

**The Interaction Between Economic Growth and Financial Liberalization
After 1980 in Turkey**

Muhammed Veysel KAYA¹
Fatih DEMİR²
Abdülkadir TIĞLI³

Extended Abstract

The liberalization behaviour initially started by globalization; later it has seen a mobilization diversity from commodities to financial assets all around the world. At the same time this process had proceeded from trade liberalization towards financial liberty synchronously. Except that, alongside assumptions of financial deregulation kindling the economic growth, should not to rule out its causation of fragility or -more abstractly- crisis environment approaches. The USA origin 1929 Great Depression was the first full-scale gloval crisis in the economic background of the world. Also the appearance of Keynesian measures started at that guard line. Inasmuch as, the being of uncontrolled financial mobility caused sudden recessions by creating a bubble effect. Just after, global economies -which were trying to relieve after the First World War- have been stayed in crisis environment devoid of manufacturing and capital, by running shocks with the beginning of the Second World War. They have extended towards 1960s and 70s merchandising after arriving recovery and the increasing of financial trenchancies have become a current issue. Trade liberalization have had impact on crisis comparatively with financial liberalization. By reason of that, the crisis impact has been highly while the trade volume spreading and tightening slightly around the manufacturing axial largely; financial autonomy in consequence of mobilizing of capital and nominately hot money flows and maintaining on non-trade assets. And the world economic background frequently had been witnessed regional and global business cycles' revolution to crises lustral or decennial, with the financial liberalization process.

¹ Doç. Dr., Kırıkkale Üniversitesi, İİBF Fakültesi, İktisat Bölümü, e-mail.
mveyselkaya@yahoo.com

² Araş. Gör. Kırıkkale Üniversitesi, İİBF Fakültesi, Ekonometri Bölümü, e-mail.
fatihdemir@kku.edu.tr

³ Doktora öğr. Kırıkkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, abdulcadirtigli@yahoo.com

In global markets the financial liberty, which has clarified after 1970 and has expanded to many countries after 1980s, possessed directly or adversely proportional with economic growth or economic growth towards financial liberalization. The differential directed relation between financial liberalization and other macro data is quite common study framework in the literature of international economics. In the literature of economics, however both of two factors usually have an impact on each other directly proportional; there are a considerable amount of detections that not be any relations between them; in fact, there are also the studies, which have claimed adversely proportional impact between them. While it is being observed between the two factors in developed economies are incentive each other, in developing countries, it is wrong to assert a generic estimation. Inasmuch as, the speculative money flows can occasionally induce recessions. Short-run financial mobilites do not pose predictable results. So, the economic growth destination can be accrued by long run liquid treatments and the transferable funds to real investments.

In case the economic revolution process of Turkey; the years 1980, 1989 and 2001 have become one apiece crosspoints. Turkey, as a joining country towards globalization line, with the January 24th of 1980 Judgements; has opened the domestic currency to the international area by 1989 cabinet decision and at the same time the obstacles have removed. Following the November 2000 and February 2001 crises, when the banking and monetary markets -which were having deficits succesively- faced with the liquidity problems; to caused largely and structural alterations "Transition to the Strong Economy Program" has come into play. In particular, the program that strengthening of Central Bank and providing autonomy composes the base of implementing economy policies even today

In the economic history of Turkey, after 1980, it has been observed variable and non-variable directional relationship between financial openness and economic growth or other macro data. Seemingly it has claimed that interaction is from financial liberalization towards economic growth. But, there are also assumptions that claimed from economic growth to financial liberalization. There are some studies alledge that interactions from time to time create a negative impact. Here; in the study, the obtained result is being treated to reveal concretely, by handling both of the interplay of the factors, seperately.

Keywords: Financial liberalization, economic growth, McKinnon-Shaw Hypothesis, causality test, VAR model, unit root test.

Türkiye’de 1980 Sonrası Ekonomik Büyüme ve Finansal Liberalizasyon Etkileşimi

Öz

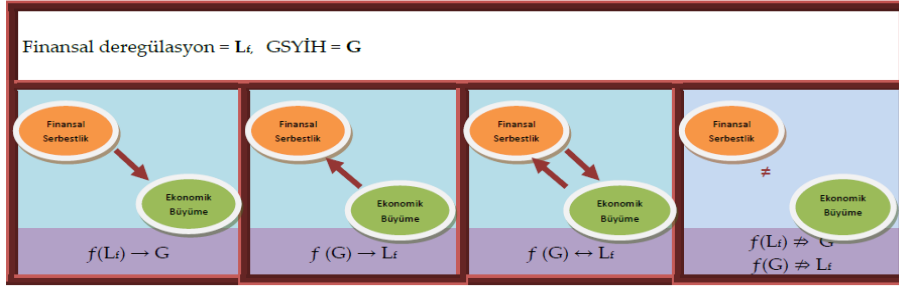
Finansal liberalizasyonun diğer makro verilerle olan farklı yönlü ilişkisi, uluslararası iktisat literatüründe oldukça sık rastlanan çalışma sahalarından birisi olmuştur. Küresel piyasalarda 1970 sonrası belirginleşen ve 1980’lerde pek çok ülkeye yayılan finansal serbesti ekonomik büyümeyi veya ekonomik büyüme finansal serbestiyi olumlu ya da olumsuz yönde etkilemiştir. İktisat yazınında genellikle her iki ögenin birbirini doğru orantılı olarak etkilediği tespit edilmiş olsa da, birbirlerine etki etmediğini tespit eden hatta ters orantılı olarak etkilediğini ortaya koyan ampirik çalışmalar da mevcuttur. Gelişmiş ekonomilerde bu iki öge arasında birbirini tetikleyici rol gözlemlenirken, gelişmekte olan ülkelerde ise genelleyle bir yargıya varmak doğru olmamaktadır. Zira, spekülasyon para akımları zaman zaman küçülmelere sebep olabilmektedir. Kısa vadeli finansal hareketler, öngörülebilir sonuçlar doğurmamaktadır. Dolayısıyla, ekonomik büyüme hedefi, uzun vadeli likit işlemler ile reel sektör yatırımlarına aktarılabilen fonlar sayesinde gerçekleşmektedir. Diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye’nin ekonomik tarihinde de, 1980 sonrasında finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme veya diğer makro veriler arasında değişken yönlü ilişkiler gözlenmiştir.

Anahtar Sözcükler: Finansal liberalizasyon, ekonomik büyüme, McKinnon-Shaw Hipotezi, nedensellik testi, VAR modeli, birim kök testi.

Giriş

Finansal liberalizasyonun; ülkeler, bölgeler ve uluslararası makro göstergeler üzerinde nasıl bir etki oluşturduğu, 20.Yüzyıl sonlarında ve özellikle günümüzde sıkça araştırmalara konu olmaktadır. Klasik ve Keynesyen yaklaşımları senkronize ederek ortaya konulan eleştirel

çalışmalar, finansal liberalizasyonun başta ekonomik büyüme olmak üzere başlıca makro verilere doğrusal yönlü, ters yönlü veya çift yönlü olumlu ya da olumsuz etkilerinin olduğunu, hatta daha marjinal yaklaşımlarda ise finansal liberalizasyonun herhangi bir etkisinin bulunmadığını göstermiştir.



Şekil 1: Finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasındaki eşgüdümsel ilişki yaklaşımları.(Şematik anlatım, yazarlar tarafından oluşturulmuştur).

1929 Büyük Buhranı ile kesintiye uğrayan finansal akımlar, liberalizasyon üzerinde kontroller bulunması gerektiği yönünde yeni bir sistematik düzen teşkil edilmesini gerektirmiştir. Fakat konjonktür dalgalanmalarının artık zaman zaman ortaya çıkmasının önüne geçilememiştir. Ticari liberalizasyona göre daha kırılgan ve mobil nitelik taşıyan finansal liberalizasyon süreci, finansal piyasalar kapsamındaki sermaye piyasalarında ve para piyasalarında, özellikle de spekülasyon amaçlı parasal hareketler sayesinde daralmalara, hükümet borçlanmalarına, yüksek veya hiper enflasyona, nihai olarak da krizlere sebep olmaktadır.

Konjonktür dalgalanmalarının krizlere dönüşmesi ise karar alma mekanizmasının öngörü kabiliyetinden ve son zamanlarda dikkatle takip edilen uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notları ile geleceğe ilişkin tahminlerinden bağımsız şekillerde ortaya çıkabilmektedir. Kaldı ki; 2008 Küresel Krizi'nden sonra kredi derecelendirme kuruluşları, sağlıklı öngörüler geliştirememekle yoğun bir şekilde eleştiri almıştır.

Çalışmada, aslında pek çok araştırmacının makalesine konu olan GSYİH büyümesinin finansal liberalizasyon üzerindeki etkisinin Türkiye açısından değerlendirilmesi yapılmaktadır. Birinci bölümde, küreselleşme süreci, liberalleşmeye etkisi, liberalizasyonun ortaya çıkış aşamalarından söz edilmektedir. İkinci bölümde 24 Ocak 1980 Yapısal Uyum ve İstikrar Programı kararları uluslararası sisteme açılan Türkiye piyasalarının durumu ve bu entegrasyona uyumluluğu tartışılmaktadır. Son bölümde ise,

Türkiye’de 1980 sonrasına ait bazı makro veriler marifetiyle büyüme oranının finansal liberalizasyon süreci üzerindeki etkisi VAR modeli kapsamında birim kök testleri uygulanarak ölçülmektedir.

1. Dünyada ve Türkiye’de Liberalizasyon Süreci

Dünya’nın ekonomi tarihinde liberalizasyondan söz edebilmek için ilk olarak küreselleşme olgusuna müracaat etmek gerekir. Küreselleşme kavramına, başta ünlü sosyolog Anthony Giddens (2014: 41) olmak üzere pekçok bilim insanı çeşitli tarifler getirmiştir fakat küreselleşme tanımının en marjinal ve belirgin haliyle Gökdere (2001: 73)’nin tanımında vücut bulduğu iddia edilebilir. Şöyle ki; yazar küreselleşme olgusunu; iktisadi, mali ve finansal piyasalarda kuralsızlaştırma ve yasakları kaldırma politikası olarak değerlendirmektedir. Uluslararası ticaret teorilerinin başlangıç noktası, iktisadi hayatın küreselleşmeye başladığına işaret etmektedir. Bir başka ifadeyle liberalizasyon süreci başlamadan önce, piyasalarda küreselleşme eğilimleri hakim olmuştur. Bunun en bariz örneği, tarihte Merkantilist ticaret⁴ felsefesinde görülmektedir. Değerli maden ithalatına dayalı, ithal ikameci ve üretim girdilerinin ithali dışında büyük oranda ihracat eğilimli Merkantilizm⁵ anlayışında ithalatta bile ancak hammadde ya da yarı mamul mal girdisine müsaade edilmekteydi.

Sanayi devrimi ile fordizm⁶ üretim modelinin olanca hızıyla devam etmesi, üretim ve ticaret hacmini artırmıştır. Söz konusu yükseliş, artık “üretim ve ticaretin finansmanı” sorununu gündeme getirmiştir ki, bu aşamadan sonra bankacılık sektörü kendini hissettirmeye başlamıştır.

⁴ Uluslararası iktisat literatüründe, liberalizasyon süreci ticari liberalizasyon ve finansal liberalizasyon şeklinde iki aşamada gerçekleşmiştir (Aizenman ve Noy, 2003: 3).

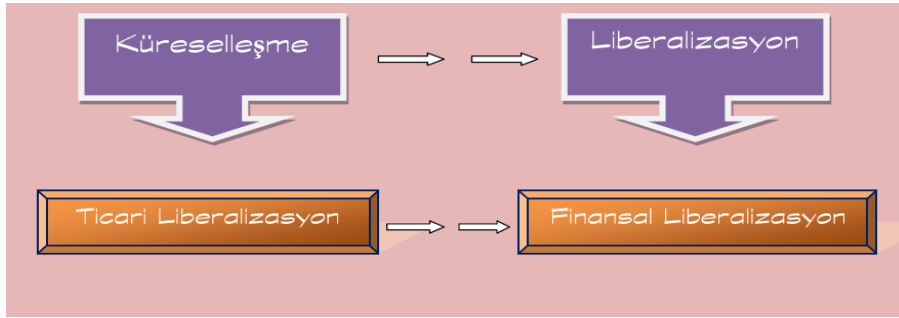
⁵ Ortaçağ Avrupası’ndan Sanayi Devrimi’ne kadar geçen yaklaşık üç asırlık zaman zarfında uluslararası ticarete hakim olan Merkantilizm anlayışında, ülkelerin hazinelerine altın vb. değerli madenleri biriktirmeleri ve mamul mal ihracatına dayalı *ticaret-yoğun* bir sistem işlemekteydi. Merkantilizm kelimesi de, İngilizce “merchandise”, yani “ticaret yapma” kökünden türemiştir.

⁶ Fordizm, Sanayi Devrimi ile ortaya çıkan ve vasıflı olmayan emek istihdamı ile seri üretime geçmiş bir mekanizmaya işaret etmektedir. Britanya coğrafyasından tüm Avrupa sathına yayılan üretim şeklinde, çalışanlar ürettikleri mamul ile ilgili herhangi teknik bir bilgiye sahip olmamakta, sadece görev yaptığı departmandaki üretim basamağını tamamlamaktadır.

Liberalizasyon hareketinin kontrolden çıkması, piyasalarda para politikalarından maliye politikaların⁷ dönüşü hızlandırmıştır. Mali tedbirler, ülkeden ülkeye farklı uygulanagelmiş ise de, 20.Yüzyıl araştırmacılarının iktisadi dalgalanmaları (konjunktur dalgalanmaları) takip ettikleri sonuçlara göre ortalama her on yılda bir piyasalar dip noktaları görmüş, zaman zaman bu dip noktaları krizlere dönüşmüştür⁸.

1.1. Küreselleşmeden Liberalizasyona Geçiş

Küreselleşmeyi ticari liberalizasyon, liberalizasyonu da finansal liberalizasyon şeklinde somut bir süreç tasnifine tâbi tutmak meseleyi daha anlaşılabilir hale getirmek için, mümkündür.



Şekil 2: Küreselleşme ve Liberalizasyon Süreçlerinin Somut Bir Tasnifi

⁷ İktisat tarihinde makro analizin önünü açan İngiliz iktisatçı John Maynard Keynes, 1936 yılında yayınladığı çalışmasıyla, yeni bir devrimin öncüsü olmuştur. Piyasaların liberal davranışları karşısında kamu kesiminin mali kontrollerle piyasalara müdahalesini savunan Keynes, para piyasalarının yönetimini merkez bankalarına; üretim ve ticaret hacminin hükümetlerin mali araçlarla denetim altında tutulmasını savunmuştur. Kendisinden sonra gelen birçok ekonomiste model olan Keynes'in önerdiği politikalar geliştirilerek optimum düzeyde verimlilik elde edilmeye çalışılmaktadır. Genel Teori'de Keynes (2008: 317-319), istihdam teorisinin hülasası niteliğinde ele aldığı son bölümde, eksik tüketimin, talebi tahvil vb. değerli araçlara kaydırarak bunları reel olarak değerli hale getirdiği ve değerli hale gelen bu tahvillere talebin katlanarak artması halinde adeta bir domino etkisiyle piyasalarda hızlı daralmalara sebep olabileceğinin altını çizmiştir. Bu sebeple kamu kesiminin, piyasalar üzerinde mali araçlarla müdahil olması gerektiğini savunmaktadır.

⁸ Clément Juglar, 1860 yılında ele aldığı ve 1862 yılında yayınlanan istatistiksel çalışmasında, literatürde "Juglar Cycles" olarak bilinen önermesine göre krizlerin periyodik olarak ve hemen hemen her on yılda bir tekrarlandığını ileri sürmüştür (Legrand ve Hagemann, 2005; Grinin, Korotayev ve Sergey, 2013).

(Şematik anlatım, yazarlar tarafından oluşturulmuştur.)

Hülâsa, uluslararası finans sistemindeki işlem hacminin artması ve ticaret hacminin finansal işlemler karşısında reel anlamda düşmesi ile birlikte finansal liberalizasyon, aynı oranda artış göstermiştir. Nitekim 1980 Sonrası Türkiye'de finansal liberalizasyon oranı üzerine yapılan bir çalışmada (Kaya ve Tıgılı, 2015), finans piyasalarına yönelik reformların yapıldığı ya da dönüm noktası olan yıllardan itibaren liberalizasyon oranlarının arttığı gözlenmiştir.

1.2. Dünya'da ve Türkiye'de Finansal Deregülasyon

Uluslararası iktisat tarihinde, finansal liberalizasyonun Bretton Woods para sisteminin çöküşü ile birlikte 1970'lerde ortaya çıkması, gelişmiş ekonomiler için kaçınılmazdı. Zira II.Dünya Savaşı sonrası galip ABD dış ticarete dayalı hegemonyasını oluşturabilmek için bütün piyasaları dolarize etmesi gerekiyordu. Nitekim Bretton Woods sözleşmesiyle pek çok ülkenin para birimi karşısında Amerikan Doları çıpası marifetiyle dolarizasyon süreci başlatıldı (Günel, 2012: 22). 1973 petrol şoku ise, Bretton Woods sisteminin çöküşünde öncü rol oynayarak, diğer gelişmiş ülkelerin hem ticaret yolunu hem de finansal hareketlilik serbestisinin yolunu açmıştır. Kanaatimizce, Bretton Woods sistemi 20.Yüzyıl'ın finansal merkantilizmi olarak literatüre geçmelidir.

Türkiye'de ise ekonomik dönüşümün üç köşe başı olduğu iddia edilebilir: Bunlardan birincisi 1979 yılında yaşanan durgunluktan kurtulmak ve artık yapısal anlamda köklü değişikliklere gitmek amacıyla, sistemin dönüşümü başlamış ve yabancı sermayenin giriş çıkışı kolaylaştıran 24 Ocak 1980 Kararları'dır. Ne var ki; yapısal çözümler getirmesi beklenen 24 Ocak kararları maalesef altyapısı olmayan bir düzen üzerine geçirilen bir kılıf gibi olmuş ve finansal istikrar sağlanamamıştır. İkincisi ise, 1989 yılında Türk Lirası'nın tamamen uluslararası sisteme konvertibl olmasının sağlanması ve dövizle ilişkin yasakların kalkması olmuştur. 1986 yılında kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ile birlikte 1989 kararları, ekonomide ciddi bir rahatlama ve hareket alanı oluşturma imkanı tanımıştır. 1990'lı yıllar Türkiye ekonomisinde pek çok yol kazasının yaşandığı, Dikkaya ve Özyakışır (2013: 206)'a göre *kayıp yıllar* olarak nitelendirilen yıllar olmuştur.

Siyasi ve ekonomik istikrardan yoksun, seçimlerin sık görüldüğü ve popülist seçim ekonomilerinin, Hazine ve Merkez Bankası kaynaklarını gayet hor kullandığı, finansal piyasalarda spekülative para hareketlerinin sıkça görüldüğü ve bununla birlikte yüksek faiz ve enflasyonist baskıların

yaşandığı 90'lı yıllar, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleriyle son buldu. Bankaların döviz açığının arttığı Kasım 2000 krizi, bir likidite krizi; Şubat 2001 krizi ise bir bankacılık krizi olarak tarihte yerini almıştır. Dönüşümün üçüncü adesi ise 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olmuştur (Karaçor, 2007: 133, 135, 136).

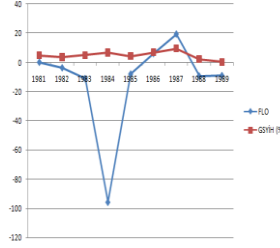
Tedbirler sonrasında ülkeye gelen yabancı yatırımcı sayısında muazzam artışlar yaşanmasının yanı sıra gelen sermayeler de spekülative para akımlarından ziyade ibreyi doğrudan yabancı yatırımlara çevirmiştir. Fakat, yer yer ikiz açık hatta üçüz açık tehlikeleri ile karşılaşan hükümet, literatürde yatırım-tasarruf açığı olarak dillendirilen üçüncü açık yerine bu ikisini ayrı değerlendirecek şekilde dördüncü bir açık olan *yatırım açığı*⁹ (Tıgılı, 2015: 75) olgusunu dikkate almamıştır.

Tablo 1: Türkiye'de 1980 Sonrası Finansal Liberalizasyon Oranı (FLO) ve GSYİH (%)

Yıllar	FLO	GSYİH (%)	Yıllar	FLO	GSYİH (%)
1981	0,00	4,9	1998	-14,54	3,9
1982	-3,77	3,6	1999	-65,33	-3,4
1983	-11,12	5,0	2000	-4,89	6,8
1984	-95,66	6,7	2001	-14,19	-5,7
1985	-8,00	4,2	2002	-24,96	6,2
1986	6,70	7,0	2003	-5,76	5,3
1987	19,26	9,5	2004	-1,66	9,4
1988	-9,40	2,1	2005	-10,27	8,4
1989	-9,10	0,3	2006	609,09	6,9
1990	54,41	9,3	2007	-34,76	4,7
1991	-7,50	0,9	2008	-9,44	0,7
1992	12,58	6,0	2009	-2,57	-4,8
1993	-2,74	8,0	2010	-875,16	9,2
1994	-12,02	-5,5	2011	-10,98	8,8
1995	-22,25	7,2	2012	-5,91	2,1
1996	-13,95	7,0	2013	6,88	4,2
1997	-12,38	7,5	2014	-8,46	2,9

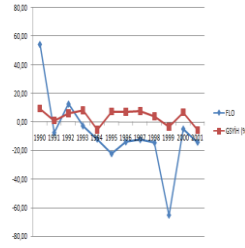
Kaynak: Tablodaki veriler, 26-28 Kasım 2015 tarihlerinde İzmir'de düzenlenen "Türkiye Cumhuriyeti'nin Ekonomik ve Sosyal Tarihi Uluslararası Sempozyumu"nda Doç. Dr. M. Veysel Kaya ve Abdülkadir Tıgılı tarafından sunumu yapılan "*Türkiye'de 1980 Sonrası Finansal Liberalizasyonun Sonuçları*" başlıklı çalışmadan elde edilmiştir.

⁹ Söz konusu çalışmada, TCMB yatırım pozisyonu ve dış yatırım hacmi verilerinden faydalanarak elde edilen bir "yatırım açığı"nın varlığı vurgusu yapılmıştır.



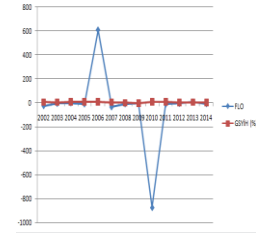
Şekil 4a: 1981-1989 Yılları Arasında FLO ve GSYİH (%)

Kaynak: Tablo 1



Şekil 4b: 1990-2001 Yılları Arasında FLO ve GSYİH (%)

Kaynak: Tablo 1



Şekil 4c: 2002-2014 Yılları Arasında FLO ve GSYİH (%)

Kaynak: Tablo 1

Atıfta bulunulan söz konusu çalışmada, Türkiye'nin 1980-2014 yıllarına ait yıl sonu itibarı ile mevduat faiz oranı (%), döviz kuru (Dolar/TL), cari işlemler dengesi (%), GSYİH (%) ve doğrudan yabancı yatırım (Dolar) kalemlerinden oluşmak üzere beş veri seti üzerinden ağırlıklı harmonik ortalama yöntemi

$$x = \frac{\sum_{i=1}^n w_i}{\sum_{i=0}^n \frac{w_i}{x_i}}$$

ile elde edilen yıllık değişim oranları, Türkiye'de 1980 sonrası yaşanan makro iktisadi hareketlerle örtüştüğünden, yıl sonlarında elde edilen veriye yazarlar tarafından "finansal liberalizasyon oranı (FLO)" adı verilmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler sınıfında yer alan Türkiye ekonomisinde **Tablo 1**, **Şekil 4a**, **Şekil 4b** ve **Şekil 4c**'de görüldüğü üzere 1980 sonrasında ekonomik büyüme ve finansal liberalizasyon oranı (FLO) rakamları oldukça istikrarsız seyirler izlemiştir. Birbirini takip etmeyen bu iki veri, çalışmanın son bölümünde VAR modeli ile birim kök testine tabi tutulması sonucunda elde edilen bulguları da bir anlamda doğrulamaktadır.

2. Literatür Taraması

Böyle bir çalışmanın ele alınmasında rol oynayan temel amaç, finansal liberalizasyonun artık bir finansal mobiliteye dönüşerek ekonomik büyüme ile olan çift yönlü ilişkisinin ortaya konulması ve 1980 sonrası Türkiye

deneyiminden elde edilen verilerin ve sonuçların gerçeğe daha yakın bir pencereden okunabilmesinin sağlanması olmuştur. Gerçekten literatürde konuyla ilgili çok sayıda çalışma bulunmakta ve genel olarak bu etkileşim tek yönlü incelenmekte, akabinde ise ekonometrik oranlar ortaya konulmaktadır. Fakat, bu rakam ve korelasyon oranlarının doğru okunması noktasında bir farkındalık yaratma düşüncesi, finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve negatif şoklarda iki yönlü etkileşimin nasıl olduğunu araştırma fırsatı doğurmuştur.

Literatür taramasına henüz değinmeden önce, Delice (2012: 818, 819 ve 822)'nin veriler eşliğindeki değerlendirmelerine göre; finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin matematiksel olarak tespitinin, ticari liberalizasyon ile olan korelasyonundan daha zor, iktisadi davranışların sezilmesinin daha çok uzmanlık gerektirdiği çıkarımını yapmak ve mevcut çalışmaların çeşitliğini ve çok sesliliğini bu bağlamda değerlendirmek daha isabetli olacaktır.

Finansal liberalizasyon ile ilgili çalışmalar, iktisat yazınında ilk olarak Raymond W. Goldsmith ile başlamış, 1973 yılında birbirinden habersiz ve eş zamanlı çalışarak aynı sonuçları elde eden Ronald Ian McKinnon ve Edward S. Shaw ile devam etmiştir (*aktaran: Arestis, 2005: 6*). Finansal serbestlik sağlanarak, faiz ve dövizler üzerindeki kontrollerin kalkmasıyla, piyasa genişlemesini ve ekonomik büyümeyi tetikleyeceği sonucuna ulaşmışlardır.

King ve Levine (1993: 735) de, Schumpeter'in *A Theory of Economic Development* (1911) adlı kitabındaki analizi doğrulayarak, finansal deregülasyon ile ekonomik büyüme arasında sıkı ve doğrusal bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Arestis, Demetriades ve Luintel (2001: 37-38), ampirik bulgularında Almanya ve Fransa gibi bazı gelişmiş ülkelerde borsa ve bankacılık sektörünün gelişmişliğinden, toplam çıktı ve ekonomik büyümeye doğru korelasyon tespit etmişlerdir.

On altı ülke üzerinde yapılan bir zaman serisi analizine göre ise ekonomik büyümeden finansal liberalizasyona doğru korelasyon tespit edilmiştir (Demetriades ve Hussein, 1996: 407-408). Aynı şekilde Onur (2005: 149-150) da, Granger nedensellik testi sonucunda ekonomik büyümeden finansal deregülasyona doğru ilişki olduğu sonucuna varmıştır.

Tornell, Westermann ve Martinez (2004: 37, 39, 41, 43 ve 45) ise, çalışmalarında elde ettikleri beş sonuca göre finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde olumlu katkıları olduğunu fakat kırılmalı yapı

gelişmekte olan ülkelerde kriz riskleriyle doğru orantılı olduğunu saptamışlardır.

Söylemez ve Yılmaz (2012: 61)'in detaylı ve uzun dönemli nedensellik ilişkisi testine göre, Türkiye'de finansal serbestleşmenin uzun vadede ekonomik büyüme üzerinde % 44'lük olumlu tesiri olduğu ortaya konmuştur.

Kılıç (2012: 140), özellikle 1980 yılından itibaren finansal liberalizasyon sürecini incelediği çalışmasında; finansal serbestinin ağır aksak da olsa yer yer büyümeyi tetiklediği fakat yapısal eksikliklerden dolayı büyüme süreçlerinin krizlerle kesintiye uğradığını vurgulamıştır.

Aizenman ve Marion (1996: 9), Almanya, İngiltere, ABD, Japonya ve Fransa üzerinde yaptıkları çalışmalarında finansal volatilité ile yatırım ve büyüme hacmi arasında negatif ilişki tespit etmişlerdir.

Aslan ve Terzi (2013: 65), az gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde yerli paranın yabancı para karşısında değerinin düşük tutularak, yerli yatırımların dışa doğru liberalize olduğuna dikkat çekmişlerdir. Böylece bu türden finansal hareketliliğin de büyüme üzerinde olumlu etkisinin olduğunu söylemek güç olmaktadır.

1990-2006 verilerini kullanarak liberalizasyonun Türkiye'de dış ticaret hacmini ve hadlerini zorladığını kaydeden Yapraklı (2007: 82-83), bu durumun uzun dönemde büyümeyi zora sokacağını ileri sürmüştür.

Schroeder (2002: 4-5), gelişmekte olan ülkeler üzerinde kırılmalığa sebep olan finansal açıklığın piyasa bölünmeleri yoluyla ekonomik büyümeye olumsuz katkı yaptığını öne sürmektedir. Benzer bir iddia da yine Valderrama (2003: 3)'dan gelmektedir.

Edison ve diğerleri (2002: 772), Türkiye'nin de aralarında bulunduğu elli yedi gelişmekte olan ülke üzerinde istatistiksel metodoloji ağırlıklı yaptığı çalışmada, *uluslararası finansal entegrasyon (IFI)* şeklinde isimlendirdiği veri setinin, ekonomik büyüme üzerinde etkilerinin olmadığını tespit etmiştir.

Singh (2002: 14), finansal kapitalizasyonun 1980-1990'lardan itibaren ilk dönemlerde olduğu kadar ekonomik büyüme üzerinde etkin olmadığını tespit etmiştir.

3. Metodoloji

3.1. Yöntem

İktisadi değişkenler arası nedensellik ilişkilerinin araştırılmasında Granger (1969) tarafından ortaya konulan yöntem literatürde oldukça popüler kullanıma sahiptir. Granger nedensellik yaklaşımı en basit şekli ile bir değişkenin şimdiki değeri üzerinde başka bir değişkenin geçmiş değerlerinin etkili olmasıdır. Ancak serilerin durağan olmadıklarında, uygulanan Wald testi ile hesaplanan F-istatistiğinin standart dağılıma sahip olmadığı ve geçersiz olduğu bazı çalışmalarda ileri sürülmüştür (Park ve Phillips 1989; Sims vd. 1990). Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilen Granger nedensellik testinde ise seriler durağan olmasalar dahi düzey değerleri ile bir genişletilmiş VAR modelinin tahmin edilebileceğini öne sürmüşlerdir. Serilerin bütünleşme derecesi ilave gecikme olarak modele katılarak Granger prosedürü takip edilmektedir. Bu şekli ile Wald test istatistiğinin asimptotik χ^2 dağılımına uyduğu belirtilmiştir.¹⁰ Hacker ve Hatemi-J (2006) çalışmalarında Toda ve Yamamoto (1995) testinin küçük örneklemelerde Wald test istatistiğinin asimptotik χ^2 dağılımı özellikleri göstermesinin zayıf olduğunu belirlemişlerdir. Bu sebeple Hacker ve Hatemi-J (2006), serilerin farklı bütünleşme derecelerine izin veren Toda ve Yamamoto (1995) prosedürünü takip ederek, kritik değerler için bootstrap yaklaşımının daha iyi sonuç verdiğini göstermişlerdir. Hacker ve Hatemi-J (2006) yaklaşımında tahmin edilecek VAR modeli için gecikme uzunluğu dışsal olarak önceden belirlenmektedir. Hacker ve Hatemi-J (2012) çalışmalarında bu zayıflığı ortadan kaldırarak gecikme uzunluğunun içsel belirlendiği yaklaşımı geliştirmişlerdir. Ancak bahsedilen nedensellik testlerinin tümünde şoklar pozitif ve negatif ayrımına gidilmeksizin simetrik olarak ele alınmaktadır. Hatemi-J (2012) pozitif ve negatif şokların ayrı ayrı nedensel ilişkilerinin test edilebileceğini öne sürmüştür. Şokların ayrımı Granger ve Yoon (2002) çalışmasından hareketle rassal yürüyüş prosedürü kapsamında şu şekilde gerçekleştirilmektedir (Hatemi-J, 2012):

$$\begin{aligned} Y_{1t} &= Y_{1t-1} + \varepsilon_{1t} = Y_{10} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i} \\ Y_{2t} &= Y_{2t-1} + \varepsilon_{2t} = Y_{20} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i} \end{aligned} \quad (1)$$

Burada Y_{10} ve Y_{20} sabit katsayıları ve ε_{1i} ve ε_{2i} beyaz gürültü artık terimleri göstermektedir. Pozitif ve negatif şoklar şu şekilde belirlenmektedir:

$$\varepsilon_{1i}^+ = \max(\varepsilon_{1i}, 0) \quad \varepsilon_{1i}^- = \min(\varepsilon_{1i}, 0) \quad \Rightarrow \quad \varepsilon_{1i} = \varepsilon_{1i}^+ + \varepsilon_{1i}^- \quad (2)$$

¹⁰ Detaylı bilgi için bkz: Toda ve Yamamoto (1995).

$$\varepsilon_{2i}^+ = \max(\varepsilon_{2i}, 0) \quad \varepsilon_{2i}^- = \min(\varepsilon_{2i}, 0) \quad \Rightarrow \quad \varepsilon_{2i} = \varepsilon_{2i}^+ + \varepsilon_{2i}^-$$

Buradan hareketle Denklem (1) şu şekilde yazılabilir:

$$\begin{aligned} Y_{1t} &= Y_{1t-1} + \varepsilon_{1t} = Y_{10} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i}^+ + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i}^- \\ Y_{2t} &= Y_{2t-1} + \varepsilon_{2t} = Y_{20} + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i}^+ + \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i}^- \end{aligned} \quad (3)$$

Burada birikimli pozitif ve negatif şoklar şu şekilde belirlenmektedir:

$$\begin{aligned} Y_{1t}^+ &= \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i}^+ & Y_{1t}^- &= \sum_{i=1}^t \varepsilon_{1i}^- \\ Y_{2t}^+ &= \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i}^+ & Y_{2t}^- &= \sum_{i=1}^t \varepsilon_{2i}^- \end{aligned} \quad (4)$$

Denklem (4) ile belirlenen birikimli şoklar bütünlük değişkenler içindir. Durağan seriler için pozitif ve negatif değişim değerleri kullanılabilir. Bu kapsamda Hatemi-J (2012) asimetrik nedensellik testi Toda ve Yamamoto (1995) yaklaşımı takip edilerek, pozitif şoklar için Denklem (5) ve negatif şoklar için Denklem (6)'da gösterildiği gibi VAR(k+d) şeklindedir.

$$Y_t^+ = v + A_1 Y_{t-1}^+ + \dots + A_k Y_{t-k}^+ + u_t^+ \quad (5)$$

$$Y_t^- = \xi + B_1 Y_{t-1}^- + \dots + B_k Y_{t-k}^- + u_t^- \quad (6)$$

Burada Y_t^+ ve Y_t^- 2x1 değişkenler vektörü, v ve ξ 2x1 sabit terim vektörü, u_t^+ ve u_t^- 2x1 hata terimleri vektörü, A_r ve B_r 2x2 r mertebeli gecikme uzunluğuna sahip parametre matrisidir ($r=1, \dots, k$). Hatemi-J (2012) testi için uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) tarafından geliştirilen bilgi kriteri (HJC) kullanılarak bulunmaktadır.

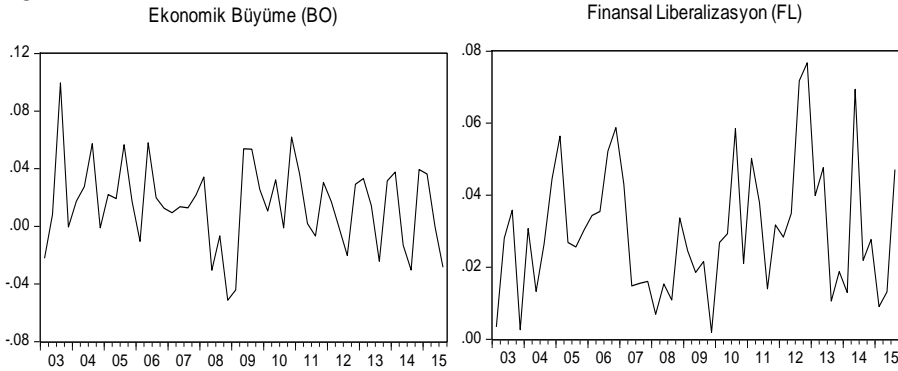
$$HJC = \ln(|\widehat{\Omega}_j|) + j \left(\frac{n^2 \ln T + 2n^2 \ln(\ln T)}{2T} \right) \quad j = 0, \dots, k \quad (7)$$

Burada $|\widehat{\Omega}_j|$, j gecikme uzunluğunda VAR modelinden tahmin edilen hata terimleri varyans-kovaryans matrisinin determinantını, n VAR modelindeki denklem sayısını ve T gözlem sayısını göstermektedir. Uygun gecikme

uzunluğunun elde edilmesi sonrasında Toda ve Yamamoto (1995) yaklaşımı takip edilerek nedensellik ilişkisi için Wald testi uygulanmaktadır. Kritik değerler ise bootstrap kullanılarak oluşturulmaktadır.¹¹

3.2. Veri

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılacağı bu çalışmada, Kraay (1998)'in finansal liberalizasyon için iyi bir gösterge olarak nitelendirdiği toplam portföy akımlarının GSYH içindeki payı kullanılmıştır. Analiz içerisinde söz konusu değişken FL_t şeklinde gösterilmektedir. Ekonomik büyüme değişkeni ise; 1998 yılı sabit fiyatları ile GSYH verileri kullanılarak bir önceki döneme göre değişim oranları hesaplanarak oluşturulmuştur. Kullanılan değişkenler çeyrek yıl frekanslı olup, 2001 krizi sonrası geçmişe göre nispeten daha stabil dönem olması ve 2002 yılında özellikle para politikası üzerinde gerçekleştirilen yapısal değişiklikler sebebiyle 2003:Ç1 – 2015:Ç3 dönemi kullanılmıştır. Ekonomik büyüme ve finansal liberalizasyon serilerinin mevsimsellik içermesi nedeniyle hareketli ortalamalar yöntemi kullanılarak mevsimsellikten arındırılmışlardır. Zamana göre seriler **Şekil 5**'te gösterilmektedir.



Şekil 5: Zamana Göre Seriler

Ekonomik büyüme ve finansal liberalizasyon değişkenlerine ait tanımlayıcı istatistikler (Tablo 2) aşağıdaki gibidir;

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

Seri	Ortalama Değer	Standart Sapma	Toplam	Jarque-Bera Test
------	----------------	----------------	--------	------------------

¹¹ Daha detaylı bilgi için bkz: Hacker ve Hatemi-J (2006, 2012).

				İstatistiği (Olasılık)
BO	0.015	0.029	0.761	0.246 (0.884)
FL	0.030	0.018	1.528	4.201 (0.122)

Tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde mevcut veri döneminde ortalama ekonomik büyüme oranı %1,5 olduğu görülmektedir. Finansal liberalizasyon göstergesi olarak analize katılan toplam portföy akımlarının GSYH içerisindeki payı veri dönemi içerisinde ortalama olarak %3 oranında olduğu belirlenmiştir. Ayrıca serilerin normal dağılım gösterip göstermedikleri Jarque-Bera testi ile incelenmiştir. Test sonuçlarına göre her iki seri için “dağılımları normal dağılıma uymaktadır” boş hipotezi %1 anlam düzeyinde reddedilemez. Yani seriler normal dağılım göstermektedir.

3.3. Bulgular

Ekonomi verilerinin birçoğunun durağan olmadığı ve durağan olmayan seriler kullanılarak yapılacak analizlerde “sahte regresyon” problemi ortaya çıkacağı bilinmektedir (Granger ve Newbold, 1974). Bu durumda sonuçlar güvenilir olmayacaktır.

Bu çalışmada Toda ve Yamamoto (1995) prosedürü takip edileceğinden, değişkenlerin kaçınıcı mertebeden durağanlaştıkları önemlidir. Nedensellik testi için tahmin edilecek VAR modeline ilave gecikme olarak eklenecek olan bütünleşme derecesini belirlemek için Genişletilmiş Dickey ve Fuller (ADF, 1979), Phillips ve Perron (PP, 1988) ve Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (KPSS, 1992) testleri uygulanmıştır.

Tablo 3: Birim Kök ve Durağanlık Sınamaları

Seri	ADF			Phillips-Perron			KPSS	
	C	C/T	-	C	C/T	-	C	C/T
BO _t	-6.291*** (1)	-6.741*** (1)	-5.264*** (0)	-6.444*** (7)	-7.062*** (12)	-5.264*** (0)	0.225 (8)	0.098 (12)
FL _t	-5,302*** (0)	-5,269*** (0)	-1,333 (1)	-5,317*** (3)	-5,286*** (3)	-1,702* (3)	0.141 (1)	0.072 (1)

(*) ve (***) sırasıyla %10 ve %1 düzeyleri için istatistiksel olarak anlamlı olanları göstermektedir. ADF testi için Schwarz bilgi kriteri ile gecikme uzunluğu seçilmiştir. Phillips-Perron ve KPSS testleri için Newey-West bant genişliği Bartlett Kernel kullanılarak ile belirlenmiştir.

ADF ve PP test sonuçlarına göre “seride birim kök vardır” boş hipotezi reddedilmektedir. “Seri durağandır” boş hipotezi için KPSS test sonucu göstermektedir ki, boş hipotez reddedilemez. Bu sonuçlar göstermektedir ki her iki seri düzeyde durağandır. Değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin olup olmadığının araştırılması Hacker ve Hatemi-J

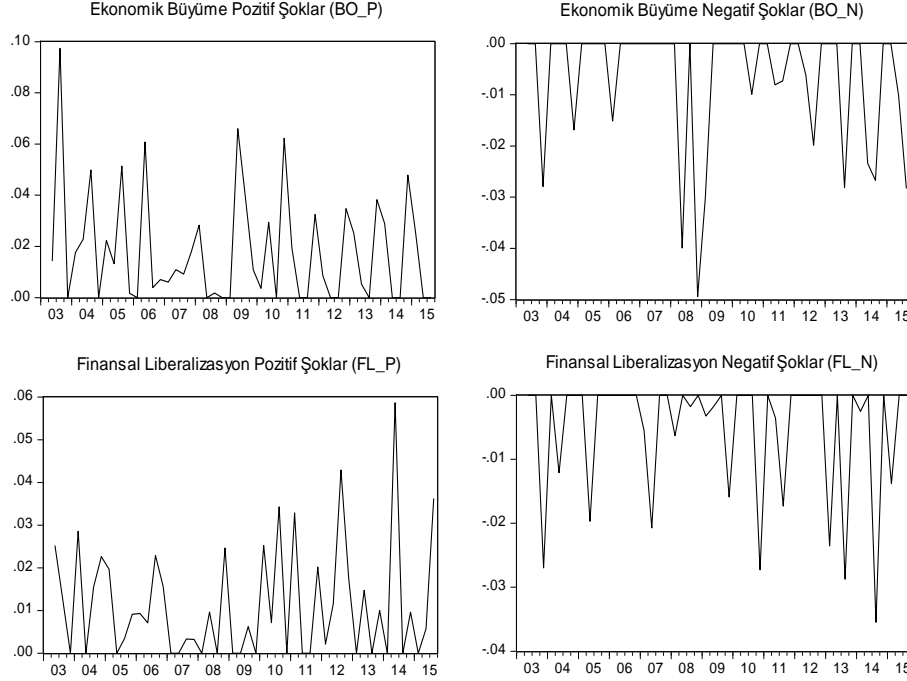
(2012) tarafından geliştirilen simetrik nedensellik ve Hatemi-J (2012) tarafından geliştirilen asimetrik nedensellik testleri kullanılarak araştırılacaktır. Analizlerde VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriteri çerçevesinde "1" olarak belirlenmiştir. Değişkenlerin düzeyde durağan olmaları sebebiyle ilave gecikme "0" olarak kullanılmıştır.

Hacker ve Hatemi-J (2012) simetrik nedensellik testi sonuçları Tablo 3'de gösterilmiştir. Simetrik nedensellik test sonuçları göstermektedir ki; "finansal liberalizasyon GDP'nin nedeni değildir" boş hipotezi reddedilemez. Veri dönemi içerisinde finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde nedensel etkisi olmamıştır. Benzer sonuç ekonomik büyümenin finansal liberalizasyon üzerinde de nedensel etkisinin olmaması yönünde belirlenmiştir.

Tablo 4: Hacker ve Hatemi-J (2012) Simetrik Nedensellik Test Sonuçları

Boş Hipotez	WALD Test İstatistiği	Kritik Değer (%1)	Kritik Değer (%5)
FL ≠BO	0.035	7.285	4.008
BO≠FL	0.043	7.362	3.988

Değişkenlerin pozitif ve negatif şoklara karşı nedensellik ilişkilerinin incelenmesi için ekonomik büyüme ve finansal liberalizasyon değişkenlerinin pozitif ve negatif şokları Denklem (2) ve (3)'de gösterildiği gibi oluşturulmuştur. Her iki değişkene ait pozitif ve negatif şoklar Şekil 6'da gösterilmiştir.



Şekil 6: Pozitif ve Negatif Şoklar

Ekonomik büyüme ve finansal liberalizasyon değişkenlerine ait pozitif ve negatif şoklar arası nedensellik ilişkisi Hatemi-J (2012) asimetrik nedensellik testi kullanılarak incelenmiştir. Tablo 4’de gösterilen sonuçlara göre finansal liberalizasyonun pozitif şokları ekonomik büyümenin pozitif şoklarının %5 anlam düzeyinde nedenidir. Bu sonuç teorik beklentiye uygun olarak, finansal liberalizasyonda yaşanacak artışların ekonomik büyümeyi arttırıcı etki yapacağı anlamına gelmektedir. Ancak bu sonuç asimetrik bir sonuçtur. Çünkü finansal liberalizasyonun negatif şokları, ekonomik büyümenin negatif şoklarının nedeni değildir. Finansal liberalizasyon sadece pozitif şoklarda ekonomik büyümenin nedenidir.

Tablo 5: Hatemi-J (2012) Asimetrik Nedensellik Test Sonuçları

Boş Hipotez	WALD Test İstatistiği	Kritik Değer (%1)	Kritik Değer (%5)
$FL^+ \nrightarrow BO^+$	9.010	10.391	5.559
$FL^- \nrightarrow BO^-$	4.751	11.385	5.963
$BO^+ \nrightarrow FL^+$	3.661	8.403	5.428

BO ⇒ FL	3.246	11.157	6.203
---------	-------	--------	-------

VAR modeli çerçevesinde ele alınan analizde, ekonomik büyümenin pozitif ve negatif şoklarının finansal liberalizasyonun pozitif ve negatif şoklarına doğru nedensellik ilişkisi incelendiğinde, sonuçlar göstermektedir ki pozitif ve negatif şoklarda ekonomik büyümeden finansal liberalizasyona doğru nedensellik yoktur. Ancak finansal liberalizasyondan ekonomik büyümeye doğru ise; pozitif şoklarda bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiş, buna karşın negatif şoklarda yine nedenselliğe rastlanmamıştır.

Tartışmalar, Değerlendirme ve Sonuç

Çalışmadan elde edilen sonuç, yapılan literatür taramasında sonuçları itibarı ile en yakın anlamda Edison ve Diğerleri (2002)'nin makalesiyle örtüşmesi bakımından ve çalışmadan önce ortaya konulan öngörülerden çok farklı olmaması açısından aslında tesadüf değildir. Fakat, literatürde pozitif ve negatif şoklar bağlamında ikinci düzey detaylı veri incelemesine rastlanmadığından, ortaya konulan ayrıntılı korelasyon bağlamında gerçeğe daha yakın olduğu saptanmıştır. Analitik sonuçlarda her iki faktörün birbirine etki edip etmediği ortaya konulmuş ve dört etkileşimden üçü arasında ilişki tespit edilememiş, sadece pozitif şok durumunda finansal deregülasyonun büyümeyi tetiklediği gözlenmiştir. Kaldı ki; iktisadi konjonktürde zaten pozitif değerli olan pek çok değişkenin GSYİH büyüme oranı üzerinde pozitif etkili olması, ekonomik hareketliliğin doğası gereğidir.

Dünyanın ekonomik tarihine bakıldığında, ekonomik dönüşüm noktasında gelişmekte olan ekonomilerin gelişmiş ülkeleri ortalama tabirle bir on yıl kadar geriden takip ettiği gözlenmektedir. Bunun en bariz örneği, küresel düzeyde finansal liberalizasyonun ABD, Almanya, Fransa, İtalya, Japonya, İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde neo-liberal fon hareketliliğinin 1970'lerde başlaması ve diğer ülkelerde 1980 sonrasında görülmesidir. Finansal akımlar üzerindeki kısıtlama, yasak ve engelleyici vergilerin kaldırılmasıyla, finans piyasalarının iki amaç etrafında entegre olduğu iddia edilebilir. Birincisi; gelişmiş ekonomilerde üretimden aldığı marjinal geliri azalan sermaye sahiplerinin artık üretim ve ticarete konu olmayan para ve sermaye piyasalarına yönelmesidir. Parasal tabanın genişlemesi amacıyla uluslararası piyasalarda fon alım satımı gerçekleştirilmektedir. Bu da diğer zayıf ekonomilerde spekülasyon etkisi yaratarak zaman zaman daralmalara neden olabilmektedir. İkinci olarak; gelişmekte olan ülkelerde üretim ve ticaret hacmini artırmak isteyen özel ve kamu kesimi reel sektör yatırımcılarının, finansman zorluğu çekmesi durumunda uluslararası

piyasalarda kaynak arama ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Özellikle kalkınma safhasında olan ülkelere bakıldığında, büyük kamu yatırımlarının gerçekleşmesi için uluslararası piyasalara hitap eden bankalardan sendikasyon kredileri kullanmaları bu ikinci amaca örnek olarak gösterilebilir.

Bu noktalardan hareketle büyük resme bakıldığında aslında; birbirine entegre olmuş günümüz finansal piyasaları adeta bütün dünyaya çalışan "çatı" bir banka görünümü sağlamaktadır. Dolayısıyla, bu çatı bankanın bir zayıf bir de sağlam ayakları bulunmaktadır. Ekonomik büyüme sağlamak için yabancı sermayeyi çekmeye çalışan gelişmekte olan ülkeler, bir taraftan da bu finansal dışa açıklığın maliyetlerine katlanarak büyüme oranlarını cari açık vererek sağlamakta; bazı güçlü konjonktür dalgalanmalarında ise krizlere sahne olabilmektedir. Doğrudan reel sektör yatırımı yapmak yerine spekülasyon güdüsüyle kısa vadeli parasal işlemler yapan yabancı yatırımcılar ise, bölgesel küresel piyasalarda gelir adaletsizliğine sebep olabilmektedirler.

Bugün Türkiye ekonomisi, yıldan yıla büyümektedir. Fakat, bu büyüme kalıcı desteklerden yoksun, cari açık ve tasarruf açığı vererek; ancak bütçe açığından kurtarmak suretiyle enflasyonu baskılayan, işsizliğin yine iki haneli rakamlara ulaştığı, bir yandan iç siyasi ve sosyal olumsuzluklar diğer yandan dış politikada yaşanan gerginliklerin gölgesinde ve bıçak sırtında giden bir görünüm sergilemektedir. Dış ticaret hacmi daralan dünya ekonomileri artık bunun yerine kur savaşına girmişlerdir. Finansal altyapının sağlam olması için Merkez Bankası'ndan arz edilen yerli paranın karşılığı üretim ve dış ticaret hacminin artmasına dayanıyorsa, ekonomi otoritelerinin şu Marshall-Lerner Koşulu ve J Eğrisi teoremlerini yeniden ele almaları gerekmektedir.

Bilim dünyası açısından, oldukça sık ele alınmış olan bu etkileşim için, beş adet veri seti ile daha önce oluşturulan istatistiksel veriler kullanılarak ortaya konulan bu ve benzeri diğer çalışmalarda; finansal liberalizasyona dolaylı yönlerden etki eden veri setleri de eklenerek elde edilecek ampirik bulguların, gerçeği ne kadar yansıttığı sınanabilir. Dolayısıyla, test yöntemleri aynı olsa da değişkenler ve özellikle hareketli ya da ağırlıklı değişkenler, söz konusu etkileşimin yönünü ve frekansını belirleyecektir.

Kaynakça

- Aizenman, J. & Marion, N. P. (1996). Volatility and the investment response. *NBER Working Paper*, (5841). Erişim 15 Ocak 2016 <http://www.nber.org/papers/w5841.pdf>
- Aizenman, J. & Noy, I. (2003). Endogenous financial openness: Efficiency and political economy considerations. *NBER Working Paper*, (10144). Erişim 15 Eylül 2015 <http://www.nber.org/papers/w10144.pdf>
- Arestis, P., Demetriades P. O. & Luintel, K. B. (2001). Financial development and economic growth: The role of stock markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(1), 16-41.
- Arestis, P. (2005). Financial liberalisation and the relationship between finance and growth. *CEPP Working Paper*, 5(5). Erişim 14 Ocak 2016 http://www.landecon.cam.ac.uk/research/real-estate-and-urban-analysis/centres/ccepp/copy_of_ccepp-publications/wp05-05.pdf
- Arouri M., Uddin G. S., Kyophilavong P., Teulon F. & Tiwari A. K. (2014). Energy utilization and economic growth in france: evidence from asymmetric causality test. *Ipag Business School Working Paper Series*, (102).
- Aslan, N. & N. Terzi (2013). Küresel Finans. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Delice, G. (2012). Uluslararası ekonomi politik, (Ed. Kerim Özdemir & Güven Delice) *Uluslararası ekonomik ilişkiler içinde*, 815-848. İstanbul: Lisans Yayıncılık.
- Demetriades, P. O. & Hussein, K. A. (1996). Does financial development cause economic growth: Time-Series evidence from 16 countries". *Journal of Development Economics*, 51, 387-411.
- Dickey, D. A. & Fuller, W.A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74, 427-431.
- Dikkaya, M. & Özyakışır, D. (2013). Türkiye Ekonomisinde Radikal Dönüşüm. *Osmanlı'dan İkininli Yıllara Türkiye'nin Ekonomik Tarihi içinde*, Mehmet Dikkaya ve Diğerleri (ed.), 183-212. Ankara: Savaş Yayınevi.
- Edison, H. J., Levine, R., Ricci, L. & Sløk, T. (2002). International financial integration and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 21. 749-776.

- Giddens, A. (2014). Modernite ve bireysel kimlik – Geç Modern çağda benlik ve toplum. Ümit Tatlıcan (Çev.). İstanbul: Say Yayınları.
- Goldsmith, R. W. (1959). Financial structure and development as a subject for international comparative study, *The Comparative Study of Economic Growth and Structure* içinde, 114-123. Erişim 06 Nisan 2016
<http://www.nber.org/chapters/c4417.pdf>
- Gökdere, A. (2001). Küreselleşmeye genel bir bakış. *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, 1(1), 71-101.
- Granger, C. W. J. (1969). Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. *Econometrica*, 37, 424–438.
Erişim 06 Nisan 2016 http://webber.physik.uni-freiburg.de/~jeti/studenten_seminar/stud_sem_SS_09/grangercausalitiy.pdf
- Granger, C. W. J. & Newbold, P. (1974). Spurious regressions in econometrics. *Journal of Econometrics*, 2, 111–120. Erişim 06 Nisan 2016
http://wolfweb.unr.edu/homepage/zal/STAT758/Granger_Newbold_1974.pdf
- Granger C. W. J. & Yoon G. (2002). Hidden cointegration. University of California at San Diego, *Economics Working Paper Series*, 02, Department of Economics, UC San Diego.
- Grinin, L., Korotayev, A. & Sergey, (2013). *The Mathematical juglar cycles and the current global crisis*. Social Studies Web Sayfası. Erişim 14 Ocak 2016
http://www.sociostudies.org/almanac/articles/a_mathematical_model_of_juglar_cycles_and_the_current_global_crisis/
- Günel, M. (2012). Para Banka ve Finansal Sistem. Ankara: Berikan Yayınevi.
- Hatemi-J A. (2003). A new method to choose optimal lag order in stable and unstable VAR models. *Applied Economics Letters, Taylor & Francis Journals*, 10(3), 135-137.
- Hatemi-J A. (2012). Asymmetric causality tests with an application. *Empirical Economics, Springer*, 43(1), 447-456.
- Hacker S. & Hatemi-J A. (2012). A bootstrap test for causality with endogenous lag length choice: theory and application in finance. *Journal of Economic Studies, Emerald Group Publishing*, 39(2), 144-160.

- Hacker R. S. & Hatemi-J A. (2006). "Tests for causality between integrated variables using asymptotic and bootstrap distributions: theory and application." *Applied Economics, Taylor & Francis Journals*, 38(13), 1489-1500.
- Karaçor, Z. (2007). Öğrenen ekonomi Türkiye. Konya: Çizgi Kitabevi.
- Kaya, M. V. & Tıǧlı, A. (2015). 1980 sonrası Türkiye'de finansal liberalizasyonun sonuçları. *Türkiye Cumhuriyeti'nin Ekonomik ve Sosyal Tarihi Uluslararası Sempozyumu*, İzmir.
- Keynes, J. M. (2008). Genel teori - İstihdam, faiz ve paranın genel teorisi. (çev. Uğur Selçuk Akalın). İstanbul: Kalkedon Yayınları.
- Kılıç, C. (2012). Finansal liberalizasyon sürecinde Türkiye'nin sektörel yapısında meydana gelen değişimler. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(4),107-148.
- King, R. G. & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Kraay, A. (1998). In search of the macroeconomic effects of capital account liberalizations. *Unpublished Working Paper: World Bank, Washington*.
- Kwiatkowski, D., Phillips, P. C. B., Schmidt, P. & Shin, Y. (1992). Testing the null hypothesis of stationarity against the alternative of a unit root". *Journal of Econometrics*, 54(1-3): 159-178.
- Legrand M. P. & Hagemann, H. (2005). Business cycles in juglar and schumpeter. *Archives Nationales*. Erişim 30 Aralık 2015
http://www.unil.ch/files/live/sites/cwp/files/users/neyguesi/public/bc/Juglar_Schumpeter.pdf
- Nguyen D. K., Sousa R. M. & Uddin G. S. (2015). Testing for asymmetric causality between U.S. equity returns and commodity futures returns. *Finance Research Letters*, 12, 38-47.
- Onur, S. (2005) finansal liberalizasyon ve gsmh büyümesi arasındaki ilişki. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 127-152.
- Park J. Y. & Phillips P. C. B. (1989). Statistical inference in regressions with integrated processes: part 2, *Econometric Theory, Cambridge University Press*, 5(01), 95-131.
- Phillips, P. C. B. & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.

- Schroeder, S. K. (2002). A Minskian analysis of financial crisis in developing countries. *CEPA Working Paper*, (9).
- Sims C. A., Stock J. H. & Watson M. W. (1990). Inference in Linear Time Series Models with Some Unit Roots. *Econometrica, Econometric Society*, 58(1), 113-144.
- Singh, A. (2002). Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development. *International Development Economic Associates*. Erişim: 19 Nisan 2015
http://www.networkideas.org/feathm/dec2002/ajit_singh_paper.pdf
- Söylemez, A. O. & Yılmaz, A. (2012). Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme döneminde uluslararası sermaye girişi - Büyüme ilişkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*, 33(2), 47-66.
- Tıgılı, A. (2015). *Türkiye’de 1980-2001 yılları arasında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kırıkkale.
- Toda H. Y & Yamamoto T. (1995). Statistical inferences in vector autoregressions with possibly integrated processes. *Journal of Econometrics*, 66, 225-250.
- Tornell, A., Westermann, F. & Martinez, L. (2004). The positive link between financial liberalization, growth and crises. *NBER Working Paper*, (10293). Erişim 16 Ocak 2016 <http://www.nber.org/papers/w10293.pdf>
- Valderrama, D. (2003). Financial development, productivity and economic growth. *frbsf Economic Letter*, (18). Erişim 15 Ocak 2016
<http://www.frbsf.org/economic-research/files/el2003-18.pdf>
- Yapraklı, S. (2007). Ticari ve finansal dışa açıklık ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki: Türkiye üzerinde bir uygulama. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 5, 67-89. Erişim 12 Ocak 2016 <http://eidergisi.istanbul.edu.tr/sayi5/iueis5m4.pdf>