmakla kalmayıp, aynı zamanda mali çarpanın daha yüksek olduğunu ve ekonomik gerileme dönemlerinde genişleme zamanlarına göre politika etkilerinin daha güçlü olduğunu iddia etmektedirler. Bununla birlikte, Alloza (2014), hükümetin harcama şoklarının durgunluklara kıyasla patlamalardaki üretim üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğunu bulmuştur.

Parasal şokların ekonomik büyümeye etkilerini görmek için, çalışmada faiz oranı ve reel döviz kuru değişkenleri kullanılmıştır. Mishkin (1995) ve Ireland (2006)'ya göre, para politikası şokları, faiz oranlarını, döviz kurlarını, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarını, banka kredilerini ve firma bilançolarını değiştirerek ekonomiyi birçok kanaldan etkilemektedir. Bu etkileri şöyle sıralanabilir; (i) daraltıcı bir para politikası şoku, faiz oranlarında artışa neden olmakta ve bu artış diğer kısa vadeli para piyasası faizlerine taşınmakta ve dolayısıyla borçlanma maliyeti artmakta, sonuç olarak özel yatırım ve tüketimin azalmasına neden olmaktadır, (ii) para politikası döviz kurlarını etkiler ve bu da ekonomideki net ihracatı ve üretimi etkiler. Genişleyen para politikasının bir sonucu olarak faiz oranları düşer, yurtiçi döviz kurunun değer kaybetmesine neden olur ve değer kaybı yerli malları yabancı mallara göre ucuzlatır, dolayısıyla net ihracatta artışlara ve çıktıda artışa neden olur; (iii) daraltıcı bir parasal şok da banka mevduatlarının düşmesine neden olabilir ve bu gelişme bankaların yatırımcılara kredi verme kapasitesini etkiler. Düşük yatırım ve çıktıda düşüş ile sonuçlanır; (iv), genişleyici para politikası duruşunun bir sonucu olarak düşük faiz oranları, firmaların varlık değerlerinde ve net değerinde artırarak, teminat değerinde, şirket nakit akışında ve sonuç olarak bir firmanın kredi itibarında artışa yol açar. Dolayısıyla, para arzındaki bir artış, çıktıda bir artışa yol açar. Yukarıdaki tüm

açıklamalar, daraltıcı bir şokun bir sonucu olarak faiz oranındaki artışların ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkileri olacağına işaret etmektedir.

Ekonomik büyümenin belirleyicileri ile ilgili çeşitli ampirik çalışmalar, faiz oranları (INTR) ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin anlamlı ve negatif olduğunu bulmuştur. 12 Euro bölgesi ülkesinde Checherita-Westphal ve Rother (2012), BRICS ekonomileri için Mallick ve Sousa (2012) ve Hussain vd. (2016) Pakistan'da faiz oranından ekonomik büyümeye olumsuz bir etki bulmuştur. Döviz kurundaki değişikliklerin ekonomik aktivite üzerindeki etkisi hakkında, Dollar (1992) 95 gelişmekte olan ülke için, reel döviz kuru değişkenliği ve reel döviz kuru bozulma endeksinin ekonomik büyüme ile negatif ilişkili olduğunu bulmuştur. Hussain vd. (2016), döviz kurunun (bir değer kaybı) Pakistan'daki ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu sonucuna ulaşmıştır. Teorik ve ampirik çalışmalarla uyumlu olarak çalışmada faiz oranı ve reel döviz kuru değişkenlerinin beklenen işaretleri negatiftir.

Çalışmada ekonomik büyümenin belirleyicisi olarak kullanılan bir diğer değişken sermaye hareketleridir. Rogoff (1999) ve Fisher (1998 ve 2003), gelişmekte olan ekonomilerde yabancı sermaye girişinin, yatırımları artırma suretiyle ekonomik büyümeyi desteklediğini öne sürmektedir. Teorik olarak, yabancı sermaye girişleri ekonomik faaliyeti çeşitli şekillerde etkileyebilir. İlk olarak varlıklara olan talebi artırarak varlık fiyatlarını yukarı çekebilir. İkincisi, sermaye girişlerindeki artış, sermayeye ev sahipliği yapan ülkede likiditeyi artırarak varlık fiyatlarının değerlenmesine neden olabilir. Sermaye girişinin yaşandığı gelişmekte olan piyasalarda kredi kısıtlarının gevşemesine sebep olacağı için yatırım kaynaklarında artış ve sonuç olarak ekonomik büyümede kolaylık ortaya çıkacaktır (Harrison vd, 2004). Tong ve Wei (2011), yabancı sermayenin, ev sahibi ülkelere ekonomik büyüme için gerekli olan kredi, bilgi ve disiplin getirdiğini öne sürmektedir. Ayrıca, Ahmed ve Zlate'in (2014) belirttiği gibi, yabancı fonlara erişim, alıcı ülkelerde sermaye tahsisi verimliliğini ve üretkenliği artırabilir. Igan vd. (2016), sermaye girişlerinin finansmana erişimi artırdığını ve borçlanma maliyetini düşürdüğünü ve dolayısıyla dış finansmana bağlı sektörlerin daha hızlı büyümesine yol açtığını savunmaktadır. Yukarıda belirtilen tüm kanallar, sermaye girişleri (CAPINFLW) ile ekonomik aktivite arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Faydaların yanı sıra, sermaye girişi gelişmekte olan piyasalara bazı ekonomik maliyetler de getirebilir. Rodrik (1998), Bhagwati (1998) ve Stiglitz (2000) bir ülkenin ekonomisi yeterince gelişmemişse, yabancı sermayenin olumsuz bir büyüme etkisi olduğunu öne sürmektedir. Rodrik ve Subramanian (2008), az gelişmiş ülkelerde sermaye birikiminin yeterli yatırım fırsatlarına sahip olmadıkları için yetersiz olduğunu savunmaktadır. Bu nedenle, daha fazla yabancı sermaye girişi, döviz kurlarının değer kazanmasıyla yatırımın getirisini azaltarak ekonomik büyümelerine olumsuz etki yapacaktır. Calvo ve Reinhart (2000) ve Gourinchas ve Obstfeld (2012), büyük sermaye girişlerinin ani bir durma olasılığını artırdığını, bu durumun ekonomik performansa zarar verdiğini ve ekonomik kaynakların ticarete konu olan sektörlerden ticarete konu olmayan sektörlerle aktarılmasına neden olabileceğini ifade eder. Reis (2013), Benigno ve Fornaro (2014) ve Benigno vd. (2015) sermaye girişlerinin bu ekonomik maliyetlerini doğrulayan bulgulara erişmiştir.

İktisadi birimlerin tüketim, yatırım, tasarruf, borç verme vb. konulardaki kararları en çok iktisat politikasındaki belirsizliklerden etkilenmektedir. Teorik olarak, Küresel Ekonomi Politikası Belirsizliğindeki (GEPU) artışlar ile toplam ekonomik aktivite arasında negatif veya pozitif bir ilişki beklenmektedir. Ekonomik Politika Belirsizliğine (EPU) veya Küresel Ekonomik Politika Belirsizliğine (GEPU) yönelik olumlu şoklar öncelikle ekonomik temelleri etkiler (Baker vd, 2016 ve 2018; ve Jin vd. 2017). Li vd. (2016)'ya göre EPU, ekonomik faaliyet üzerinde reel anlamda bir olumsuz etkiye sahiptir.

GEPU endeksi, 20 ülke için GSYH ağırlıklı bir ulusal EPU endeksi ortalaması olduğundan, GEPU'daki değişikliklerden özellikle gelişmekte olan piyasalarda ekonomik aktiviteye daha da toplu bir etki beklenmektedir. Davis (2016), endeksin Asya krizleri, 11 Eylül terör saldırıları, 2003'te Amerika Birleşik Devletleri (ABD) önderliğindeki Irak işgali, 2008-2009 küresel kriz gibi büyük krizlerde tepki olarak keskin bir şekilde yükseldiğini öne sürmektedir. Bir anlamda endeks, küresel ekonomik aktiviteyi vuran beklenmedik arz şoklarını da temsil etmektedir.

Chan vd. (2017)'e göre, olumsuz etki, ekonomi politikalarındaki belirsizliğin piyasa katılımcılarının gelecekteki beklenen karlar hakkındaki karamsar düşüncelerini körüklemesi ve ardından ekonomik aktivitede düşüşe yol açması nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, özellikle zayıf ekonomilerde firmalar için öz sermaye artırma maliyetini artırmaktadır. Bunların yanı sıra, büyük ekonomilerde ekonomi politikası belirsizliğindeki olumlu değişimler, sermaye girişlerindeki değişiklikler yoluyla

gelişmekte olan ekonomilerde olumlu veya olumsuz yayılma etkilerine neden olabilir. EPU veya GEPÜ'deki artışlar, büyük ekonomilerdeki yatırımcılar, ABD veya AB'ye yatırım yapmanın çekiciliğinin azalması nedeniyle yatırımlarının çoğunu yurtdışına kaydırırsa, olumlu bir yayılma etkisine sahip olabilir. Büyük ekonomilerde daha yüksek bir politika belirsizliği yatırımcıların risk alma istekliliğini azaltabilir ve bu nedenle gelişmekte olan piyasalara tahsislerinin genel boyutunda bir azalmaya yol açabilirse, yayılma etkisi negatif olabilir.

Literatürde yer alan çalışma sonuçlarının tümü, ekonomik politika belirsizliğinin hem büyük ekonomilerdeki hem de gelişmekte olan piyasalarda ekonomik faaliyet üzerindeki olumsuz etkisini göstermektedir. Örneğin, Istiak ve Serletis (2018), ekonomi politikasına bağlı belirsizliğin G7 ülkeleri için gerçek ekonomik faaliyet üzerindeki etkisini değerlendirdiği çalışmada; (i) hem olumlu hem de olumsuz ekonomik politika belirsizlik şoklarının ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde gerçek etkileri olduğunu, (ii) Pozitif ekonomik politika belirsizlik şoklarının ekonomik aktivitede düşüşe yol açtığını, olumsuz ekonomik politika belirsizlik şoklarının ise ekonomik aktivitede artışa yol açtığını, (iii) Ekonomik politika belirsizlik şoklarının etkilerinin şokun boyutuna göre arttığını, (iv) G7 ülkeleri arasında, Fransa, İtalya ve Amerika Birleşik Devletleri'nde sanayi üretiminde verilen tepkilerde bazı asimetritelerin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, çeşitli çalışmalar G-7 ülkelerinin belirsizlik endekslerinin gelişmekte olan ülkelere yayılma olasılığını göstermektedir. Kamber vd. (2016) ve Kang, vd. (2017), ABD'nin dünya siyasetinde baskın güç olması nedeniyle, ABD'deki ekonomik politika belirsizliğinin diğer altı G-7 ülkesine ve gelişmekte olan ekonomilere kolayca yayılabileceğini öne sürüyor. Colombo (2013), aylık verileri ve bir VAR modelini kullanarak, ABD'de EPU'ya şokların kısa vadede Avrupa sanayi üretiminde istatistiksel olarak önemli bir düşüşe neden olan bu yayılma etkisinin varlığını göstermektedir. Ayrıca Belke ve Osowski (2018), aylık veriler ve 18 OECD üye ülkesi için bir FAVAR modelini kullanarak, ekonomik politika belirsizliğinin orijinal ülkeyi etkilediği ve aynı zamanda büyük sınır ötesi ülkelere de etkileri olduğu sonucuna varmışlardır. Trung (2019), bir panel VAR modeli kullanarak ABD'deki şokların gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki yayılma etkilerini araştırmış ve ABD belirsizlik şoklarının, gelişmekte olan ekonomilerin sermaye girişini, yatırımını, tüketimini, ihracatını ve üretimini düşürdüğünü ayrıca, yükselen piyasa para birimlerinde değer kaybına neden olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Türkiye için ekonomik politika belirsizlik (EPU) endeksini oluşturarak EPU'nun Türkiye'deki ekonomik faaliyete etkisini göstermek amacıyla Şahinöz ve Coşar (2018), politika belirsizliğinin Türkiye'deki ekonomik büyüme, tüketim ve yatırım üzerinde olumsuz etkileri olduğunu bulmuşlardır. Dikkat çekici olan, yüksek belirsizliğin üretim ve tüketimden daha büyük bir yatırım düşüşüne yol açmasıdır.

Son olarak çalışmada kullanılan toplam faktör verimliliği (TFP) değişkenine yer verilmiştir. TFP kökeni Solow(1957)'ye dayanan ekonomik büyüme ve kalkınma literatüründe sıkça kullanılan bir kavramdır. Genel olarak, ekonometrik tahminler için bir toplam üretim fonksiyonunun açık kullanımı ve ayrı ayrı veriler kullanan ve bir toplam üretim fonksiyonunu örtük olarak varsayan milli gelir veya büyüme muhasebesi yaklaşımı olmak üzere TFP'yi ölçmede iki yaklaşım benimsenmiştir (Chen, 1997).Romer ve diğer büyüme muhasebesi yaklaşımını benimseyen iktisatçılara göre teknolojinin etkisi toplam faktör verimliliği (TFP) ile ölçülür. Büyüme muhasebesi, fiziki sermaye stoklarındaki (fabrikalar ve yollar gibi varlıkların parasal değerleri), beşerî sermayedeki (eğitim stoku, genellikle ortalama eğitim yılı ile ölçülür) ve işgücündeki (çalışma yaşındaki insan sayısı ile ölçülen) artışları ölçer. Daha sonra sermaye ve işgücü stoklarındaki bu tür artışlardan ne kadar çıktı büyümesinin "beklenebileceğini" tahmin eder. TFP, fiili ölçülen çıktı büyümesi ile sermaye ve işgücü stoklarındaki artışlardan beklenen büyüme oranı arasındaki fark olarak tanımlanır. TFP verimliliğin bir ölçüsü olarak çıktı üretmek için sermaye ve emek girdilerinden artı kalan değerdir (Kenny, 2010).

Abramovitz (1956), ABD'de 1869-78'den 1944-53'e kadar işçi başına düşen çıktı artışının yalnızca%10'unun üretim faktörlerinin büyümesiyle ilişkili olduğunu ve çıktı artışının%90'ının TFP'nin büyümesiyle ilişkili olduğunu bulmuştur. Solow (1957), fiziksel sermaye birikiminin ABD'de 1900'den 1949'a kadar çalışılan saat başına üretim artışının kabaca%12'sini oluşturduğunu, kalan%88'in ise TFP'nin büyümesine atfedildiğini sonucuna ulaşır. Baier vd. (2007) 145 ülke için yaptıkları çalışmada TFP büyümesinin ülkeler arasında önemi göreceli olarak değiştiğini ve tüm ülkeler için işçi başına çıktıda büyümenin yalnızca %14'ünün TFP büyümesi ile ilgili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Adak (2009) Türkiye, Raleva (2017) Bulgaristan için çalışmada TFP ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir doğrusal ve pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

3. Veriler ve Model

Bu çalışma, ekonomik büyümeyi teorik olarak etkileyen yurt içi makroekonomik faktörler olarak tüm sektörlerden finans dışı özel sektöre sağlanan krediler (CREDIT), brüt sabit sermaye oluşumu (GFCF), genel devlet nihai tüketim harcamaları (GFCE), reel efektif döviz kuru (REER) ve faiz oranı (INTR) ve sermaye girişleri olarak doğrudan yabancı yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımları (CAPINFLOWS), ve toplam faktör verimliliği (TFP)değişkenlerinin ayrıca dışsal bir şokun etkisini ölçmek için de küresel ekonomi politika belirsizlik endeksi (GEPU) değişkeninin kısa ve uzun vadeli etkilerini analiz etmeyi amaçlamaktadır. Çalışmada, geçmişe dönük verilere erişimde kısıt olduğundan 1998: Q1 - 2020: Q1 dönemi için üç aylık verileri kullanılmıştır. Faiz oranları ve sermaye girişleri dışında tüm değişkenler doğal logaritma ile ifade edilmektedir. Veriler Türkiye Merkez Bankası Veri Tabanı'ndan (EVDS)², St. Louis Merkez Bankası'ndan (FRED)³ ve Bank of International Settlements (BIS)⁴ten elde edilmiştir.

Çalışmada, Pesaran ve Shin (1999) tarafından geliştirilen ve Pesaran vd. (2001) tarafından yeniden değerlendirilen Otoregresif Dağıtılmış Gecikme (Autoregressive Distributed Lag -ARDL) yöntemi kullanılmıştır. ARDL yöntemi bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki kısa vadeli ve uzun dönemli ilişkileri analiz etmek için uygun bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü bu yaklaşım, eşbütünleşme ve kısa ve uzun vadeli bağlantıların değerlendirilmesinde çeşitli avantajlar sağlar. İlk olarak, ARDL yöntemi, Johansen testleri (Johansen, 1991), Granger ve Engle nedensellik testi (Engle ve Granger, 1987) ve Vector Autoregressive (VAR) modeli gibi geleneksel eş bütünleştirme yöntemlerinden farklı olarak I (0) veya I (1) olan değişkenlerin yanı sıra hem I (0) ve hem de I (1) olan karma değişkenlerin varlığında kullanılabilir (Duasa, 2007; Adom vd., 2012). Özellikle finansal zaman serileri genellikle I (0) veya I (1) olduklarından için ARDL yöntemi büyük bir avantaj yaratır. Ayrıca ARDL yönteminin kullanılması, VAR yönteminin kullanımına göre daha fazla avantaj sağlamaktadır. VAR yaklaşımının kullanılması için, serinin durağan olması gerekir. Durağan olmayan bir seride (I(1)) olan bir seride ise ilk farkını alarak seriyi durağanlaştırmak ve ardından VAR testini uygulamak gerekir. Ancak Brooks'un (2014) öne sürdüğü gibi verilerin ilk farkını alarak seriler arasındaki uzun dönemli ilişkiler ortadan kalkabilir. ARDL yöntemi kullanıldığında ise, uzun vadeli ilişkiler hala devam etmektedir. İkinci olarak, ARDL yöntemi, değişkenlerin kısa vadeli etkisini bir hata düzeltme terimi kullanarak uzun vadeli bir denge ile entegre ederek, verilen değişkenler arasındaki kısa vadeli ve uzun vadeli ilişkiyi aynı anda değerlendirmemize olanak tanır. Son olarak ARDL yönteminin kullanılmasıyla her değişken için farklı gecikmeler belirlemek mümkündür.

Çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Türkiye için test etmek adına eşitlik (1) ARDL modeli kurulmuştur.

$$\begin{aligned} \Delta LRGDP_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n_1} \sigma_{it} \Delta LRGDP_{t-i} + \sum_{i=0}^{n_2} \beta_{it} LCREDIT_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_3} \theta_{it} \Delta LGFCF_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_4} \phi_{it} \Delta LGFCE_{i,t-i} + \\ & \sum_{i=0}^{n_5} \gamma_{it} \Delta INTR_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_6} \pi_{it} \Delta LREER_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_7} \mu_{it} \Delta LGPEU_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_8} \lambda_{it} \Delta CAPFLOWS_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_9} \varphi_{it} \Delta LTFP_{i,t-i} + \\ & \delta_{1i} LY_{t-1} + \delta_{2i} LCREDIT_{t-1} + \delta_{3i} LGFCF_{t-1} + \delta_{4i} LGFCE_{t-1} + \delta_{5i} INTR_{t-1} + \delta_{6i} LREER_{t-1} + \delta_{7i} LGPEU_{t-1} + \\ & \delta_{8i} CAPFLOWS_{t-1} + \delta_{9i} LTFP_{t-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

Eşitlik (1)'de Δ , değişkenlerin ilk farkı olarak tanımlanır. LRGDP Türkiye'nin reel GSYİH'sinin log serisini; LCREDIT, Türkiye'de bankalar ve finansal kuruluşlardan banka dışı özel sektöre sağlanan kredilerin log serisini; LGFCF, Türkiye'nin brüt sabit sermaye oluşumunun log serisini; LGFCE, Türkiye'nin kamu harcamalarının log serisini; INTR, Türkiye'de politika faiz oranını; LREER, Türkiye'nin reel efektif döviz kurunun log serisini; LGPEU, küresel ekonomi politika belirsizlik endeksinin log serisini; CAPFLOWS, Türkiye'deki sermaye girişlerini; LTFP, toplam faktör verimliliğini ve ε sıfır ortalama ve sabit varyanslı hata terimini temsil etmektedir.

Türkiye'deki ekonomik büyüme ile seçilmiş makroekonomik değişkenler arasındaki uzun vadeli ilişkinin varlığını test etmek için, eşitlik (1) öncelikle sıradan en küçük kareler (OLS) ile tahmin edilmiş ve daha sonra değişkenin gecikmeli seviyelerinin katsayılarının anlamlılığı için bir F-testi gerçekleştirilmiştir. Böylece, eşitlik (1)'deki değişkenler arasında eşbütünleşme olmadığının boş ve alternatif hipotezleri:

$$H_0: \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = \delta_5 = \delta_6 = \delta_7 = \delta_8 = 0 \quad (2)$$

²<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>

³<https://fred.stlouisfed.org/searchresults/?st=capital%20flow>

⁴<https://www.bis.org/statistics/index.htm>

$$H_1: \delta_1 \neq \delta_2 \neq \delta_3 \neq \delta_4 \neq \delta_5 \neq \delta_6 \neq \delta_7 \neq \delta_8 \neq 0 \quad (3)$$

ARDL yaklaşımını benimseyerek, kısa ve uzun vadeli dinamik ilişkiler tahmin edilebilir. Bu nedenle eşitlik (1), aşağıdaki eşitlikler (4) ve (5) 'de olduğu gibi ARDL modelinin hata düzeltme versiyonu olarak yeniden yazılabilir:

$$LRGDP_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n_1} \sigma_{it} LRGDP_{t-i} + \sum_{i=0}^{n_2} \beta_{it} LCREDIT_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_3} \theta_{it} LGFCF_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_4} \phi_{it} LGFCE_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_5} \gamma_{it} INTR_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_6} \pi_{it} LREER_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_7} \mu_{it} LGEPU_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_8} \lambda_{it} CAPFLOWS_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_9} \varphi_{it} LTFP_{i,t-i} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\Delta LRGDP_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n_1} \sigma_{it} \Delta LRGDP_{t-i} + \sum_{i=0}^{n_2} \beta_{it} \Delta LCREDIT_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_3} \theta_{it} \Delta LGFCF_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_4} \phi_{it} \Delta LGFCE_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_5} \gamma_{it} \Delta INTR_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_6} \pi_{it} \Delta LREER_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_7} \mu_{it} \Delta LGEPU_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_8} \lambda_{it} \Delta CAPFLOWS_{i,t-i} + \sum_{i=0}^{n_9} \varphi_{it} \Delta LTFP_{i,t-i} + \delta_{1i} LY_{t-1} + \delta_{2i} LCREDIT_{t-1} + \delta_{3i} LGFCF_{t-1} + \delta_{4i} LGFCE_{t-1} + \delta_{5i} INTR_{t-1} + \delta_{6i} LREER_{t-1} + \delta_{7i} LGEPU_{t-1} + \delta_{8i} CAPFLOWS_{t-1} + \delta_{9i} LTFP_{t-1} + \delta_{10i} ECT_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Eşitlik (5) 'teki ECT_{t-1} katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması gereken hata düzeltme terimidir ve kısa süreli bir şokun ardından uzun vadede dengeye dönme ayarının hızını temsil eder.

ARDL testlerinden sonra, modelin fonksiyonel formunun doğru bir şekilde oluşturulup oluşturulmadığını test etmek için model hatalarında seri korelasyon ve farklı varyans (heteroscedasticity) varlığı da test edilmiştir. Test sonuçlarına göre modelde hatalar normal dağılıma sahiptir. Ek olarak, kümülatif (CUSUM) ve kümülatif kareler toplamı (CUSUMSQ) kullanılarak parametrelerin kararlılığı kontrol edilmiştir. Tüm test sonuçları aşağıdaki bölümde açıklanmaktadır.

3.1. Ampirik Bulgular

1) **Birim Kök Testleri:** Değişkenlerin düzeydeki ve ilk farktaki entegrasyon sırasını belirlemek için, kesişme (intercept) varlığı varsayımı altında Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller (ADF)) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri kullanılarak zaman serilerinde durağanlık analizleri yapılmıştır. Testlerin sonuçlarının yer aldığı Tablo 1'de görüldüğü gibi, serilerden LRGDP, LGFCF, LREER, LCREDIT, TFP, LTFP I(1) iken diğer seriler I(0)'dır. Bu nedenle ARDL yönteminin kullanılması açısından bir sakınca yoktur.

Tablo 1. Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	Augmented Dickey-Fuller test istatistikleri			Phillips-Perron test istatistikleri		
	Düzyey	1. Fark	Karar	Düzyey	1. Fark	Karar
LRGDP	-3.263722* (-4.066981)	-7.441981* (-4.066981)	I(1)	-3.245083* (-4.065702)	-7.419224* (-4.066981)	I(1)
LCREDIT	-2.017149* (-4.065702)	-8.811427* (-4.066981)	I(1)	-2.021232* (-4.065702)	-8.811427* (-4.066981)	I(1)
LGFCF	-1.824936* (-4.065702)	-4.528148* (-4.068290)	I(1)	-1.864804* (-4.065702)	-7.499866* (-4.066981)	I(1)
LGFCE	-6.274125* (-4.066981)		I(0)	-6.137047* (-4.065702)		I(0)
INTR	-3.494276* (-4.066981)	-9.448705* (-4.068290)	I(1)	-4.770057* (-4.065702)		I(0)
LREER	-1.872409* (-4.065702)	-8.997381* (-4.066981)	I(1)	-1.557415* (-4.065702)	-10.35274* (-4.066981)	I(1)
LGEPU	-3.513680* (-4.065702)	-10.99643* (-4.066981)	I(1)	-3.456799* (-4.065702)	-11.45672* (-4.066981)	I(1)
CAPFLOWS	-5.496858* (-4.065702)		I(0)	-5.497990* (-4.065702)		I(0)
LTFP	-3.487252* (-4.072415)	-4.319839* (-4.072415)	I(1)	-2.441081* (-4.065702)	-5.205233* (-4.066981)	I(1)

Not: *, % 1 anlamlılık düzeyinde birim kökün reddini gösterir.

2) **ARDL Sınır Testi:** Değişkenlerin durağanlık seviyelerinin belirlenmesinin ardından, Türkiye'de seçilen makroekonomik değişkenler ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılarak test edilmiştir. Böyle bir ilişkinin varlığını test etmek için öncelikle Akaike bilgi kriteri (AIC) kullanılarak optimal gecikme uzunluğu belirlenir. Tablo 2, LRGDP'nin bağımlı değişkeni ile LCREDIT, LGFCF, LGFCE, LREER, INTR, CAPFLOWS, LTFP ve LGEPU'nun bağımsız makroekonomik değişkenleri arasındaki eşbütünlüşme sonuçlarını ve ayrıca ARDL sınır testinin kritik değerlerini ortaya koymaktadır.

Tablo 2. ARDL Sınır Testi

Model: LRGDP= f(LGFCF, LGFCE, LREER, INTR, CAPFLOWS, LCREDIT, LTFP, LGEPU)	Uygun Lag Uzunluğu	F-istatistik	Sınır Kritik Değeri	Sonuç
			I(0)	I(1)
LRGDP	(2, 7, 6, 5, 4, 6, 7, 0, 6)	6.425200 *	2.62	3.77
Not-1: *% 1 anlamlılık düzeyinde birim kökün reddedildiğini gösterir.				
Not-2: Sınır testi alt ve üst kritik değerleri (I(0) ve I(1))Pesaran vd. (2001)'e göre belirlenmiştir.				

Tablo 2'deki sonuçlar, LRGDP için hesaplanan F istatistik değerinin (6.4252), %1 anlamlılık düzeyindeki I(1) kritik değeri olan 3,77'den daha büyük olduğundan, değişkenler arasında eşbütünleşme olmadığına dair sıfır hipotezini reddedildiğini göstermektedir. Bu da, değişkenlerin eşbütünleşik olduğunu, yani aralarında uzun vadeli bir ilişki olduğunu gösterir. Kısa dönem parametreleri, uzun dönem tahminleriyle ilişkili bir hata düzeltme modeli tahmin edilerek elde edilir. Tablo 3 ve 4, kısa ve uzun vadeli tahminlerin sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 3. Kısa Dönem ARDL Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken = LRGDP				
Kısa dönem sonuçları				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistik	Olasılık
(LRGDP(-1))	0.133095	0.085667	1.553632	0.1308
D(LCREDIT)	0.119004	0.035540	3.348450	0.0022
D(LCREDIT(-1))	0.013703	0.034828	0.393437	0.6968
D(LCREDIT(-2))	-0.067066	0.031439	-2.133199	0.0412
D(LCREDIT(-3))	0.016805	0.033099	0.507738	0.6154
D(LCREDIT(-4))	-0.122453	0.034034	-3.597936	0.0011
D(LCREDIT(-5))	-0.152009	0.031907	-4.764119	0.0000
D(LGFCF)	0.296321	0.029969	9.887662	0.0000
D(LGFCF(-1))	0.017234	0.035216	0.489387	0.6281
D(LGFCF(-2))	-0.038252	0.028204	-1.356275	0.1851
D(LGFCF(-3))	-0.131870	0.028555	-4.618167	0.0001
D(LGFCF(-4))	0.059725	0.030074	1.985933	0.0562
D(LGFCF(-5))	0.170101	0.028750	5.916547	0.0000
D(LGFCF(-6))	0.052550	0.026400	1.990547	0.0557
D(LGFCE)	0.011837	0.031941	0.370591	0.7135
D(LGFCE(-1))	0.270581	0.042192	6.413148	0.0000
D(LGFCE(-2))	0.121894	0.038964	3.128389	0.0039
D(LGFCE(-3))	0.112166	0.038021	2.950088	0.0061
D(LGFCE(-4))	0.161272	0.033870	4.761486	0.0000
D(LGFCE(-5))	0.174830	0.028249	6.188871	0.0000
D(INTR)	-0.000126	8.19E-05	-1.542497	0.1334
D(INTR(-1))	0.000854	0.000104	8.248919	0.0000
D(INTR(-2))	0.000623	0.000113	5.515838	0.0000
D(INTR(-3))	0.000382	0.000106	3.608535	0.0011
D(INTR(-4))	0.000279	9.18E-05	3.036036	0.0049
D(LREER)	0.024305	0.025831	0.940912	0.3543
D(LREER(-1))	0.139317	0.026956	5.168277	0.0000
D(LREER(-2))	0.031533	0.025345	1.244162	0.2231
D(LREER(-3))	0.087731	0.025027	3.505512	0.0015
D(LGEPU)	-0.014469	0.006766	-2.138509	0.0407
D(LGEPU(-1))	-0.017013	0.006280	-2.709005	0.0110
D(LGEPU(-2))	-0.001352	0.006206	-0.217801	0.8291
D(LGEPU(-3))	0.019414	0.006353	3.055812	0.0047
D(LGEPU(-4))	0.009963	0.006244	1.595609	0.1211
D(LGEPU(-5))	0.001401	0.006080	0.230418	0.8193
D(LGEPU(-6))	0.015359	0.006817	2.253237	0.0317
D(LTFP)	-0.289528	0.118675	-2.439684	0.0208
D(LTFP(-1))	0.045517	0.141449	0.321789	0.7498
D(LTFP(-2))	0.480700	0.128527	3.740059	0.0008
D(LTFP(-3))	0.432467	0.118217	3.658258	0.0010
D(LTFP(-4))	0.374004	0.151112	2.475003	0.0192
D(LTFP(-5))	-0.479728	0.135263	-3.546637	0.0013
CoIntEq(-1)*	-0.720421	0.078826	-9.13934	0.0000
Kararlılık (Stability) Testi: Ramsey Reset Test				
F-istatistik: 0.183810		Olasılık: 0.6713		
Değişen Varyans (Heteroscedasticity) Testi: Breusch-Pagan-Godfrey Test				
F-istatistik: 1.404522		Olasılık: 0.1606		
Otokorelasyon Testi: Breusch-Godfrey LM Test				
F-istatistik: 1.308008		Olasılık: 0.2931		
Normal Dağılım Testi				
Skewness: 0,122144	Kurtosis: 3,880527	Jarque-Bera: 2,852934	Olasılık: 0,2401	
CUSUM: Kararsız	CUSUMQ: Kararlı	R² =0.999672	Düzeltilmiş R²: 0.999114	F istatistik: 1791.95(0.000)
				Durbin-Watson: 2.200980

Tablo 3'te Türkiye'de LRGDP ile LGFCF, LGFCE, LREER, INTR, CAPFLOWS, LCREDIT, LTFP, LGEPU arasındaki kısa dönemli ilişkiler gösterilmektedir. Buna göre D(LGFCF), D(LGFCF(-5)), D(LGFCE(-1 ve -5 arası)), D(INTR(-1

ve -4 arası)), D(LREER(-1)), D(LREER(-3)), D(LCREDIT), D(LGEP(-3)), D(LGEP(-6)), D(LTFP(-2 ve -4 arası)), %5 anlamlılık düzeyinde pozitif işarete sahiptir. D(LGFCF(-3)), D(LCREDIT(-2)), D(LCREDIT(-4)), D(LCREDIT(-5)), D(LTFP), D(LTFP(-5)) ise %5 anlamlılık düzeyinde negatif işarete sahiptir.

ECT_{t-1} 'i temsil eden CointEq (-1) katsayısının (-0.720421) negatif ve istatistiksel olarak anlamlı tahmini, seçilen makroekonomik değişkenler ve Türkiye'nin ekonomik büyümesi arasındaki uzun dönemli ilişkinin başka bir kanıtıdır. Tahmin edilen katsayı değerine göre, LRGD'deki değişiklikler her çeyrekte %72 oranında düzeltilmektedir.

Tablo 3 sonunda verilen modelin uygunluk test sonuçlarına göre modelin kurulumunun doğru olduğu, modelde değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının olmadığı ve hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğu kabul edilmiştir. Bu yüzden seçilen bağımsız değişkenler ile LRGD arasında uzun dönemli tahminlerin yapılmasında bir sakınca bulunmamaktadır.

Tablo 4. Uzun Dönem ARDL Tahmin Sonuçları

<i>Bağımlı Değişken = LRGD</i>				
<i>Uzun dönem sonuçları</i>				
<i>Değişken</i>	<i>Katsayı</i>	<i>Std. Hata</i>	<i>t-istatistik</i>	<i>Olasılık</i>
<i>LCREDIT</i>	0.141786	0.021226	6.679757	0.0000
<i>LGFCF</i>	0.282008	0.039549	7.130645	0.0000
<i>LGFCF</i>	-0.224444	0.050552	-4.439878	0.0001
<i>INTR</i>	-0.001141	0.000566	-2.015789	0.0529
<i>LREER</i>	-0.208705	0.054177	-3.852296	0.0006
<i>LGEP</i>	-0.018847	0.019524	-0.965338	0.3421
<i>CAPFLOWS</i>	-1.04E-06	4.30E-07	-2.425732	0.0215
<i>LTFP</i>	-0.764868	0.136921	-5.586203	0.0000
<i>C</i>	24.95742	0.900733	27.70790	0.0000

Tablo 4'e göre Türkiye'de ekonomik büyümenin uzun vadeli belirleyicileri olarak belirlenen LGFCF, LGFCF, LREER, INTR, LCREDIT, CAPFLOWS, LGEP ve LTFP değişkenlerinden INTR ve LGEP dışında tüm değişkenler istatistiksel anlamlılık seviyesi %5'te ekonomik büyüme üzerinde etkilidir. Bunlardan LGFCF ve LCREDIT büyüme üzerinde uzun dönemde pozitif etkiye sahipken, LGFCF, LREER, CAPFLOWS ve LTFP ise negatif etkiye sahiptir.

3) **ARDL Yöntemi Tahmin Sonuçlarının Analizi:** Bu çalışma, bankaların özel sektöre sağladığı kredilerin büyüme etkisini görmek için kurgulanmıştır. Garcia-Escribano ve Han (2015) tarafından Türkiye için sunulan veriler, özel sektöre yönelik kredi genişlemesinin en büyük kısmının tüketici kredisine gittiğini göstermektedir. Büyüme literatürü, özel sektöre kredinin daha hızlı ekonomik büyüme için gerekli olduğunu, çünkü kredinin daha yüksek yatırım ve tüketim yoluyla daha fazla ekonomik büyümeye izin verdiğini öne sürmektedir. Literatür ayrıca, özel sektöre verilen kredilerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin, ilk olarak hem firmalara ve hem de hanehalkına verilen kredilerin pozitif ve negatif olabileceği gibi ikinci olarak hanehalkına verilen kredilerin büyüme üzerindeki negatif etkisinin firmalara verilen kredinin pozitif etkisinden büyük olmasına bağlı olarak değişeceğini öne sürmektedir. Uzun vadeli ARDL tahmin sonuçlarına göre, LCREDIT'deki olumlu gelişmelerin LRGD üzerindeki etkisi pozitifdir. Bu aynı zamanda kısa dönem için de geçerlidir çünkü D (LCREDIT (-4)), LCREDIT (-5)) gecikmelerinin işaretleri de negatiftir. Kısa dönemde ise cari dönemde pozitif etkiye sahipken (-2, -4 ve -5) gecikmeli dönemlerde negatif etkiye sahiptir. Bu sonuç Türkiye için özel sektöre verilen kredinin ağırlıklı olarak uzun dönemde firmalara gittiğini ve kısa dönemde kredinin hanehalkına gitmesi durumunda ortaya çıkan olumsuz büyüme etkisinin firmalara kredinin pozitif büyüme etkisinden daha büyük olması nedeniyle olumsuz olduğunu ima edebilir.

GFCE'deki değişiklikler ile ekonomik büyüme arasında, teori ve ampirik çalışmalara dayalı olarak pozitif bir ilişki beklenmektedir. Tahmin sonuçları, GFCE'deki olumlu gelişmelerin Türkiye'de hem kısa hem de uzun vadede ekonomik büyümede artışlara yol açtığını göstermektedir. Ancak kısa dönemli test sonuçlarına göre teori ile uyumsuz olarak GFCE'nin 3. gecikmeli değeri ekonomik büyümeyi negatif etkilemektedir.

Teorik olarak, hükümet harcamalarındaki artışların ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin beklenen işareti pozitif veya negatif olmalıdır. Pozitif bir işaret, pozitif çarpanın varlığını ifade ederken, negatif işaret, ülkedeki maliye politikasının verimsiz ve savurgan etkilerini gösterirken ayrıca, dışlayıcı etkinin varlığının ve yaratabileceği çarpıklıkların da bir göstergesidir. Teoriye uygun olarak, uzun vadeli ARDL yöntemi tahmin sonuçları, GFCE'deki olumlu gelişmelerin Türkiye'de ekonomik büyümede azalmaya neden olduğunu gösterirken ve Klasik teorinin sonuçlarını doğruluyor. Ancak kısa dönemde D (LGFCF (-1 ve -5 arasında)) gecikmeli değerleri ekonomik büyümeyi pozitif etkileyerek Keynesyen görüşü doğrulamaktadır.

Daraltıcı bir parasal şokun sonucu olarak faiz oranındaki artışlar, faiz oranları, döviz kurları, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatları, banka kredileri ve firma bilançoları kanalıyla ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyecektir. Uzun dönem tahmin sonuçları, INTR'deki gelişmelerin Türkiye'de GSYİH üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını ancak kısa dönemde gecikmeli değerlerin (-1'den -4'e kadar) GSYİH'yi olumlu etkilediğini göstermektedir.

Para politikası şokların döviz kuru üzerindeki etkileri ele alındığında ise REER değişkeninin işareti pozitif veya negatif olabilir. Negatif bir işaret, yerel paranın reel değer kaybının yerli malları yabancı mallara göre daha ucuz hale getirdiğini, dolayısıyla net ihracatta ve üretimde artışlara yol açtığını gösterir. Girdiye bağımlı ülkeler için pozitif bir işaret mümkündür ve yerel paradaki reel değerlendirme, ithal edilen büyük girdileri daha ucuz hale getirir ve üretim maliyetini düşürür. Sonuç olarak, REER'deki olumlu bir gelişme daha yüksek çıktıya yol açar. Uzun vadeli ARDL tahmin sonuçları, yerel paranın değerinin reel olarak yükselmesinin Türkiye'de GSYİH'yi düşürdüğünü göstermektedir. Ancak kısa dönem tahmin sonuçları, REER'deki gecikmelerin etkisinin (LRER (-1 ve -3)) pozitif olduğunu ortaya koymaktadır.

Ekonomik büyümenin makroekonomik belirleyicileri denkleminde dış faktör değişkeni olarak GEPU değişkeninin eklenmesi, gelişmekte olan açık ekonomilerdeki dış şokların ekonomik aktivite üzerinde önemli bir olumlu veya olumsuz etkiye sahip olması nedeniyle önemlidir. GEPU'daki artışların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin Türkiye de dahil olmak üzere tüm büyük ve küçük ekonomilerde olumsuz olması beklenmektedir. Tahmin sonuçları, kısa vadede GEPU'nun ekonomik faaliyet üzerindeki olumsuz etkisini beklentilerle uyumlu iken uzun vadede anlamlı bir etkisi gözlemlenmemiştir.

Sermaye girişlerinde (CAPFLOWS) olumlu bir gelişmenin, kredi getirerek kredi kısıtlamalarının gevşemesine, yatırım kaynaklarının artmasına ve dolayısıyla büyümeyi kolaylaştırması nedeniyle ekonomik aktiviteyi artırması beklenmektedir. Türkiye'de uzun vadeli tahmin sonuçları bu beklentiyi karşılamamaktadır. Tahmin sonuçlarına göre uzun vadede CAPFLOWS'un ekonomik büyümeye etkisi negatiftir.

LTFP değişkeni ise ekonomik büyümeyi açıklamada sermaye ve emek faktörlerinin üretkenliği ile açıklanamayan teknolojik gelişmeleri ifade etmek için kullanılan bir değişkendir. Değişkenin beklenen işareti literatürdeki bulgularla uyumlu değildir. Uzun dönemde TFP'deki artışlar ekonomik büyümeyi negatif etkilerken kısa dönemde LTFP(-2,-4) gecikmelerinde ekonomik büyüme üzerindeki etkileri pozitifdir.

4. Sonuç ve Politika Önerileri

Bu çalışma, ARDL yaklaşımını kullanarak Türkiye'deki mali, parasal ve dış şokların etkilerini de dikkate alarak özel sektöre sağlanan toplam kredilerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini test etmektedir. Seçilen değişkenlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin literatürde yer alan teorik ve ampirik çalışmalardan elde edilen bulgular sonucunda beklenen işaretlerle uyumlu olduğu sonucuna varılmıştır.

LCREDIT'in ekonomik aktivite üzerindeki etkisine ilişkin tahmin sonuçları, banka kredilerinin büyük kısmının özel firmalara gittiğini ancak kısa dönemde hanehalklarına verilen kredilerin büyümeyi negatif yönde etkilediğini göstermektedir. Sonuç olarak, banka kredilerinin yatırım için firmalara yönlendirilmesi gerektiği çıkarımı yapılabilir.

GFCE'deki değişikliklerin ekonomik aktivite üzerindeki etkisine ilişkin ampirik bulgular hem kısa hem de uzun vadede sermaye yatırımının büyümenin en önemli itici güçlerinden biri olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, gelecekte büyüme için hem özel hem de kamu yatırımının istikrarlı bir şekilde artması gerektiği anlamına gelmektedir.

Türkiye için GFCE'deki değişikliklerin etkisine ilişkin ampirik bulgular, uzun dönemde Klasik teorisinin, kısa dönemde ise Keynesyen teorisinin sonuçlarına uymaktadır. Politika önerileri açısından, sonuçlar kısa dönemde etkin toplam talep eksikliğinin varlığını teyit ettiğinden, genişletici maliye politikaları Türkiye'de büyümeyi artırıcı olacaktır.

INTR'nin kısa dönemde RGDP üzerindeki olumlu işareti, politika yapıcıların FED'in politika faizinde yaptığı değişiklikler gibi dışsal değişimlerin gelişmesine olan bağımlılığını göstermesi açısından sorunludur. Ayrıca uzun dönemde INTR'deki değişimlerin büyüme üzerinde anlamlı etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tahmin sonuçları, yerel paranın reel değer artışı yaşamasını Türkiye'deki büyümeyi uzun vadede azalttığını göstermektedir. Öte yandan, para birimindeki reel değer kaybı büyümeyi artırmaktadır. Döviz kurunu hedeflemek veya etkilemek, gelişmekte olan dünyada para politikası otoriteleri için kolay bir iş değildir. Ancak sonuç, genişlemeci para politikaları yoluyla bankanın para birimini değer kaybetmesi durumunda büyümenin sağlanmasına yardımcı olabileceğini göstermektedir.

Tahmin sonuçları, GEPÜ'deki olumlu gelişmelerin Türkiye'nin GSYİH'sinin kısa vadede düşmesine neden olduğunu göstermektedir. Bu, uzun vadede etkili bir politika uygulamasının bulunmadığını ancak kısa vadede ülkenin, dış gelişmelerin olumsuz yayılma etkilerini azaltacak olan dışa bağımlılığını azaltmasını gerektiren bir sonuçtur.

Büyümeyi finanse ettiği için ülkeye yabancı sermaye akışlarının çekilmesi gelişmekte olan ülkeler için çok önemlidir. Ancak politika yapıcılar açısından bu, daraltıcı para politikaları gerektiren iç faiz oranlarının dış kurlara göre artırılmasıyla mümkün. Yukarıda belirtildiği gibi, daraltıcı para politikalarının sonucu, döviz kurları ve faiz oranları yoluyla büyümeyi artırıcı etki yaratmamaktadır. Dolayısıyla politika yapıcıların yabancı sermayeyi çekmek için kamu politikalarını kullanmak yerine, yabancıların ekonomik ve siyasi istikrar ve kurumsal çerçeveye güvenini gerektiren ülkedeki yatırım olanaklarını iyileştirmesi gerekmektedir.

Son olarak LTFP değişkeninin uzun dönemde ekonomik büyümeye etkisi negatif iken kısa dönemde (-2, -3 ve -4) gecikmeleri literatürle uyumlu olarak pozitif bir etkiye sahiptir.

Kaynakça

- Abramovitz, M. (1956). Resource and output trends in the United States since 1870. In *Resource and output trends in the United States since 1870* (pp. 1-23). NBER.
- Acikgoz, S., & Mert, M. (2014). Sources of Growth Revisited: The Importance of the Nature of Technological Progress, *Journal of Applied Economics*, 17(1), 31-62.
- Adak M. (2009). Total factor productivity and economic growth. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(15), 49-56.
- Adom, P. K., Bekoe, W., & Akoena, S. K. K. (2012). Modelling aggregate domestic electricity demand in Ghana: An autoregressive distributed lag bounds cointegration approach. *Energy policy*, 42, 530-537.
- Afonso, A., Baxa, J., & Slavik, M. (2018). Fiscal Developments and Financial Stress: A Threshold VAR Analysis, *Empirical Economics*, 54(2), 395-423.
- Aghion, P., Angeletos, G.-M., Banerjee, A., & Kalina Manova. (2010). Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment. *Journal of Monetary Economics*, 57 (3), 246-265.
- Aghion, P., Hemous, D., & Kharroubi, E. (2009). Credit Constraints, Cyclical Fiscal Policy and Industry Growth, National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper* No. 15119, 1-76.
- Aghion, P., Howitt, P., & Mayer-Foulkes, D. (2005). The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 120 (1), 173-222.
- Ahmed, S., & Zlate, A. (2014). Capital flows to emerging market economies: A brave new world?. *Journal of International Money and Finance*, 48, 221-248.
- Alesina, A. & Ardagna, S. (2010). Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending, *Tax Policy and the Economy*, 24(1), 35-68.
- Alloza, M. (2014). Is Fiscal Policy More Effective in Uncertain Times or During Recessions? *Discussion Papers*, 1631, Centre for Macroeconomics (CFM).
- Anyanwu, J. C. (2014). Factors Affecting Economic Growth in Africa: Are there any lessons from China?. *African Development Review*, 26(3), 468-493.
- Araujo, J.T., Brueckner, M., Clavijo, M., Vostroknutova, E., & Wacker, K.M. (2014). Benchmarking the Determinants of Economic Growth in Latin America and the Caribbean, Report No. 91015-LAC, Macroeconomics and Fiscal Policy Management Latin America and the Caribbean Region, *The World Bank*, 1-96.
- Araujo, J.T., Brueckner, M., Clavijo, M., Vostroknutova, E., & Wacker, K.M. (2014). Benchmarking the Determinants of Economic Growth in Latin America and the Caribbean, Report No. 91015-LAC, Macroeconomics and Fiscal Policy Management Latin America and the Caribbean Region, *The World Bank*, 1-96.
- Ashleighian, P. (2009). Determinants of Economic Growth in Japan: The Role of Foreign Direct Investment, *Global Economy Journal*, 9(3), 1-9.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A description of the money market*, London: Scribner, Armstrong & Company.
- Baier, S. L., Dwyer Jr, G. P., & Tamura, R. (2006). How important are capital and total factor productivity for economic growth?, *Economic Inquiry*, 44(1), 23-49.
- Baker, S., Bloom N., & Davis, S.J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- Baker, S., Bloom, N., Davis, S.J., & Sammon, M. (2018). What Triggers Stock Market Jumps? Work in progress, presented at Jan. 7th, 2018. *Chicagobooth*.
- Barro, R. J. (1999). Determinants of Economic Growth: Implications of the Global Evidence for Chile, *Cuadernos de Economia*, 36(107), 443-478.

- Barro, R.J., & Sala-i-Martin, X. (1992). Public Finance in Models of Economic Growth, *The Review of Economic Studies*, 59(4), 645-661.
- Barro, R.J. (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries, *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 407-443.
- Bayraktar, B. (2006). Investigation on Sources of Growth for Turkey, *Canadian Journal of Development Studies*, 27(1), 25-38.
- Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance*, 28 (3), 423-442.
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 261-300.
- Bekhet, H. A., Yasmin, T., & Al-Smadi, R. W. (2017). Dynamic linkages among financial development, economic growth, energy consumption, CO2 emissions and gross fixed capital formation patterns in Malaysia. *International Journal of Business and Globalisation*, 18(4), 493-523.
- Belke, A., & Osowski, T. (2018). International Effects of Euro Area versus US Policy Uncertainty: A FAVAR Approach. RUHR Economic Paper 689, Essen, Germany: University of Duisburg-Essen.
- Benigno, G., & Fornaro, L. (2014). The financial resource curse. *The Scandinavian Journal of Economics*, 116(1), 58-86.
- Benigno, G., Converse, N., & Fornaro, L. (2015). Large capital inflows, sectoral allocation, and economic performance. *Journal of International Money and Finance*, 55, 60-87.
- Bernardini, M., & Peersman, G. (2018). Private Debt Overhang and the Government Spending Multiplier: Evidence for the United States, *Journal of Applied Econometrics*, 33(4), 485-508.
- Bhagwati, J. (1998), The Capital Myth, *Foreign Affairs*, 77, 7-12.
- Bhaskara Rao, B., & Hassan, G., (2011). Determinants of the Long-Run Growth Rate of Bangladesh, *Applied Economics Letters*, 18(7), 655-658.
- Bleaney, M., Gemmell, N., & Kneller, R. (2001). Testing the Endogenous Growth Model: Public Expenditure, Taxation, and Growth over the Long Run, *The Canadian Journal of Economics*, 34(1), 36-57.
- Blomstrom, M., Lipsey, R.E., & Zejan, M. (1993). Is fixed investment the key to economic growth? *NBER Working Papers* 4436, National Bureau of Economic Research.
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance (3rd ed.)* Cambridge: Cambridge University Press.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2000). Consequences and Policy Options. *Reforming the international monetary and financial system*, 175.
- Canova, F., & Pappa, E. (2007). Price Differentials in Monetary Unions: The Role of Fiscal Policy Shocks, *The Economic Journal*, 117(520), 713-737.
- Chan, Y-C & Saffar, W. & Wei, John, K.C. (2017). How Economic Policy Uncertainty Affects the Cost of Raising Equity Capital: Evidence from Seasoned Equity Offerings. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3017843>.
- Checherita-Westphal, C., & Rother, P. (2012). The Impact of High Government Debt on Economic Growth and its Channels: An Empirical Investigation for the Euro Area, *European Economic Review*, 56(7), 1392-1405.
- Chen, E. K. (1997). The total factor productivity debate: determinants of economic growth in East Asia. *Asian-Pacific Economic Literature*, 11(1), 18-38.
- Chirwa, T.G., & Odhiambo, N.M. (2016). Macroeconomic Determinants of Economic Growth: A Review of International Literature, *South East European Journal of Economics and Business*, 11(2), 33-47.
- Colombo, V. (2013). Economic Policy Uncertainty in the US: Does It Matter for the Euro Area?, *Economics Letters*, 121, 39-42.
- Davis, S.J. (2016). An Index of Global Economic Policy Uncertainty. *NBER Working Paper No. 22740*, <http://www.nber.org/papers/w22740>.
- De Long, J.B., & Summers L.H. (1991). Equipment Investment and Economic Growth, *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 445-502.
- De Long, J.B. (1992). Productivity Growth and Investment in Equipment: A Very Long Run Look 1870-1980, *Journal of Economic History*, 52(2), 307-324.
- Demetriades, P. O., & Hussein, K. A. (1996). Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries. *Journal of development Economics*, 51 (2), 387-411.
- Dollar, D., (1992). Outward-Oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976-1985, *Economic Development and Cultural Change*, 40(3), 523-544.
- Duasa, J. (2007). Determinants of Malaysian trade balance: An ARDL bound testing approach. *Global Economic Review*, 36(1), 89-102.
- Eggertsson, G.B., & Krugman, P. (2012). Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisherminsky-Koo Approach, *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3), 1469-1513.
- Elekdag, S., & Wu, Y. (2013). Rapid Credit Growth in Emerging Markets: Boon or Boom-Bust? *Emerging Markets Finance and Trade*, 49 (5), 45-62, DOI: 10.2753/REE1540-496X490503.
- Engle, R. F., & Granger, C. W. (1987). Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 251-276.
- Fatas, A., & Mihov, I. (2001). Government Size and Automatic Stabilizers: International and Intranational Evidence, *Journal of International Economics*, 55(1), 3-28.
- Ferraresi, T., Roventini, A., & Fagiolo, G. (2015). Fiscal Policies and Credit Regimes: a TVAR Approach, *Journal of Applied Econometrics*, 30(7), 1047-1072.
- Fischer, S. (1991). Growth, Macroeconomics, and Development, *NBER Macroeconomics Annual*, 6, 329-364.

- Fisher, S. (1998). *Capital Account Liberalization and the Role of the IMF*, in *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Princeton University.
- Fisher, S. (2003). Globalization and its challenges, *American Economic Review*, 93(2), 1-30.
- Freire-Seren, M. J. (2002). On the Relationship between Human Capital Accumulation and Economic Growth, *Applied Economic Letters*, 9(12), 805-808.
- Friedman, M. (1977). Nobel Lecture: Inflation and Unemployment, *Journal of Political Economy*, 85(3), 451-472.
- Garcia-Escribano, M. & Han, F. (2015). Credit Expansion in Emerging Markets: Propeller of Growth? *IMF Working Paper*, International Monetary Fund WP/15/212
- Garrison, C.B., & Lee, F.Y. (1995). The Effect of Macroeconomic Variables on Economic Growth Rates. A Cross Country Study, *Journal of Macroeconomics*, 17(2), 303-317.
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development*. No. HG174 G57. New Haven: Yale University Press.
- Gourinchas, P.-O., Valdes, R., & Landerretche, O. (2001). Lending booms: Latin America and the world. *National Bureau of Economic Research*.
- Gourinchas, P. O., & Obstfeld, M. (2012). Stories of the twentieth century for the twenty-first. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1), 226-65.
- Grossman, G. M., & Helpman, E. (1991). Quality Ladders in the Theory of Growth, *The Review of Economic Studies*, 58(1), 43-61.
- Guajardo, J., Leigh, D., & Pescatori, A. (2014). Expansionary Austerity? International Evidence, *Journal of the European Economic Association*, 12(4), 949-968.
- Guerra, E. A. (2017). The economic growth and the banking credit in Mexico: Granger causality and short-term effects, 2001Q1 – 2016Q4. *Economía Informa*, 406, 46-58, (<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0185084917300488>).
- Hamilton, J. D., & Monteagudo, J. (1998). The Augmented Solow Model and the Productivity Slowdown, *Journal of Monetary Economics*, 42(3), 495-509.
- Harrison, A. E., Love, I., & McMillan, M. S. (2004). Global capital flows and financing constraints. *Journal of development Economics*, 75(1), 269-301.
- Hussain, A., Sabir, H.M., & Kashif, M.M. (2016). Impact of Macroeconomic Variables on GDP: Evidence from Pakistan, *European Journal of Business and Innovation Research*, 4(3), 38-52.
- Hussin, F., Ros, N.M., & Noor, M.S.Z. (2013). Determinants of Economic Growth in Malaysia 1970-2010, *Asian Journal of Empirical Research*, 3(9), 1165-1176.
- Igan, M. D. O., Kutan, A. M., & Mirzae, A. (2016). *Real effects of capital inflows in emerging markets*. International Monetary Fund.
- Ireland, P.N., (2006). The Monetary Transmission Mechanism. *Working Papers*, No. 06-1, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, MA.
- Istiak, K., & Serletis, A. (2018). Economic policy uncertainty and real output: evidence from the G7 countries, *Applied Economics*, 50(39), 4222-4233.
- John. G., & Shaw., E. S. (1967). Financial structure and economic development. *Economic development and cultural change*, 15 (3), 257-268.
- Jayarathne, J., & Strahan, P. E. (1996). The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation. *The Quarterly Journal of Economics*, 111 (3), 639-670.
- Jin, X., Chen, Z. & Yang, X. (2017). Economic Policy Uncertainty and Stock Price Crash Risk. Available at: sfm.finance.nsysu.edu.tw/php/Papers/.../075-1270825538.p.
- Johansen, S. (1991). Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 1551-1580.
- Jorda, O., & Taylor, A.M., (2015). The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effect of Fiscal Policy, *The Economic Journal*, 126(590), 219-255.
- Kamber, G., Karagedikli, Ö., Ryan, M., & Vehbi, T. (2016). International Spill-Overs of Uncertainty Shocks: Evidence from a FAVAR. *CAMA Working Paper No. 61/2016*, October 4. doi:10.2139/ssrn.2848034.
- Kang, W., Ratti, R.A., & Vespignani, J. (2017). The Impact of Global Uncertainty on the Global Economy, and Large Developed and Developing Economies. *CAMA Working Paper No. 9/2017*. January. doi:10.2139/ssrn.2908591.
- Kar, M., & Pentecost, E. J. (2000). Financial development and economic growth in Turkey: further evidence on the causality issue. *Universitäts-und Landesbibliothek Sachsen-Anhalt*.
- Kenny, C. (2010). The Internet and Economic Growth in Less-developed Countries: A Case of Managing Expectations? *Oxford Development Studies*, 31 (1), 99-113 DOI: 10.1080/1360081032000047212.
- Kindleberger, C. P. (1978). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. London: Macmillan, London.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). *Financial intermediation and economic development* (Cilt 156189). Cambridge: Cambridge University Press.
- Knight, M., Loayza N., & Villanueva D. (1993). Testing the Neoclassical Theory of Economic Growth: A Panel Data Approach, *Staff Papers International Monetary Fund*, 40(3), 512-541.
- Levine, R. (2004). Finance and growth: theory and evidence. *NBER Working Paper No. 10766*.
- Li, X. L., Balcilar, M., Gupta, R., & Chang, T. (2016). The causal relationship between economic policy uncertainty and stock returns in China and India: Evidence from a bootstrap rolling window approach. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(3), 674-689.
- Lucas, R. E. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22 (1988), 3-42.
- Luintel, K. B., & Khan, M. (1999). A quantitative reassessment of the finance-growth nexus: evidence from a

- multivariate VAR. *Journal of development economics*, 60 (2), 381-405.
- Mallick, S., & Sousa, R. (2012). Real Effects of Monetary Policy in Large Emerging Economies, *Macroeconomic Dynamics*, 16(S2), 190-212.
- Mankiw, N. G., Romer, D., & Weil, D. N. (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth, *The Quarterly Journal of Economics*, 107(2), 407-437.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington D.C.: Brooking Institution.
- Mendoza, E. G., & Terrones, M. E. (2008). An Anatomy Of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates And Micro Data. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 14049.
- Mishkin, F.S., (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10.
- Murinde, V., & Eng., F. S. (1994). Financial development and economic growth in Singapore: demand-following or supply-leading? *Applied Financial Economics*, 4 (6), 391-404.
- Odedokun, M. O. (1998). Financial intermediation and economic growth in developing countries. *Journal of Economic studies*.
- Öztürk, N., Darıcı, H. K., & Kesikoğlu, F. (2011), "Ekonomik büyüme ve finansal gelişme ilişkisi: gelişmekte olan piyasalar için bir panel nedensellik analizi." 30.1 (2011): 53-69. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 30 (1), 53-69.
- Patrick, H. T. (1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic development and Cultural change*, 14 (2), 174-189.
- Pragidis, I.C., Tsintzos, P., & Plakandaras, B. (2018). Asymmetric Effects of Government Spending Shocks during the Financial Cycle, *Economic Modelling*, (68), 372-387.
- Reis, R. (2013). *The Portuguese slump and crash and the euro crisis* (No. w19288). National Bureau of Economic Research.
- Riera-Crichton, D., Vegh, C.A., & Vuletin, G. (2015). Procyclical and Countercyclical Fiscal Multipliers: Evidence from OECD Countries, *Journal of International Money and Finance*. 52, 15-31.
- Ristanovic, V. (2010). Macroeconomic Determinant of Economic Growth and World Economic-Financial Crisis, UDC 330.34:338.124.4(497.11), FACTA UNIVERSITATIS, Series: Economics and Organization, 7(1), 17-33.
- Rodrik, D., (1998). Who Needs Capital-Account Convertibility, in *Essays in International Finance*, Vol.207, Princeton University
- Rodrik, D, & Subramanian, A. (2008). Why did financial globalization disappoint?, *IMF Staff Papers*, 56(1), 112-138.
- Rogoff, K. (1999). International Institutions for Reducing Global Financial Instability, *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 21-42
- Romer, P.M., (1990). Endogenous Technological Change, *Journal of Political Economy*, 98(5) Part 2, S71-S102.
- Sahinoz, S. & Cosar, E.E. (2018). Economic Policy Uncertainty and Economic Activity in Turkey, *Applied Economics Letters*, 25(21), 1517-1520.
- Schumpeter, J. (1912). The theory of economic development. *Harvard University Press, Cambridge, MA*.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press.
- Solow, R.M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth, *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94.
- Solow, R. M. (1957). Technical change and the aggregate production function. *The review of Economics and Statistics*, 39(3), 312-320.
- Stern, N. (1989). The Economics of Development: A Survey. *The Economic Journal*, 99 (397), 597-685.
- Stiglitz, J. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability, *World Development*, 28(6), 1075-1086.
- Stokey, N. L. (1995). R&D and Economic Growth, *The Review of Economic Studies*, 62(3), 469-489.
- Thierry, B., Jun, Z., Eric, D. D., Yannick, G. Z., & Landry, K. Y. (2016). Causality Relationship between Bank Credit and Economic Growth: Evidence from a Time Series Analysis on a Vector Error Correction Model in Cameroon. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 235, 664-671, (<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042816315956>).
- Tong, H., & Wei, S. J. (2011). The composition matters: capital inflows and liquidity crunch during a global economic crisis. *The Review of Financial Studies*, 24(6), 2023-2052.
- Trung, N.B. (2019) The Spillover Effect of the US Uncertainty on Emerging Economies: A Panel VAR Approach, *Applied Economics Letters*, 26(3), 210-216.
- Woodford, M., (2011). Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1), 1-35.