

# OECD Ülkeleri ile Yükselen Piyasalarda Finansal Gelişme ve Faiz Oranlarının, Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi

Dilek ÇETİN<sup>1</sup>, Emre AKSOY<sup>2</sup>

## Özet

Bu çalışmanın temel amacı bir finansal gelişme ölçütü olan finansal kesim içerisindeki tasarruflar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi farklı ülke gurupları için araştırmaktır. Bunun yanında faiz oranları ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşim de incelenecektir. Söz konusu ilişkilerin incelenmesi amacı ile Granger nedensellik analizi OECD ülkeleri ve yükselen piyasalar için kullanılmıştır. Finansal gelişme ölçütü olarak ele alınan, tasarruf ile ekonomik büyüme arasında bu iki ülke grubu için test sonuçlarına göre bir ilişkinin olmadığı görülmüştür. Diğer taraftan iki ülke grubu için faiz oranlarında görülen değişimlerin de tasarrufları artırıcı yada azaltıcı herhangi bir etkiye sahip olmadığı anlaşılmıştır. Faizlerde görülen değişimler, gelişmiş ekonomiler olan OECD ülkeleri ile yükselen piyasalar için ekonomik büyüme açısından farklı sonuçlara neden olduğu izlenmiştir. Yükselen piyasalarda faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında negatif yönlü bir ilişki varken OECD ülkelerinde bu ilişki pozitif yönlüdür.

**Anahtar Kelimeler:** *Ekonomik Büyüme, Finansal Gelişme, Tasarruf, Faiz, Granger Nedensellik*

**Jel Sınıflandırması:** *G15, C10, E20*

<sup>1</sup> Dr., Kırıkkale Üniversitesi – İ.İ.B.F. İktisat Bölümü,  
E-posta:dilekcethin@kku.edu.tr

<sup>2</sup> Dr., Kırıkkale Üniversitesi – İ.İ.B.F. İktisat Bölümü,  
E-posta:emreaksoy@kku.edu.tr

## Abstract

---

The main aim of this study is to analyze the relation of savings which is an indicator of financial development and economic growth for different country groups. Moreover, the interaction between the interest rate and economic growth is examined. To investigate the relations which are mentioned, Granger causality test is used. According to our test results, there is no relationship between the savings - a Proxy for financial development- and the economic growth for these two country groups. Besides this, the changes in the interest rate has no effect on either to increase or decrease the savings for both country groups. The changes in the interest rates have different outcomes for OECD countries – developed countries – and emerging markets. Although there is negative relationship between interest rates and economic growth for emerging countries, this relation is positive for OECD countries.

---

**Keywords:** *Economic Growth, Financial Development, Savings, Interest Rate, Granger Causality*

---

**JEL Classifications:** *G15, C10, E 20*

---

## **Giriş**

Bir ülkede üretim ile tüketimin artması, yaşam standartlarının yükselmesi anlamını taşır ve iktisat yazınında ekonomik büyüme olarak adlandırılır. Yaşam koşullarının sürekli ve istikrarlı biçimde yükselmesi, özellikle uzun vadeli ekonomi politikalarının öncelikli hedefidir. Bu nedenle çoğunlukla ekonomik büyümenin sağlanması önceliğiyle iktisadi kaynaklar yönetilir. Diğer bir anlatımla, kıt olan kaynakları en iyi biçimde yönetmek, ekonomik büyüme ve daha fazla iktisadi çıktı ile daha yüksek refah seviyesini yakalamak için politika önermeleri ortaya koymak, ekonomi biliminin temel çalışma alanıdır.

Ekonomik büyüme için üretim artışının istikrarlı biçimde sürdürülmesi gereklidir ve bu üretim faktörleri ile yakından ilgilidir. Girişimcinin riskini üstlenerek bir araya getirdiği, işgücü, toprak ve sermaye, üretim sürecinin girdileridir. Söz konusu faktörlerin üretim sürecine etkin biçimde katılması ve faktörlerdeki artış, uygun iktisadi ortam sağlandığında, yatırım ile üretim artışına neden olur ve ekonomik büyümeye yol açar. Bu nedenle diğer üretim faktörleri gibi sermayenin büyümesi de ekonomik büyümenin sağlanması için gereklidir. Çünkü büyümenin gerçekleştirilebilmesi için yatırım yapılmalıdır. Yatırımlar ise biriken sermaye yani büyüyen tasarruflar ile gerçekleştirilebilir. Tasarrufların kaynağı, gelir ile tüketim arasındaki pozitif farktır.

Ekonomi içindeki aktörlerin tasarruf yapmaya yönelmesi için tasarruf yapmanın getirisi olan faiz oranlarının teşvik edici düzeyde olması gereklidir. Buna karşın yükselen faizler aynı zamanda yatırımcıları yatırım yapmaktan caydıran bir unsurdur. Yatırım, tasarruf ve faiz üçlüsü arasındaki bu ilişki, bir ekonomi için finansal kesim ve para politikalarının ekonomik büyüme üzerindeki yaşamsal etkisini basitçe yansıması açısından önemlidir.

Yatırımlar için gereken tasarruflar, yurt içi kaynaklardan sağlanmış olabileceği gibi finansal olarak dışa açık bir ekonomide yurt dışından gelen fonlar ile de karşılanabilir. Aynı zamanda ülke içindeki yerleşikler,

tasarruflarını yurt dışındaki fon talep edenlerin kullanımına da sunabilir. Tasarruflar, finansal sistem içerisinde verimli yatırım alanlarına yönelmeleri durumunda kalıcı ekonomik büyümeye yol açarlar. Başka bir ifade ile tasarruf birikimi önemli bir ekonomik büyüme potansiyeldir. Ancak tasarrufların yatırıma dönüşmesi ve üretim artışına yol açmaları halinde kalıcı ekonomik büyümeye neden olurlar. Tasarrufların yatırımlara dönüşmesi açısından ülkelerin finansal sistemleri önemli görevler üstlenir ve her ülkenin finansal sistemi yapısal farklılıklar arz eder. Finansal sistem, ekonomilerde yatırım ortamının, diğer unsurları ile beraber tasarrufların yatırımlara dönüştüğü süreç üzerinde belirleyici role sahiptir. Gelişmiş bir finansal sistemin, tasarrufların yatırımlara dönüşmesi açısından etkin olması ve ekonomik büyümeyi desteklemesi beklenir.

Finansal gelişmenin ekonomik büyüme ile olan ilişkisi uzun zamandır araştırılan bir konudur ve tasarruflardaki büyümenin ekonomik büyümeye yol açıp açmadığı da söz konusu tartışmaların bir parçasıdır. Bu noktada para politikalarının yönü ve faizlerin düzeyi, belirleyici role sahiptir. Çünkü finansal kesim fon akımlarına aracılık ederken faiz oranları bu süreci düzenleyen en önemli değişkendir.

Ekonomi bilimine arz yönlü yaklaşan Klasik ve Neo-klasik okullar, üretim faktörlerindeki artışın ekonomik büyümeye yol açacağını savunur. Bu yaklaşım açısından finansal gelişme ile sermayenin artması ve tasarrufların büyümesi ekonomik büyümeye kaynaklık eden bir unsurdur. Tasarrufların artması için de faiz oranlarının piyasa koşullarında serbestçe belirlenmesi gereklidir. Buna karşın talep yönlü politikaları benimseyen Keynesyen akım, faiz oranlarının düşük tutulması halinde yatırımların artacağını savunur. Çünkü onlara göre para nötr bir değişken değildir ve yatırımların öncelikli belirleyicileri geleceğe yönelik beklentiler ve taleptir. Ayrıca artan yatırımlar, geliri ve buna bağlı olarak tasarrufları artırır. Özetle Keynesyenlere göre, ekonomik büyüme ile ortaya çıkan gelir artışı, tasarruf artışına neden olabilir. Ancak tek başına tasarrufların artması ekonomik büyümeye yol açmaz.

Bu çalışma, bir finansal gelişme ölçütü olan finansal kesim içerisindeki tasarrufların artışı ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi farklı ülke gurupları için araştırmaktadır. Bunun yanında faiz oranları ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi de incelemektedir. Bu sayede ekonomi bilimi için önemli bir tartışma konusu olan tasarrufların artışı ve faiz oranların, ekonomik büyüme üzerindeki etkisi farklı, ekonomiler için araştırılmıştır. Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde, ilk olarak finansal gelişme kavramı farklı yönleri ile tanıtılacaktır ve araştırmada finansal gelişmişlik ölçütü olarak belirlenen, tasarruf artışının nasıl ele alındığı açıklanacaktır. Üçüncü bölümde konuya ilişkin literatüre yer verilmiştir. Dördüncü bölümde veri, yöntem, uygulama vardır ve bulgular raporlanmıştır. Son bölüm, elde edilen bulguların değerlendirildiği sonuç bölümüdür.

### **1.Finansal Gelişme Kavramı ve Tasarrufların Artışı**

Finansal bir sistemi gelişmişlik açısından değerlendirmek oldukça zordur. Çünkü finansal sistem, denetim otoriteleri, finansal kurumlar ve finansal piyasalardan oluşan çok yönlü bir yapıdır. Finansal gelişmişlik, finansal sistemi oluşturan tüm yapıların bir arada analizi ile değerlendirilebilir. Bu nedene finansal gelişme kavramı çok boyutludur. Bu nedenle finansal gelişme kavramının ölçümü farklı verilere dayandırılarak değişik ölçütler kullanarak gerçekleştirilebilir. Finansal gelişme, finansal piyasa ve kurumlar, finansal kesime ilişkin yasalar, yasa koyucular ve bu yasaları uygulayan, düzeni sağlayan kurumları da kapsayan geniş bir kavramdır (De la Torre, vd. 2006). Finansal sistem içerisinde yer alan, kurum ve ürünlerin gelişmesi, çeşitlenmesi finansal gelişmişliğin önemli bir göstergesidir. Finansal gelişmişlik, kurumların sayı ve çeşidinin artması yanında farklı finansal ürünlerin ortaya çıkması ile de ilgilidir (Lynch, 1996:12). Finansal gelişme kavramı, finansal fiyatlar ve işlem maliyetleri, finansal araçların çeşitliliği, finansal piyasaların büyüklüğü ve yapısal özellikleri gibi farklı değerlendirme yolları ile değişik açılardan değerlendirilebilir (Lynch, 1996).

Bu günün ekonomileri için finans uluslararası bir kavramdır ve finansal sistemin dışa açık olması sistemin gelişmişliği açısından önemli bir başka göstergedir. Söz konusu durum finansal serbestinin sağlanması olarak da adlandırılmaktadır. Finansal serbestinin sağlanması halinde tasarruf açığı olan ülkeler, yurt dışı tasarruflardan yararlanarak yurtiçi yatırımları finanse edebilirler. Aynı zamanda fon fazlası olan kesimler yurt dışındaki daha yüksek getirili alanlarda tasarruflarını değerlendirebilir. Finansal piyasaların dışa açık olması durumunda faiz oranları gerçekçi biçimde serbest piyasada fon arz ve talebi yolu ile belirlenir, bu sayede tasarruflar artar ve artan tasarruflar, yatırımları da artırır. Bu süreç, ekonomik büyümeyi olumlu yönde destekler (McKinon 1973, Shaw 1973).

Ekonomilerin yapısal özellikleri, ekonomi politikaları, kurumsal düzenlemeler ve teknoloji gibi unsurlar finansal gelişme üzerinde önemli etkilere sahiptir. Fakat bu gibi değişkenleri ölçmek etkilerini değerlendirmek her zaman kolay değildir. Bu nedenle finansal sisteme ilişkin analiz ve ölçümler için çoğunlukla finansal büyüklükler kullanılır. Finansal büyüklükler arasında, finansal sistemi anlamak ve gelişmişliğini ölçmek açısından parasal büyüklükler önemli bir gösterge niteliğindedir. Parasal büyüklükleri izlemek için farklı para tanımlarının sistem içindeki hacimleri değerlendirilir. Bu sayede finansal sistemin ekonomi içindeki hacmi ve yapısal özellikleri görülebilir. Para arzı kavramı, piyasadaki banknotlar, madeni paralar ile firma ve hane halkının tasarrufları olarak tanımlanabilir. Bu tanım dar (M1) ve geniş (M2, M2, M3) anlamda para arz tanımlarını içerisinde barındırır. M1, para arzını yalnız değişim amacı ile kullanılan para arzıdır. M2 ise M1'e göre daha geniş bir tanımdır. M2'de ek olarak tasarruf amacı ile kullanılan para da tanım içinde yer alır. M3 para arzı tanımı ise daha geniş kapsamlıdır ve paranın yakın ikamelerini de kapsar (TCMB,2013:5).

Farklı tip para arzlarının milli gelire oranı çerçevesinde finansal kesimin gelişmişlik düzeyi nicelik açısından değerlendirilebilir. Dar para arzının tanımı olan ve sadece değişim amacı ile kullanılan parayı ifade

eden M1'in GSMH içerisinde yüksek oranda olması finansal araç çeşitliliğinin çok olmadığını ve finansal sistemin henüz gelişmemiş olduğunu gösterir. Buna karşın M1'in sistem içinde oransal olarak azalması, yeni ödeme araçları ve finansal ürünlerin varlığının bir göstergesidir. Diğer yandan M2'nin milli gelire oranında görülen artışlar bankacılık sisteminin büyüdüğü ve finansal sistemin derinleştiğinin bir işaretidir. M2'deki artışlar tasarrufların bankacılık sisteminde değerlendirildiğini gösterir. Literatürdeki çalışmalar, ekonomik büyüme ile M1/GSYH oranındaki artışlar arasında bir ilişki olmadığını gösterirken, M2/GSYH oranındaki artışların ekonomik büyüme ile önemli bir ilişkisinin olduğunu işaret etmektedir (King ve Levine, 1993).

Para arzlarının sistem içindeki büyüklükleri çerçevesinde finansal sistem nicelik yönü ile analiz edilebileceği gibi aynı zamanda söz konusu para arzlarının oranları kullanılarak finansal sistemin yapısal özellikleri de incelenebilir. İki farklı para arzı tanımı olan M2 ve M1 para arzı tanımlarının birbirlerine oranı olan M2/M1'deki değişimler, finansal sistemin niteliğini yansıtır. Bu oranın artması bankacılık kesimindeki mevduatların arttığının göstergesi olma yanında finansal sistemin geliştiğinin de bir işaretidir (Lynch, 1996).

Bu çalışmada finansal sistemin gelişmişliğinin bir işareti ve bankacılık sisteminde artan tasarrufların göstergesi olan M2/M1 oranındaki artışlar, finansal gelişme ölçütü olarak alınmıştır. Bu ölçütü değerlendirme aracı olarak belirlenmesinin önemli nedeni, söz konusu orandaki artışların sadece finansal sistemin büyümesi ve tasarrufların artmasının bir göstergesi olmaması, aynı zamanda bankacılık sistemindeki tasarruf artışını ifade etmesi ve bu nedenle yatırımlara en hızlı yönlendirilecek kaynakların göstergesi olmasıdır. Araştırmada bu nedenle M2/M1 oranındaki değişimler ile ekonomik büyüme ilişkisi, farklı ekonomiler için ülke karşılaştırmalı olarak araştırılmıştır.

## **2. Literatür**

Günümüz ekonomileri finansal ve reel sektörden oluşan iki kesimli bir yapıya sahiptir. İktisat literatürü, ekonomiyi oluşturan bu iki kesim arasındaki etkileşimi inceleyen çalışmalar ve teoriler bakımından son derece zengindir. Ayrıca bu geniş literatür içerisinde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki bağları araştıran çalışmalar da oldukça büyük bir yer tutmaktadır. Finansal gelişme kavramının çok boyutlu bir kavram olması nedeniyle farklı yönleri ile değerlendirilmesi ve ölçülmesi mümkündür. Bu durum, finansal gelişme kavramını inceleyen ve konuya farklı açılardan yaklaşan birbirinden farklı çalışmaların doğmasına neden olmuştur. Literatürdeki araştırmaların, finansal gelişme kavramını farklı yönleri ile ele almıştır ve farklı kriterler çerçevesinde finansal gelişmenin ekonomik büyüme ile olan ilişkisini araştırmış olduğu görülmektedir. Bunun yanında bazı araştırmaların tek bir ülkeyi incelediği görülürken, bazı çalışmalar birden çok ülke için yapılmıştır. Bu konuya ilişkin araştırmaların geniş bir zaman aralığına yayılması yanında, farklı analiz tekniklerinin de kullanıldığı görülmektedir. Bu nedenlerden dolayı konuya ilişkin çok gelişmiş bir literatür vardır ve araştırmaların bulguları farklılık arz etmektedir. Finansal gelişme ekonomik büyüme ilişkisi açısından, finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir ilişki rapor eden çalışmalar olduğu gibi bu ilişkinin çift yönlü olduğu yada ekonomik büyümeyen finansal gelişmeye doğru bir ilişkinin varlığını rapor eden çalışmalar da vardır. Bazı araştırmalar ise finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin söz konusu olmadığına yönelik bulgular ortaya koymuştur.

Literatür araştırması, bu çalışmaya benzer olarak birden çok ülke için aynı anda finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalar dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ayrıca söz konusu araştırmalar arasından finansal gelişme ölçütü için gene bu çalışma ile benzer biçimde finansal büyüklükleri kullanan araştırmalar seçilmiş ve kronolojik olarak kısaca tanıtılmıştır. Literatürdeki çalışmalar arasında ilk göze çarpan, Jung



(1986) tarafından yapılan araştırmadır. Jung, finansal gelişme, ekonomik büyüme ilişkisini araştırmak için 56 değişik ekonomiyi incelemiştir. Ekonomik büyüme değişkenini ölçmek amacı ile kişi başına düşen milli geliri kullanmıştır. Finansal gelişme ölçütü olarak, M1'in nakit kullanılan paraya oranı ile milli gelire oranla M2'yalmıştır. Bulgular, yükselen piyasalar için çoğunlukla finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru bir ilişkinin varlığını işaret etmiştir. Buna karşın gelişmiş ekonomiler açısından, nedensellik ilişkisinin yönü tam tersi biçimdedir. King ve Levine (1993), 80 ülke için yaptıkları araştırmada, ekonomik büyüme için kişi başına gelir ve fiziki sermayede görülen artışları almıştır. Finansal gelişmeyi ölçmek için bankacılık sektörüne ilişkin, kredi hacmi gibi finansal büyüklük verilerinden yararlanmışlardır. Çalışmaya göre, finansal gelişme ekonomik büyümeye neden olmaktadır. Gregorio ve Guidotti (1995), aynı konuyu iki farklı grup ülke için incelemiştir. İlk ülke grubu 100 ülkeden, diğer grup 12 Latin Amerika ülkesinden oluşmaktadır. Her iki ülke grubu için aynı değişkenler kullanılmıştır. Milli gelire oranla özel sektöre sağlanan banka kredileri finansal gelişme ölçütü olarak alınmıştır ve bu değişkenin milli gelir ile olan ilişkisi araştırılmıştır. Bulgular, benzer biçimde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye yol açtığını işaret etmektedir. Buna karşın Levine ve Zervos (1996) gerçekleştirdikleri ülke karşılaştırmalı çalışmanın sonuçları farklılık arz etmektedir. Araştırmacılar, kişi başına düşen reel gelirdeki artışı ekonomik büyüme göstergesi olarak almıştır. Finansal gelişmenin ölçümü için ise üç değişken kullanılmıştır. Bunlar; hisse senedi piyasası büyüklüğünün milli gelire oranı, hisse senedi piyasasındaki işlem hacminin milli gelire oranı ve gene hisse senedi piyasası işlem görme oranıdır. Çalışma 24 ülkeyi kapsamaktadır ve sonuçlar, ülkelerin çoğunluğu açısından hisse senedi piyasasındaki gelişme ile ekonomik büyüme arasında paralel bir ilişkinin söz konusu olduğu yönündedir. Demetriades ve Hussein (1996), yaptıkları araştırmada gelişmekte olan 16 ekonomiyi konu etmiştir ve elde ettikleri bulgular ülkelere göre farklılık arz etmektedir. Araştırmada bankaların mevduatlar için bulundurdıkları yükümlülüklerin milli gelire oranı ve bankaların özel

sektöre sağladıkları krediler, finansal gelişmeyi takip etmek için alınan iki gösterge olmuştur. Ekonomik büyüme ise kişi başına düşen gelir ile izlenmiştir. Ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir ilişkinin tespit edildiği ekonomiler, Guatemala, Kosta Rika, El Salvador, Portekiz, Yunanistan ve Türkiye'dir. Buna karşın, Kore Honduras, Mauritius, Hindistan, Venezüella ve Tayland'da finansal gelişme ekonomik büyümeye neden olmaktadır. İspanya ve Pakistan için ise söz konusu değişkenler arasında bir ilişkinin olmadığı rapor edilmiştir. Arestis ve Demetriades (1997), yukarıdaki çalışmalardan farklı olarak sadece iki gelişmiş ekonomi olan ABD ve Almanya için aynı konuyu araştırmıştır. Araştırmada biri farklı olmak üzere dört değişken kullanılmıştır. İki ülke için de aynı olan ilk üç değişken sırası ile ekonomik büyümeyi izlemek için kişi başına düşen reel gelir, hisse senedi piyasasının reel gelire oranı ve hisse senedi piyasası oynaklığıdır. Dördüncü değişken, ABD için banka kredilerinin milli gelire oranı iken Almanya için bu değişken M2'nin milli gelire oranı olarak seçilmiştir. Bulgular bankacılık sektörü ile ilgili verilerin her iki ülke ekonomisinin büyümesi üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Hisse senedi piyasalarındaki büyümenin ekonomik büyüme üzerinde ABD ekonomisi için doğrudan bir etki olduğu tespit edilmiştir, ancak Almanya için bu etki dolaylıdır. Benzer değişkenler kullanarak, Shan, Morris ve Sun (2001) aynı konuyu Çin ve 9 OECD üyesi ülke için araştırmıştır. Çalışmada ekonomik büyüme gayrisafi yurt içi hasıla ile takip edilirken, finansal gelişme ölçütü olarak, milli gelire oranla bankaların özel sektöre sağladığı krediler alınmıştır. Bulgular, bazı ülkeler için çift yönlü iken bazı ülkelerde ekonomik büyümeden finansal gelişmeye doğru bir nedenselliğin olduğunu göstermiştir. Arestis, Demetriades ve Luintel (2001), benzer bir çalışmayı gelişmiş ekonomiler için gerçekleştirmiştir. Çalışmada, Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya ekonomileri incelenmiştir. Ekonomik büyüme gayri safi yurt içi hasıladaki artışlar ile izlenirken, bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasalarındaki gelişme finansal gelişme ölçütü olarak

alınmıştır. Her iki değişkenin de ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisinin olduğu görülmüştür.

Literatürde yer alan çalışmaların bazıları benzer ekonomik düzeydeki ülkeleri karşılaştırmıştır. Al-Yousif (2002), aynı konuyu 30 gelişmekte olan ekonomi için araştırmıştır. Finansal gelişme dar ve geniş para arzlarının milli gelire oranı ile modelde yer alırken, büyüme değişkeni kişi başı reel gelir ile temsil edilmiştir. Elde edilen bulgular finansal gelişme ile büyümenin çift yönlü etkileşim içinde olduğu biçimindedir. Shan ve Morris (2002), 20 OECD ülkesi ve ek olarak Çin'i incelemiştir. Analizde iki finansal gelişme ölçütü kullanılmıştır. Bunlar; milli gelire oranla krediler ile finansal piyasalardaki borç verme ve borçlanma faiz hadleri arası farktır. Söz konusu fark işlem maliyeti olarak da değerlendirilmektedir. Ekonomik büyüme ise model içinde reel milli gelirdeki değişim oranı olarak temsil edilmektedir. Bulgulara göre, çoğu ülke açısından finansal gelişme ve ekonomik büyüme değişkenlerinin birbirlerinin nedeni olmadığına ilişkin bulgular elde edilmiştir. Bunun yanında bazı ülkeler için aynı değişkenler arasında çift yönlü bir ilişki söz konusudur. Az sayıdaki ülkede finansal gelişme ekonomik büyümenin nedenidir. Fase ve Abma (2003), 9 Güneydoğu Asya ülkesini incelemiştir. Bankaların bilançolarının büyüklüğü finansal gelişme kriteri olarak alınmıştır. Ekonomik büyüme gayri safi yurt içi hasıla ile modelde yer almıştır. Bulgular söz konusu ülkeler için finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi desteklediğini ortaya koymuştur.

Ghirmay (2004) aynı konuyu benzer ekonomik yapıya sahip 13 Sahra altı Afrika ülkesinin için araştırmıştır. Finansal gelişmişlik ölçütü olarak özel sektöre sağlanan krediler alınmıştır. Ekonomik büyüme için ise reel gayri safi yurt içi hasıla modele dahil edilmiştir. Bulgular 12 ülke için finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkiyi işaret etmiştir. İlişkinin yönü ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru ilişki ise sekiz ülkede görülmüştür ve ek olarak 6 ülke için söz konusu ilişki çift yönlüdür.

Atindehou, Gueyie ve Amenoun (2005) araştırmalarını, 12 Batı Afrika lkesi için yapmıştır ve modele büyüme değişkeni olarak reel kişi başına geliri almışlardır. Bunun yanında finansal gelişmeyi ölçmek amacı ile yurt içi kredilerin ekonomideki büyüklüğü, finansal sistemdeki likit borçların ekonomiyeye büyüklüğü ve bankaların likit rezervlerinin aktiflerine oranı olmak üzere üç farklı değişken kullanmışlardır. Çalışmaya konu olan batı Afrika ülkelerinden sadece Sierra Leone ve Moritanya'da ekonomik büyüme ile yurt içi krediler arasında bir nedensellik tespit edilmiştir. Bankaların likit rezervlerindeki artışların Fildişi Sahilleri ve Moritanya'da ekonomik büyümeye neden olurken Gana ve Senegal'de büyüme ile ilişkili olmadığı grlmştir. Burkino Faso ve Moritanya dışındaki ülkeler için ekonomik büyüme likit borçlanmayı artırmamaktadır. Ancak Gambiya, Fildişi Sahilleri, Mali ve Sierra Leone için likit borçlanmada görülen artışlar ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiye sahiptir. Abu-Bader ve Abu-Qarn (2008) Orta doğu ülkeleri için yaptıkları çalışmada Fas, Suriye, Mısır, Cezayir, Tunus ve İsrail ekonomilerini incelemiştir. M2Y para arzı tanımı ve özel sektöre verilen krediler gibi finansal büyüklükler ile büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Bulgular İsrail dışındaki ülkeler için finansal değişkenlerden, büyümeye doğru bir ilişkinin varlığını gösterirken, yalnız İsrail ekonomisi için büyümeden finansal değişkelere doğru bir ilişkinin var olduğu grlmştir. Akimov, Wijeweera ve Dollery (2009), geçiş ekonomilerini incelemiştir ve çalışmaları 27 ülkeyi kapsamaktadır. Geniş para arzının gayri safi yurt içi hasılaya oranı ve banka varlıklarının merkez bankası varlıklarının toplamına oranı, finansal gelişme lt olarak alınmıştır. Çalışmanın sonuçları incelenen ülkeler için finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru güçlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur.

Kar, Nazlıoğlu ve Ağır (2011), 15 Kuzey Afrika ve Orta doğu ülkesi için yaptıkları çalışmada finansal büyüklükleri finansal gelişme kriteri olarak almışlardır. Bu ölçtüler; özel sektör kredilerinin milli gelire oranı, para benzerlerinin finansal aktiflerin getirilerine oranı, dar ve geniş para arzları, milli gelire oran ile M2, mevduat bankalarındaki yükümlülüklerin milli gelire oranı ve yurt içi kredilerin milli gelire oranıdır. Bulgular

değişkenlere göre milli gelir arasındaki etkileşimin farklılık arz ettiğini ortaya koymuştur. Çalışmanın sonuçları finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi açısından net değildir. Hassan, Sanchez ve Yu (2011) çalışmalarını, düşük ve orta gelirli ülkeleri coğrafi bölgelerine göre sınıflandırarak yapmıştır. Finansal gelişme kriteri olarak, finansal kesimin büyüklüğünü yansıtan M3'ün gayrisafi yurt içi hasılaya oranı ve bunun yanında özel sektör kredileri ile yurt içi kredilerin büyüklüğü alınmıştır. Çalışmanın bulguları düşük ve orta gelirli ülkeler için finansal gelişmenin ekonomik büyümeye yol açmadığı yönündedir. Mhadhbi (2014) 110 ülkeyi kapsayan çalışmasında finansal gelişme ölçütü olarak, bankaların özel sektöre verdiği kredilerin milli gelire oranı, finansal piyasaların derinliği ve özel sektör kredilerinin toplan kredilere oranı kriter olarak belirlenmiştir. Ekonomik büyüme değişkeni olarak gayri safi yurt içi hasıla alınmıştır. Çalışmanın bulgularına göre gelişmiş ülkeler için finansal derinleşme ekonomik büyümeyi olumlu etkilemektedir. Buna karşın gelişmekte olan ülkelerde finansal derinleşme ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu görülmüştür. Ayrıca, tüm ülkelerde bankacılık sektörünün özel sektöre verdiği krediler ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği rapor edilmiştir.

### **3.Uygulama**

Bu çalışmanın temel amacı, ekonomik büyüme ve finansal bir gelişmişlik ölçütü olan tasarruf oranları ile faiz arasında OECD ülkeleri ve yükselen piyasalarda bir ilişkinin olup olmadığını test etmektir. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) üyesi 34 ülkenin büyük bir çoğunluğu yüksek gelirli ülkelere oluşmaktadır. OECD ülkeleri, Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Şili, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İzlanda, İrlanda, İsrail, İtalya, Japonya, Kore, Lüksemburg, Meksika, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovak Cumhuriyeti, Slovenya, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye, Birleşik Krallık ve Amerika Birleşik Devletleri'dir.

Yükselen piyasalar için farklı değişik kurumlar tarafından yapılmış farklı tanımlar olduğu görülmektedir. Bu ülkelerin ekonomileri pek çok yönü ile gelişmiş ülke özellikleri taşıırken, gelişmiş ülke ekonomilerinin standartlarını henüz sağlayamamaktadırlar. Yükselen piyasa olarak adlandırılan ülkeler çoğunlukla gelecek 10 yıl içinde ekonomilerinin dahagüç kazanması beklenen, yüksek ekonomik büyüme oranına sahip ve ekonomik olarak potansiyel arz eden ülkelerdir. Uluslararası Para Fonu (IMF) tanımına göre yükselen piyasalar; Arjantin, Bangladeş, Brezilya, Bulgaristan, Şili, Çin, Kolombiya, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Polonya, Romanya, Rusya Federasyonu, Güney Afrika, Tayland, Türkiye, Ukrayna ve Venezüella'dır. Türkiye hem OECD üyesidir hem de IMF tarafından yükselen bir piyasa olarak tanımlanmıştır.

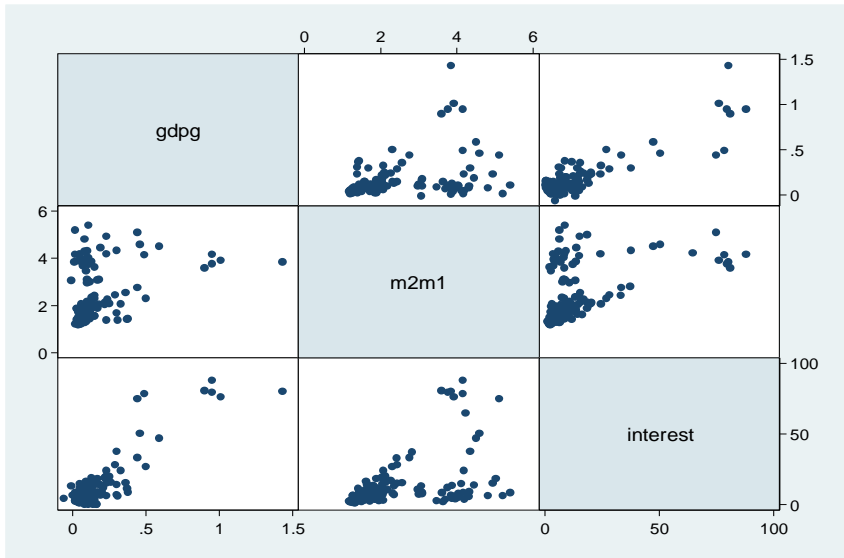
Çalışmada ekonomik büyüme için gayrisafi yurtiçi hasıla büyümesi (GDPG), tasarruf oranlarının göstergesi olarak da M2'nin M1'e olan oranı (M2/M1) ve yıllık mevduat faizi (INTEREST) kullanılmıştır. Analiz, 2000-2011 yılları arası dönem için yapılmıştır ve IMF'in veri tabanında yer alan yıllık frekanstaki uluslararası finansal veriler kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan iki veri de ulusal para birimi cinsindedir. Bu verilere ait özet istatistikler Tablo 1'de sunulmuştur. İki ülke grubu arasındaki en büyük fark faiz ortalamaları ve minimum/maksimum değerleri arasındaki farktır.

Tablo 1:Özet istatistikler

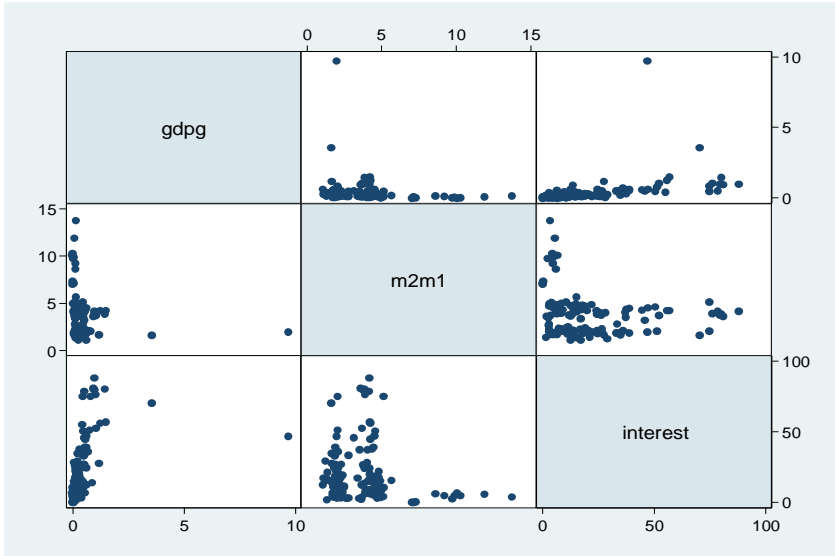
OECD ülkeleri						
Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std.Sapma	Min.	Maks.	
GDPG	209	0.1613	0.1845	-0.0580	1.4346	
M2M1	135	2.4210	1.1677	1.1725	5.3904	
INTEREST	347	8.2498	12.7796	0.01	87.79	
Yükselen Piyasalar						
GDPG	228	0.6898	2.9442	-0.0473	28.4602	
M2M1	167	3.5079	2.0773	1.0469	13.7569	
INTEREST	250	52.4963	386.3205	0.03	5175.24	

Kaynak: IMF-IFS, 2016

Değişkenler arasındaki ilişki OECD ülkeleri için Grafik 1'de yükselen piyasalar içinse Grafik 2'de gösterilmiştir. İki ülke grubu için grafikler tamamen farklıdır. Bunun önemli sebebi yükselen piyasalarda uç değerlerin (outlier) varlığıdır. OECD ülkelerinde ekonomik büyüme -0.06 ile 1.44 arasında iken bu değer yükselen piyasalar için -0.05 ile 28.46 arasındadır. OECD ülkelerinde ekonomik büyüme ile faiz arasında pozitif yönlü bir ilişki görülmektedir. Diğer değişkenlerde ise daha rassal bir dağılım mevcuttur.



Grafik 1: OECD Ülkelerinde GDPG, M2M1 ve INTEREST İlişkisi



Grafik 2: Yükselen Piyasalarda GDPG, M2M1 ve INTEREST İlişkisi

Çalışmanın konusu olan, farklı ülkeler için ekonomik büyüme ve tasarruf oranları arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacı ile eşbütünleşme (cointegration) ve Granger nedensellik testi yapılması düşünülmektedir. Fakat bu testler yapılmadan önce verilerin durağanlığı başka bir anlatımla serilerde birim kök olup olmadığı test edilmiştir.

OECD üyesi ülkeler ve yükselen piyasalar olarak adlandırılan ekonomiler için 2000-2011 yılları arası panel veri kullanılmıştır. Boş hipotez, literatürde yer alan ve bütün panellerde birim kök olduğunu varsayan Levin, Lin ve Chu (2002), Harris ve Tzavalis (1999), Breitung (2000), Breitungandas (2005), Im, Pesaran ve Shin (2003) ya da Fisher-türü (Choi 2001) panel birim kök testlerinden birisinin yapılması gerekmektedir.

Bu çalışmada yukarıda adı geçen testlerden, ardışık bağımlı parametrelerin karma tahmin edicisine bağlı olarak birim kök testi yapan, Levin, Lin ve Chu (2002) iki gecikmeye kadar ve trendli/trendsiz olarak test edilecektir. Tablo 2'de detaylı olarak elde edilen test sonuçları sunulmuştur. OECD ve yükselen piyasalarda hem ekonomik büyüme hem de M2/M1 değişkeni için 2 gecikmeye kadar, trendli ve trendsiz olarak



birim kök bulunmadığı görülmüştür. İki ülke grubunun iki değişken için bütünleşme derecesi sıfırdır,  $I(0)$ .

Tablo 2: Birim Kök Test Sonuçları ( $H_0$ : birim kök)

OECD ülkeleri					
	Gecikme	Trendsiz Zt-bar	Olasılık	Trendli Zt-bar	Olasılık
GDPG	0	-6.34085	0.0000	-10.8054	0.0000
	1	-21.0613	0.0000	-27.2122	0.0000
	2	-33.8795	0.0000	-33.2348	0.0000
M2M1	0	-2.45691	0.0070	-2.05673	0.0199
	1	-6.82935	0.0000	-15.8706	0.0000
	2	-22.7758	0.0000	-10.6845	0.0000
INTEREST	0	-9.17485	0.0000	-15.9786	0.0000
	1	-22.7598	0.0000	-19.8332	0.0000
	2	-26.7342	0.0000	-26.8235	0.0000
Yükselen Piyasalar					
	Gecikme	Trendsiz Zt-bar	Olasılık	Trendli Zt-bar	Olasılık
GDPG	0	-547.141	0.0000	-487.715	0.0000
	1	-549.753	0.0000	-454.414	0.0000
	2	-364.329	0.0000	-285.302	0.0000
M2M1	0	-3.28668	0.0005	-3.96657	0.0000
	1	-9.27428	0.0000	-8.35822	0.0000
	2	-12.9599	0.0000	-11.3050	0.0000
INTEREST	0	-7.20686	0.0000	-7.35965	0.0000
	1	-13.8481	0.0000	-14.2634	0.0000
	2	-27.7550	0.0000	-31.5180	0.0000

İki serinin bütünleşme seviyesi sıfır olduğundan dolayı, bu iki seri için Granger nedensellik testi yapılabilir. Granger nedensellik, iki seri arasında ilişki olup olmadığının istatistiksel sınamasıdır ve çoğunlukla zaman serilerinde kullanılır. Geliştirilen yeni ekonometrik tekniklerle panel veri analizinde de kullanılmaktadır. Bu analiz ilişkinin var olup olmadığını ortaya koyar fakat ilişkinin yönü hakkında bilgi vermez. Bu testte sıfır hipotezi Granger nedenselliği yoktur. Bağımlı değişken (y) kendi gecikmeli değerleriyle tahmin edilir. Sonrasında bu denkleme bağımsız (x)

değişkenin gecikmeli değerleri eklenerek bu yeni eklenen değişkenlerin F testi ile model katkı sağlayıp sağlamadığı test edilir.

$H_0$ : x değişkenin y değişkenin Granger nedeni değildir

$$y_{c,t} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n y_{c,t-i} \quad (1)$$

$$y_{c,t} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n y_{c,t-i} + \sum_{j=1}^m x_{c,t-j} \quad (2)$$

Y bağımlı değişkeni, x bağımsız değişkeni, c yatay kesiti, t zaman kesitini, n bağımlı değişkenin gecikme uzunluğunu ve m de bağımlı değişkenin gecikme uzunluğunu göstermektedir. Tablo 3’de 3 gecikmeye kadar panel veri için Granger nedensellik test sonuçları bulunmaktadır. Test sonuçlarına göre hem OECD ülkeleri hem de yükselen piyasalarda ekonomik büyüme ve bir finansal gelişmişlik göstergesi olan tasarruf oranlarındaki artışı ifade eden M2/M1 arasında “Granger Nedenselliği Yoktur” sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte finansal gelişmişlikle de faiz birbirlerinin “Granger Nedeni” değildir. Tek anlamlı karşılıklı ilişki faiz ve ekonomik büyüme arasındadır. Her iki ülke grubu içinde hem faiz ekonomik büyümenin hem de ekonomik büyüme faizin “Granger Nedeni” dir.

Tablo 3:Granger Nedensellik Testi

	OECD Ülkeleri					
	Gecikme (1)		Gecikme (2)		Gecikme (3)	
Sıfır Hipotezi	F-İst.	Olasılık	F-İst.	Olasılık	F-İst.	Olasılık
M2M1 GDCG’nin Granger Nedeni değildir	0.45046	0.5035	0.15656	0.8553	0.77094	0.5137
GDCG M2M1’nin Granger Nedeni değildir	1.56456	0.2137	1.25401	0.2901	2.12036	0.1043
INTEREST GDCG’nin Granger Nedeni değildir	38.8659	0.0000	6.32364	0.0024	3.62509	0.0152
GDCG INTEREST’nin Granger Nedeni değildir	44.6359	0.0000	27.6565	0.0000	56.2618	0.0000
INTEREST M2M1’nin Granger Nedeni değildir	2.28225	0.1336	2.32164	0.1033	1.27853	0.2868
M2M1 INTEREST’nin Granger Nedeni değildir	0.00682	0.9343	0.27573	0.7596	0.29127	0.8316

Yükselen Piyasalar

Sıfır Hipotezi	Gecikme (1)		Gecikme (2)		Gecikme (3)	
	F-İst.	Olasılık	F-İst.	Olasılık	F-İst.	Olasılık
M2M1 GDPG'nin Granger Nedeni değildir	2.08231	0.1513	0.62552	0.5367	0.30868	0.8191
GDPG M2M1'nin Granger Nedeni değildir	0.06745	0.7955	0.02056	0.9796	0.04429	0.9875
INTEREST GDPG'nin Granger Nedeni değildir	4.60777	0.0333	16.5886	0.0000	18.4243	0.0000
GDPG INTEREST'nin Granger Nedeni değildir	9.48199	0.0024	11.1784	0.0000	14.5180	0.0000
INTEREST M2M1'nin Granger Nedeni değildir	0.00518	0.9427	0.09316	0.9111	0.14127	0.9351
M2M1 INTEREST'nin Granger Nedeni değildir	0.00110	0.9736	1.28795	0.2794	0.05610	0.9824

## Sonuç

Çalışmanın bulguları incelendiğinde, hem OECD ülkeleri hem de yükselen piyasalarda, tasarruf oranlarındaki artış ile ekonomik büyüme arasında bir nedenselliğin olmadığı görülmektedir. Bu sonuç, çalışmaya konu olan, farklı yapısal özellikler ve gelişmişlik düzeyine sahip ekonomilerin tümü açısından aynı olması yönü ile dikkat çekicidir. Söz konusu bulgu, Neo-klasik bakış açısı ile çelişmesine karşın, Keynesyen görüşleri destekler görünüm arz etmektedir.

Yukarıdaki sonuca ek olarak dikkat çeken bir diğer bulgu, tüm ülkeler için tasarruf oranlarındaki artış ile faiz oranları arasında da bir nedenselliğin söz konusu olmamasıdır. Bu durum da Neo-klasik teori ile çelişmektedir. Çünkü faizlerdeki artış Neo-klasik kurama göre tasarrufları artırıcı bir olgu olarak görülmektedir. Özetle çalışmaya konu olan ülkeler için ne tasarrufların artışı ekonomik büyüme ile bir ilişki içerisindedir, ne de faiz oranlarındaki artış tasarruf artışı ile ilişkilidir.

Analiz sonuçlarına yakından bakıldığında, tek anlamlı ve karşılıklı ilişkinin faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında olduğu görülmektedir. Fakat bu ilişki farklı ülke grupları açısından farklılık arz

etmektedir. Yükselen piyasalar için faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında negatif yönlü bir ilişki söz konusudur. Bu durum Keynesyen bakış açısından son derece tutarlıdır. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde faiz oranlarının düşmesi beklentileri, yatırım ve tüketimi olumlu yönde etkileyerek ekonomik büyümeye yol açtığını ifade etmektedir. Fakat OECD ülkeleri için faiz oranları ve ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişkinin var olduğu anlaşılmıştır. Bu bulgu ilk bakışta şaşırtıcı görünse de OECD ülkelerinin ekonomileri göz önüne alındığında tutarlıdır. Gelişmiş ekonomilere sahip olan OECD ülkeleri Dünya'nın diğer bölgelerine göre daha istikrarlı ve düşük risk içeren finansal sistemlere sahiptir. Bu açıdan söz konusu ülkelerde görülen faiz artışları bu ülkelere yönelik fon akımlarını tetikleyici bir unsurdur. Ayrıca gelişmiş ekonomilerde faiz oranlarının Dünya ortalamasının altında seyrettiği de göz önüne alındığında elde edilen bulgunun anlamlı bir sonuç olduğu görülmektedir.

Bu çerçevede gelişmekte olan ekonomiler olan ve görece OECD ülkelerine kıyasla yüksek risk primi taşıyan ve çoğunlukla daha yüksek faiz oranlarının söz konusu olduğu yükselen piyasalar açısından artan faizler ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Gelişmiş ekonomiler olan OECD ülkeleri için ise söz konusu durum tam tersi bir ilişkiye sahiptir.

Sonuç olarak, araştırmaya konu olan tüm ülkeler için bir finansal gelişme ölçütü olarak ele alınan, tasarruf artışları ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir ilişkinin olmadığı görülmüştür. Diğer yandan faiz oranlarında görülen değişimlerin de tasarrufları artırıcı yada azaltıcı herhangi bir etkiye sahip olmadığı anlaşılmıştır. Fakat faizlerde görülen değişimler, gelişmiş ekonomiler olan OECD ülkeleri ile yükselen piyasalar için ekonomik büyüme açısından farklı sonuçlara neden olmaktadır.

## Kaynakça

Abu-Bader, Suleiman ve Aamer S. Abu-Qarn (2008), "Financial Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Six MENA Countries". *Review of Development Economics*. Vol.12(4), ss.803–817.

Akimov, A., Wijeweera, A. ve Dollery, B. (2009) "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Transition Economies" *Applied Financial Economics*, 19(12):999-1008.

Al-Yousif, Yousif Khalifa (2002), "Financial development and economic growth: Another look at the evidence from developing countries", *Review of Financial Economics*, c.11. ss.131-150.

Arestis, P.; Demetriades, P. ve 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, Philip ve Panicos Demetriades (1997), "Financial development and economic growth: Assessing the evidence", *Economic Journal*, c.107. S.442. ss.783-799.

Atindehou, R.B., Gueyie, J.P., & Amenounve, E. K. (2005).Financial intermediation and economic growth: evidence from Western Africa, *Applied Financial Economics*, 15(11), 777 – 790.

Breitung, J. (2000). The local power of some unit root tests for panel data. *Advances in Econometrics*, Volume 15: Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels, ed. B. H. Baltagi, 161–178. Amsterdam: JAY Press.

Breitung, J., and S. Das. (2005). Panel unit root tests under cross-sectional dependence. *Statistica Neerlandica* 59: 414–433.

Choi, I. (2001). Unit root tests for panel data. *Journal of International Money and Finance* 20: 249–272.

De la Torre, A., Gozzi, J.C. ve Schmukler, S.L. (2006). *Innovative Experiences in Access to Finance: Market Friendly Roles for the Visible Hand? Latin America Regional Studies Series*, World Bank.

Demetriades, Panicos O. ve Khaled A. Hussein (1996), "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries", *Journal of Development Economics*, c.51. ss.387-411.

Fase, M.M.G., R.C.N. Abma (2003) "Financial Environment and Economic Growth in Selected Asian Countries", *Journal of Asian Economics*, 14(1), 11-21.

Ghirmay, T. (2004). Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis. *African Development Review*, 16(3), 415–432.

Gregorio, Jose De ve Pablo E. Guidotti (1995), "Financial development and economic growth", *World Development*, c.23. S.3. ss.433-448.

Hadri, K. 2000. Testing for stationarity in heterogeneous panel data. *Econometrics Journal* 3: 148–161.

Harris, R. D. F., and E. Tzavalis. 1999. Inference for unit roots in dynamic panels where the time dimension is fixed. *Journal of Econometrics* 91: 201–226.

Hassan, M.K., Sanchez, B. ve Yu, J. (2011) "Financial Development and Economic Growth: New Evidence from Panel Data" *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1):88-104.

Im, K. S., M. H. Pesaran, and Y. Shin. 2003. Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics* 115: 53–74.

Jung, Woo S. (1986), "Financial development and economic growth: International evidence", *Economic Development and Cultural Change*, c.34. ss.333-346.

Kar, M., Nazlıoğlu, Ş. ve Ağır, H. (2011) "Financial Development and Economic Growth Nexus in the MENA Countries: Bootstrap Panel Granger Causality Analysis", *Economic Modelling*, 28, 685-693.

King, R.G. ve Levine, R., (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737.

King, Robert G. ve Ross Levine (1993), "Finance and growth: Schumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, c.108. S.3. ss.717-737.

Levin, A., C.-F. Lin, and C.-S. J. Chu. (2002). Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics* 108: 1–24.

Levine, Ross E. ve Sara Z. (1996), “Stock market development and long-run growth”, World Bank Policy Research Working Paper, No: 1582.

Lynch, D. (1996) “Measuring Financial Sector Development”, *Journal of Monetary Economics*, 22, ss.3-42.

Lynch, D. (1996), “Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia-Pacific Countries”, *The Developing Economies*, 34(1), 1-27.

McKinnon, R.I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington. DC: The Brookings Institution.

Mhadhbi, Khalil (2014), “Financial Development and Economic Growth: A Dynamic Panel Data Analysis”, *International Journal of Econometrics and Financial Management*, 2(2), 48-58.

Shan, Jordan ve Alan Morris (2002), “Does financial development ‘lead’ economic growth?”, *International Review of Applied Economics*, c.16. S.2. ss.153-168.

Shan, Jordan Z., Alan G. Morris ve Fiona Sun (2001), “Financial development and economic growth: An egg-and-chicken problem?”, *Review of International Economics*, c.9. S.3. ss.443-454.

Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press

TCMB., 2013 Bülten, Sayı 31, Eylül 2013