

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

**GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK  
FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE İKTİSADİ  
BÜYÜME İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Coşkun BİNER**

**Tez Danışmanı  
Doç. Dr. Salih ÖZTÜRK**

**KARS 2010**

**T.C.  
KAFKAS UNIVERSITY  
INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES  
DEPARTMENT OF ECONOMICS**

**THE RELATIONSHIP BETWEEN INTERNATIONAL  
FINANCIAL CAPITAL FLOWS TO DEVELOPING  
COUNTRIES AND ECONOMIC GROWTH: TURKISH  
EXPERIENCE**

**THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER**

**Coşkun BİNER**

**SUPERVISOR  
Assoc. Prof. Dr. Salih ÖZTÜRK**

**KARS 2010**

**T.C.**  
**KAFKAS ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE**

**Coşkun BİNER'e ait "Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri ve İktisadi Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği" konulu çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans tezi olarak oy birliği ile kabul edilmiştir.**

**Öğretim Üyesinin Ünvanı, Adı ve Soyadı**

**İmza**

Doç. Dr. Salih ÖZTÜRK

.....

Doç. Dr. Mehmet DİKKAYA

.....

Yrd. Doç. Dr. Hüsnü KAPU

.....

Bu tezin kabulü Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun ...../...../2010 tarih ve ...../..... sayılı kararı ile onaylanmıştır.

UYGUNDUR

...../...../.....

Doç. Dr. Selçuk URAL

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

## İÇİNDEKİLER

Sayfa No:

İÇİNDEKİLER.....	I
ÖZET.....	IV
ABSTRACT.....	IV
KISALTMALAR.....	VII
ŞEKİL VE TABLOLAR LİSTESİ.....	VIII

GİRİŞ.....	IX
------------	----

### I. BÖLÜM: ULUSLARARASI FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİNİN KAVRAMSAL VE KURAMSAL TEMELİ..... 3

1. İKTİSADİ BÜYÜME.....	7
1.1. İktisadi Büyümenin Dinamikleri.....	9
1.1.1. Doğal Kaynaklar.....	9
1.1.2. Sermaye.....	9
1.1.2.1. Beşeri Sermaye.....	10
1.1.2.2. Fiziki Sermaye.....	11
1.1.3. Teknolojik Gelişme Düzeyi.....	11
1.1.4. Pazar Kapasitesi.....	13
1.2. İktisadi Büyümenin Özellikleri.....	13
1.3. İktisadi Büyümenin Ölçülmesi.....	15
1.4. Gelişmekte Olan Ülkelerde İktisadi Büyüme Sorunu.....	16
2. FİNANSAL KÜRESELLEŞME.....	21
2.1. İktisadi Küreselleşme Süreci'nin Temel Dinamikleri.....	22
2.1.1. Kurumsal Dinamikler.....	22
2.1.1.1. Çok Uluslu Şirketler.....	22
2.1.1.2. Gelişmiş Ülkeler.....	26
2.1.1.3. Uluslararası Kuruluşlar.....	26
2.1.2. Kuramsal Dinamikler.....	28
2.1.2.1. Liberalizasyon Teorisi.....	28
2.1.2.1.1. Klasik "Ticari" Liberalizasyon Teorisi.....	28
2.1.2.1.2. Neoklasik "Finansal" Liberalizasyon Teorisi.....	29
2.1.2.3. Teknolojik Dinamikler.....	31
2.2. İktisadi Küreselleşme Süreci.....	32
2.3. Finansal Küreselleşme Süreci.....	34
2.3.1. Faiz Oranı Paritesi Kuralı ve Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımları.....	37

2.3.2. Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımcıları ve Yatırım Türleri.....	39
2.3.3. Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımlarının Piyasalara Giriş Mekanizması.....	41
2.3.4. Finansal Gelişme ve Finansal Derinleşme.....	42
2.3.5. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Uluslararası Finansal Sermaye Hareketleri .....	42
2.3.5.1. Gelişmekte Olan Ükelerde Finansal Liberalizasyon Süreci ....	43
2.3.5.2. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımlarının Boyutu.....	45
2.3.5.3. Türkiye'ye Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri .....	51

## **II. BÖLÜM: FİNANSAL LIBERALİZASYON VE İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİNİ ARAŞTIRAN DENEYSEL LİTERATÜR. 60**

Arz Öncüllü Neoklasik Hipotez “McKinnon&Shaw Hipotezi” .....	60
Talep Takipli Postkeynesyen Hipotez .....	63
1. ARZ ÖNCÜLLÜ NEOKLASİK HİPOTEZİ DESTEKLEYEN LİTERATÜR ....	64
1.1. Dünya Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	64
1.2. Türkiye Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	70
2. TALEP TAKİPLİ POSTKEYNESYEN HİPOTEZİ DESTEKLEYEN LİTERATÜR .....	71
2.1. Dünya Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	71
2.2. Türkiye Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	73
3. BELİRGİN BİR SONUÇ ORTAYA KOYAMAYAN LİTERATÜR .....	75
3.1. Dünya Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	75
3.2. Türkiye Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	76
4. LİTERATÜR TARTIŞMASI .....	78
4.1. Arz Öncüllü Neoklasik Hipotezi Destekleyen Literatür Tartışması.....	78
4.2. Talep Takipli Postkeynesyen Hipotezi Destekleyen Literatür Tartışması... 78	

## **III. BÖLÜM: GELİŞMEKTE OLAN ÜKELERE YÖNELİK ULUSLARARASI FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE İKTİSADİ BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ80**

1. UYGULAMA HİPOTEZLERİ.....	80
1.1. Hipotezler.....	81
2. MODEL SEÇİMİ, MATERYAL VE EKONOMETRİK SÜREÇ .....	82
2.1. Model Seçimi.....	82
2.2. Materyal .....	82
2.3. Ekonometrik Süreç .....	83
3. DENEYSEL BULGULAR.....	86
3.1. ADF ve PP Durağanlık Analizi .....	86

3.2. Birinci Aşama VAR Analizi .....	90
3.3. İkinci Aşama VAR Analizi.....	95
3.4. Üçüncü Aşama VAR Analizi.....	102
3.5. Dördüncü Aşama VAR Analizi .....	111
3.6. Beşinci Aşama VAR Analizi .....	118
<b>IV. BÖLÜM: TÜRKİYE DENEYİMİNİN TARTIŞMASI .....</b>	<b>123</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>129</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>132</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>148</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ VE ETKİNLİKLER .....</b>	<b>206</b>

## ÖZET

McKinnon&Shaw Hipotezi veya finansal liberalizasyon teorisi, “finansal baskının kalkmasıyla ortaya çıkacak olan finansal gelişme ve finansal derinleşmenin, kaynak artışını ve etkin kaynak dağılımını sağlayarak iktisadi büyümeye neden olacağını” ileri sürmektedir.

Bu tez çalışmasında, finansal liberalizasyon teorisinin gelişmekte olan ülkelerdeki geçerliliği Türkiye deneyimi üzerinden araştırılmıştır. Bu amaçla “Uluslararası finansal sermaye hareketleri, finansal liberalizasyon teorisinin ileri sürdüğü gibi, gelişmekte olan ülkelerin tasarruf/yatırım açıklarını kapatmak suretiyle iktisadi büyümelerine neden olmamıştır.” şeklinde tez hipotezi kurulmuştur. Kurulan tez hipotezi, 1998Q2 - 2009Q2 dönemleri için, VAR Modeli’ne dayanan Granger nedensellik analizi, etki-tepki fonksiyon analizi ve varyans ayrıştırması analizi teknikleri kullanılarak sınanmıştır.

Türkiye deneyimine göre, uluslararası finansal sermaye yatırımları, reel efektif döviz kuruna dayalı faiz oranı paritesine göre Türkiye bankacılık sistemine özel sektör kredileri şeklinde yönelmiştir. Uluslararası finansal sermaye yatırımları özellikle kurlardaki ve giren uluslararası finansal yatırım miktarındaki değişimlere karşı çok duyarlı, TL faiz oranlarına karşı neredeyse duyarsız bir yapı sergilemektedir. Diğer taraftan uluslararası finansal sermaye yatırımları, parasal aktarım kanallarından ne menkul kıymetler piyasası ne de bankacılık sistemi kanalı aracılığıyla reel sektöre geçmeyerek finansal sektör içerisinde kalmaktadır. İktisadi büyümenin uzun vadeli nedenleri, sırasıyla, kapasite kullanım oranı ve sabit sermaye artışıdır. Uluslararası finansal sermaye hareketleri ve iktisadi büyüme arasında kısa vadeli ve pozitif ilişki, finansal sermaye girişine bağlı reel kur düşüşünden ve milli gelirin dolar olarak hesaplanmasından kaynaklanmaktadır.

Türkiye’de finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasında reel bir ilişki bulunmayıp spekülatif bir ilişki bulunmaktadır. Yapılan tez çalışmasıyla elde edilen sonuçlar, Talep Takipli Postkeynesyen Hipotezi desteklemektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Liberalizasyon, McKinnon&Shaw Hipotezi, Finansal Gelişme, Gelişmekte Olan Ülkeler, Portföy Yatırımları ve Türkiye, İktisadi Büyüme, Ekonometrik Literatür, Vektör Oto Regresif (VAR) Model.

## ABSTRACT

McKinnon & Shaw hypothesis or theory of financial liberalization suggests that "financial development and financial deepening which will emerge by abolishing of the financial pressure will cause economic growth, providing to increase resources and efficient resource allocation.

In this thesis, the validity of the theory of financial liberalization in developing countries investigated through Turkey experience. For this purpose, established thesis hypothesis that "international financial capital movements hasn't lead to economic growth, as suggested by the theory of financial liberalization, by repair deficit of developing countries' savings / investments."

Established thesis hypothesis had been tested, for the period 1998Q2 -2009Q2, using analysis techniques based on the VAR model, as Granger causality analysis, impulse-response functions analysis and variance decomposition analysis.

According to the experience of Turkey, the international financial capital investments directed towards Turkish banking system form of private sector credits according to the interest rate parity rule based on real effective exchange rate. International financial capital investments are very sensitive against changes in international financial investment amount and especially exchange rate but almost insensitive to exhibit a structure against the interest rate of Turkish Liras. On the other hand, international financial capital investments does not pass through to the real sector neither securities markets nor the banking system which are the monetary transmission channels and remain within the financial sector. Reasons of long-term economic growth are, respectively, increase rate of capacity utilization and fixed capital. The short-term and positive relationship between international financial capital movements and economic growth arises from real exchange fall which is due to financial capital inflows and national income accounts in dollars.

In Turkey, the relationship between financial liberalization and economic growth is not real, it is a speculative. The results obtained with the configuration of a thesis, support the demand-following hypothesis of Post-Keynesian

**Keywords:** Financial Liberalization, McKinnon & Shaw Hypothesis, Financial Development, Developing Countries, Investment of Portfolio and Turkey, Economic Growth, the Econometric Literature, Vector Auto Regression (VAR) Model.



## ÖNSÖZ

1990 sonrası dönemde frekansları ve boyutları giderek artan finansal krizlere rağmen, liberal kesimin sanayileşme ve gelişme sorunu yaşayan ülkelere, çıkış yolu olarak finansal liberalizasyon ve kuralsızlaştırma uygulamalarını önermeye devam etmeleri, literatürde geniş bir tartışma alanı bulmaktadır. Yaşanan krizlerle birlikte az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, kıt kaynaklarıyla ve bin bir güçlükte elde ettikleri birikimlerini kısa sürede ve artan oranda kolayca yitirdikleri ve devamında yaşadıkları durgunluk sürecini kolay atlatamadıkları görülmektedir.

Bilindiği gibi, finansal liberalizasyon teorisi, “finansal baskının kalkması ile finansal gelişme ve derinleşmenin gerçekleşeceğini ve paralelinde, tasarruf kaynaklarının artacağını ve bu kaynakların, liberal finansal sistem tarafından üretken alanlara dağılımı sağlanarak iktisadi büyümenin ortaya çıkacağını” iddia etmektedir.

Bu çalışmada, 1980 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen ve özellikle 1990 sonrasında hız kazanan uluslararası finansal sermaye yatırımları (portföy yatırımları) ile bu ülkelerin iktisadi büyümeleri arasındaki ilişkiyi, gelişmekte olan ülke grubunda gösterilen Türkiye deneyiminde ortaya koyarak finansal liberalizasyon teorisini sınamaktır.

Yüksek lisans eğitimim boyunca bana katkıda bulunan değerli hocalarım Doç. Dr. Mehmet DİKKAYA, Yrd. Doç. Dr. Adem ÜZÜMCÜ, Yrd. Doç. Dr. Mete Cüneyt OKYAR ve Yrd. Doç. Dr. Erkan TOKUCU ile tez danışmanım Doç. Dr. Salih ÖZTÜRK’e şükranlarımı sunarım.

Bu tez çalışması, Kuzucuğum Yiğit’e, Oğlum Mert’e, Kızım Buket’e ve sevgili Eşim Cemile’ye ithaf edilmiştir.

## KISALTMALAR

<b>ADF</b>	: Adjustment Dickey Fuller (Genişletilmiş Dickey Fuller)
<b>AT</b>	: Avrupa Topluluğu
<b>BM</b>	: Birleşmiş Milletler
<b>CAS</b>	: Country Assistance Strategy (lke Destek Stratejisi)
<b>ÇUŞ</b>	: Çok Uluslu Şirket
<b>DB</b>	: Dünya Bankası
<b>DPT</b>	: Devlet Planlama Teşkilatı
<b>DT</b>	: Dünya Ticaret rgt
<b>DYY</b>	: Doğrudan Yabancı Yatırım
<b>EFTA</b>	: European Free Trade Agreement (Avrupa Serbest Ticaret Anlaşması)
<b>EKK</b>	: En Küçük Kareler
<b>GATT</b>	: General Agreement on Tariffs and Trade (Gümrük ve Ticaret Genel Anlaşması)
<b>GO</b>	: Gelişmekte Olan lke
<b>G</b>	: Gelişmiş lke
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurt İi Hâsıla
<b>IMF</b>	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>NATO</b>	: North Atlantic Treaty Organization (Kuzey Atlantik rgt Anlaşması)
<b>OECD</b>	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Gelişme rgt)
<b>OPEC</b>	: Organization of the Petroleum Exporting Countries (Petrol İhraç Eden lkeler rgt)
<b>SAL</b>	: Structural Adjustment Loans (Yapısal Uyum Kredisi)
<b>PFPSAL</b>	: Programmatic Financial and Public Sector Adjustment Loan (Program Niteliğindeki Finansal ve Kamu Sektörü Uyum Kredisi)
<b>UFSY</b>	: Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımları
<b>UYP</b>	: Uluslararası Yatırım Pozisyonu
<b>VAR</b>	: Vector Auto Regression (Vektör Oto Regresyon)
<b>VECM</b>	: Vector Error Correction Model (Vektör Hata Düzeltme Modeli)

## ŞEKİLLER LİSTESİ

	<b>Sayfa No:</b>
<b>ŞEKİL 1</b> : İKTİSADİ BÜYÜME .....	8
<b>ŞEKİL 2</b> : MCKINNON&SHAW HİPOTEZİ.....	62
<b>ŞEKİL 3</b> : BİRİNCİ AŞAMA VAR MODELİ ETKİ TEPKİ FONKSİYONLARI .....	94
<b>ŞEKİL 4</b> : İKİNCİ AŞAMA VAR MODELİ ETKİ TEPKİ FONKSİYONLARI .....	101
<b>ŞEKİL 5</b> : ÜÇÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ ETKİ TEPKİ FONKSİYONLARI .....	107
<b>ŞEKİL 6</b> : DÖRDÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ ETKİ TEPKİ FONKSİYONLARI.....	116
<b>ŞEKİL 7</b> : BEŞİNCİ AŞAMA VAR MODELİ ETKİ TEPKİ FONKSİYONLARI.....	120

## TABLolar LİSTESİ

Sayfa No:

<b>TABLO 1</b>	: 19. YÜZYILDA SANAYİLEŞME SÜRECİNİ YAŞAYAN BAZI SEÇİLMİŞ GÜ'LERDEKİ AKTİF İŞGÜCÜNÜN SEKTÖREL DAĞILIMI (%).....	18
<b>TABLO 2</b>	: EN BÜYÜK 100 ÇUŞ'UN DÜNYA GENELİNDEKİ GÖRÜNÜMÜ.....	25
<b>TABLO 3</b>	: GOÜ'LERE YÖNELİK NET FİNANSAL SERMAYE AKIMLARI (/GSYİH-%).....	46
<b>TABLO 4</b>	: GOÜ'LERE YÖNELİK NET FİNANSAL SERMAYE AKIMLARI (MİLYAR DOLAR) .....	47
<b>TABLO 5</b>	: GOÜ'LERE YÖNELİK NET FİNANSAL SERMAYE AKIMLARI (MİLYAR DOLAR) .....	49
<b>TABLO 6</b>	: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN ULUSLARARASI YATIRIM POZİSYONLARI VE DİŞA AÇIKLIK ORANLARI.....	50
<b>TABLO 7</b>	: TÜRKİYE'DE 1989 TARİHLİ 32 SAYILI KARARNAME SONRASI SEÇİLMİŞ BAZI MAKRO EKONOMİK GÖSTERGELERİN GELİŞİMİ.....	54
<b>TABLO 8</b>	: TÜRKİYE'YE YÖNELİK UFSY'NİN, YATIRIM ARAÇLARINA GÖRE DAĞILIMI (MİLYON DOLAR).....	57
<b>TABLO 9</b>	: SERİLERE AİT ADF BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI.....	88
<b>TABLO 10</b>	: SERİLERE AİT PP BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI .....	89
<b>TABLO 11</b>	: BİRİNCİ AŞAMA VAR GRANGER NEDENSELLİK TEST ÖZETİ .....	91
<b>TABLO 12</b>	: BİRİNCİ AŞAMA VAR MODELİ KATSAYI TAHMİN SONUÇLARI.....	93
<b>TABLO 13</b>	: İKİNCİ AŞAMA VAR GRANGER NEDENSELLİK TEST ÖZETİ.....	97
<b>TABLO 14</b>	: İKİNCİ AŞAMA VAR MODELİ KATSAYI TAHMİN SONUÇLARI .....	100
<b>TABLO 15</b>	: ÜÇÜNCÜ AŞAMA VAR GRANGER NEDENSELLİK TEST ÖZETİ.....	104
<b>TABLO 16</b>	: ÜÇÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ KATSAYI TAHMİN SONUÇLARI .....	106
<b>TABLO 17</b>	: DÖRDÜNCÜ AŞAMA VAR GRANGER NEDENSELLİK TEST ÖZETİ .....	112
<b>TABLO 18</b>	: DÖRDÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ KATSAYI TAHMİN SONUÇLARI....	115
<b>TABLO 19</b>	: BEŞİNCİ AŞAMA VAR GRANGER NEDENSELLİK TEST ÖZETİ.....	119

## GİRİŞ

1970’li yıllarla birlikte dünya ekonomisinde yeni bir “pazarı yeniden yapılandırma” sürecinin başlatıldığı görülmektedir. Bu süreç “Küreselleşme” olarak nitelendirilmektedir.

Finansal küreselleşme ise, Son örneği 1970’li yıllarla birlikte üretimde görülen uluslar arası rekabetin keskinleşmesi ve karlılık oranlarının düşmesi sonucu sermaye döngüsünde yaşanan bunalımla ortaya çıkan pazarı yeniden yapılandırma girişimiyle başlatılan, sermaye ve para piyasalarında McKinnon&Shaw Hipotezi çerçevesinde gerçekleştirilmekte olan bir süreç olarak karşımızda durmaktadır. Bu sürecin motorunun, 1970’li yıllarda petrol ihraç eden ülkelerde oluşan, devasa nitelikteki cari fazlalara karşı GOÜ’lerdeki devasa cari açıklar olduğu görülmektedir.

Finansal liberalizasyon uygulamaları ile birlikte GOÜ’lerin borçlanma gereklerinin sürekli arttığı genel kabul gören konulardan birisidir. Bu durumun kaçınılmaz sonucunun, uzun vadeli iktisadi büyüme için gerekli olan sanayileşme ve ekonomik yeniden yapılanma isteğini körelttiği görülmektedir. Bu psikolojiye sahip ülkeler uzun vadeli iktisadi büyüme hedefi yerine borçlarını çevirebilmek için kısa vadeli kaynak bulma arayışına yönelmişler ve yönelmektedirler. Özellikle 1980’li yıllarda, borç krizine düşen ülkelerde liberalizasyon politikalarının uygulamada olduğu ve piyasalar üzerinde hükümet müdahalelerinin sınırlı düzeyde olduğu konuya yakın çevrelerce iyi bilinmektedir.

Görüldüğü kadarıyla, GOÜ’lerin artan cari açıklarını karşılamak ve dış borçlarını çevirmek için GÜ’lerin kontrolündeki cari fazlalardan oluşan uluslararası finansal yatırımları, kendi ülkelerine yöneltme ihtiyaçlarının ağırlık kazanması, gerekli teknik ve kurumsal hazırlıklar yapılamadan finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmasını kaçınılmaz hale getirmiştir.

Neoklasik finansal liberalizasyon teorisi, finansal baskının kalkması ve finansal serbestleşme ve derinleşmenin sağlanması ile etkin kaynak dağılımının sağlanacağını ve bunun iktisadi büyümeye yol açacağını iddia ederek neoklasik arz öncüllü hipotezi ileri sürmüştür.

Sermaye piyasalarında uygulanan liberalizasyon politikaları, sermaye hesabının serbestleştirilmesi, sermaye giriş çıkış serbestisinin sağlanması, tasarruflara ve

tasarrufların etkin dağılımına engel olan ve finansal aracılığı zayıf düşüren finansal baskı politikalarının ve yabancı yatırımcılara yönelik sınırlamaların kaldırılması uygulamalarından oluşmaktadır.

Tezin amacı, 1980 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen ve özellikle 1990 sonrasında hız kazanan uluslararası finansal sermaye yatırımları (portföy yatırımları) ile bu ülkelerin iktisadi büyümeleri arasındaki ilişkiyi, GOÜ grubunda gösterilen Türkiye deneyiminde ortaya koyarak finansal liberalizasyon teorisini sınamaktır.

Tezin sezgisel hipotezi: “Uluslararası finansal sermaye hareketleri, finansal liberalizasyon teorisinin ileri sürdüğü gibi, gelişmekte olan ülkelerin tasarruf/yatırım açıklarını kapatmak suretiyle iktisadi büyümelerine neden olmamıştır” şeklindedir.

Çalışmada, kuramsal ve deneysel literatür sunumu kronolojik bir bakış açısıyla yapılarak konunun dünyadaki ve Türkiye’deki güncel durumu ve boyutu ortaya konulacaktır. Kurulan tez hipotezi, kuramsal ve deneysel literatür çerçevesinde, Türkiye Ekonomisi’nin 1998Q2 – 2009Q2 dönemleri için belirlenen Makro ekonomik değişkenlere ait zaman serileri kullanılarak Vector Auto Regression (VAR) modeline dayalı; Var Granger nedensellik analizi, Etki-Tepki Fonksiyon analizi ve Varyans Ayırıştırması analizi yöntemleri kullanılarak sınanacak ve bulunan sonuçlar tartışılacaktır.

Yapılan tez çalışması ile elde edilecek sonuçlar, literatüre katkı sağlamanın yanında ekonomik politika yapıcıların doğru kararlar almalarına veri sunacaktır.

Tezin akış planı şu şekilde düzenlenmiştir. Birinci ve ikinci bölümde, konu hakkındaki kavramsal ve kuramsal literatür ile deneysel araştırmalar tarihsel bir perspektifle sunulmaktadır. Üçüncü bölümde, uluslararası finansal sermaye yatırımları ile iktisadi büyüme arasındaki ilişki Türkiye deneyimi üzerinden test edilmektedir. Dördüncü bölümde, tez hipotezinin Türkiye deneyimi karşısındaki duruşu tartışılmaktadır. Beşinci bölüm, tez çalışmasının genel sonucunun değerlendirilmesine ayrılmıştır.

## I. BÖLÜM

### ULUSLARARASI FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİNİN KAVRAMSAL VE KURAMSAL TEMELİ

Bilindiği gibi, insan ihtiyaçları doğada hazır bir biçimde bulunmamakta, İnsanlar ihtiyaçlarını doğal kaynaklar üzerinde çalışarak elde etmektedirler. İnsanların ihtiyaçlarını gidermek için doğayla girdikleri etkileşime üretim denilmektedir. Başka bir ifadeyle üretim, doğanın emek harcanarak insan ihtiyaçlarını gidermeye uygun hale getirilmesidir (Aren, 2009: 13).

İnsanlık tarihi ihtiyaçların giderilmesi yolunda iki köklü değişikliği yaşamış bulunmaktadır. Bunlardan ilkinin M.Ö. 9. bin yılda ortaya çıkan ve daha önce avcılık ve toplayıcılıkla geçinen insan topluluklarını çiftçi ve çoban topluluklarına dönüştüren tarım devrimi olduğu görülmektedir. Buna kanıt olarak, Halep'in 80 km güneydoğusunda Fırat nehri kıyısında Mureybet köyünde yapılan kazılarda M.Ö. 9. Bin yıla ait katmanlarda bulunan tahıl kalıntılarının bu yerleşim yerine 150 km uzaktaki Gaziantep dolaylarından getirildiğinin saptanmış olması gösterilmektedir (Şenel, 2004: 20-22).

İkinci köklü değişiklik olarak ise 18. yüzyılda başlayan ve iki yüzyıl içinde dünyanın tarımla uğraşan nüfusunu radikal biçimde azaltarak insanı artan ölçüde mamul mal ve hizmet üreticisi haline getiren Sanayi Devrimi karşımıza çıkmaktadır.

Sanayi devrimi, fiziki sermayenin genişlemesini ve emek verimliliğinin geniş çapta artmasını sağlaması nedeniyle iktisadi büyüme'nin ve refahın sistematik temelini oluşturmaktadır. Bu nedenle sanayi devrimi, iktisadi büyüme araştırmalarının da temel dayanağını oluşturmaktadır.

Sanayi Devrimi, sadece üretilen toplam katma değer içerisinde imalatın ticarete oranını yükseltmekle kalmamış, tarih boyunca ulusların zenginliğini artıran ticaret faaliyetlerinin kapsamını da tarımsal ürünlerden ve doğal ham maddelerden, imalat sanayi ürünlerine kaydırmıştır. Sanayi Devrimi'nin ortaya çıkardığı teknolojik gelişmeler hem sanayileşmenin hem de iktisadi büyüme hızının motor gücü olmuştur (Yenal, 1999: 29).

Sanayi Devrimiyle 19. ve 20. yüzyılda gerçekleşen iktisadi büyüme atılımı, enerji kaynaklarının, ham maddelerin ve sermaye gereçlerinin yeni teknikler yoluyla

hızla ve artan bir ivmeyle üretimde kullanılması ve fabrikasyon üretim yönteminin hızla yayılması ile kurumsallaşmış bulunmaktadır.

1785 tarihine kadar olan dönemde, ekonomik faaliyet, iki ana akım olan tarım ve ticaret üzerinde toplandığı anlaşılmaktadır. Bu tarihe kadar iktisadi hayatın ana aktörlerinin, köylü, tüccar, lonca mensubu gibi kimselerden oluştuğu görülmektedir. Bu dönemde zenginliğin kaynağının, ticaret, nakliyat ya da borç para vermek olduğu görülmektedir.

1095 yılında Papa II. Urban Kudüs hacılarının Müslüman'lardan çektikleri sıkıntılara son vermek, Kudüs'ü kurtarmak ve Doğu'nun zenginliklerini ele geçirmek için Haçlı Seferleri'ni başlatmış ve hac yolları bu şekilde ele geçirilmiştir. Ancak karayolu haçlı seferlerinin güvensiz bulunması, seferleri deniz yollarına kaydırmış ve bu seferler zamanla yerini düzenli ticarete bırakarak İtalyan liman kentlerini ve armatörlerini, deniz ulaşımına ve ticaretine dayalı olarak zenginleştirmeye başlamıştır. Böylece ülkelerarası ve denizaşırı ticaret başlamaktaydı (Şenel, 2004: 278).

13. yüzyılda başlayan ticari birikim süreci ve paralelinde gelişen liberalist hareketler sermaye birikimine; ticarete konu malların üretim süreci ise üretim bilgisinde ve teknolojik bilgide birikime olanak vererek sanayi devrimine giden yolu açmış bulunmaktadır.

13. ve 14. yüzyılda İtalyan cumhuriyetlerinde, daha sonra Hollanda ve İngiltere'de ticaret, bankacılık ve finans alanlarında önemli gelişmelerin yaşandığı görülmektedir. Matbaanın icadı, metalurji alanındaki gelişmeler, maden kömürünün kullanılması, maden ocaklarında arabanın kullanılması, metal ve tekstil üretiminde belirgin bir ilerlemenin sağlanması 15. yüzyılın ikinci yarısına damgasını vuran gelişmelerden bazılarını oluşturmaktadır. İlk top ve diğer ateşli silahların bu dönemde üretildiği ve kullanıldığı görülmektedir. Ayrıca yelkenli gemi üretim ve deniz ulaşımı tekniğindeki (pusulanın icadı gibi) ilerlemeler yeni deniz yollarının açılmasını sağlamış bulunmaktadır.

1487 yılında Diaz Ümit burnunu dolaşmış, 1492 yılında Kristof Kolomb Amerika'yı keşfetmiş ve 1498'de Vasco de Gama Afrika'yı dolaşarak Hindistan'a ulaşmıştır. Keşfedilen bu yerlerle birlikte 1503 yılından sonra keşfedilen yerlerin



yağmalanması ve kolonileştirilerek sömürgeleştirilmesi ile ticari kapitalizm sürecinin başladığı görülmektedir (Beaud, 1981: 20).

Haçlı seferleriyle, Doğu'nun ipek, baharat ve kokular gibi malları Batı'ya tanıtılırken, Doğu'nun sultanları da Batı'nın bazı mallarına ve özellikle "yünlü kumaşlarına" büyük ilgi göstermekteydiler. Bu ilgi, Belçika'nın Kuzey bölgesinde bulunan Flanders kentlerini, yünlü kumaş ticareti yoluyla zenginleştirmiştir. Yünlü kumaş ticaretinin Avrupa'nın Kuzeyi'nde çok hızlı bir şekilde yayılarak, tarımsal üretimi hayvancılığa doğru kaydırması, tarıma dayalı feodal düzenin burjuvazi lehine çözülmesine yol açmıştır (Şenel, 2004: 278-279).

Bu dönemde dini alanda da bir takım reformlar gerçekleştirilerek birikim sürecinin kurumsallaştırıldığı görülmektedir. Örneğin, Calvinizm faizin serbestleştirilmesini savunurken Protestan ahlakı kulların zenginleştikçe fakir yaşamasını salık vermekteydi. (Hill, ?: 32-38). Bu gelişmelerin ışığında, ticaret ve finans faaliyetleri sonucu ekonomik gücünü arttıran burjuvazi kesimi, doğası gereği hareket alanını daha fazla genişletebilmek için, daha fazla ekonomik özgürlük ve daha fazla siyasi güç istemekteydi. Onların bu talebi liberal düşüncenin temelini oluşturmaktadır. Daha fazla ekonomik özgürlük düşüncesinin kurucusu olarak Adam Smith'in ve daha fazla siyasi özgürlük düşüncesinin kurucusu olarak ise John Locke'un öne çıktığı görülmektedir (Yayla, 2008: 30).

Sanayi devrimi, esas olarak fabrika disiplininin oluşumuna dayandığı anlaşılmaktadır. Fabrika disiplininin, Etruria tarafından çömlek imalatında hayata geçirildiği ve Edgewood tarafından işbölümü esasına göre sistemli hale getirildiği anlaşılmaktadır (Mckendrick, 1998: 73). 1717 yılında insan emeğine dayalı ilk dokuma fabrikasının, John Lombe tarafından Livorno'da kurulduğu, basit işlevli ilk buhar makinesinin 1760 yılında James Watt tarafından icat edildiği ve 1783 yılında yine James Watt tarafından çift etkili buhar makinesinin geliştirilerek, buharla çalışan ilk iplik fabrikasının 1785 yılında kurulmasıyla sanayi devriminin fiilen gerçekleşmiş olduğu görülmektedir (Beaud, 1981: 84).

Temel karakteristikleri dikkate alındığında sanayi devrimi iki dönemde ele alınmaktadır.

1. Sanayi Devrimi'nin kömür ve buhar gücüne dayandığı ve o dönemde öne çıkan sanayi kolunun dokuma ve tekstilden oluştuğu görülmektedir. Bu dönemde

ortaya çıkan üretim artışına paralel olarak buharlı gemi taşımacılığının yanı sıra demiryolu taşımacılığının da ülke ve kıtalar arasında yayılmaya başladığı görülmektedir. Sanayi Devrimi'nin, ulaşım olanaklarının gelişmesi ve artan sınır ötesi ticaret hacminin etkisiyle, İngiltere'den Batı Avrupa ve Amerika'ya, 19. Yüzyılın ikinci yarısından sonra da dünyanın diğer bölgelerine yayıldığı görülmektedir.

19. Yüzyılın sonlarına doğru, 1. Sanayi Devrimi'nden yaklaşık yüz yıl sonra, Kuzey Amerikan pazarının bütünleşmesiyle beraber ABD'de 2. Sanayi Devrimi'nin (1871-1914) başladığı görülmektedir. 1. Sanayi Devrimi'nin itici gücü buhar makinesi ve itici sektörü tekstil iken, 2. Sanayi Devrimi'nin itici gücü içten yanmalı motor ve itici sektörü demir-çelik olarak öne çıkmaktadır. Bu dönemde ayrıca, kimya, elektrik, petrol endüstrilerinin belirginleştiği, 1920'lere gelindiğinde ise elektrik ve mekanizasyonun (demir-çelik, takım tezgâhları, otomotiv) sanayileşmenin temel dinamikleri olarak ortaya çıktığı görülmektedir (Beaud, 1981: 108). Bu gelişmeler iktisadi büyüme olgusunun gerçek kaynağının kavranması için hayati önem taşımaktadır.

İktisadi büyüme'nin, temelde, yeni teknolojiler yaratılmasından kaynaklandığı yukarıdaki bilgilerden anlaşılmaktadır. Teknik ilerleme insanlık tarihi boyunca süren bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, madenlerin, enerji kaynaklarının bulunması ile tarımdaki olanakların öğrenilmesi, ya da çeşitli gereçlerin ve özellikle tekerin, su değirmeninin, pusulanın ve yelkenli geminin icadı binlerce yıllık insanlık tarihinde büyük değişikliklere neden olarak insanlığın kaderini belirlemiş bulunmaktadır.

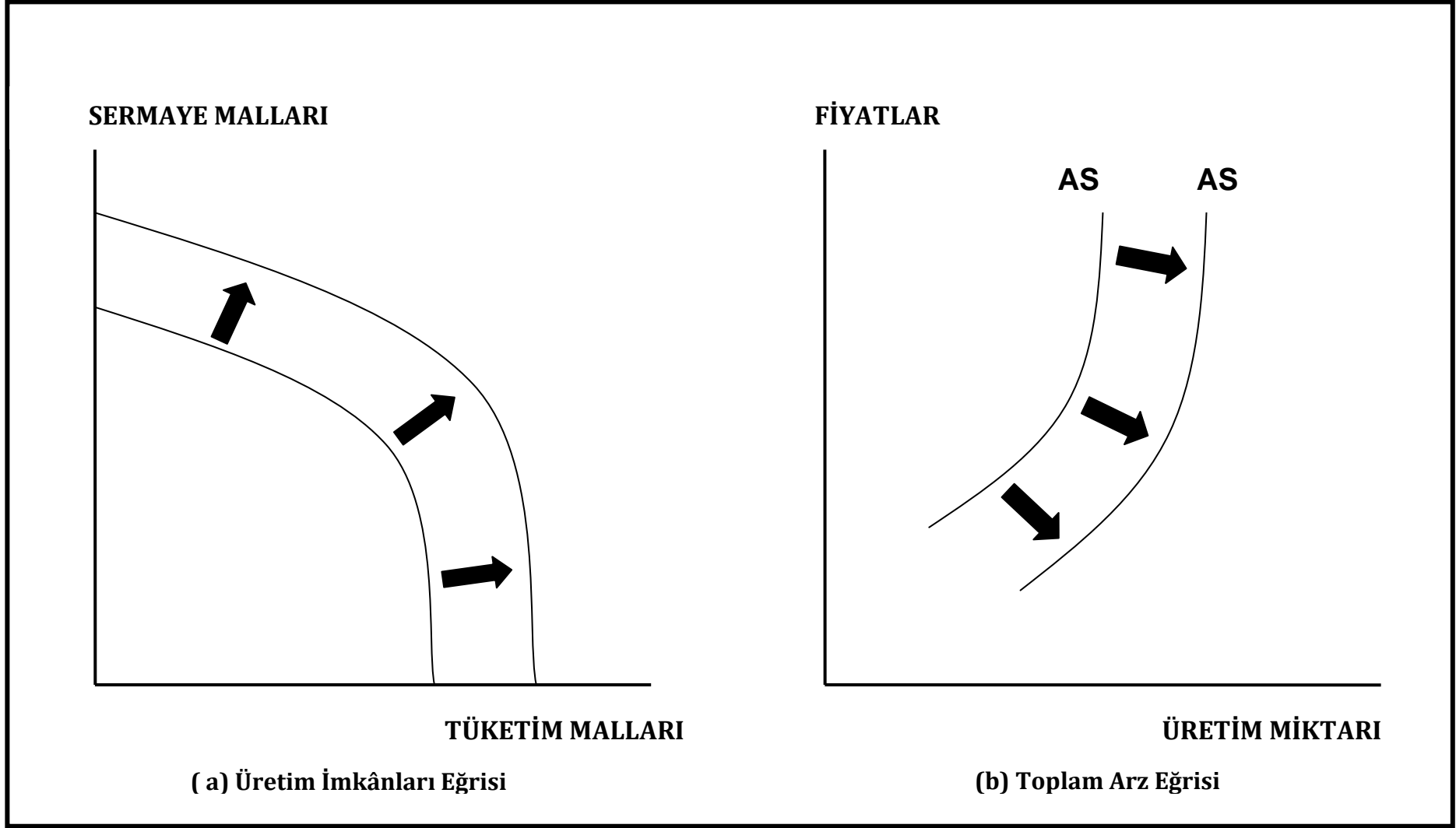
Özetle, iktisadi büyüme, üretim sürecinde yer alan insan ve doğanın, karşılıklı ve dinamik etkileşimi sonucu ortaya çıkan teknik/teknolojik gelişmelerin, yeniden üretim döngüsüne sokularak, üretimde yer alan faktörler üzerinde, her seferinde artan bir ivmeyle ortaya çıkardığı sürekli bir iyileşme süreci olarak ifade edilebilir.

## 1. İKTİSADİ BÜYÜME

Güncel akademik terminolojide iktisadi büyüme, gayri safi yurtiçi hâsıla (GSYİH) artışı şeklinde ifade edilmektedir. GSYİH ise bir ülke sınırları içerisinde 12 ayda üretilen mal ve hizmetlerin toplam değerini tanımlamaktadır (Sloman, 2004: 13). Diğer bir tanıma göre, iktisadi büyüme, GSYİH'nın uzun vadede bir önceki yıllara göre toplam olarak pozitif yönlü niceliksel değişimini ifade etmektedir (Ünsal, 2003: 14-15). Baran'a (1957) göre kesit reel GSYİH "aktüel ekonomik artık" olarak nitelenmekte ve toplumun belli bir dönemde gerçekleşen toplam üretimi ile gene aynı dönemde gerçekleşen toplam tüketimi arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır (s: 39). Başka bir tanıma göre, iktisadi büyüme; stok, akım ve değişkenlerde, gövde ve hacim olarak artışları ifade etmektedir (Yılmaz, 2004: 17). Bu tanımlar çoğaltılabilir.

Matematiksel bir ifadeyle belirtmek gerekirse iktisadi büyüme, bir ülkenin üretim olanakları eğrisinin veya uzun dönem toplam arz eğrisinin sağa doğru kayması şeklinde ifade edilebilir (Bkz. Şekil 1).

Şekil 1: İktisadi Büyüme



## **1.1. İktisadi Büyümenin Dinamikleri**

Geleneksel yaklaşıma göre bir ekonominin uzun vadede büyümesini belirleyen faktörler; ülkenin sahip olduğu üretken kaynaklardaki (işgücü, sermaye, doğal kaynaklar ve girişimcilik yeteneği) artış ve toplam faktör verimliliğinin temel belirleyicisi olan teknolojidaki ilerlemelerdir (Alkin, 2003: 461-462). Bu çerçevede, iktisadi büyümenin kaynakların nicelik ve niteliğindeki artışlarla ortaya çıktığı söylenebilir. Buna göre iktisadi büyüme (  $\Delta$  değişim, Y Reel GSYİH, L işgücü, K sermaye, N doğal kaynaklar, T teknoloji olmak üzere ) üretim fonksiyonu cinsinden;

$\Delta Y = F(\Delta L, \Delta K, \Delta N, \Delta T)$  şeklinde ifade edilebilir.

Son zamanlarda oluşturulan güncel literatür ise iktisadi büyümenin kaynaklarını işgücünü beşeri sermaye olarak içerecek şekilde tanımlanan sermaye, teknolojik gelişme ve bu ikisinin etkileşimi sonucu ortaya çıkan toplam faktör verimliliği olarak ele almaktadır. Şimdi üretim fonksiyonuna katılarak iktisadi büyümeyi belirleyen bu kaynaklar yakından ele alınabilir.

### **1.1.1. Doğal Kaynaklar**

Doğal kaynaklar denilince, doğada hazır olarak bulunan toprak (tarımsal alan, fabrika ve işyeri arazileri, yerleşim alanları vs.), yer altı ve yerüstü zenginlikleri; madenler, ormanlar, akarsular, denizler ve göller, güneş ve rüzgâr enerjisi sayılabilir. Toprak faktörünün en önemli özelliği, miktarının kıt, çoğaltılmasının ve başka yere taşınmasının da olanaksız olmasıdır. Yapılan incelemeler doğal kaynakların dağılımı yönünden ülkeler arası bir eşitsizliğin var olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte doğal kaynakları sürdürülebilir bir büyümeye dönüştüren ülke sayısının da sınırlı olduğu görülmektedir. Buna dayanarak, doğal kaynakların iktisadi büyüme için önemli bir bileşen olmakla birlikte tek başına büyümenin belirlenmesinde yeterli olmadığı söylenebilir.

### **1.1.2. Sermaye**

Sermaye, beşeri sermaye ve fiziki sermaye olarak iki kategoride ele alınabilir. 1980'lerin ortalarından itibaren neoklasik modeldeki sermaye kavramının eğitim, tecrübe ve sağlık olarak şekillenen beşeri sermayeyi de kapsayacak biçimde genişletildiği görülmektedir. Rebelo (1987: 27-29) ve Lucas (1988: 17-27) gibi bazı

iktisatçılar modellerinde beşeri sermayeyi de fiziksel sermaye gibi üretim faktörlerinden biri olarak modellerine dahil etmişlerdir. Onlara göre, ekonominin fiziksel sermaye yatırımlarına olduğu kadar beşeri sermaye yatırımlarına da ihtiyacı bulunmaktadır. Beşeri sermaye olarak vurgulanan kavram genelde eğitim yoluyla ortaya çıkmakla birlikte çalışma sürecinde yaparak öğrenme yoluyla kendiliğinden de oluşabilmektedir.

### **1.1.2.1. Beşeri Sermaye**

Beşeri sermaye, miktar ve kalite ile birlikte iktisadi büyüme olgusunun temel bileşenlerinden birini oluşturmaktadır. Beşeri sermaye, işgücü tarafından içerilebilen fiziksel ve zihinsel emek toplamı olarak tanımlanabilir. Ceteris paribus üretim fonksiyonuna katılan her bir beşeri sermaye, marjinal verimliliğinin ortalama verimi karşısındaki durumuna göre iktisadi büyümeyi olumlu ya da olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Beşeri sermayenin kaynağını nüfus oluşturmakta ve bir ekonomideki beşeri sermaye arzı, çalışma çağındaki nüfusun büyüklüğüne bağlı bulunmaktadır. Nüfus; üretime katılarak arzı, tüketimde bulunarak talebi etkilemekte ve böylece iktisadi büyüme olgusunun öznesini oluşturmaktadır. Nüfus artışı talep dolayısıyla pazar genişlemesi anlamına gelirken, arz anlamında mal ve hizmet üretimi için gerekli olan beşeri sermaye girdisi anlamına gelmektedir (Taban, 2008: 18).

Beşeri sermaye kalitesini fiili üretim süreci ve eğitim olanakları düzeyi belirlemektedir. Fiili üretim süreci ve eğitim olanakları düzeyi geri besleme mekanizmasıyla uzmanlaşma ve işbölümünü geliştirerek dengeli, sürekli ve artan bir ivmeyle ülke üretim imkânlarını geliştirmektedir. Beşeri sermaye niteliğinin okullardaki ve özellikle işyerlerindeki eğitimler sayesinde gelişmesiyle, beşeri sermaye stoku da gelişmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ), beşeri sermayenin marjinal verimi ile ortalama verimi arasındaki fark gelişmiş ülkelere (GÜ) göre düşük ve işgücü artış oranına göre fiziki sermaye artış oranı yetersiz olduğundan bu ülkelerin iktisadi büyümeleri yavaş seyretmektedir. Mevcut iktisat teorileri, GOÜ'lerde kısa sürede büyüme gerçekleştirebilmek için, marjinal verimliliğinin yüksekliği nedeniyle fiziki sermaye değişkeninin önceliklendirilmesini önermektedirler.

Burada iktisadi büyümeye etkisi bakımından bağımlı nüfus kavramından bahsetmek gerekir. Özellikle GOÜ'lerde nüfus artış hızının yüksek olması, işgücünün gelirin bağımlı bir unsur olarak tüketim eğilimini arttırmaktadır. Bu durum ülke üretim imkânlarını, yüksek katma değerli üst düzey uzmanlaşma ve işbölümü kazandıran yatırım malları üretimi yerine daha düşük katma değerli sığ uzmanlaşma ve işbölümüne malolan, tüketim malları üretimi yönünde yapılanmaya zorlamaktadır. Bu GOÜ'lerle GÜ'ler arasındaki iktisadi büyüme farklılığını arttıran ve hızla derinleştiren önemli bir iraksama faktörü olarak karşımıza çıkmaktadır.

### **1.1.2.2. Fiziki Sermaye**

Fiziki sermaye, üretim sürecine katılan aletler, makineler, ulaşım sistem ve araçları ile fabrika ve donanımdan oluşan fiziki unsurlardır. Fiziki sermayenin görünürdeki kaynağı, üretim süreci çıktısının tüketilmeyen kısmı yani tasarruf ve yatırımlar olarak kabul görmektedir.

Marx (1867: 510) sermayenin kaynağına artık değer, Luxemburg (2004: 48) ise ücreti ödenmemiş emek olarak yaklaşmaktadır. Kuznets uzun dönemde tasarruf ve yatırımların ulusal gelir içindeki payında anlamlı bir yükselme görülen çok sayıda ülkede fiziki sermaye oluşumunda da anlamlı bir yükselme ortaya çıktığını ileri sürmüştür (Tüylüoğlu ve Çeştepe 2008: s.48'den aktarma). Dikkatli bakıldığında fiziki sermayenin, işbölümü/ uzmanlaşma/teknolojik gelişme döngüsü sonucu verimlilik, gelir ve tasarruflardaki artıştan kaynaklandığı görülmektedir. Smith (1776) Ulusların Zenginliği adlı çalışmasında konuyu bu doğrultuda dile getirmektedir (s: 13).

### **1.1.3. Teknolojik Gelişme Düzeyi**

Teknolojik gelişme, üretim sürecinde toplam faktör verimliliğini nicelik ve/veya nitelik olarak bir üst seviyeye taşıyan her türlü teknik gelişme olarak ifade edilmektedir. Teknolojik gelişme bir defa sürece dahil olduktan sonra artan bir ivmeyle kendini ve içinde bulunduğu sistemi beslemektedir. Teknolojilerin üretimi ve bilgi teknolojilerinden yararlanma düzeyi ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Teknolojiler daha çok GÜ'lerde üretilmekte olup, GOÜ'lerde bu teknolojilerin transferi söz konusudur. Teknolojik gelişmelerin daha çok GÜ'lerde görülmesi, bu

Ülkelerin gelişme sürecine erken dahil olmaları nedeniyle fiziki ve beşeri sermaye birikimi yönünden daha ileri düzeyde olmalarından kaynaklanmaktadır. Özellikle, bilgi teknolojilerinin gelişimini sağlayan temel faktör nitelikli işgücü faktörüdür. G'ler kalkınmalarının başlangıcında ve daha sonra insan faktörüne verdikleri önem ve öncelik ile insana yatırım politikalarının sürekliliği sayesinde bugünkü ileri teknolojik gelişme düzeyine ulaşmış bulunmaktadırlar (Soyak, 2004: 100).

Teknolojik gelişme, mutlaka üretim fonksiyonlarında değişiklik gerektirmekte ve ülkenin karşılaştırmalı üstünlük durumunu belirlemektedir. Çünkü teknolojik gelişme faktör kullanım oranlarını etkileyerek toplam faktör verimliliği üzerinde etkili olmaktadır. Teknolojik gelişmeler, genel olarak üç temel başlık altında incelenebilir (Karluk, 1998: 85):

- Yansız teknolojik gelişme: Her iki üretim faktörünün (emek, sermaye) kullanım miktarları aynı oranda azalır, emek ve sermayenin marjinal verimliliği aynı oranda artar. Faktör bileşimi oranı değişmez ve belli bir üretim daha az emek ve sermaye faktörü kullanılarak gerçekleştirilir.

- Sermaye-yoğun teknolojik gelişme: Faktör fiyatları sabit iken emek/sermaye oranını küçültür. Emek tasarrufu sağlayan bu tür gelişmede sermayenin marjinal verimliliği emeğinkinden daha fazla artar ve sermaye, emek faktörü yerine ikame edilmiş olur. Dolayısıyla retimde kullanılan emek miktarı düşer ve tasarruf edilen emek sebebiyle üretim maliyeti azalır.

- Emek-yoğun teknolojik gelişme: Yine faktör fiyatları sabit iken sermaye/emek oranı küçülür. Emeğin marjinal verimliliği sermayeye göre daha fazla yükselir. Üretimde kullanılan sermaye miktarı azalacağı için üretim maliyetlerinde bir düşme sağlanır. Bu sebeple bu tür teknolojik gelişmeye sermaye tasarrufu sağlayan teknolojik gelişme adı da verilir.

Teknolojik gelişme, büyümeye katkısına göre, ierilmemiş ve içerilmiş teknolojik gelişme şeklinde de ele alınmaktadır. Ierilmemiş teknolojik gelişme, yönetimde ve organizasyonda meydana gelen iyileşmelerle ortaya çıkan verimlilik artışları olarak tanımlanmaktadır. Ierilmiş teknolojik gelişme ise, yatırımların gerçekleşmesine bağlı olup makine ve teçhizatta ortaya çıkan verimlilik artışı şeklinindedir. rtime giren her bir makine en son teknoloji içereceğinden kendinden



önceki makineden daha üretken olmaktadır. Teknoloji, ekonomide kaynakların daha etkin ve daha verimli kullanılmasını sağlayacağından üretim kapasitesinde de hızlı artışlara neden olabilmektedir (Kaya, 2004: 271).

Yenilikle sonuçlanan teknolojik gelişmelerin kaynağı, firma açısından içsel ya da dışsal olabilir. İçsel kaynaklar arasında firmanın kendi AR-GE etkinlikleri ve işçilerin, yöneticilerin, mühendislerin, kısacası bir firmanın tüm çalışanlarının iş basındaki deneyimlerinin artışı sayılabilir. Bu ikinci kaynağa, yaparak öğrenme denilmektedir. Teknolojik ilerlemenin dışsal kaynaklarından en önemlisi ise, legal veya illegal yollardan yapılan teknoloji transferidir.

#### **1.1.4. Pazar Kapasitesi**

İktisadi büyümenin dinamikleri arasına, belki de en kritik dinamik olarak talep cephesi tarafından belirlenen pazar kapasitesinin, sokuşması gerektiği ileri sürülebilir. Pazar Kapasitesi üretim döngüsü sonucunda ortaya konan ürünün realizasyonunu sağlayarak üretim döngüsünün sürekliliğini ve derecesini belirlemektedir. Pazar kapasitesi mevcut tüketici nüfus ve bu nüfusun tüketim gücü ve eğilimi tarafından sınırlandırılmaktadır. Yukarıda bahsedildiği gibi sanayi devrimi sonucu ortaya çıkan artan ivmeli üretim sürecinin sürdürülebilirliği ancak aynı tempoda gelişen pazar kapasitesiyle mümkün görünmektedir. Bunun gerçekleşmemesi durumunda, er geç üretim sürecinde ve dolayısıyla iktisadi büyüme sürecinde açmazlarla karşılaşılması kaçınılmaz olmaktadır. Üretimdeki artan ivmeli gelişimin keskin Pazar rekabetini bünyesinde saklamasının nedeni burada yatmakta olduğu düşünülmektedir.

Reel ekonomik ilişkilere bakıldığında, hem etkili talep yetersizliği hem de işsizlik sorunu ciddi pazar kapasitesi sorunları olarak karşımızda durmaktadır. Diğer bir ifadeyle küresel işsizlik devam ederken diğer taraftan işsizliğin çözümü olacak küresel etkili talep artışı olması gereken düzeye gelememekte ve bu durum sürdürülebilir iktisadi büyüme önünde engel teşkil etmektedir (Gürak, 2006: 337).

#### **1.2. İktisadi Büyümenin Özellikleri**

İktisadi büyüme'nin temel özelliklerinden birisi uzun vadeli bir olgu olmasıdır. Sadece fiziksel sermaye ve işgücü faktörlerinden oluşan  $Y=f(K, L)$  gibi bir üretim fonksiyonunda kısa vadede değiştirilebilen faktör işgücü iken, fiziksel sermayenin

nicelik ve niteliğindeki değişimler uzun vade sorunudur. Sermaye birikimi, sermayenin yatırımlara dönüşmesi ve böylece ekonominin üretim kapasitesinin genişlemesi zaman almaktadır. Diğer taraftan, teknoloji ve beşeri sermaye faktörü de hem birikim süreci hem de verimlilik artışına katkıları açısından uzun dönem karakterlidir. Buna karşılık iktisadi büyümeyi kısa dönemde etkileyebilecek faktörler de söz konusu olabilmektedir. Bunlar, para ve maliye politikaları, dış ekonomik gelişmeler, ulusal ve yabancı paranın değerindeki değişimler, yabancı sermaye girişleri, vb. gibi toplam talebi arttırıcı yöndeki gelişmeler olabilir. Sözü edilen durumların ekonominin kişi başına reel gelirden meydana getirdiği artışlar kısa vadeli dalgalanmalar olarak ifade edilebilir (TEK, 2003: 5).

Bunlara ek olarak, iktisadi büyüme'nin birtakım genel karakteristik özelliklerinden bahsedilebilir. İktisadi büyüme'nin karakteristik özellikleri maddeler halinde şu şekilde sıralanabilir (TEK, 2003: 6).

- \* Sermayenin getiri oranı istikrarlıdır.
- \* Sermaye/hâsıla katsayısı istikrarlıdır.
- \* Uzun dönemde sermaye ile emek arasındaki gelir bölüşümü istikrarlıdır.
- \* Uzun dönemde çeşitli ülkelerde üretkenlik, farklı oranlarda artmaktadır.
- \* Ortalama büyüme oranı her ülkede kendi makroekonomik parametrelerine bağlı olarak başlangıç gelir düzeyinin bir fonksiyonudur.

\* Dış ticaret hacminin büyüme oranıyla, reel gelirin büyüme oranı arasında güçlü bir ilişki vardır.

\* Nüfus artış hızıyla, kişi başına gelir düzeyi arasında negatif bir ilişki vardır.

\* Sermaye ve nitelikli işgücü ile niteliksiz işgücü, zengin bölge ve ülkelere doğru göç etmektedir. Bu nedenle üretim faktörleri aynı yöne doğru hareket etmekte ve üretim büyük ölçüde zengin bölgelerde yoğunlaşmaktadır. Bu şekilde belli bir mekanda ortaya çıkan kritik kütlelerin yarattığı sinerji, endüstriyel kümelenmelere ve odaklaşmalara yol açmaktadır. Bu kümelenmeler ve odaklaşmalar ise, yarattığı ağ dışsallıkları nedeniyle bölgeler arasında gelir farklılıkları yaratmaktadır. Sonuç olarak, bu süreçte merkez ülkeler, çevre ülkelere egemen olmaktadır.

\* Kişi başına fiziki sermaye birikimi kişi başına reel gelir artışını tek başına açıklamada yetersizdir. Ülkeler arasındaki kişi başına reel gelir düzeyi veya büyüme

oranı farklılıklarını, faktör birikiminin ötesinde, Solow “artık”ı veya toplam faktör verimliliği açıklamaktadır.

\* Kişi başına düşen reel gelir düzeyi bakımından ülkeler arasında büyük ve giderek artmakta olan farklılıklar vardır. Koşullu yakınsamanın yanı sıra, ondan daha çok iraksama geçerlidir.

\* Sermaye birikimi sürekli bir olgu olmasına karşılık, iktisadi büyüme göreceli ve tarihsel bir olgudur.

\* Kişi başına gelir düzeyi bakımından önder ülke olma konumları geçicidir. Başka bir deyişle, zengin ülkeler zamanla fakir, fakir ülkelerse zamanla zengin ülke haline gelebilir.

\* Ulusal iktisat politikaları, kişi başına gelir düzeyi yanında uzun dönemli büyüme oranı üzerinde de etkilidir.

### **1.3. İktisadi Büyümenin Ölçülmesi**

GSYİH reel ve nominal olarak ölçüle gelmektedir. Nominal GSYİH'nin ölçümünde üretilen mal ve hizmetlerin nihai miktarları cari yılın fiyatlarıyla çarpılırken, reel GSYİH'nin ölçümünde baz yıl fiyatlarıyla çarpılmaktadır. Reel GSYİH'nin fiyatlar genel seviyesindeki değişimi yansıtmasından dolayı, ülkeler arasındaki iktisadi büyüklük karşılaştırmasında, nominal değerlere göre daha gerçekçi sonuçlar ortaya koymaktadır. Ancak özellikle GOÜ'lerde döviz kurlarının idari kararların etkisi altında olması nedeniyle uluslararası karşılaştırmalarda satın alma gücü paritesi daha güvenilir sonuçlar vermesi nedeniyle son dönemde yaygın olarak kullanılmaktadır.

GSYİH harcamalar, gelirler ya da üretici fiyatları (katma değer) yaklaşımı yöntemlerinden birisiyle ölçülmektedir (Eren, 2003: 203-204). Harcamalar yaklaşımıyla ölçülen GSYİH kamu harcamaları (G), özel sektörün bir yıl içinde gerçekleştirdiği nihai tüketim harcamaları (C), yatırım harcamaları (I) ve net dış ticaret harcamalarına (X-M), konu olan mal ve hizmetlerin birim fiyatlarıyla çarpımlarının toplanması ile elde edilir. Buna göre AE toplam harcamaları göstermek üzere GSYİH aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

$$GSYİH=AE= C + I + G + (X-M)$$

GSYİH hesaplamasında, kamu ve özel sektörün fiziki yatırım harcamalarını (altyapı, makine, teçhizat vs.) yansıtan gayrisafi sabit sermaye oluşumu, iktisadi büyüme bakımından oldukça önemlidir. Gayrisafi sabit sermaye oluşumunun toplam harcamalar içindeki payı ve gelişme hızının diğer harcamalara göre daha yüksek olması gerekir. Ancak, Türkiye gibi GOÜ'lerde tersi bir durum söz konusudur. Diğer harcamaların ve özellikle tüketim harcamalarının payı ve gelişme hızı oldukça yüksektir (Yalçın, 2005: 5).

Üretici fiyatları (katma değer) yaklaşımında, üretilen mal ve hizmetlerin nihai değeri veya katma değerlerinin toplamı olarak GSYİH ölçülür.

Gelirler yaklaşımına göre GSYİH'nın ölçülmesinde, faktör sahiplerinin gelirlerinin toplanması işlemi uygulanmaktadır. Buna göre;

GSYİH= Ücretler + Faiz + Rant + Kar – Net dış faktör gelirleri + Amortismanlar + Dolaylı vergiler şeklindedir.

#### **1.4. Gelişmekte Olan Ülkelerde İktisadi Büyüme Sorunu**

Eğer iktisadi büyüme sorunundan bahsediliyorsa bu sürecin işleyişinde belirleyici olan dinamiklerde yaşanan sorunlara odaklanılmalıdır. İktisadi büyüme sürecinin, teknolojik gelişmenin öncülüğünde, sektörel iktisadi gelişme düzeyiyle elele ilerlediği görülmektedir. Teknolojik buluşlarla birlikte sanayileşme sürecine önce ve sonra giren ülkeler arasındaki gelişme farklılıklarının artan bir ivmeyle arttığı görülmektedir.

Sanayi devrimi 18. yüzyılın ortalarında İngiltere'nin öncülüğünde başlamıştır. ABD, Fransa ve İtalya gibi ülkeler sanayileşmeyi biraz daha geriden takip etmişler ve 1850'li yıllardan sonra Almanya ve Japonya gibi ülkeler de sanayileşme yarışına katılmışlardır. Bu ülkelerin öncülüğünü yaptığı ülkeler günümüzde GÜ'ler olarak adlandırılmaktadır.

18. ve 19. yüzyıllarda, hatta birçok bölgede 20. yüzyılın ortalarına kadar, günümüzün GOÜ'lerinin çoğunluğu, günümüz GÜ'lerinin tam ya da yarı ekonomik sömürgesi durumundaydılar. Sömürge olan ülkelerde, bağımsız sanayi dallarının kurulması ve sektörel gelişme sürecinin ilerleyişi çok yavaş seyretmektedir.

GÜ ile GOÜ arasındaki zenginlik, teknolojik gelişmişlik ve işgücünün niteliği açısından farklar giderek büyümüş bulunmaktadır. Gelinek noktada gelişme

farklılıkları kapanmak bir yana, gittikçe artan bir büyüme trendi izlemekte, yani ırsaksama yaşanmaktadır. Bu sonucun alınmasında sektörel gelişme düzeyi ile işgücü niteliği düzeyindeki farklılıkların belirgin şekilde etkili olduğu dikkati çekmektedir.

İktisadi gelişme seyrinde istihdam yapısının tarım, imalat, sanayi ve hizmetler şeklinde dönüşüm sergilediği konuya yakın çevrelerce genel kabul görmektedir. Buna göre iktisadi olarak gelişme düzeyi arttıkça tarımdan imalat, imalattan sanayi ve sanayiden hizmetler sektörüne doğru artan bir düzeyde işgücü akışı gerçekleşmektedir (Dura ve Atik, 2002: 63). Sanayi devrimi sonrası 19. yüzyılda sanayileşme sürecini yaşayan bazı seçilmiş GÜ'lerdeki aktif işgücünün sektörel görünümü Tablo 1'deki gibidir.

**Tablo 1: 19. Yüzyılda Sanayileşme Sürecini Yaşayan Bazı Seçilmiş GÜ'lerdeki Aktif İşgücünün Sektörel Dağılımı (%)**

Ülkeler	Sektörler		
<b>İngiltere</b>	<b>Tarım</b>	<b>Sanayi ve Ticaret*</b>	<b>Diğerleri</b>
1811	35	45	20
1841	20	43	37
1871	14	55	31
<b>Fransa</b>	<b>Tar. Orm. ve Balıkç.</b>	<b>San. Ulaş. Tic. ve Banka*</b>	<b>Diğerleri</b>
1851	64, 5	27, 5	8, 0
1866	50, 0	37, 0	13, 0
<b>ABD</b>	<b>Birincil**</b>	<b>İkincil</b>	<b>Üçüncül</b>
1820	73	12, 0	15, 0
1850	65	17, 5	17, 5
1870	54	22, 5	23, 5

**Kaynak:** Beaud, 1981: 111

\*İnşaat ve madencilik dâhil

\*\*Madencilik dâhil

GOÜ'lerde sektörel gelişme hızının düşük olması yine sektörel gelişme hızının düşük olmasının kaynağını oluşturmak suretiyle kısır döngüye neden olarak iktisadi büyüme hızının da düşük ve istikrarsız olmasına neden olmaktadır. Bu durum literatürde Nurkse (1966) 'un ortaya koyduğu "Yoksulluğun Kısır Döngüsü" olarak nitelenmektedir (Yavilioğlu, 2002: 53).

İşgücü nitelik düzeyindeki farklılıkları kapatmak, kuramsal ve pratik açıdan görel olarak olası ve kolay görünmekle birlikte teknolojik gelişme düzeyi farklılıklarını kapatmak kuramsal açıdan olanaklı görünse de pratikte bunun gerçekleştirilmesi pek olanaklı görünmemektedir. Çünkü küresel üretim giderek ve artan oranlarda GÜ ve firmalarının istekleri yönünde değişime uğratılmaktadır. Bu süreçte küresel bağımlılık ilişkileri GÜ ve firmalarının lehine işlemekte ve Doğrudan Yabancı Yatırım "DYY" vasıtasıyla gittikçe çoğalan üretim birimleri sayesinde, GOÜ ekonomileri, ucuz işçiliğe dayalı fason üretim merkezlerine dönüşmektedirler (Gürak, 2008: 36).

GOÜ'lerin iktisadi büyüme sürecinde karşılaştıkları bir takım yapısal sorunları bulunmaktadır. Bunlar; aktif işgücünün tarım sektöründe yoğunlaşması, hızlı nüfus artışı, yetersiz sermaye birikimi ve yetersiz teknolojik gelişme düzeyi şeklinde sıralanabilir.

Bu ülkelerdeki sanayi sektörünün gelişmemiş olması ön kabul olduğundan tarım sektöründeki üretim sürecinin emek yoğun yapılması kaçınılmaz olmakta, verimlilik ve katma değer de düşük seyretmektedir. Üretim faktörlerinden birisi olan nüfus, GOÜ'lerde diğer üretim faktörlerinden daha hızlı artmakta ve artan bu nüfus çalışan azınlık tarafından beslenen bağımlı nüfus oranını arttırmaktadır. Bu durum ise bu ülkelerde sermaye stokundaki yetersiz gelişimin nedenini açıklamaktadır. Bu neden de tasarruf yetersizliğidir (Yavilioğlu, 2002, 53).

GOÜ'lerin sorunlarından bir diğeri de yetersiz teknolojik gelişme düzeyidir. Teknolojik gelişme düzeyini belirleyen faktörlerin başında eğitim düzeyi ve buna bağlı olarak oluşan üretime uygulanabilir bilimsel bilgi üretim düzeyi gelmektedir. GOÜ'lerde eğitim düzeyi ve okullaşma oranları düşüktür ki bu da sektörel gelişme düzeyinin kendisinden kaynaklanmaktadır (Dura ve Atik: 2002: 258). Tarım sektörü GOÜ'lerde ağırlıklı olarak aile işletmeleri şeklinde yapılandığından daha çok aile fertlerinin emeğine dayanmaktadır. İçinde bulunan sektör, eğitimi finanse edecek

güçte olmadığından ve görel olarak tarım sektörünün zihinsel bilgidan çok emeğe ihtiyaç duymasından eğitim yeterli önceliği sağlayamamaktadır. Dolayısıyla teknolojik gelişme kalkışını sağlayamamakta sektörel gelişme ivmesini yakalayamamaktadır.

GOÜ'lerde yaşanan iktisadi büyüme sorununda etkili olan ve belki de yukarıdaki sorunların da kökeni sayılabilecek en önemli faktör 18. ve 19.yüzyılda hızlı bir şekilde yaşanan sanayileşme evresinin bugün "Üçüncü Dünya" diye adlandırılan ülkeler açısından bir "sanayisizleştirme" ve "geri bıraktırma" olgusu ile paralellik gösterdiğiidir. Örneğin, bu sürece koşut olarak 18.yüzyıla değin dünya tekstil imalatında lider konumunda olan Hindistan, 19.yüzyıl başlarında tekstil ihtiyacının %70'ini ithal eden ve karşılığında ham pamuk ihracatı yapan bir çevre ekonomisine dönüşmüştür. Dolayısıyla 19.yüzyılın birinci küreselleşme dalgası, uluslararası görece olarak eşit dağıtılmış olan bir dünya ekonomisinden hareket etmiş ve ortalama olarak geçimlik düzeyde sürdürülen iktisadi faaliyetleri hızla geliştirerek 20.yüzyıla gelir eşitsizliklerinin artmış olduğu bir dünyayı miras bırakmıştır (Yeldan, 2002: 3-4).

Az gelişmişlik çemberini kırabilmek için GOÜ ekonomilerinin, GÜ ekonomileriyle rekabet edebilecek düzeyde nitelikli işgücüne ve teknolojik birikime sahip olmaları gerekir. Ancak, sistemin doğası gereği, küresel üretim ilişkileri ve güç dengeleri küresel gelişme farklılıklarının giderilmesini sağlayacak nitelikte görünmemektedir (Gürak, 2008: 36).

Sonuç olarak, az gelişmiş ülkelerde ve GOÜ'lerde yaşanmakta olan bu gibi yapısal sorunlar, bu ülkelerin üretim imkânlarını, yüksek katma değerli üst düzey uzmanlaşma ve işbölümü kazandıran yatırım malları üretimi yerine daha düşük katma değerli sığ uzmanlaşma ve işbölümüne mal olan, tüketim malları üretimi ya da ithalatı yönünde yapılanmaya zorlamaktadır. Bu GOÜ'lerle GÜ'ler arasındaki iktisadi büyüme farklılığını arttıran ve hızla derinleştiren önemli bir iraksama faktörü olarak karşımıza çıkmaktadır.



## 2. FİNANSAL KÜRESELLEŞME

18. yüzyılda pamuklu dokuma sektörü, 19. yüzyılda maden ve demir-çelik sektörü ve 20. yüzyılda otomobil ve elektrik endüstrisi hâkim sektörü oluşturmaktadır. Bu gelişme aşamalarının tamamında aynı mantığın işlediği görülmektedir: Aşırı üretim, üretilen değerın geri dönüşümü ve daha çok kar, daha çok mal ve kar üretmek için sermayenin genişlemesi. Bu iktisadi büyümenin altında yatan temel mantığı oluşturmakla birlikte ekonomik krizlerin altında yatan mantığı da oluşturmaktadır. Çünkü artan üretim şu ya da bu şekilde “pazar”ın doyuma ulaşması engeliyle karşılaşmakta; gelir adaletsizliği, rekabetin sertleşmesi ve karlılık oranlarının düşmesi sonucu kriz ortaya çıkmaktadır. Kriz, kullanıma hazır sermayeye karşılık kullanılmayan daha büyük işgücü rezervi anlamına gelmektedir. Bu durum, pazar kapasitesinin sürekli yeniden yapılandırılması için, yeni pazar politikaları, yeni üretim yöntemleri ve yeni ürün arayışını gündeme getirmektedir (Beaud, 1981: 288).

1970’li yıllarla birlikte dünya ekonomisinde yeni bir “pazarı yeniden yapılandırma” sürecinin başladığı görülmektedir. Bu süreç “Küreselleşme” olarak nitelendirilmektedir.

Küreselleşme kavramı, ülke sınırlarının önemini kaybettiği ve dünyanın farklı bölgelerinde yaşayan insanlar arasındaki ilişkilerin büyük ölçüde yoğun ve hızlı bir biçimde gerçekleştiğini ifade etmektedir. Ulaşım, medya ve bilişim teknolojilerindeki gelişmeler sayesinde, insanlar daha hızlı ve daha kolay iletişim kurabilmektedirler. Yoğun iletişim ve etkileşim, toplumların kültürel, sosyo-ekonomik ve siyasal yaşamlarında yapısal değişikliklere yol açmaktadır. Bu çerçevede küreselleşme; kültürel, sosyo-ekonomik ve siyasal boyutları olan bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Küreselleşme dünya ekonomisini oluşturan sosyal ve iktisadi parçaların birbirleriyle ve giderek dünya piyasalarıyla eklemlenmesi olarak da nitelendirilmektedir. Ticaretin ve sermaye akımlarının serbestleştirilmesi küreselleşmenin en dar tanımıyla iktisadi bileşenlerini oluşturmaktadır (Yeldan, 2002: 2). Bu çalışmanın kapsamı nedeniyle küreselleşmenin sürecinin iktisadi boyutu ele alınmaktadır.

## **2.1. İktisadi Küreselleşme Süreci'nin Temel Dinamikleri**

Dünyada iktisadi küreselleşme sürecini ortaya çıkaran bir takım güdüleyiciler ve bu güdüleyicilerin harekete geçirdiği bir takım dinamikler bulunmaktadır. Güdüleyiciler:

- Kapitalizmin altın çağı boyunca süren yüksek birikim temposunun yarattığı aşırı üretime dayalı sermayenin geri dönüşüm krizi,
- Söz konusu dönemin sermaye/emek çelişkisine damgasını vuran Fordist endüstriyel ilişkilerin beslediği kâr sıkışması,
- Uluslararası kapitalist rekabetin yoğunlaşması ve
- Finansal sistemin serbestleştirilmesi sonucu yükselen sermaye ve spekülasyon birikim tercihlerinin sanayi yatırımlarının önüne geçmesi (Yeldan, 2002: 2) şeklinde sıralanabilir.

İktisadi küreselleşme sürecinde belirleyici olan üç temel dinamikten bahsedilebilir.

### **2.1.1. Kurumsal Dinamikler**

Kurumsal dinamikler üç unsurdan oluşmaktadır. Birincisi, küresel iktisadi sistemin sahibi olan çok uluslu şirketler “ÇUŞ”dir. İkincisi, Küreselleşme sürecinin ilk evresini oluşturan klasik ticari küreselleşme evresinden itibaren, sürecin tamamını şekillendiren ÇUŞ’ların büyümesine paralel olarak, daralan pazar kapasitesini sürekli yeniden yapılandırmakla görevli bulunduğu görülen GÜ’lerdir. Üçüncüsü ise, GÜ’lerin pazar kapasitesini sürekli yeniden yapılandırma politikalarını sistemleştirerek uygulamakla görevlendirildiği görülen Birleşmiş Milletler (BM), Kuzey Atlantik Paktı (NATO), Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (DB) ve Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) gibi uluslararası kuruluşlardan oluşmaktadır. Aşağıda bu unsurlar daha yakından ele alınmaktadır.

#### **2.1.1.1. Çok Uluslu Şirketler**

İktisadi küreselleşme sürecinin en dikkati çeken yönü, üretim faaliyetlerini bütün bir dünya coğrafyasına yayan ÇUŞ’ların, bu sürecin bir dünya sistemi olarak yerleşmesinde oynadıkları belirleyici roldür. Önemli olan husus, bilim ve teknolojiye egemen ülke kökenli bu şirketlerin günümüz teknolojisinin yanı sıra dünya mal ve

finans piyasalarının fiili sahipleri olmalarıdır. Söz konusu firmalarca sahiplenilmiş olan dünya ekonomisi üzerindeki haklar, uluslararası mülkiyet hakları düzenlemeleri ile güvence altına alınmış bulunmaktadır (DPT, 2000: 3-4).

Öncü sanayileşmiş ülkeler, kitlesel üretim teknolojileri ile büyük ilerlemeler gerçekleştirip ulusal refahlarını arttırdıkça bu gelişmeye yol açan büyük işletmeler önemlerini arttırarak küresel ekonomik ve siyasi kültürü belirleyen aktörler haline gelmişlerdir. Genel merkezleri belli bir ülkede olduğu halde faaliyetlerini birden fazla ülkede, genel merkez tarafından koordine edilen şubeler veya bağlı şirketler aracılığıyla yürüten büyük firmalar ÇUŞ'lar olarak nitelendirilmektedir. Bu şirketler üretim, finans, teknoloji, güvenlik, enerji ve ticaret başta olmak üzere küresel ekonomik yapının tümünde temel belirleyici konumundadır (Aktan ve Vural, 2006: 6-7).

II. Dünya Savaşı sonrasında, Avrupa'da ticarete konan gümrük ve kota gibi sınırlamaların, ÇUŞ'ların üretim hacmi, hasılat ve kar anlamında, hareket alanını daralttığı görülmektedir. Bu durum, ÇUŞ'ları yeni pazarlar bulma konusunda harekete geçirmiş ve dış bağlantılı bir yapı konusunda motive ederek uluslararasılaşmalarını sağlamış bulunmaktadır.

ÇUŞ'ların gelişme sürecinde, en önemli katkının uluslararası organizasyonlardan geldiği görülmektedir. Bunlardan birisi, 1957 yılında imzalanan Roma Anlaşmasıyla kurulan Ortak Pazar (AET), uluslararası ticareti geliştirerek ÇUŞ'ların uluslararası nitelik kazanmasında önemli bir adım olmuştur. Bu adımla birlikte, Amerika ve Avrupa ÇUŞ'ları, AT'nin imkânlarını da kullanarak yeni pazarlara kavuşmuşlardır. Ayrıca söz konusu ülkeler arasında yapılan Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi Antlaşması (EFTA), ÇUŞ'ların yeni pazar olanaklarına kavuşmasında önemli bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır (Gerşil, 2004: 150).

2009 yılı 1. Çeyrek itibariyle, 810.000 dış bağlantılılarıyla birlikte 82.000 ÇUŞ dünya çapında faaliyette bulunmakta ve dünya ekonomisine yön vermektedir (UNCTAD, 2009: 17)

UNCTAD (2009) verilerine göre 2008 yılındaki ilk 100 ÇUŞ'un 8, 52 Trilyon dolarlık toplam hâsılatı, 60, 78 Trilyon dolarlık toplam dünya gayri safi hâsılasına oranı % 14'tür (s: 18). Bu hasılat rakamı birçok gelişmiş ülkenin GSYİH'sinden yüksektir. IMF (2009) verilerinden alınan, Almanya 3, 67, Fransa 2, 87, İngiltere 2,

68, İtalya 2, 31, İspanya 1, 60 Trilyon dolar gibi GSYİH örnekleri, buna kanıt olarak gösterilebilir. Ayrıca bazı bölgesel ekonomilerin 2008 yılı sonu itibariyle GSYİH'leri şöyledir: Asya 8, 90, Latin Amerika 4, 21, Orta Doğu 2, 09 ve Afrika 1, 29 Trilyon dolar (s: 183). En büyük 100 ÇUŞ'a ait özet veriler Tablo 2'de sunulmaktadır.

**Tablo 2: En Büyük 100 ÇUŞ'un Dünya Genelindeki Görünümü**

<b>Değişkenler</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2006-2007</b>	<b>2008</b>	<b>2007-2008</b>
			<b>% Değişim</b>		<b>% Değişim</b>
<b>Varlıklar (Milyar \$)</b>					
Dış Varlıklar	5.245	6.116	16, 6	6.094	-0, 4
Toplam Varlıklar	9.239	10.702	15, 8	10.687	-0, 1
Dış Varlık/Toplam Varlık Oranı (%)	57	57	0, 4*	57	-0, 1*
<b>Satışlar (Milyar \$)</b>					
Dış Satışlar	4.078	4.936	21, 0	5.208	5, 5
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>7.088</b>	<b>8.078</b>	<b>14, 0</b>	<b>8.518</b>	<b>5, 5</b>
Dış Satışlar/Toplam Satışlar Oranı (%)	58	61	3, 6*	61	0, 0*
<b>İstihdam (Bin Kişi)</b>					
Dış İstihdam	8.582	8.444	-1, 66	8.898	5, 4
Toplam İstihdam	15.388	14.870	-3, 4	15.302	2, 9
Dış İstihdam/Toplam İstihdam Oranı (%)	56	57	0, 98*	58	1, 4*
<b>Dünya Gayri Safi Hâsılası</b>	<b>48, 990</b>	<b>55.114</b>	<b>12, 5</b>	<b>60.780</b>	<b>10, 3</b>

**Kaynak:** United Nations Conference On Trade And Development (UNCTAD), 2009: 18-19

\*% Değişim bazlı % değişimi ifade etmektedir

### **2.1.1.2. Gelişmiş Ülkeler**

GÜ'ler kişi başına düşen yüksek millî gelir, yüksek tasarruf gücü, yüksek yatırım gücü, tam istihdam ve düşük nüfus artışı ile ayırt edilmektedir. Gelir seviyesi yüksek olduğu ve tüketim eğilimi oransal olarak düşük kaldığı için tasarruf eğilimi yüksek seyretmektedir. Tasarruflar geniş ölçüde yatırımlara yatırımlar geniş ölçüde istihdama ve efektif talebe dönüşmektedir.

GÜ'lerdeki temel yapı; yüksek tasarruf gücü, yatırımlara hazır yüksek kaynak, fakat toplam efektif talep düşüklüğü sebebiyle yüksek hızda artmayan yatırım olarak kendini göstermektedir. Bu nedenle yatırımlara hazır kaynaklar, ulus ötesi ülkelere akmak için hazır fonları oluşturmaktadır. Diğer yandan GÜ'lerde kredi talebinin yüksek olmaması ve yüksek tasarruf oranları nedeniyle kredi faiz oranları düşük seyretmektedir. GOÜ'lerdeki yatırım açıklarının finansman sorunu faizleri yukarı yönlendiğinden yüksek arbitraj olanakları oluşmakta ve bu fon fazlalıkları bu ülkelere akma eğilimi göstermektedir.

Bu nedenle, sermaye ihracı GÜ açısından ayırt edici bir özelliğe sahip olabilir. Bütün bunların ötesinde, yüksek teknoloji düzeyi ve yüksek produktivite GÜ'lerin temel karakteristiklerini oluşturmaktadır. GÜ'lerin ithalat bileşimi hammaddelerden oluşurken, ihracat bileşimi ileri teknoloji ürünü ve yüksek katma değerli nihai ürünlerden oluşmaktadır.

ÇUŞ'ların büyümesine paralel olarak daralan pazar kapasitesini sürekli yeniden yapılandırmakla görevli bulunan GÜ'ler, ÇUŞ'ların merkez ülkelerini oluşturmaktadır. Bu ülkeler sahip oldukları ekonomik, siyasi ve askeri güçlerini harekete geçirerek hedef pazarları, ÇUŞ'ların talepleri doğrultusunda yeniden yapılandırmaktadırlar. GÜ'ler sektörel gelişim açısından istihdamın hizmetler sektöründe yoğunlaştığı ülkelerdir. Bu ülkeler hedef pazarları şekillendirmek için oluşturdukları uluslararası kuruluşların hâkim hissedarı ve/veya yöneticisi durumundadırlar. ÇUŞ'lar bu ülkelerin iktidar sistemlerine özellikle seçim aşamalarında etki ederek kontrol altında tutmaktadırlar.

### **2.1.1.3. Uluslararası Kuruluşlar**

ÇUŞ'ların büyümesine paralel olarak daralan pazar kapasitesini sürekli yeniden yapılandırmakla görevli bulunan GÜ'lerin pazar kapasitesini sürekli yeniden

yapılandırma politikalarının iktisadi boyutunu sistemleştirerek uygulamakla görevli IMF, DB ve DTÖ, siyasi boyutunu sistemleştirerek uygulamakla görevli BM ve askeri boyutunu sistemleştirerek uygulamakla görevli NATO gibi uluslararası kuruluşlardan oluştuğu görülmektedir. Bu kuruluşların kurucusu, hissedarı ve/veya yöneticilerinin ÇUŞ'ların merkez ülkelerini oluşturan GÜ'lerden oluştuğu anlaşılmaktadır. Bu kuruluşlar küreselleşmenin güvenli geleceğinin olmazsa olmaz unsurları olarak karşımızda durmaktadırlar.

Uluslararası ticaretin sürdürülebilirliğinde risk olarak algılanan kur riskinin giderilmesi için Keynes'inde katkıda bulunduğu ancak daha çok ABD hazinesinden Harry Dexter White'in doktrinlerine dayanan Bretton Woods Sistemi 1944 yılında yürürlüğe konulmuştur (İyibozkurt, 2001: 330-331). Bretton Woods Sistemi'nin politikalarını yürütmek amacıyla ise IMF ve DB ortaya çıkarılmıştır.

1973 yılında Bretton Woods Sistemi'nin çökmesiyle varlık nedenlerini yitiren IMF ve DB'nin ortaya çıkan konjonktürde ekonomik sistem üzerindeki etkinliklerini kaybetmek bir yana daha da arttırdıkları görülmektedir. Daha sonradan DTÖ'nün katılımı ve daha geniş olanaklarla güçleri arttırılan IMF ve DB'nin, elleri altındaki az gelişmiş ve GOÜ'lere neoliberal politikalar dikte etmeye başladıkları görülmektedir.

Serbest ticaret normlarını bütün dünyada egemen kılmayı amaçlayan ve Genel Gümrük ve Ticaret Anlaşması (GATT) müzakerelerine taraf ülkelerin onayıyla 1995'te yürürlüğe giren DTÖ Kuruluş Anlaşması ve eki anlaşmalar (Uruguay Turu Nihai Senedi.) neoklasik küreselleşmenin kurumsallaştırılması yönünde atılmış önemli adımlar olarak görülmektedir. Uruguay Turu, patent ve benzeri fikri mülkiyet haklarını koruyan ve bütün dünyada güvence altına alan bir hukuk düzenini de beraberinde getirmektedir. Uruguay Turu, aynı zamanda, devletin hangi ekonomik etkinlik alanlarına, ne ölçüde ve hangi koşullarla destek sağlayabileceğinin kurallarını da belirlemekte ve bu kurallara uymayan devletlere uluslararası düzeyde uygulanacak yaptırımları ortaya koymaktadır (DPT, 2000: 3-4).

Küreselleşmenin temel dinamiklerinden biri olarak kabul edilen Çok Uluslu Şirketler "ÇUŞ", GÜ'ler, uluslararası finansal kuruluşlar, OECD ve Birleşmiş Milletler gibi belirleyici oluşumlar neoklasik küreselleşmenin ve neoliberalizmin kurumsal dinamikleri olarak orta yerde bulunmaktadırlar. Kurumsal dinamiklerin hedefe ulaşmak için kullandıkları araçlar; "uyum programları", "stand-by

anlaşmaları”, “niyet mektupları”, “ticari ve yapısal krediler”, “CAS”, “SAL”, “PFPSAL” gibi çok çeşitli etki araçları şeklinde ortaya çıkmaktadır.

### **2.1.2. Kuramsal Dinamikler**

Kurumsal dinamiklerin pazar kapasitesini sürekli yeniden yapılandırması için gerekli olan kuramsal iddiaları geliştiren klasik/neoklasik teori kökenli akademik literatür olup savunulan ideoloji, Adam Smith, ve David Ricardo gibi klasik kuramcılarla başlayıp McKinnon ve Shaw gibi neoklasik kuramcılara kadar uzanan, liberalizasyon teorisi’dir. Klasik/neoklasik modelde liberal ekonomi, yani serbest piyasa kapitalizmi, iktisadi sistemin ana mekanizmasını oluşturmaktadır.

#### **2.1.2.1. Liberalizasyon Teorisi**

Klasik Kuram’a göre doğal uyuma ve bütünleşmeye sahip olan meta üretim ve değişim sistemine dışarıdan, ne devlet eliyle ne de başkaca, hiç bir müdahale yapılmamalıdır. “Görünmez El”in işlemesine müdahale edilmezse “Homo Economicus”un Optimum’a ulaşacağı liberalizasyon teorisinin odak noktasını oluşturmaktadır.

Merkantilistlerden itibaren, günümüze kadar yapılan tartışmalarda ön plana çıkan görüşlerin bir kısmı “serbest ticaretin her zaman, büyük veya küçük olsun, ticarete katılan bütün ülkeler için aynı oranda faydalı olacağı” yönünde yoğunlaşırken, diğer bir kısmı da “serbest ticaretin gelişmiş ülkelerin faydasına olduğunu fakat az gelişmiş ülkelerin bundan zarar göreceğini” ileri sürmüştür (Dağdelen, 2004: 14-15).

Liberalizasyon teorisi, ortaya çıkış parametrelerine göre, ticari (klasik) liberalizasyon teorisi ve finansal (neoklasik) liberalizasyon teorisi olarak ikili bir ayrıma tabi tutulabilir.

##### **2.1.2.1.1. Klasik “Ticari” Liberalizasyon Teorisi**

Ticari liberalizasyon teorisi’nin hareket noktası reel ekonomi ağırlıklı olup uluslararası ticaret önündeki engellerin kaldırılmasını talep etmektedir. klasik liberalizasyon teorisi, Smith, Bentham, Burke, Humboldth, Mill, Ricardo ve Buchanan gibi düşünürlerce geliştirilmiş ve savunulmuştur.



A. Smith Ulusların Zenginliği adlı çalışmasında, ekonomideki devlet korumacılığını, müdahaleci lonca sistemini ve merkantilist yapıları eleştirerek, gittikçe tekel niteliği kazanan işletmelerin hükümetlerce korunmasının, görünmez bir el tarafından düzenlenen rekabetçi piyasayı ve onun içindeki kekli alıcı ve satıcıları olumsuz yönde etkileyeceğini ne savunmuştur (Yayla, 2008: 84-89). Smith'e göre tam rekabet piyasası denen bu sistemde çok sayıdaki alıcı ve satıcı fiyatları etkileyememekte ve denge noktasını arz ile talebin keşiştiği yer belirlemektedir. Görünmez el adı verilen bu sistem her zaman için dengeye ulaşma eğilimindedir (Dikkaya ve Deniz, 2006: 164-165).

David Ricardo'nun, Smith'in Mutlak stnlkler teorisini geliştirerek ileri sürdüğü, Karşılaştırmalı stnlkler Teorisi'ne göre bir devlet diğer devletlere göre birkaç malın üretiminde mutlak üstünlüğe sahip olabilir. Bununla birlikte o devlet kendi içinde mallardan birisini ötekilere göre daha düşük maliyet ile üretebilir. Bu durumda o ülke ürettiği mallardan en çok maliyet avantajına sahip olduğu malın üretiminde uzmanlaşmalı ve diğer malları öteki devletlerden almalıdır. Böylece kr elde eder ve uluslararası ticaret her iki taraf için de fayda sağlar. Uluslararası ticaret büyüdükçe devletlerin üretim fazlaları da artar, verimlilik ve etkinlik çoğalır ve refah artar (Seyidoğlu, 2003: 18-19). Bu nedenle ülkeler serbest ticaretin önüne engeller koymamalıdırlar.

Buchanan ise, ağır vergi baskısı ve sosyal kesintilerin işgücü ve sermayenin kazancını azaltarak, çalışmayı, tasarrufu ve yatırımları engelleyici rol oynadığını ileri sürmektedir. Böylece serbest girişim üzerine kurulu ekonomik ilerleme tehlikeye girmektedir (Aktan, 1994: 12-14).

#### **2.1.2.1.2. Neoklasik "Finansal" Liberalizasyon Teorisi**

Finansal liberalizasyon teorisini teknik detayları ile ortaya koyarak savunanlar klasik ekolün neoliberalist ncleri Stanford Okulu iktisatçılarından McKinnon ve Shaw'dır. Finansal liberalizasyon teorisinin hareket noktası finansal ekonomi ağırlıklı olup finansal piyasalar üzerindeki baskıların kaldırılmasını ve uluslararası finansal sermaye önündeki engellerin kaldırılmasını talep etmektedir. Finansal liberalizasyon, ülke hkmetlerinin kapalı sermaye hesabı rejiminden vazgeçerek

sermayenin ÷lkeye serbestçe girip çıkabildiği açık bir sermaye hesabı rejimine geçme kararı şeklinde tanımlanmaktadır (Henry, 2007: 1).

Finansal liberalizasyonun teorik temeli McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in 1973 yılında birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarda atılmıştır. Söz konusu çalışmalarda, finansal liberalizasyon, finansal kaynakların dağıtımında piyasaya dayalı bir mekanizmanın kurulması olarak tanımlanmaktadır. Finansal liberalizasyon teorisi, “finansal baskının kalkması” ve “finansal derinleşmenin sağlanması” ile etkin kaynak dağılımının sağlanacağını ve “iktisadi büyüme”nin hızlanacağını iddia etmektedir. Bu görüşler literatürde McKinnon&Shaw Hipotezi olarak adlandırılmakta ve finansal liberalizasyon uygulamalarının teorik gerekçesini oluşturmaktadır (Arestis, 2005: 6 ve Dinar, 2009: 3-4).

McKinnon (1973)'a göre, organize finans piyasalarının bulunmadığı az gelişmiş ÷lkelerde (AGÜ), kamunun iç borçlanma maliyetlerini düşük tutmak amacıyla faiz oranlarının sınırlandırılmasıyla oluşan finansal baskı, tasarruf piyasalarının ortaya çıkmasını engellemektedir. Firmalar ve tasarruf sahipleri arasındaki fon akışı bu nedenle verimli şekilde işlememektedir. Bu iktisadi büyüme için gerekli olan yatırımların finanse edilememesi sorununa yol açmaktadır. McKinnon, faiz oranları üzerindeki baskı kaldırıldığında ortaya çıkacak tasarruf piyasası ile ekonominin parasallaşma ve derinleşme sürecinin başlayacağını savunmaktadır. Bu sürecin başlamasıyla geleneksel mantık tersine dönerek fiyat piyasa tarafından değil, piyasa fiyat tarafından ortaya çıkarılmaktadır. Başka bir ifadeyle, paranın gerçek fiyatı olan reel faiz, ekonomide tasarrufları ortaya çıkarmaktadır (Shrestha ve Chowdhury, 2005: 3-4).

Shaw (1973) , borcun aracılılandırılması modelinde benzer bir mantıkla, “faiz oranlarındaki yükselişle uyarılan mevduat artışının bankacılık kesiminin kredi yaratma kapasitesini arttıracığını” ve “finansal derinleşmenin” sağlanacağını ifade etmektedir. McKinnon&Shaw Hipotezinin odak noktasını faizler üzerindeki finansal baskı oluşturmaktadır (Gemech ve Struthers, 2003: 2-3).

### 2.1.3. Teknolojik Dinamikler

Pazar kapasitesini yeniden yapılandıran sistematik politikaların hedef alanlara etkili bir şekilde yayılmasını ve geri besleme mekanizmasıyla gelişerek sürekliliği sağlayan, iletişim bilişim ağırlıklı teknolojik gelişme unsurlarından oluşmaktadır.

1750 sonrası her ulaştırma türünde bir makineleşme dönemi Olarak betimlenebilir. İlk en anlamlı yenilik, 18. yüzyılın sonuna doğru deniz ve demiryolunun etkinliğini artıran buhar makinesi olmuştur. Post-Fordist üretim sistemi, uluslararası iş-bölümünü örgütleyen üretimin bölümlere ayrılması yanında tam-zamanında üretim ilkesi yerel, bölgesel ve uluslararası ölçekte üretim artışını sağlamıştır. Hava ve demiryolu ulaşımının, 1960'ların sonu ile 1970lerin başında dikkat çekici gelişmeler kaydettiği görülmektedir. Otomobil imalatçıları gibi ulaşım araç ve donanımı yapan sınai şirketler küresel ekonominin ana oyuncularını olmuştur.

Uluslar arası ulaşımda 1970'lerden sonraki ana değişim alanları, telekomünikasyon, ticaretin küreselleşmesi, daha etkin dağıtım sistemleri ve hava ulaşımının büyük çaplı ilerlemesi olurken, telekomünikasyon özellikle finans ve hizmetler kesimleri için büyüyen bilişim hareketlerini mümkün kılmıştır. 1970'ten sonra telekomünikasyon, bilişim teknolojileri ile başarılı bir biçimde kaynaşmıştır. Bu yoldan telekomünikasyon, diğer ulaştırma türlerini destekleme ve büyütme yanında, kendi başına bir iş yapma aracı olmuştur. Fiber optik kablolar tedrici olarak bakır kabloların yerini alırken, bilişim otoyolları bir gerçekliğe dönüşmüştür. Ancak, bu gelişme bilgisayarların işleme gücündeki ilerlemenin yanında cüce kalmıştır. Bilişim teknolojilerindeki ilerlemeler ulaştırma-bağlantılı işlem maliyetlerini azaltmıştır. Örneğin, elektronik veri değişim sisteminin gelişmesi, gümrük işlemlerindeki geleneksel kâğıt belgeleme rutinlerinin yerini almıştır. Küresel yer belirleme sistemi ile, firmalar, araçların yerini ve daha iyi yükleme ve yeniden-yükleme zamanlarını izleyebilirler. İnternet, taşımaların niteliği ile belirsizliği azaltarak daha esnek ve etkin ulaştırma pazarları yaratmak yoluyla, ulaştırma hareketlerinin yeni örgütlenme yollarını açmıştır. Ancak, bu teknolojilerin kullanımı Gülele sınırlı kalmaktadır (Candemir, 2001: 17-19)

## 2.2. İktisadi Küreselleşme Süreci

İktisadi küreselleşme sürecinin esas olarak iki evrede geliştiği görülmektedir. İlk evreyi oluşturan Klasik ticari küreselleşme evresinin, kabaca 1870-1914 yılları arasında dünya mal ve finans piyasalarında hükmünü sürdürdüğünü görmekteyiz.

18. yüzyıl sanayi devriminin teknolojik gelişmelerini takiben ilk kuşak sanayi sektörlerinin ulusal sınırlar içerisinde doğal sınırlarına ulaşması ve rekabetin keskinleşmesi ile birlikte sanayi sermayesinin yoğunlaşarak merkezileştiği görülmektedir. Sanayi sermayesinin merkezileşmesiyle birlikte, tröstlerin ve tekellerin oluşması ve buna bağlı olarak egemen kapitalist ülkelerin, uluslararası ticaret ve sermaye ihracı yoluyla çokuluslu sermaye grupları oluşturdukları görülmektedir (Beaud, 1981: 173).

Bu şekilde yeni pazarların kapısı açılarak Klasik ticari küreselleşme evresi başlamıştır. Söz konusu yıllara damgasını vuran bu ilk küreselleşme dalgasının temel özelliği, ticari ilişkilerde ve para piyasalarında altın standardının norm kabul edilmiş olmasıdır.

Klasik ticari küreselleşme evresinin başlarındaki ticari gelişmelerin sanayileşmeye başlamış ülkeler arasında hammadde ve mamul mal ağırlıklı ticaret iken ortalarda İngiltere öncülüğünde sanayi ekipmanları ticareti şeklinde ve sonlara doğru yine İngiltere öncülüğünde bankacılık sektöründe sermaye ihracı şeklinde gerçekleştiği görülmektedir.

Birinci ve İkinci Dünya Savaşı ve ulus devletlerin görece bağımsız kalkınma ve ticaret politikaları ile şekillenen 1914-1970 yılları ara döneminde iktisadi küreselleşme sürecinin ikinci evresini oluşturan Neoklasik finansal küreselleşmenin alt yapısının olgunlaştırıldığı görülmektedir.

Neoklasik finansal küreselleşme evresinin, nüvesini esas itibarıyla, dünya iktisat tarihinin en büyük bunalımı olarak nitelenen 1929 Büyük Buhranı'ndan aldığı ileri sürülebilir. Bu bunalımdan sonra, temel parametreleri John Maynard Keynes'in "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" adlı eseri tarafından ortaya konulan talep yanlı iktisat modeli benimsenmiştir.

Bu dönemde uluslararası ticaretin sürdürülebilirliğinde risk olarak algılanan kur riskinin giderilmesi için Keynes'inde katkıda bulunduğu ancak daha çok ABD hazinesinden Harry Dexter White'in doktrinlerine dayanan Bretton Woods Sistemi

1944 yılında yürürlüğe konulmuştur (İyibozkurt, 2001: 330-331). Bretton Woods Sistemi'nin politikalarını yürütmek amacıyla ise IMF ve DB ortaya çıkarılmıştır.

Bu yapılanmanın devamında teknolojiye meydana gelen yeni nesil gelişmeler, üretim faktörlerindeki görece düşük maliyetler ve özellikle Keynesyen Model'in etkisiyle 2. Dünya Savaşı öncesi ve sonrası kamu harcamalarında meydana gelen artışların da birlikte etkisiyle üretimin ve üretimden daha hızlı olarak ticaretin arttığı görülmektedir.

Ancak sürdürülebilirliği geniş ölçüde kamu talebine dayandırılan Keynesyen Model, uzun vadede aşırı üretim karşısındaki talep yetersizliği ve kamu etkinsizliği nedeniyle bütçe açıklarını sürdürülemez boyutlara ulaştırmıştır. Buna bağlı olarak uluslararası finansal piyasalarda yaşanan dengesizlikler ve önemli bir maliyet unsuru olan petrol fiyatlarındaki olağanüstü artışlar, Bretton Woods'la tesis edilen sistemin 1973 yılında yanına Keynesyen Teori'yi de katarak çökmesine neden olmuştur. Bu aşamadan sonra, küreselleşme sürecinin birinci evresini oluşturan klasik ticari küreselleşme evresinin neoliberal finansal küreselleşmeye evrildiği görülmektedir.

1944 yılında inşa edilen Bretton Woods Sistemi ile güvence altına alınan klasik ticari küreselleşme evresi 1970'li yıllardan itibaren ekonomik ve siyasi sınırlarına ulaşmış ve lider ülkelerin büyüme hızlarında ciddi düşüşler yaşanmaya başlanmıştır. Sermaye kârlılığının, içinde bulunduğu ulusal pazarın büyüklüğü ile sınırlı olması aşırı stok artışlarına ve üretimden kaynaklanan karın geri dönüşümünde yetersizliklere neden olmuş bu ise yeni yatırımları gerçekleştirmek için gerekli olan sermaye birikimini olumsuz etkilemiştir (Yeldan, 2002: 3).

Ulusal sınırlar içinde kârlılık oranı gittikçe düşen sermaye, yeni yatırım alanlarına yönelmiş ve sermayenin küreselleşmesi sürecini başlatmıştır. Hedef pazar niteliğindeki ülkelerde sermaye akışı önündeki her türlü sınırlamanın kaldırılması, sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesi ve finans piyasalarının serbestleştirilmesiyle neoklasik finansal küreselleşme evresi de zeminini elde etmiştir (Yeldan, 2002: 3).

1970 sonrası neoklasik finansal küreselleşme evresi, ulusal ekonomilerin dünya piyasalarıyla bütünleşmesinin hız kazandığı bir süreçtir. Bu sürecin, 1870-1914 yılları arasındaki klasik ticari küreselleşme evresinden farkı, ilki ağırlıklı olarak reel malların serbest dolaşımına dayanırken, ikincisi ağırlıklı olarak finansal "sanal"

araçların serbest dolaşımına dayanmaktadır. İkinci evrede reel ekonomi ile finansal ekonomi arasındaki ilişki zayıflamıştır (Güven, 2001: 2).

Üretimin küreselleşmesi yanında, finansal alanda küresel ilişkilerin ortaya çıkışı ve gelişmesi bir kısım iktisatçılara göre kapitalizmin farklı bir aşamasını oluşturmakta “finansal kapitalizm” olup, finansal sermayenin uluslararası alanlarda herhangi bir engelle karşılaşmaksızın dolaşabilmesini mümkün kılmıştır. Neoliberal küreselleşme, iktisadi büyüme’nin sağlanabilmesi için sermayenin dolaşımı, teknoloji transferleri, mal ve hizmet ticareti konularında dünya ölçeğinde herhangi bir sınırlandırmanın getirilmemesini talep etmektedir.

Neoliberal finansal küreselleşme evresi ile birlikte, diğer ülkelere uygulatılan iktisadi politikalar ışığında, 1970’li yılların sonunda, aynı amaçlar doğrultusunda birlikte hareket etmeye başlayan IMF, DB ve DTÖ’nün katkılarıyla neoliberal iktisat politikaları GOÜ’lerin büyük bir kısmına hızla yayılmış bulunmaktadır.

### **2.3. Finansal Küreselleşme Süreci**

Esas olarak Keynes ve Ohlin’in yapmış oldukları tartışmalar ile sermaye hareketleri teorisinin temelleri atılmıştır. Üretim faktörlerinden olan emek ve sermayenin uluslararası yer değiştirmekte olduğu konusunun sistemleştirilmesi 1933 yılında Bertil Ohlin tarafından yapılmıştır. Ohlin sermaye transferlerinin bir ülkenin satınalma gücünün kaybını ve diğer bir ülkenin satınalma gücünün kazancını oluşturduğunu söylemiştir (Aslan, 1997: 45).

Yukarıda da bahsedildiği gibi McKinnon&Shaw Hipotezi, “finansal baskının kalkması” ve “finansal derinleşmenin sağlanması” ile etkin kaynak dağılımının sağlanacağını ve “iktisadi büyüme’nin” hızlanacağını iddia etmektedir. Buna göre, istenilen iktisadi büyüme hızına ulaşmak için yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan AGÜ’lerde faiz oranının yükselmesiyle, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere yönelerek tasarruf/yatırım ve iktisadi büyüme mekanizmasının işleyişini hızlandıracaktır. İşte bu iddia, GOÜ’lere yönelik finansal sermaye hareketlerinin temelini oluşturmaktadır.

Keynesyen modele dayalı Bretton Woods sisteminin yürürlüğe girmesiyle 1950’li ve 1960’lı yıllarda, bütçe açıkları pahasına, GÜ’lerde iktisadi büyüme oranları, düşüş sergilese de arttı. Ancak bu oranlar 1970’li yıllara gelindiğinde

düşmeye başlamıştı. 1970'li yılların başından itibaren GÜ'lerde kullanılan teknolojilerin emek verimliliğini artırma potansiyeli azalmış, hammadde fiyatları yükselmiş ve buna bağlı olarak karlar azalmaya başlamıştır. Ayrıca bu dönemde dünya ekonomilerinde hâkim olan ithal ikameci sanayileşme stratejisi politikası uygulayan ülkelerin cari hesaplarında açıkların bulunması ve bu nedenle GÜ'lerin kendi üretimlerinde kullandıkları ürünlerin talebinde yaşanan düşüşler karların azalmasında etkili olmuştur (Beaud, 1981: 248-249).

1967 yılında İsrail-Mısır Savaşı gerçekleşmiştir. Bu savaşı kazanan İsrail ve destekçilerine misilleme olarak, kapitalist ülkelere yapılan petrol satış fiyatları yükseltilmiştir. OPEC ülkeleri, bir siyasi baskı olarak, petrolün varil satış fiyatını Ocak 1973'teki 2.59 ABD dolarından Ekim 1973'te 5.11 dolara, Ocak 1974'te de 11.65 dolarla bir yıl içinde 4 katına çıkarmışlardır. (Özgüven, 2001: 58).

OPEC ülkelerinin petrol fiyatlarını arttırmaları bu ülkelerin cari hesaplarında devasa fazlaların oluşmasını sağlamıştır. Bilindiği gibi bu ülkelerde sanayileşme oranı düşük olduğundan ellerinde oluşan fonları kendi ekonomilerinde çevrime sokmaları mümkün olmamıştır.

Petrol ihraç eden ülkelerde oluşan fazlaların kaynağı petrol ithal eden ülkelerin açıklarından kaynaklandığı görülmektedir. Petrol ithal eden GÜ'ler ihraç ettikleri sanayi ürün fiyatlarını ayarlayarak açıklarını önemli oranda azaltırken GOÜ'ler hem kendi açıklarını hem de GÜ'lerin açıklarının kendi payına düşen kısmını (ithal mal fiyatlarının artması nedeniyle) finanse etmek zorunda kalmıştır. Finansman kaynağını ise petrol ihraç eden ülkelerde oluşan fazlaların uluslararası bankacılık sistemi aracılığıyla yeniden çevrime sokulmasıyla bu bankalardan alınan krediler oluşturmaktadır (Gibson ve Tsakalatos, 1992: 183).

1979 yılında İkinci Petrol Krizi ortaya çıkmıştır. GÜ'ler bu krizi atlattırma özellikle ilk kriz döneminde petrol ihracatçısı olan OPEC üyelerinde oluşan aşırı dolar birikimini, Liberalizasyon politikalarının da etkisiyle kendi mali piyasalarına çekmek suretiyle fazla etkilenmeden atlatabilmişlerdir. Ancak, GOÜ'ler 1974 yılında yaşanan petrol krizinin etkilerini hafifletmek için çok yüksek oranda borçlanma yoluna gittiklerinden ikinci krizde daha derin etkilere maruz kalmışlardır. Bu ülkelerde borç servis oranlarındaki açıklar daha da derinleşmiş ve borç krizine girmelerine neden olmuştur.

1980'li yılların sonunda, GOÜ'lerin toplam borcu 1, 1 Trilyon doların üzerinde gerçekleşmiştir. Bu devasa borcun doğrudan sonucu, uzun vadeli iktisadi büyüme için gerekli olan sanayileşme ve ekonomik yeniden yapılanma isteğini durdurmuş olmasıdır. Bu ülkeler uzun vadeli iktisadi büyüme hedefi yerine borçlarını çevirebilmek için kısa vadeli kaynak bulma arayışına yönelmişlerdir. Bu dönemde, borç krizine düşen ülkelerde liberalizasyon politikalarının uygulamada olduğu ve piyasalar üzerinde hükümet müdahalelerinin sınırlı düzeyde olduğu görülmektedir. Diğer deyişle piyasa mekanizması belirleyici konumdadır (Gibson ve Tsakalatos, 1992: 173-174).

1976-1980 yılları arasında uluslararası bankaların varlıkları %95 oranında büyümüştür. Bu süreçte Off-Shore banka sistemi ile eurodolar piyasaları uluslararası mali sistemin önemli unsurları haline gelmişlerdir. Finansal piyasalardaki bu gelişmeler, para hareketlerine, ilgili ülkelerin kısıtlama ve düzenlemelerine uğramadan kullanabilecekleri büyük bir alan sunmuştur.

Uluslararası mali merkezler olarak adlandırılan ülke veya adacıklar, sağladıkları vergi avantajı, sır saklama ve serbestlik uygulamalarıyla kıyı (Off-Shore) bankacılığının oluşumunda ve gelişiminde etkili olmuşlardır. Bu merkezler sundukları bu tür avantajların yanı sıra etkin bir finansal piyasanın ihtiyaç duyacağı kurumsal ve teknik olanakları da sunarak dünyadaki, önemli miktarlardaki fonun kendilerinde toplanmasını sağlamışlardır. Bu sisteme Off-shore denmesinin sebebi, bu ülkelerin çoğunun İngiliz Milletler Topluluğu'na bağlı küçük ada devletleri olmalarından kaynaklanmaktadır (Akdiş, 2002: 4).

Off-Shore bankacılığının boyutunu kavrayabilmek için şu bilgiler yol gösterici olabilir. Karaippler'deki yaklaşık 35 bin kişinin yaşadığı Cayman Adaları'nda, 32 bin uluslararası ticaret şirketi, 550 banka, 900 uluslararası yatırım fonu, 400 sigorta şirketi bulunmaktadır. Kıyı bankacılığının yoğunlaştığı bölgelerde bulunan bankalardan birkaçının aktif toplamı 400 Milyar doları bulmaktadır. Orta büyüklükte bir bankanın aktifi dahi 80 Milyar doların üzerindedir. Bu miktarın büyüklüğünü Türkiye'deki toplam mevduatın 35 Milyar dolar olduğunu göz önünde tutarak değerlendirmek mümkündür. Bu rakamlar dikkate alındığında kıyı bankacılığının uluslararası finansal sistem açısından belirleyici olduğu söylenebilir. (Odabaşı, 1999: 36).



Finansal küreselleşme, sermaye ve para piyasalarında McKinnon&Shaw Hipotezi çerçevesinde gerçekleşmektedir. Sermaye piyasalarında uygulanan liberalizasyon politikaları, sermaye hesabının serbestleştirilmesi, sermaye giriş çıkış serbestisinin sağlanması, tasarruflara ve tasarrufların etkin dağılımına engel olan ve finansal aracılığı zayıf düşüren finansal baskı politikalarının ve yabancı yatırımcılara yönelik sınırlamaların kaldırılması uygulamalarından oluşmaktadır (Galindo ve Ordonez, 2002: 1).

Görüldüğü kadarıyla, GOÜ'lerin artan cari açıklarını karşılamak ve dış borçlarını çevirmek için GÜ'lerin kontrolündeki cari fazlalardan oluşan uluslararası finansal yatırımları, kendi ülkelerine yöneltme ihtiyaçlarının ağırlık kazanması, gerekli teknik ve kurumsal hazırlıklar yapılamadan finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmasını kaçınılmaz hale getirmiş bulunmaktadır.

### **2.3.1. Faiz Oranı Paritesi Kuralı ve Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımları**

Faiz oranı paritesi kuralı, uluslararası finansal sermaye hareketlerinin ve finansal liberalizasyon teorisinin gerisindeki gerçek dinamiği ortaya koymaktadır. Liberalist politikaların kurumsallaşması ile büyük bir ivme kazanan uluslararası finansal sermaye hareketleri, dünya ekonomisinin en önemli olgularından biri olup, faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriyi elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen türdeki sermaye akımları olarak kabul edilmektedir

Spot ve forward döviz piyasaları ulusal para politikalarından etkilenmektedir. Ülkelerin nominal faiz oranları arasındaki farklılıklar kar peşinde koşan kısa vadeli uluslararası finansal sermaye hareketlerinin farklı ülkelerin para piyasaları arasında hareketine neden olmaktadır. Faiz oranı paritesi kuralı ulusal para piyasalarıyla döviz kurları arasında bir ilişki kurmaktadır.

Faiz oranı paritesi kuralı, işlem giderlerini göz ardı ederek, ulusal ve uluslararası düzeyde, benzer risk grubundaki ve vadesindeki menkul kıymetlerin nominal faiz oranı farklarının, ters işaretli forward döviz kuru primi/iskontosuna eşit olması gerektiğini ifade etmektedir (Doğukanlı, 2001: 76).

Bunun sağlanması, teoride iddia edildiği gibi, ulusal ve uluslararası düzeyde finansal piyasalar arasında tam bütünleşmenin olduğunu gösterir ve etkin kaynak dağılımı gerçekleşmiş olur. Dolayısıyla faiz oranı paritesi kuralı finansal bütünleşme derecesinin bir göstergesi olmaktadır (Aslan, 1997: 36).

$i^D$  : Ev sahibi ülke faiz oranlarını,  $i^F$  : yatırımcı ülke faiz oranlarını,  $E_{t+1}^e$  : t+1 dönemi sonundaki döviz kuru beklentisini ve  $E_t$  : Dönem başındaki döviz kurunu belirtmek üzere, faiz oranı paritesi kuralı, aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$i^D \geq i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad (1)$$

$$i^F \geq i^D - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad (2)$$

Birinci denkleme göre, yatırımın yapılacağı ülkedeki finansal varlıkların getirisi, yatırımcı ülkedeki finansal varlıkların getirisini geçmektedir ve yatırımcı için caziptir. Fakat bu tek başına yeterli değildir. Çünkü yatırımın yapılacağı ev sahibi ülkedeki döviz kurunda, yatırımın vadesi boyunca finansal varlık getirisini nötrleyecek miktarda değer kaybı söz konusu olabilir. Hatta zarar etmek de söz konusudur. Bu nedenle yatırımcı yerel paranın değer kaybı konusunda bir beklenti oluşturmak zorundadır. Bu beklentiyi de hesaba katarak yapılacak planlamada yatırımın getirisi pozitifse yatırım gerçekleşmektedir.

İkinci denkleme göre ise, yatırımın yapılacağı ülkedeki finansal varlıkların getirisi, yatırımcı ülkedeki finansal varlıkların getirisini geçmemektedir ve yatırımcı için ülkesinde kalmak daha caziptir.

Doğal olarak yatırımcının portföyünde birçok ülke alternatifi bulunduğu için fonlarını, faiz oranı paritesi kuralına göre getirisi en yüksek olan ülkelere kaydırmaktadır. Denklemden de anlaşılacağı gibi bu yatırımcıların yöneleceği ülkeler, faiz oranı yüksek, döviz kurunu baskılayan veya sabitleyen ve aynı zamanda ekonomik ve siyasi kriz riski minimum olan ülkelerdir (Aytemiz, 2007: 19).

### 2.3.2. Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımcıları ve Yatırım Türleri

Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımcıları, aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- \* Denizaşırı faaliyetlerde bulunan büyük off-shore finansal kuruluşları,
- \*Büyük ÇUŞ'lara sahip ülkeler, özellikle GOÜ'lere yönelik portföy yatırımcısı konumundadırlar,
- \*Emeklilik ve hayat sigorta şirketleri
- \*Diğer sigorta şirketleri ve fonları,
- \*Yatırım fonları yöneticileri,
- \*Aracı kurumlar
- \*Eurotahvil kurumlarının bireysel yatırımcıları ve
- \*Uluslararası piyasalarda kote edilen varlıklara yatırım yapan bireysel yatırımcılar şeklindedir.

Uluslararası finansal yatırımlar, DYY dışında kalan ve sıcak para olarak adlandırılan, vadesi bir yıldan kısa ve bunun yanında akışkanlığı oldukça yüksek olan yatırımlardır ve portföy yatırımları olarak nitelendirilmektedir (İşeri ve Aktaş, 2005: 1).

Uluslararası finansal sermaye hareketleri'na konu olan araçlar iki grupta toplanmaktadır. Bunlar özkaynak ve borçlanma araçlarıdır. Bunlardan özkaynak araçları şu şekilde sıralanmaktadır (Aslan, 1997: 85-86)

•Ülke Fonları: Yabancı yatırımcılara kaynakları toplama ve yeni gelişen piyasalarda yatırım imkanı veren araçlardır. Fonlar, küresel fonlar aracılığıyla tüm yeni gelişen piyasalarda, bölgesel fonlar aracılığıyla belirli bölgelerde, ülke fonları aracılığıyla da bazı ülkelerde yatırılabilir.

•Depo Edilebilir Menkul Kıymetler: Uluslararası hisse senetlerine doğrudan yatırım yapmak konvertibilite nedeniyle oldukça güçtür. Ancak depo edilebilir menkul kıymet sertifikalarının geliştirilmesiyle bu ürünlere yatırım yapmak kolaylaşmış ve işlem hacmi hızlı bir şekilde gelişmiştir (Doğukanlı, 2001: 283-284).

\*Amerikan Depository Receipts (ADRs): ABD dışındaki şirketler tarafından ihraç edilen ve devredilebilir özkaynak temeline dayanan araçlardır.

ABD menkul kıymetler piyasasında alınıp satılmaktadır. ADRs sahipleri oy verme dâhil hisse sahipleri ile aynı haklara sahiptirler.

\*Global Depository Receipts (GDRs): ADRs'lere benzemektedirler. Ancak tüm menkul kıymet piyasalarında aynı anda ihraç edilebilmektedirler. GDRs'ler tüm ülke paraları ile alınıp satılabilmektedirler. Buların dışında ki depo edilebilir menkul kıymetler ise,

\*International Depository Receipts (IDRs)

\*European Depository Receipts (EDRs) ve

\*Continental Depository Receipts (CDRs)

•Hisse Senetleri: firmaların hisse senetlerine yapılan yatırımlardır. Hisse senetlerinin ulusal ve uluslararası finans piyasalarıyla bütünleşme derecesine göre yatırım çekebilmektedir.

•Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri: Organize piyasalarda ve tezgah üstü piyasalarda işlem yapılabilen ve uluslararası finansal sistemle bütünleşmesi en yüksek düzeyde olan piyasalardır ve devasa işlem hacmine sahiptir. Bunda etkili olan unsur kaldıraç etkisi yani çok düşük ( % 10gibi) sürdürme teminatları üzerinden işlem yapılabilmesidir. Bu %n işlem hacimleri 10 kat veya daha fazla görünebilmektedir. Vadeli işlem araçları futures, forward, swap ve opsiyonlar gibi türev araçlardan oluşmaktadır (TSPAKB, 2009, 74-79). IMF, bu gibi türev ürünleri diğer finansal sermaye yatırımları grubuna dâhil etmektedir (Kula, 2003: 143).

Uluslararası finansal sermaye hareketleri'na konu olan borçlanma araçları ise şu şekilde gruplandırılabilir (Aslan, 1997: 86):

•Uluslararası Tahvil ihraçları: GOÜ'lerin uzun vadeli borçlanma ihtiyaçlarını karşılayan ve süreklilik arz eden araçlardır.

•Finansman Bonoları: Kısa vadeli araçlardır. ABD ve Euro marketlerde işlem görmekte ve GÖÜ piyasalarına giriş için kullanılmaktadır. Çeşitleri, ticari bono, hazine bonusu, prefinansman kredisi ve ihracat kredisi şeklindedir.

•Mevduat Sertifikası: GOÜ'lerin uluslararası finansal piyasalarda borçlanmak için kullandıkları bir araçtır.

Borçlanma araçları daha çok finansal piyasaları gelişmemiş ülkeler tarafından kullanılmaktadır.

### **2.3.3. Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımlarının Piyasalara Giriş Mekanizması**

Finansal piyasalara giriş kanallarının ulusal ve uluslararası yönü ve hacmi çeşitli politika değişkenleri ile etkilenebilmektedir. Bu nedenle politika seçeneklerine karar verilmesi, aktarım kanallarını belirlemektedir. Bu çerçevede, para otoritesinin makro ekonomik hedefler öncülüğünde para politikası hedefleri, belirleyici olmaktadır. Piyasalara giriş ve yatırımların finansman kanalları; faiz oranı kanalı, kredi kanalı ve diğer varlık fiyatı (döviz kuru ve hisse fiyatları) kanallarından oluşmaktadır.

Finansal sistem’lerde yatırımların finansmanı için iki farklı modelin bir arada kullanıldığı görülmektedir. Etkin finansman modelini belirleyen faktör, finansal gelişme ve derinleşme düzeyidir. Bankacılık sistemi ile finansman modeli finansal gelişme ve derinleşme sürecinin başında, faiz oranı, kredi araçları belirleyici model iken finansal gelişme ve derinleşme artışına paralel olarak sermaye piyasaları modeli varlık fiyatlaması ile ön plana çıkmaktadır (Erim ve Türk, 2005: 25).

Türkiye’de parasal aktarım mekanizmalarını belirlemek için yapılan çalışmalarda, banka kredi kanalı ile hisse senedi kanalının çalışmadığı, faiz kanalı ile döviz kuru kanalının etkin bir şekilde çalıştığı sonuçlarına ulaşılmıştır (Kadıoğlu, 2006: 47). Hisse senedi kanalının çalışmaması, Türkiye’de hisse senedi piyasasının yeterince derinlik kazanmadığını göstermektedir. Örnek (2009) Türkiye’de parasal aktarım kanalları içerisinde geleneksel faiz oranı kanalının, paranın reel ekonomiye aktarımında en etkili çalışan kanal olduğunu belirlemiştir (ss: 122-124).

Faiz oranları ve döviz kurları uluslararası faiz oranı paritesini etkileyerek uluslararası finansal sermaye hareketlerini kamu varlıklarına yönelterek faiz oranı giriş kanalını işletebilmektedir. Para politikası değişiklikleri hisse senetleri, gayrimenkul, döviz kuru gibi varlık fiyatlarında değişikliklere yol açarak uluslararası finansal sermaye hareketlerinin arz yönünü bu varlıklara ya da bu kanaldaysa diğer kanallara kaydırabilir. Uluslararası finansal sermaye hareketleri uluslararası düzeyde borsa ve bankalar arasında ya da ulusal ve uluslararası yatırım ve tüketici kredisi şeklinde kredi kanalıyla da piyasaya giriş gerçekleştirebilmektedir. Uluslararası finansal sermaye hareketleri ulusal ve uluslararası piyasalarda parite koşullarına ve

likidite düzeyine bağlı olarak bu kanallar arasında hızlı ya da yavaş olarak sürekli hareket etmektedir.

#### **2.3.4. Finansal Gelişme ve Finansal Derinleşme**

Finansal gelişme, bir ülkedeki finans piyasasında kullanılan araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların daha yaygın olarak kullanılır hale gelmesi olarak ifade edilmektedir. Finansal piyasaların gelişmişliğinin ölçülmesinde, ulusal ve uluslararası tasarrufları harekete geçirme düzeyi önemli bir gösterge sayılmaktadır. Finansal piyasaların gelişmişliğini bu niteliği ile ölçen göstergeler, mali varlık/GSMH ve M2Y/GSMH şeklinde ele alınmaktadır.

Finansal derinleşme ise, finans sektöründe yaratılan fonların, reel kesime aktarılma oranı “yatırım kredileri/ mali varlık+M2Y” şeklinde ifade edilmektedir. Finansal gelişme'nin varlığı durumunda, bu oran yüksekse finansal derinleşme artmakta ve iktisadi büyüme'de beklenen katkının gerçekleşmesi gerekmektedir. Oranın düşük olması, finansal derinleşmenin zayıf olduğunun ve etkin kaynak dağılımının gerçekleşmediğinin göstergesi sayılmaktadır. Bu durumda finansal kaynaklar spekülasyona kaymakta ve iktisadi büyümeye gerekli katkıyı sağlamamakta ve reel ekonomi kazanımlarını aşındırmaktadır.

#### **2.3.5. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Uluslararası Finansal Sermaye Hareketleri**

GOÜ'ler, “geri kalmışlık” kısır döngüsünü kırabilmek için yatırımlarını arttırmak zorundadırlar. Bu ülkelerin kalkınma süreçlerinde karşı karşıya buldukları tasarruf/yatırım darboğazı veya sermaye yetersizliği bir ölçüde yabancı ülkelerde yapılan tasarrufların ülkeye yatırım olarak çekilmesi ile ortadan kaldırılabilmektedir. Diğer bir deyişle uluslararası finansal sermaye, iç tasarruf dar boğazını azaltmak için kullanılabilir önemli bir kaynak olarak görülmektedir.

Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımları'nın bir ülke ekonomisi için en önemli katkısı; ülke ekonomisine yaptığı sermaye aktarımıdır. Tipik olarak GOÜ'lerin ekonomik yapısına bakıldığında karşılaşılan en belirgin özellik sermayenin - teknolojik gelişme düzeyiyle birlikte - diğer üretim faktörleri olan işgücü ve toprağa nazaran çok daha kısıtlı olmasıdır. Bu kısıtlılığın en önemli nedeni

ulusal sermaye oluşumunun düşük seviyede olmasıdır. Ulusal sermaye oluşumu, öncelikli olarak ülkedeki kişi başı GSYİH tarafından belirlenmektedir.

GOÜ'lerde ise kişi başı GSYİH düşük olduğundan sermaye oluşumu da temelden kısıtlı kalmaktadır. Kişi başı GSYİH'nın arttırılması, üretim kapasitesinin genişlemesiyle bu ise her yıl bir önceki yıla oranla yatırımların arttırılmasıyla mümkün olmaktadır. Bunun gerçekleşmesi ancak ekonomide her yıl yaratılan toplam kaynakların belirli bir kısmının tüketilmeyerek, tasarruf halinde türetilmesi ve yatırıma dönüştürülmesi ile mümkün olmaktadır. Ancak GOÜ'lerde marjinal tüketim eğiliminin fazla olması marjinal tasarruf eğiliminin düşük kalmasına dolayısıyla yatırım için gerekli sermaye oluşumunun yetersiz düzeyde seyretmesine neden olmaktadır (Batmaz ve Tunca, 2005).

Kişi başı GSYİH ve tasarruflar yetersiz olduğu zaman, yapılabilecek tek şey dışarıdan ülkeye tasarruf transferi ya da uluslararası finansal sermaye yatırımı sağlayabilmektir. Bu sayede GOÜ'lerde iktisadi büyüme için tasarrufların yatırımlara yetmemesi, yani sermaye yetersizliği, sorunu çözüme kavuşabilmektedir (Karluk, 1983: 197).

GOÜ'lerin uluslararası finansal sermaye yatırımlarını ekonomilerine çekebilmeleri için finansal piyasalarında finansal liberalizasyon teorileri doğrultusunda bir takım reform politikalarını uygulamaları gerekmiştir.

### **2.3.5.1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon Süreci**

1980'li yılların başlarından itibaren uygulamaya konulan Finansal Reform süreci, zaman zaman duraklasa da birçok GOÜ'lerde devam etmektedir. Bu süreç iki aşamada incelenebilir.

1980'lerden başlayan ve 1990'lı yıllara kadar devam eden ilk aşamada birçok GOÜ finansal piyasaları üzerinde baskıya nede olan yasaları yürürlükten kaldırmış ya da yeniden düzenlemiştir. Bu süreçte faiz sınırlamalarının kaldırıldığı, kredi politikalarının esnekleştirildiği, bankacılık sektörüne giriş çıkışı serbest hale getirecek düzenlemelerin yapıldığı, yabancı sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların kaldırıldığı ve menkul kıymetler borsaların kurumsallaştırıldığı ve daha aktif hale gelmesinin teşvik edildiği politikaların yürürlüğe konulduğu görülmektedir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 4).

1990'lı yıllardan günümüze dek süregelen finansal reformların ikinci aşamasında ise ekonomide daha çok yapısal düzenlemelere yönelik çalışmaların yapıldığı görülmektedir. Bu düzenlemelerle, makroekonomik istikrarı sağlamak, kredi piyasasında yanlış seçim ve etik problemleri gibi asimetrik bilgi'den kaynaklanan aksaklıkları gidermek için finansal kurumlara yönelik etkin bir denetleme ve gözetleme mekanizmasının kurulması amaçlandığı anlaşılmaktadır. Ayrıca bankacılık sektöründe rekabeti sağlamak, ulusal kredi piyasası ile uluslararası kredi piyasaları arasındaki kopuklukları gidermek ve menkul kıymet borsalarının dünya borsalarıyla bütünleşmesini sağlama amacının da bulunduğu ileri sürülmektedir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 4).

GOÜ'lerde ulusal finans piyasalarının liberalizasyonu, üç şekilde gerçekleştirilmektedir;

Ülke vatandaşlarının uluslararası piyasadaki borçlanmaları ve yabancıların da yurtiçi finansal piyasalarda yatırım yapmasının mümkün olması,

Bir taraftan ülke vatandaşlarının yurt dışına sermaye transferine ve yurtdışı finansal piyasalarda yabancı finansal varlık tutmalarına imkân tanınırken diğer taraftan yabancıların da yurt içi finansal piyasalardan borçlanması ve varlık ihraç edebilmesine imkân sağlanması,

Ülke vatandaşlarının yabancı parayla borç-yatırım ilişkisine girmesi, örneğin bankalarda döviz tevdiat hesabı açmaları ve döviz kredisi kullanması şeklinde gerçekleşmektedir (Mangır, 2005: 462).

Kurumsal düzeyde para piyasalarının liberalleştirilmesi ise hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırması ya da hafifletmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Politika yapıcılar bankalar arası rekabetin artırılması, faiz oranları ve hizmetlerin fiyatlandırılmasının serbest bırakılması ve anlaşmaların engellenmesi suretiyle fiyat rekabetini sağlamaya çalışmaktadırlar. Buna ek olarak uzmanlaşma yerine çeşitlendirme teşvik edilmekte, ulusal ve uluslararası alanda şube ağının genişlemesi yönünde düzenlemelere gidilmektedir. Ayrıca finansal piyasalar arasında bilgi akışına dayalı, şeffaflık koşullarının sağlandığı ve birleşme-sermaye katılımı yoluyla, oluşacak rekabeti önleyici faaliyetlere engel olmak amacıyla piyasaya müdahaleden kaçınılmaktadır (Onur, 2005: 129-130).



GÜ'lerde monetarist ya da neoklasik iktisat politikaları olarak adlandırılan bu reformların, IMF, DB ve DTÖ önerileri doğrultusunda GOÜ'lerin dünya kapitalist sistemine bağlanmasını sağlayacak yapısal uyum programlarını da içeren neoliberal iktisat politikası stratejileri olduğu ileri sürülmektedir (Altıok, 2005: 152).

### **2.3.5.2. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Uluslararası Finansal Sermaye Yatırımlarının Boyutu**

1980'lerde neoliberalist politikaların kurumsallaştırılmasına paralel olarak GÜ'ler arasında başlayan finansal sermaye hareketleri GOÜ'lere doğru ve öncelikle ülkeden ülkeye resmi krediler şeklinde devamında ise daha çok özel ticari kredi ve yatırımlar şeklinde gelişmeye başlamıştır. Uluslararası özel yatırımlar 1980'lerden sonra DYY şeklinde ancak özellikle 1990'lardan sonra yeni finansal enstrümanların geliştirilmesiyle finansal sermaye yatırımları şeklinde gelişmiştir.

Uluslararası finansal piyasaların artan bir hızla bütünleşerek derinleştiği, derinleşirken de reel ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki dengesizliğin ve kopukluğun giderek arttığı görülmektedir. 1980'lerde 12 Trilyon dolarlık finansal stoka karşılık dünya ekonomilerinin 10.1 Trilyon dolar toplam milli geliri bulunurken; 2005 yılında 1980'e göre dünya milli geliri 4 kat artarak, 44.5 Trilyon dolara yükselmiş, finansal stoklar ise aynı dönemde 11 kat artarak 140 Trilyon dolara ulaşmıştır. Bir başka anlatımla finansal derinlik % 109'dan % 316'ya ulaşmıştır. 2005 yılı itibariyle 140 Trilyon dolarlık toplam finansal stokun 50 Trilyon doları ABD'de, 30 Trilyon doları AB'de, 20 Trilyon doları Japonya'da, 8 Trilyon doları İngiltere, 5 Trilyon doları Çin'de bulunmaktadır (Altun ve Mutan, 2007: 6).

Uluslararası finansal sermaye yatırımlarının önemli bölümü ABD, İngiltere, AB ve Japonya arasında gerçekleşmektedir. Ancak son yıllarda GOÜ'ler de uluslararası finansal sermaye yatırımlarından (UFSY) pay almaya başlamışlardır. 2007 yılı itibariyle 1.157, 7 Milyar dolarlık özel ve resmi UFSY GOÜ'lere yönelmiş bulunmaktadır. 2008 yılı sonu itibariyle ise yaşanan küresel finansal kriz nedeniyle, özel ve resmi UFSY tahmini olarak 727, 3 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir (The World Bank, 2009: 40). 1990-2007 arası dönemde ülke tiplerine göre GOÜ'lere yönelik net UFSY Tablo 3'teki gibi ve 2001-2008 arası dönemde yatırım türlerine GOÜ'lere yönelik net UFSY Tablo 4'teki gibidir.

**Tablo 3: GOÜ'lere Yönelik Net Finansal Sermaye Yatırımları (/GSYİH-%)**

	1997-2001 Ortalama	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Yükselen Piyasa Ekonomileri Toplamı</b>	<b>6,7</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>9,9</b>
Net Özel Sermaye Akımları	3,4	2,3	3,6	3,7	5,0	5,0	6,3
Net Özel Cari Transferler	2,3	3,2	3,5	3,6	3,6	3,6	3,5
Net Resmi Sermaye Akımları ve Transferler	1,0	0,9	0,4	0,0	-0,3	-0,4	0,1
<b>Diğer GOÜ'ler</b>	<b>12,9</b>	<b>13,5</b>	<b>14,0</b>	<b>14,8</b>	<b>16,5</b>	<b>16,2</b>	<b>15,9</b>
Net Özel Sermaye Akımları	2,4	4,9	5,0	5,3	6,4	5,7	5,8
Net Özel Cari Transferler	3,0	4,7	4,0	4,7	5,3	5,5	5,7
Net Resmi Sermaye Akımları ve Transferler	7,4	9,7	5,0	4,8	4,8	5,0	4,4
<b>Kırılgan Yapılı Ülkeler*</b>	<b>14,0</b>	<b>19,3</b>	<b>17,8</b>	<b>17,9</b>	<b>21,7</b>	<b>20,5</b>	<b>18,9</b>
Net Özel Sermaye Akımları	2,8	4,9	2,4	1,1	4,7	5,7	3,5
Net Özel Cari Transferler	3,2	4,7	6,1	7,0	6,8	6,4	6,3
Net Resmi Sermaye Akımları ve Transferler	8,0	9,7	9,3	9,8	10,2	8,5	9,1
<b>Cari Transferleri de içeren</b>							
<b>Toplam net özel sermaye akımları ( Milyar Dolar)</b>	<b>166,0</b>	<b>206,4</b>	<b>297,7</b>	<b>411,0</b>	<b>502,5</b>	<b>496,9</b>	<b>872,3</b>

**Kaynak:** The World Bank, 2008: 43

\*Sierra Leone, Timor-Leste ve Zimbabve'den oluşmaktadır.

**Tablo 4: GOÜ'lere Yönelik Net Finansal Sermaye Yatırımları(Milyar Dolar)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
<b>Cari Hesap Dengesi</b>	<b>15, 5</b>	<b>68, 6</b>	<b>118, 4</b>	<b>171, 2</b>	<b>306, 6</b>	<b>438, 2</b>	<b>406, 1</b>	<b>377, 9</b>
<b>Finansal Akımlar</b>								
<b>Net Özel ve Resmi Sermaye Girişleri</b>	<b>224, 2</b>	<b>162, 4</b>	<b>258, 6</b>	<b>370, 7</b>	<b>498, 7</b>	<b>668, 3</b>	<b>1157, 7</b>	<b>727, 3</b>
Net Özel Sermaye Girişleri	197, 3	156, 8	269, 1	396, 5	569, 7	139, 2	1157, 5	706, 9
Net Varlık Girişleri	172, 3	161, 5	181, 0	254, 7	347, 2	462, 7	658, 6	599, 0
Net DYY Girişleri	166, 0	152, 5	155, 5	216, 0	279, 1	358, 4	520, 0	583, 0
Net Portföy Girişleri	6, 3	9, 0	25, 5	38, 7	68, 1	104, 3	138, 6	15, 7
<b>Net Borç Akımları</b>	<b>51, 9</b>	<b>0, 9</b>	<b>77, 6</b>	<b>116, 0</b>	<b>151, 5</b>	<b>205, 6</b>	<b>499, 1</b>	<b>128, 3</b>
Resmi Kredi Verenler	26, 9	5, 6	-10, 5	-25, 8	-71, 0	-70, 9	0, 2	20, 4
Dünya Bankası	7, 5	-0, 3	-0, 5	1, 6	2, 8	-0, 4	4, 9	7, 1
IMF	19, 5	14, 1	2, 5	-14, 7	-40, 1	-26, 7	-5, 1	10, 9
Diğer	-0, 1	-8, 2	-12, 5	-12, 7	-33, 7	-43, 8	0, 4	2, 4
Özel Kredi Verenler	25, 0	-4, 7	88, 1	141, 8	222, 5	276, 5	498, 9	107, 9
Orta ve Uzun Vadeli Borç Akımları	2, 1	0, 7	26, 6	73, 3	135, 9	166, 4	296, 4	124, 2
Tahviller	10, 2	10, 1	20, 4	36, 0	56, 2	26, 6	85, 4	10, 5
Bankalar	-1, 9	-3, 2	10, 4	41, 3	84, 2	144, 6	214, 5	123, 0
Diğer	-6, 2	-6, 2	-4, 2	-4, 0	-4, 5	-4, 8	-3, 5	-9, 3
Net Kısa Vadeli Borç Akımları	22, 9	-5, 4	61, 5	68, 5	86, 6	110, 1	202, 5	-16, 3
Dengeleme Kalemi	-159, 1	-69, 9	-90, 7	-144, 9	-419, 5	-476, 6	-486, 3	-657, 7
Rezervlerdeki Net Değişim (- = artış)	-80, 4	-160, 6	-285, 5	-396, 2	-385, 5	-629, 9	-1077, 3	-447, 3
<b>Toplaştırılmış kalemler</b>								
Kısa Vadeli Borçları da İçeren Özel Akımlar	174, 4	170, 7	203, 9	340, 7	483, 3	629, 1	955, 0	723, 2
Net DYY Çıkışları	12, 7	16, 8	22, 4	44, 5	59, 2	125, 2	138, 8	164, 0
Net Portföy Varlık Çıkışları	10, 8	6, 0	8, 2	7, 2	11, 6	21, 5	50, 6	80, 0
İşçi Transferleri	95, 6	115, 9	143, 6	161, 3	191, 2	229, 0	265, 0	305

**Kaynak:** The World Bank, 2009: 40

\*Tahmini olarak belirlenen rakamlardır.

Tablo 3 ele alındığında UFSY'nin yükselen piyasalardan az gelişmiş ve kırılgan yapılı piyasalara doğru GSYIH'lerinde artan oranlarda yer aldıkları görülmektedir. Bunda ülkelerin GSYIH'lerinin gelişme seviyelerine göre düşük olmasının, ülkelerin gelişmişlik düzeylerine paralel olarak bağımlılık derecelerinin yüksek olmasının ve risk getiri oranının yüksek olması nedeniyle çekim güçlerinin yüksek olmasının etkili olduğu ileri sürülebilir.

Tablo 4 ise GOÜ'lere yönelen UFSY'nin türlerine göre dağılımı görülmektedir. Buna göre UFSY'nin önemli kısmını ağırlıklı olarak finansal nitelikli DYY'ler oluşturmak üzere özel sermaye girişleri oluşturmaktadır. İkinci önemli finansal sermaye akımı, işçi transferlerinden kaynaklanmaktadır. Resmi finansal sermaye akımları ise IMF ve DB kredileri ile tahvil ihraçlarından kaynaklanmaktadır.

Durum yıllar itibariyle değerlendirildiğinde, oransal olarak UFSY'nin bu ülkelerin GSYIH'lerinden aldığı payın ortalama olarak arttığı görülmektedir. Parasal olarak 2007 yılına kadar GOÜ'lere yönelik UFSY'de önemli oranlarda artış olmuş ve 2008 yılında yaklaşık olarak % 40 oranında keskin bir düşüş yaşanmıştır. Bunda, Amerika'daki bir finansal kuruluşun iflasıyla ortaya çıkan küresel finans krizinin etkili olduğu bilinmektedir.

GOÜ'lere yönelik UFSY'nin bölgesel dağılımı ise Tablo 5'teki gibidir.

**Tablo 5: GOÜ'lere Yönelik Net UFSY'nin Bölgesel Dağılımı (Milyar Dolar)**

	2005	2006	2007	2008*
Toplam	570	739	1158	707
Bölgeler				
Doğu Asya ve Pasifik	187	206	281	203
Avrupa ve Orta Asya	192	311	472	251
Latin Amerika ve Karaipler	113	85	216	128
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	19	25	21	33
Güney Asya	25	72	113	66
Sahra Altı Afrika	33	40	55	36

**Kaynak:** The World Bank, 2009: 41

\*Tahmini rakamlardır.

Tablo 5'e göre UFSY, yıllara göre gelişim de dikkate alındığında, paylarına göre Avrupa ve Orta Asya başta olmak üzere Doğu Asya ve Pasifik ve Latin Amerika ve Karaipler şeklinde sıralanmaktadır. Tabloya göre risk algısının en yüksek olduğu bölgelerin, sırasıyla Güney Asya, Latin Amerika ve Karaipler ve Avrupa ve Orta Asya olduğu ileri sürülebilir.

IMF'nin uluslararası finansal istatistikleri ile özel veri yayımlama standartları veri tabanından derlenen 11 GOÜ'nün 2007 ve 2008 yılları sonu itibarıyla uluslararası yatırım pozisyonu (UYP) verileri ile dışa açıklık oranları Tablo 6'daki gibidir.

**Tablo 6: Gelişmekte Olan Ülkelerin Uluslararası Yatırım Pozisyonları ve Dışa Açıklık Oranları**

Ülkeler	Varlık (Milyar \$)		Yükümlülük (Milyar \$)		Net UYP (Milyar \$)		Net UYP/GSYİH (%)		Dışa Açıklık Oranı (%)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Arjantin	205	215	168	157	37	59	14	18	142	113
Brezilya	370	413	939	692	-569	-279	-43	-18	98	70
Çek Cumhuriyeti	116	118	184	201	-69	-83	-39	-38	172	147
Güney Afrika	215	159	283	209	-68	-50	-24	-18	176	133
Güney Kore	588	491	820	602	-232	-110	-24	-12	145	118
Hindistan*	331	358	408	420	-77	-62	-7	-5	65	65
Macaristan**	267	296	402	448	-135	-152	-98	-102	484	501
Meksika	219	234	612	601	-393	-367	-38	-34	81	77
Malezya	225	222	230	183	-6	39	-3	17	249	183
Rusya	1.099	1.010	1.226	756	-127	254	-10	15	180	105
Singapur	880	958	725	763	155	195	96	76	995	668
Türkiye	167	176	482	374	-315	-197	-48	-27	99,5	74

**Kaynak:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2008a: 4

\*Eylül 2008 sonu itibarıyla, \*\*Macaristan Merkez Bankası ve Merkezi istatistik ofisi verilerinden hesaplanmıştır.

Seçilen ülkeler net UYP/GSYIH oranları dikkate alındığında, Singapur % 76, Arjantin' % 18, Malezya % 17 ve Rusya % 15 ile varlıklarının yükümlülüklerini aştığı görülmektedir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu diğer ülkelerin yükümlülükleri varlıklarından büyüktür. İkinci grup ülkeler içinde net oranı en düşük olan ülke Hindistan % -5, en yüksek olan ülke Macaristan % - 102 olarak yer almaktadır. Dışa açıklık oranı en yüksek ve en düşük ülkeler sırasıyla, % 668'le Singapur ve % 65'le Hindistan'dır. Türkiye'nin Net UYP/GSYH oranı 2007 yılında % -48 iken, 2008 yılında oran % -27'ye düşmüş, dışa açıklık oranı ise 2007 yılında % 99, 5 iken, 2008 yılsonunda % 74, 1'e düşmüştür. Türkiye, gerek net UYP/GSYH oranı gerekse dışa açıklık oranı itibarıyla, seçilen GOÜ'lerle karşılaştırıldığında ortalama değerlere sahip bulunmaktadır.

2008 yılının özellikle son çeyreğinde derinlik ve yaygınlık kazanan Küresel krizin de etkisiyle seçilen ülkelerin, Macaristan dışında, dışa açıklık oranlarının 2008 yılsonu itibarıyla düştüğü gözlenmektedir. Macaristan'ın yükümlülüklerindeki 2007 yılsonuna göre yüksek artışın, hem UYP/GSYIH oranında hem de dışa açıklık oranında görülen artışın etkili olduğu belirtilmektedir.

### **2.3.5.3. Türkiye'ye Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri**

Türkiye ekonomisinin üç farklı büyüme stratejisi benimsediği görülmektedir. 1980 yılı öncesi ithal ikameci, 1980 – 1999 yılları arası ağırlıklı olarak ihracata dayalı ve 1999 yılından günümüze kadar ağırlıklı olarak uluslararası finansal yatırımlara dayalı sanal büyüme stratejisi uygulamış ve uygulamaya devam etmektedir. Sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisi olmakla beraber, tersi bir durumda sermaye çıkışının yaşanması, ekonomik büyümeye olumsuz yansımaktadır.

Türkiye 1989 – 2000 yılları arasında bazen %8 – 9 büyüme oranını yakalamış olmakla birlikte, bu dönemin büyüme ortalaması %3, 9 dur. Bunun nedeni, sermaye girişlerine özellikle Türkiye için portföy ve kısa vadeli hareketlere bağımlı olan büyüme sürecinin, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklık nedeniyle kesintiye uğramasıdır (Cihan, 2005: 114-115).

24 Ocak 1980 İstikrar kararlarıyla birlikte Türkiye dışa açık ihracata dayalı büyüme modelini benimsemiştir. 24 Ocak Kararları'nın en önemli özelliği,

Türkiye'nin içine düşmüş bulunduğu ekonomik istikrarsızlığı gidermeyi ve yıllardan beri izlenmekte olan ithal ikameci kalkınma stratejisini değiştirerek ekonomik dengelerin oluşumunda serbest piyasa mekanizmasının rolünü artırmayı hedeflemesidir (Ay, 2000: 15).

Türkiye'de liberalleşme süreci, 24 Ocak 1980'den sonra 28 ve 30 No'lu Kararnamelerle başlatılmış ve bu kararnameler uyarınca Aralık 1983 ve Temmuz 1984'te uygulamaya konmuştur. Bu kararnameler ile uluslararası finansal sermaye hareketleri kısmen serbestleştirilmiş, uluslararası finansal sermaye hareketleri'nin tamamen serbestleştirilmesi süreci 1989 yılında tamamlanmıştır.

32 No'lu Kararname 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Bu kararname ve ilgili düzenlemelerle finansal sermaye hareketleri tamamen liberalleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik en önemli adımlar da atılmıştır. 32 No'lu kararnameyle getirilen temel düzenlemeler şu şekildedir (TCMB, 2008: 16-17md):

- Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiç bir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tâbi değildirler.

- Türkiye'de yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları dövizü ülke içine getirebilirler.

- Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB'de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.

- Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri; Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.

- Türkiye'de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.

- Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.

- Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir.



- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin Türk Lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk Lirası ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.

- Gayrimenkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.

- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk Lirası göndermeleri serbesttir.

- Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.

- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.

1989 32 Sayılı Kararnameyle finansal liberalizasyona geçiş sonrası Türkiye’nin bazı seçilmiş makro ekonomik göstergelerine ilişkin veriler ve gelişimi Tablo 7’deki gibidir.

**Tablo 7: Türkiye’de 1989 Tarihli 32 Sayılı Kararname Sonrası Seçilmiş Bazı Makro Ekonomik Göstergelerin Gelişimi**

	<b>CARİ FAİZ (%)</b>	<b>REEL KUR (\$/TL)</b>	<b>TÜFE*</b>	<b>REEL GSMH BÜYÜME HIZI (%)</b>	<b>REEL KBGSMH**</b>	<b>DIŞ TİC. DENG. (Milyon\$)</b>	<b>NET.PORTF. YATIRIML. (Milyon\$)</b>	<b>NET DIŞ BORÇ (Milyon\$)</b>
<b>1990</b>	59,4	0,293	60,3	9,4	1.505,1	-9.342,8	815,0	49.035,0
<b>1991</b>	72,7	0,510	65,9	0,3	1.481,3	-7.453,6	1.620,0	50.489,0
<b>1992</b>	74,2	0,860	70,1	6,4	1.546,6	-8.156,4	5.539,0	55.592,0
<b>1993</b>	74,7	1,446	66,1	8,1	1.641,9	-14.083,3	10.582,0	67.356,0
<b>1994</b>	95,6	0,038	106,3	-6,1	1.514,3	-5.164,1	11.670,0	65.601,0
<b>1995</b>	91,3	0,061	93,6	8,0	1.606,5	-14.072,0	12.839,0	73.278,0
<b>1996</b>	93,8	0,110	79,4	7,1	1.691,9	-20.402,2	16.169,0	79.386,0
<b>1997</b>	96,6	0,204	85,0	8,3	1.838,6	-22.297,6	19.223,0	84.235,0
<b>1998</b>	95,5	0,313	83,6	3,9	1.880,0	-18.947,4	15.902,0	96.264,0
<b>1999</b>	46,7	0,540	63,5	-6,1	1.741,8	-14.084,0	20.849,0	103.126,0
<b>2000</b>	45,6	0,671	54,3	6,3	1.766,1	-26.727,9	23.057,0	118.503,0
<b>2001</b>	62,5	1,440	53,9	-9,5	1.570,8	-10.064,9	20.118,0	113.593,0
<b>2002</b>	48,2	1,635	44,8	7,9	1.670,9	-15.494,7	23.717,0	130.092,0
<b>2003</b>	28,6	1,396	25,2	9,9	1.741,8	-22.086,9	28.954,0	144.915,0
<b>2004</b>	22,6	1,342	8,6	9,4	2.000,0	-34.372,6	39.753,0	162.201,0
<b>2005</b>	20,4	1,343	8,2	8,4	2.100,0	-43.297,7	55.656,0	168.849,0
<b>2006</b>	23,7	1,413	9,6	6,9	1.382,0	-54.041,5	71.087,0	207.436,0
<b>2007</b>	21,0	1,165	8,8	4,7	1.434,5	-62.791,0	75.930,0	247.094,0
<b>2008</b>	25,7	1,515	10,4	1,1	1.431,0	-69.995,0	73.436,0	274.834,0

**Kaynak:** Türkiye İstatistik Kurumu(TÜİK), 2008 -2009 ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2009 verilerinden derlenmiştir.

\*1987 ve 2003 Sabit Fiyatlarıyla (%)

\*\*1987 Sabit Üretici Fiyatlarıyla (\$)

Türkiye’de 1980 – 2001 yılları arasında sağlanan ortalama % 3, 65lik büyüme oranı benzer ülkelerle karşılaştırıldığında düşük kalmıştır. Benzer şekilde büyümenin en sağlam göstergelerinden biri olan sabit sermaye yatırımlarının GSMH içindeki payı 1980’lerdeki %21, 8 den 2001 yılında %18, 4’e gerilemiştir. 1990’lı yıllarla birlikte azalan tasarruf ve yatırımlar ve kamu kesimin bütçe dengesi dış borçlarla finanse edilmeye çalışılmıştır. (Coşkun, 2002: 237).

2001 – 2009 yılları arasında ise ortalama büyüme nominal olarak % 6, 9 olarak benzer ülkelerin seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak bunda reel dolar kurunun düşük kalmasının belirleyici olduğu görülmektedir.

1980’lerin başında dışa açık büyüme stratejisinin benimsenmesiyle birlikte ihracatın GSYİH içindeki payı % 4, 3’lerden, 2008 yılına gelindiğinde % 14, 8’lere, ithalatın GSYİH içindeki payı % 11, 6’dan % 20, 4’lere çıkmıştır (TÜİK, 2009 ve DPT, 2009a).

Bahsedilen dönemde ithalatla ihracat arasındaki dengenin, ihracat aleyhine artan bir ivmeyle bozulması dikkat çekici görünmektedir. İhracat/ithalat arasındaki farkı gösteren dış ticaret açığı 1984’te 3.6 Milyar dolar iken, 2008 yılında 69, 99 Milyar dolara çıkmıştır(TCMB, 2009). Bu durumun, Türkiye’deki finansal liberalizasyon reformlarının kaynağını oluşturduğu düşünülmektedir. Bu dönemde ithalatın GSYİH içindeki payının arttığı ve ihracatın payının azalarak dünya ile rekabet olanakları konusunda önemli kayıpların yaşandığı söylenebilir.

1989’da başlayan finansal liberalizasyon süreciyle birlikte cari açığın finansmanı konusuna bakıldığında olumlu bir tablo ile karşılaşılmaktadır. Cari işlemler dengesine net hata noksan kaleminin eklenmesiyle bulunan toplam finansman ihtiyacı yıllar içinde artarken bu ihtiyacın karşılanmasına yönelik ülkeye giren uluslararası finansal yatırım miktarı ise katlanarak artış göstermektedir. Cari işlemler dengesi açıklarının finansmanında önemli bir yer tutan uluslararası finansal sermaye yatırımları ülkemize 1986 yılında gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 No’lu Kararname’yle birlikte bu yatırımların hacminde de önemli artışlar olmuştur.

Kriz dönemleri hariç Türkiye’ye cari açık finansman ihtiyacının üzerinde uluslararası finansal yatırım girişi olduğu görülmektedir. 1986 -1989 yılları arasında ülkemize giren net uluslararası finansal yatırımını 2, 9 Milyar dolar civarındayken

1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 3, 9 Milyar dolar olmuştur. Bu artışın 3, 7 Milyarlık bölümü kamu açıklarını kapatmaya yönelik, kamu ağırlıklı tahvil borçlanmasından kaynaklanmaktadır (Kar ve Kara, 2001: 5).

Ülkemizden en yüksek miktarlı uluslararası finansal yatırımlardaki çıkış 2001 Şubat krizinin etkisiyle 2001 yılında yaşanmış ve bu çıkış net, 11 Milyar dolar civarında gerçekleşmiştir.

1998 yılına kadar cari açık finansman ihtiyacı ile uluslararası finansal yatırımlar arasındaki farkın düşük olduğu ama 1998 yılından itibaren, farkın uluslararası finansal yatırımlar lehine açıldığı görülmektedir. Cari açığın finansman ihtiyacı 2004, 2005, 2006, 2007 ve 2008 yıllarında sırasıyla 21, 6, 30, 4, 41, 0, 45, 1, 47, 8 Milyar dolar ve 2009 yılı ağustos sonu itibariyle de 6, 55 Milyar dolar iken aynı dönemler için ülkeye giren net portföy yatırım miktarları ise sırasıyla 44, 8, 71, 9, 81, 3, 118, 6, 66, 8 ve 86, 9 Milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (DPT, 2009).

Türkiye'ye 2001 – 2008 yılları arasında giren UFSY'nin yatırım araçlarına göre dağılımı Tablo 8'deki gibidir.

**Tablo 8: Türkiye'ye Yönelik UFSY'nin, Yatırım Araçlarına Göre Dağılımı (Milyon Dolar)**

	<b>Hisse Senedi</b>	<b>DİBS</b>	<b>Yurtdışı Tahvil</b>	<b>TOPLAM</b>
<b>2001</b>	5.635	727	17.422	23.784
<b>2002</b>	3.450	1.458	18.454	23.362
<b>2003</b>	8.954	3.174	17.546	29.674
<b>2004</b>	16.141	12.314	16.946	45.401
<b>2005</b>	33.387	20.139	19.080	72.606
<b>2006</b>	33.816	26.721	23.873	84.410
<b>2007</b>	64.201	32.166	24.262	120.629
<b>2008</b>	23.196	20.433	25.173	68.802

**Kaynak:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2008a: 15

Tablo incelendiğinde ülkeye giren portföy yatırımları 2003 yılından sonra belirgin bir artış göstermiştir. Yatırımların ağırlıklı kısmının bütün yıllarda hisse senedi piyasasına yöneldiği ve bu araçtaki volatilitenin fazla olduğu görülmektedir. Aslında DİBS'lerinde belirgin bir dalgalanma sergilediği söylenebilir. Bunda hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmaların ve kamu kesimi borçlanma gereğinin etkili olduğu ileri sürülebilir. Yurtdışı tahvillerin ise istikrarlı bir seyir izlediği ve bunda uluslararası kotasyon kriterlerinin etkili olabileceği düşünülmektedir.

Kambiyo kontrollerinin kaldırıldığı 1989 yılından bu yana tüm GOÜ'lere göre Türkiye'nin dış borç stokunun çok daha hızlı artmış olduğu görülmektedir. 1989 – 2005 yılları arasında toplam dış borç stokunun yıllık ortalama artış oranı GOÜ'ler için % 5, 4, Türkiye için % 9, 1'dir. 1997 deki Asya krizi sonrası kırılmalıklarını azaltmak ve yeni bir şoka hazırlıklı olmak amacıyla birçok GOÜ yıllık dış borç büyüme hızını 1998 – 2005 arasında % 3, 4'e indirmiş; Türkiye ise, % 8, 4'lük bir artış oranı gerçekleştirerek aradaki farkı açmıştır. Türkiye'nin dış borçlarının tüm GOÜ borçlarına oranları 1989, 1998 ve 2005'te sırasıyla % 3, % 3, 8, % 5, 3 (Boratav, 2007: 10) ve 2008'de %7, 6 olarak gelişmiştir ( DPT, 2009: T43K). Sonuç olarak Türkiye'nin dış borçları artan bir trend izlemiştir.

Finansal liberalizasyon sürecine dâhil olan ve bu süreçten yararlanma yolunu seçen GOÜ'lerde, beklenmeyen ve öngörülmeleyen birtakım sorunlarla karşı karşıya kalındığı görülmektedir. Son yıllarda GOÜ ekonomilerinde ortaya çıkan finansal karakterli krizler, neoklasik hipotezlerin reel ekonomideki beklentileri karşılamadığı ileri sürülmektedir.

Rodrik (1998, ) GOÜ'lerin finansal liberalizasyon reformları ile yatırım miktarları/büyüme oranları arasında karşılıklı bir ilişkinin olmadığını belirtmekte ve GOÜ'lerde ortaya çıkan krizlerin kaynağının finansal dışa açıklık olduğunu ileri sürmektedir ( Rodrik, 1998: 2).

Rodrik ayrıca, finansal sermaye hareketleri değerlendirmelerinde mevcut sistemin geleceğine dair bir takım saptamalarda bulunmaktadır. Buna göre, finansal piyasaların topluca harekete, paniklere, bulaşmaya, aşırı şişkinlik ve patlama döngüsüne eğilimli bir şekilde işleyen bir süreç olduğu gerçeğinin anlaşılması gerekmektedir. Bu olumsuzlukların bir kısım uygun makroekonomik politikalarla ve Tobin Vergisi gibi finansal standartlarla azaltılabilmekle birlikte tamamen ortadan

kaldırılmayacağını belirtmekte, bu durumun hem yerel hem de uluslararası finansal piyasalar için de geçerli olduğunu ileri sürmektedir( Rodrik, 1998: 10)

Yeldan (2002), Finansal liberalizasyonun, GOÜ'lerin ve uluslararası finans piyasalarının gelişimine önemli katkılar sağladığını ancak GOÜ'lerin bağımsız para, döviz kuru ve faiz politikaları izleyebilme kabiliyetlerinin zayıflamasına neden olduğunu bildirmektedir. Bu nedenle söz konusu ülkelerin kendi ülkelerine özgü büyüme ve kalkınma stratejilerini saptama ve uygulama olanaklarından yoksun kaldığı ileri sürülmektedir.

## II. BÖLÜM

### FİNANSAL LİBERALİZASYON VE İKTİSADİ BÜYÜME İLİŞKİSİNİ ARAŞTIRAN DENEYSEL LİTERATÜR

Finansal liberalizasyon ve iktisadi büyüme ilişkisini araştıran deneysel literatür, karşıt görüşleri savunan, Arz Öncüllü Neoklasik Hipotez ve Talep Takipli Postkeynesyen Hipotez çerçevesinde ele alınmaktadır.

McKinnon&Shaw Hipotezi'ne dayanan Arz Öncüllü Neoklasik Hipotez, uzun vadede finansal liberalizasyon ve finansal gelişme paralelinde gelişen finansal kaynakların, yatırımları finanse ederek iktisadi büyümeye yol açtığını ileri sürmektedir.

Talep Takipli Postkeynesyen Hipotez ise, uzun vadede finansal liberalizasyon ve finansal gelişme paralelinde gelişen finansal kaynakların, yatırımların finansmanına yönelmek yerine, spekülasyona<sup>1</sup> yönelerek reel ekonominin kazanımlarını aşındırdığını ve iktisadi büyümeyi azalttığını savunmaktadır.

#### **Arz Öncüllü Neoklasik Hipotez “McKinnon&Shaw Hipotezi”**

Temelini ödünç verilebilir fonlar teorisinden alan McKinnon&Shaw Hipotezi'ne göre, GOÜ<sup>2</sup>'lerde keynesyen para ve maliye politikalarıyla faiz oranlarının ve finans piyasaların baskı altında tutulması bu ülkeler için optimal piyasa etkinliğini engelleyerek yurtiçi tasarruf/yatırım/iktisadi büyüme sürecindeki kaynak dağılımını olumsuz etkileyerek etkisizleştirmektedir.

McKinnon&Shaw Hipotezi'ne göre istenilen büyüme hızına ulaşmak için yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan GOÜ'lerde faiz oranı yükselerek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilebilmektedir. Finansal liberalizasyon faiz

---

<sup>1</sup> Spekülasyon kelimesinin 1. Türkçe karşılığı “Vurgunculuk” Türk Dil Kurumu <http://www.tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=verilst&kelime=spek%FClasyon&ayn=tam>

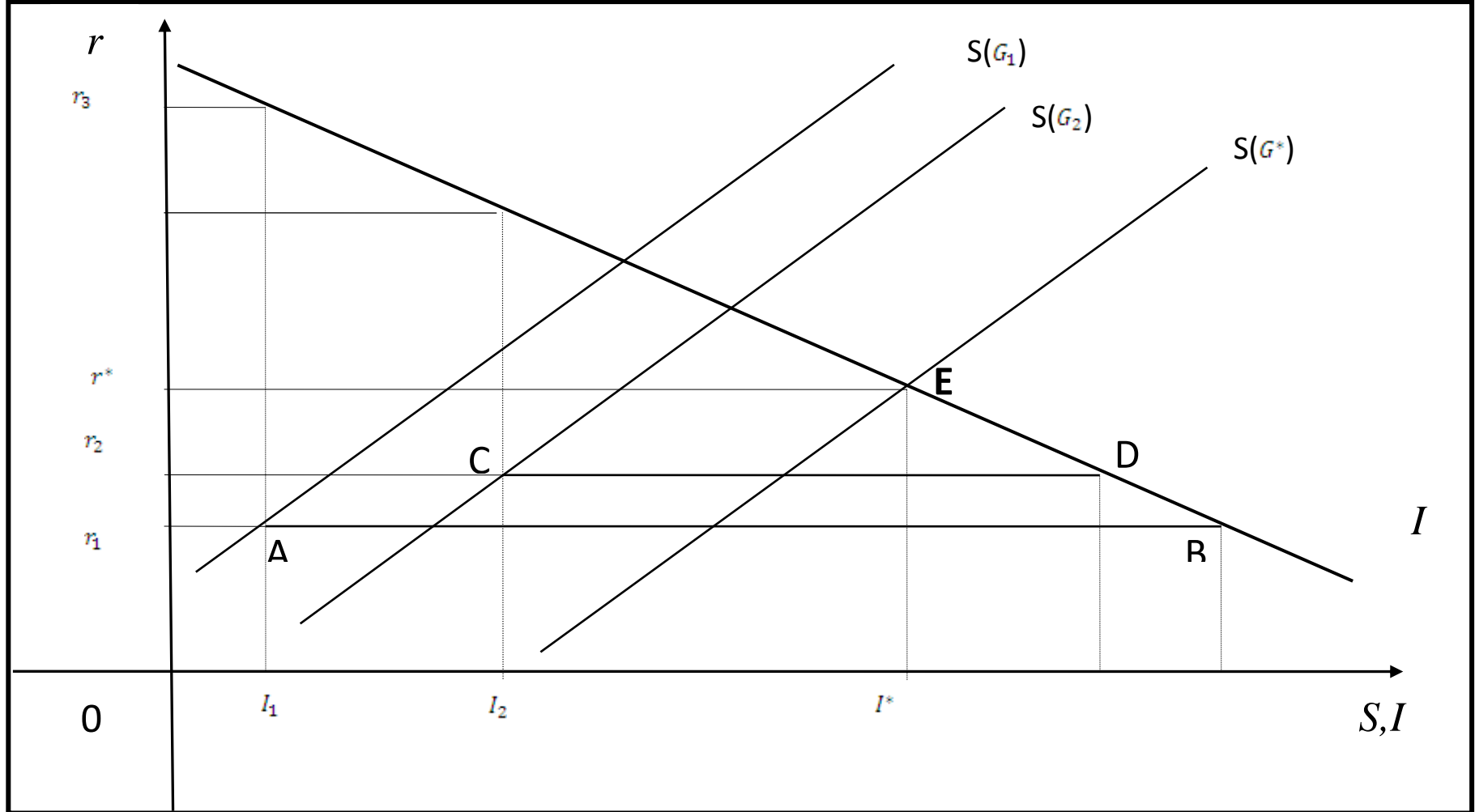
<sup>2</sup> Gelişmekte olan ülkeler (Developing Countries) temsil eden ülkeler coğrafi dağılımlarına göre şu şekilde ifade edilebilir. Latin Amerika ülkeleri: Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Meksika, Peru, Uruguay; Avrupa ülkeleri: Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya, Slovakya, Türkiye; Afrika&Ortadoğu Ülkeleri Cezayir, Mısır, Fas, Güney Afrika ve Tunus; Doğu- Güneydoğu Asya&Pasifik ülkeleri: Çin, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayland ve Afrika&Ortadoğu Ülkeleri Cezayir, Mısır, Fas, Güney Afrika ve Tunus gibi ülke gruplarından oluşmaktadır.



oranlarının ülkeler arasında eşitlenmesini sağlayarak rekabeti arttırmaktadır. Rekabetin artması finansal piyasaların daha verimli çalışmasını sağlayarak tasarruf sahipleri ve yatırımcılar için daha iyi olanaklar sağlamaktadır. Böylece piyasada doğru politikaların ödüllendirilip yanlış politikaların cezalandırılması sonucunda hükümetlerin daha disiplinli ve etkili iktisadi politikalara yöneleceği savunulmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003: 4).

Faiz oranlarının piyasa düzeyinin altında sabitlenmesinin etkileri Şekil 2’de görülebilmektedir. Yatırımların (I) reel faiz oranının azalan bir fonksiyonu olduğu, tasarrufların (S), milli gelir ve reel faiz oranının artan bir fonksiyonu olduğu varsayılır. Şekilde, her bir tasarruf düzeyi, iktisadi büyüme’nin (G) belirli bir düzeyine bağlı olarak tanımlanmış ve  $G_1 < G_2 < G^*$  olduğu kabul edilmiştir (Uçak, 2006: 11-12).

Şekil 2: McKinnon&Shaw Hipotezi



Kaynak: Uçak, 2006: 12

İlk aşamada ekonominin büyüme oranının  $G_1$  olduğu varsayılmakta ve  $r_1$  oranında tasarruflar  $I_1$ 'e eşit olmaktadır. Bu faiz düzeyinde yatırımların AB kadarlık kısmı gerçekleşmemektedir. Başka bir deyişle, kredi sınırlandırılmış ve girişimcilerin bir kısmı kârlı olabilecek yatırımlarını finanse edememiştir. Faizlerin  $r_1$  den  $r_2$  ye yükselmesi, finans kesimi üzerindeki devlet baskısının gevşediğini göstermektedir.  $r_2$  faiz düzeyi finansal piyasalar üzerinde devlet kontrolünün halen devam etmekte olduğunu göstermekle birlikte, karşılanmamış yatırım talebi AB düzeyinden CD düzeyine gerilemektedir. Faizler denge düzeyi olan  $r^*$  ye geldiğinde karşılanmamış yatırım talebi ortadan kalkmakta ve denge oluşmaktadır. McKinnon&Shaw Hipotezi'ne göre, finansal serbestleşme ile birlikte, ekonomide büyüme oranı da  $G^*$ 'e yükselmektedir.

### **Talep Takipli Postkeynesyen Hipotez**

Arz Öncüllü Neoklasik Hipotez'e karşı Talep Takipli Postkeynesyen Hipotez, finansal liberalizasyonun gelişmekte olan ülkeler için büyümeyi yavaşlatan bir etki yaratacağını savunmaktadır. McKinnon&Shaw Hipotezi, finansal liberalizasyonu tam istihdam varsayımına dayalı ödünç verilebilir fonlar teorisi ile savunurken, tam istihdam varsayımını sorgulayan Postkeynesyen hipotez, eksik istihdam koşullarında olan bir ekonomide ödünç verilebilir fonlar teorisinin geçerli olmayacağını, dolayısıyla finansal liberalizasyondan beklenen pozitif etkinin gerçekleşmesinin zor olduğunu savunmaktadır (Atamtürk, 2007: 78-79).

Ayrıca GOÜ'lerde finans kesimindeki yapısal istikrarsızlıklar ile asimetrik bilgi nedeniyle piyasa etkinliğinin zayıflaması, finansal liberalizasyondan beklenen etkinin gerçekleşmesi önünde bir başka engel oluşturmaktadır. Finansal dışa açılma sonucunda yükselen faiz oranları, kredi veren bankalar açısından riski arttıracaktır. Finansal krizlerin bankacılık kesiminden ortaya çıktığını savunan Postkeynesyen görüş, dışa açılma sonucu yükselen faiz oranı ve asimetrik bilgiye dayalı piyasa istikrarsızlığı gibi nedenlerle GOÜ'lerde uygulanan finansal dışa açılma yaklaşımına sorgulayıcı bakmaktadır.

Postkeynesyen görüş geleceğin belirsizliğinden hareket ederek yatırımların istikrarsız yapısına vurgu yapmaktadır. Böyle bir yapıda finansal dışa açılmanın

getireceği vurguncu yapı, beklentileri değiştirerek yatırım kalitesini dūřürecektir. Çünkü finansal dışa açılma ile yükselen faiz oranı vurguncu beklentileri artıracaktır. Beklentilerin bu yönde değişmesi kredi verenleri fazla getiri ve fazla risk ortamına çekerek kalitesi dūřük, yapısı istikrarsız bir yatırım ortamının oluşmasına ortam hazırlayacaktır (Atamtürk, 2007: 78-79).

Uluslararası finansal sermaye hareketleri ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran deneysel literatür, Arz Öncüllü Neoklasik Hipotez ve Talep Takipli Postkeynesyen Hipotez çerçevesinde ele alınacaktır.

Uluslararası finansal sermaye hareketleri'nin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini araştıran deneysel literatür, ağırlıklı olarak finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisi kalıbıyla ele alınmaktadır. Bu kalıba göre elde edilen nedensellik ilişkisinin yönü finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru ise Arz Öncüllü Neoklasik Hipotez geçerli olmakta ve finansal liberalizasyon ve uluslararası finansal sermaye hareketleri desteklenmektedir. Eğer nedensellik ilişkisinin yönü iktisadi büyümekten finansal gelişmeye doğru ise Talep Takipli Postkeynesyen Hipotez geçerli olmakta ve finansal liberalizasyon ve uluslararası finansal sermaye hareketleri desteklenmemektedir.

## **1. ARZ ÖNCÜLLÜ NEOKLASİK HİPOTEZİ DESTEKLEYEN LİTERATÜR**

### **1.1. Dünya Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar**

King ve Levine (1993), 1960-89 yılları arasında OECD ülkelerini de kapsayan 77 ülke verilerini kullanarak yaptıkları deneysel çalışmada, yüksek finansal gelişme düzeyi ile iktisadi büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunup bulunmadığını araştırmışlardır. Bu çalışma sonucunda, finansal sistem gelişmesinin, sermaye birikim oranını arttırması, sermaye kullanan ekonomilerin etkinliğini arttırması, sermaye dağılımını iyileştirmesi, riskin yayılması ve yenilikçi aktiviteleri teşvik etmesi gibi kanallar yardımıyla uzun vadede iktisadi büyümeyi arttıracağı yolunda pozitif bulgular elde edilmiştir.

Levine (1997), son 30 yılda finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi test eden literatürü incelediği çalışmasında yapılan çalışmalarla finansal piyasa ve kurumlardaki gelişmelerin bir takım kanallarla iktisadi büyümeyi etkilediğini ve iktisadi büyümeden etkilendiğini ileri sürmektedir. Levine çeşitli düzeylerde yapılan deneysel çalışmalarla hacmi genişleyen literatürün, finansal sistem ile iktisadi büyüme arasında uzun vadeli, güçlü ve pozitif bir ilişkinin varlığını kanıtladığını savunmaktadır.

Haslag ve Koo (1999), 1960 – 1989 yılları arasında 119 gelişmiş ve GOÜ ekonomisinde finansal baskının iktisadi büyüme ve finansal gelişme ile ilişkisini belirlemek amacıyla çok değişkenli regresyon analizi uygulaması yapmışlardır. Çalışmada enflasyon oranı ve merkez bankası rezervleri finansal baskı değişkenleri olarak ele alınmıştır. Çalışma sonucunda enflasyon oranı ile iktisadi büyüme arasında sistematik bir ilişki bulunmamakla birlikte merkez bankası rezervi ile iktisadi büyüme arasında güçlü olmayan, negatif ve sistematik bir ilişki bulunmaktadır. Enflasyon oranı ve merkez bankası rezervi yüksek olan ülkeler finansal baskı uygulayan ülkeler olarak ele alınmış ve bu ülkelerde finansal gelişmenin zayıf olduğu sonucuna varılmıştır. Buna göre finansal baskı ve finansal gelişme arasında güçlü ve negatif bir ilişki bulunmaktadır. Bu çalışmanın sonucuna bakarak finansal gelişmesi zayıf olan ülkelerde iktisadi büyümenin de zayıf olduğu söylenebilir.

Khan ve Senhadji (2000), 1960 – 1999 yılları arasında 159 gelişmiş ve GOÜ ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla yatay kesit panel veri analiz testi uygulamışlardır. Çalışma sonucuna göre, finansal gelişme, iktisadi büyüme üzerinde güçlü, pozitif ve istatistiksel olarak belirgin bir etkiye sahip bulunurken etkinin ölçeği kullanılan finansal gelişme değişkenlerine, tahmin yöntemine, verilerin frekansına ve ilişkinin yapısal formuna bağlı bulunmaktadır.

Bailliu (2000), 1975 – 1995 yılları arasında 40 GOÜ ekonomisinde sermaye hareketleri ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla dinamik panel veri analiz modeline dayalı deneysel bir çalışma yapmıştır. Çalışma sonucunda gelişmiş bir bankacılık sektörüne sahip ve hükümet müdahalelerinin bulunmadığı ülkelerde sermaye hareketleri DYY şeklinde gelişmekte ve yatırımların oranını arttırarak iktisadi büyüme üzerinde belirgin ve pozitif etkide bulunmaktadır. Öte

yandan bankacılık sektörü zayıf olan ülkelerde ise sermaye hareketleri iktisadi büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahip bulunmaktadır. Bu tip ülkelerde finansal gelişme ve hükümet müdahaleleri arasında karşılıklı bir ilişki bulunmaktadır ve bu ülkelere giren sermaye spekülasyon amacıyla gelmekte ve reel ekonomiye katkı sağlamamaktadır. Çalışmanın nihai sonucuna göre finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında pozitif ilişki bulunmaktadır.

Levine (2001), 1988 – 2005 yılları arasında 80 ülke üzerinde uluslararası finansal liberalizasyon ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla deneysel bir çalışma yapmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre, portföy yatırımlarının serbestleştirilmesiyle hisse senedi piyasalarının likiditesi artmakta ve bu verimlilik artışı yoluyla iktisadi büyümeye olumlu olarak yansımaktadır. Diğer yandan büyük bankaların varlığına izin verilmesiyle ulusal bankacılık sisteminin etkinliğinin arttığı ve bunun da aynı şekilde verimlilik artışı yoluyla iktisadi büyümeye katkı sağladığı ileri sürülmektedir.

Müslümov ve Aras (2002), 1982 – 2000 yılları arasında 22 OECD ülkesi ekonomisinde, sermaye piyasası gelişmesi ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi tahmin etmek amacıyla, sermaye piyasası kapitalizasyonu/sermaye piyasası likiditesi ve GSYİH değişkenlerini kullanarak Granger nedenselliğine dayalı Sims testi uygulamıştır. Çalışma tahmin sonuçlarına göre, sermaye piyasası gelişmesi iktisadi büyümenin Granger nedenidir. Çalışmada iktisadi büyümeden sermaye piyasası gelişmesine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi veya karşılıklı nedensellik ilişkisi hipotezlerini desteklemeyen sonuçlara ulaşıldığı ileri sürülmektedir. Çalışmada, ayrıca, sermaye piyasası kapitalizasyonunun sermaye piyasası likiditesine göre iktisadi büyüme üzerinde daha belirgin bir etkiye sahip olduğu belirtilerek bunda, sermaye piyasası likiditesinin sermaye piyasası kapitalizasyona göre daha esnek değişim gücüne sahip olmasının etkili olabileceği bildirilmiştir.

Güloğlu (2003), 1970 – 1994 yılları arasında 43 gelişmiş ve GOÜ ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi 5 yıl üzerinden ortalaması alınmış verilerle, liberalizasyon öncesi ve sonrası olmak üzere, yatay kesit panel veri analiz modeli ile tahmin etmiştir. Çalışma sonucuna göre, liberalizasyon öncesi dönem için elde edilen sonuçlara göre, finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Bu sonucun alınmasında, bu dönemde

hâkim olan finansal baskı politikalarının etkili olduğu ileri sürülmektedir. Liberazasyon sonrası dönem için alınan sonuçlar, iktisadi büyümede düşüş ve finansal gösterge katsayılarının anlamlı düzeyde bulunamamasına rağmen, finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında finansal gelişmenin belirleyici olduğu pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu ileri sürülmüştür.

Nieuwerburgh ve Diğ. (2005), 1873 – 2000 yılları arasında Belçika ekonomisinde hisse senedi piyasası gelişimini kapsayan finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini Granger nedensellik testi analizine dayalı çalışmalarında, incelenen değişkenler arasında 1873 – 1935 yıllarında belirgin olmak üzere hisse senedi piyasası gelişiminden iktisadi büyümeye doğru nedensellik olduğunu bulmuşlardır. Onlara göre finansal gelişme ve özellikle firmaların hisse senedi piyasasına dayalı finansmanı iktisadi büyümenin önemli bir belirleyicisidir.

Stefani (2007), 1986 – 2006 yılları arasında Brezilya ekonomisinde finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini test etmeye yönelik eşbütünleşik VAR analizi uyguladığı çalışmasında finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında, finansal gelişme yönlendirici güç olmak üzere, belirgin ve güçlü bir ilişki olduğunu bulmuştur.

Hassan ve Yu (2008?), 1960 – 2005 yılları arasını kapsayan deneysel çalışmalar yapmışlardır. Çalışmanın örneklemini düşük ve orta gelirli Doğu Asya ve Pasifik ülkeleri, yüksek gelirli OECD ülkeleri, düşük ve orta gelirli Latin Amerika ve Karayip ülkeleri, Ortadoğu ve Kuzey Afrika ülkeleri, düşük ve orta gelirli Güney Asya ülkeleri ve düşük ve orta gelirli Sahra-altı Afrika ülkeleri oluşturmaktadır. Çalışmada, vector autoregression approach (VAR), varyans hata ayrıştırma (VEC) tahmin testi, etki tepki fonksiyon testi ve Granger nedensellik testi gibi çok değişkenli zaman serisi modelleri uygulanmıştır. Yazarlara göre Levine (1997)'nin ileri sürdüğü gibi finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında uzun vadede (30 yılı aşkın) pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Ancak çalışmanın Granger nedensellik test sonuçları değişkenler arasında kısa vadeli ilişki olduğunu göstermiştir. Bu sonucun alınmasında zayıf gelişim sergileyen ülkelerdeki ve özellikle Güney Asya ve Sahra-altı ülkelerindeki yanlış uygulanan yasal sistem ve politik istikrarsızlık nedeniyle finansal sistem'nin 10 yılı kapsayan kısa vadede gelişmemesinin, iktisadi büyümenin düşük seyretmesinde etkili olduğu ileri sürülmektedir.

Fung (2008?), 1967 – 2001 yılları arasında 13'ü sanayileşmiş ve 44'ü GOÜ ekonomisinde reel ve finansal sektör arasındaki etkileşim tarafından içerilen finansal gelişme ve iktisadi büyümedeki koşullu yakınsamayı test etmeye yönelik olarak yaptığı çalışmada koşullu yakınsama konusunda güçlü kanıtlar bulmuştur. Buna göre orta ve yüksek gelirli ülkeler için koşullu yakınsama yalnızca iktisadi büyüme için değil finansal gelişme içinde geçerlidir. Bulunan sonuçlar benzer şekilde iktisadi gelişme aşamasının başlarında finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin daha güçlü olduğunu ve bu ilişkinin iktisadi büyümenin artmasına paralel şekilde azaldığını göstermektedir. Öte yandan görece olarak finansal sektörü gelişmiş düşük gelirli ülkelerin kendi gruplarındaki orta ve yüksek gelirli ülkeleri yakalaması daha olası görünmekle birlikte görece olarak finansal sektörü az gelişmiş fakir ülkelerde bu olasılık daha düşük bulunmuştur. Bulunan sonuçlara göre fakir ülkelerle zengin ülkeler arasında büyük bir ıraksama bulunmaktadır.

Ghimire ve Giorgioni (2009), 1970 – 2006 yılları arasında 28'i GOÜ olmak üzere 121 ülke ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi panel birim kök testlerini içeren yatay kesit panel veri analiz modeli ile tahmin etmişlerdir. Çalışmada amaca ulaşmak için özel kredi değişkeni ile hisse senedi piyasası değişkeninin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın sonucuna göre özel kredi değişkeninin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi kısa vadede negatif çıkmakla birlikte, uzun vadede özel kredi ile iktisadi büyüme arasında, önceki çalışmalarla tutarsız olarak, güçlü ve pozitif bir ilişkiye dair delil bulunamamıştır. Diğer taraftan hisse senedi piyasası ve iktisadi büyüme arasında belirgin ve pozitif bir ilişkiye dair deliller sağlanabilmiştir. Ancak elde edilen sonuçlar, değişken seçimine önemli derecede bağlı bulunmuştur.

Yay ve Oktayer (2009), 1970 – 2006 yılları arasında 21'i GOÜ ve 16'sı GÜ olmak üzere 39 ülke ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi genelleştirilmiş yatay kesit panel veri analiz modeli ile tahmin etmişlerdir. Çalışmada amaca ulaşmak için özel kredi değişkeni ile hisse senedi piyasası değişkeninin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın sonucuna göre finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi pozitifdir. Buna göre GOÜ'lerdeki iktisadi büyümede hisse senedi piyasaları ile banka gelişmişliğinin her



ikisi birden belirgin şekilde etkili olmaktadır, GÜ'lerde yalnızca hisse senedi piyasaları iktisadi büyüme üzerinde belirgin bir etkiye sahiptir.

Caporale ve Diğ. (2009), 1994 – 2007 yılları arasında AB'ye yeni üye olan 10 ülkede finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi dinamik panel modelini kullanarak tahmin etmişlerdir. Onların bulgularına göre bu ülkelerin hisse senedi ve kredi piyasaları gelişimi hala düşük seyretmekte ve finansal derinlik yetersiz olduğu için iktisadi büyümeleri sınırlı olmaktadır. Ayrıca bu çalışmada Granger nedenselliğinin yönü finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru bulunmuştur.

Sinha ve Macri (2009), her bir ülke için farklı dönemleri kapsamak üzere 1948 – 1997 yılları arasında Hindistan, Japonya, Kore, Malezya, Pakistan, Filipinler, Sri Lanka ve Tayland'dan oluşan 8 Asya ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek üzere GSYİH artış oranı ve finansal gelişme değişkenlerine ait zaman serisi verileri kullanan, çok değişkenli nedensellik testine dayalı regresyon analizi uygulamışlardır. Çalışma sonucuna göre, Hindistan, Malezya, Pakistan ve Sri Lanka için finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında pozitif ve güçlü bir ilişki bulunmuştur. GSYİH ve finansal gelişme değişkenlerine uygulanan çok değişkenli nedensellik testi Hindistan ve Malezya için çift yönlü, Japonya ve Tayland için finansal gelişmeden GSYİH değişkenine doğru ve Kore, Pakistan ve Filipinlerde GSYİH değişkeninden finansal gelişmeye doğru olmak üzere tek yönlü ilişki bulunmuştur. Sri Lanka için nedensellik testi anlamsız bulunmuştur.

Esso (2009), Cape Verde, Fildişi Sahili, Gine, Nijer, Sierra Leone ve Togo'yu kapsayan altı Batı Afrika ülkesinin 1960-2005 dönemlerine ait verileri kullandığı deneysel çalışmasında uzun dönemde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında ilişki olduğunu belirtmektedir. Ancak finansal gelişmenin iktisadi büyümeye uzun vadedeki etkileri Fildişi Sahili, Gine, Nijer ve Togo'da pozitif iken Sierra Leone ve Cape Verde'de negatif olarak bulunmuştur. Yapılan çalışmada yalnızca Fildişi Sahili ve Gine'de finansal gelişmenin iktisadi büyümenin belirgin şekilde nedeni olduğu bulunmuştur. Ancak Esso bu sonuçların ülke özelinde geçerli olduğunu ve genellemelerde kullanılamayacağını belirtmektedir.

## 1.2. Türkiye Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar

Aslan ve Küçükaksoy (2006), 1970 – 2004 yılları arasında Türkiye ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini, özel sektör kredi hacmi ve kişi başı GSYİH değişkenlerini kullanarak VAR modeline dayalı Granger nedensellik testi ile tahmin etmişlerdir. Çalışma sonucunda, finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki Granger nedenselliğinin yönü finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru bulunmuş ve Arz Öncüllü Neoklasik Hipotez'in desteklendiği belirtilmiştir.

Halicioğlu (2007) 1968 – 2005 yılları arasında Türkiye ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini eşbütünleşik sınır testi yaklaşımını kullanarak tahmin etmiştir. Buna göre finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında uzun dönemli bir ilişki kurulmaktadır. Ayrıca çalışmada kısa ve uzun vadeler için uygulanan Granger nedensellik sonuçlarına göre finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru tek yönlü nedensellik bulunmuştur.

Şener (2008), 1974 – 2005 yılları arasında Türkiye ekonomisinde DYY girişlerinin cari denge, kişi başı GSYİH, sabit sermaye birikimi ve enflasyon gibi makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla deneysel bir çalışma uygulamıştır. Çalışmada VAR modeline dayalı nedensellik testi ve hata düzeltme işlemi uygulanmıştır. Çalışma sonuçlarına göre DYY ve enflasyon arasında ters yönlü bir korelasyon bulunmuş ve DYY artışlarının cari denge, sabit sermaye birikimi ve kişi başı GSYİH üzerinde olumlu etkilerde bulunmuştur. Ancak ilişkinin yönü karşılıklı olup DYY öncü değişkendir. Çalışma Arz Öncüllü Neoklasik Hipotezi desteklemektedir.

Altıntaş ve Ayrıçay (2009), 1987 – 2007 yılları arasında Türkiye ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini belirlemek amacıyla; faiz oranı, dışa açıklık, finansal gelişme ve reel GSYİH değişkenlerini kullanarak, otoregresif gecikme dağılımı (ARDL) modeline dayalı eşbütünleşik sınır testi yaklaşımı ile analiz etmişlerdir. Çalışma sonucuna göre değişkenler arasında uzun vadede eşbütünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Değişkenler arası ilişki düzeyi ele alındığında faiz oranları ve iktisadi büyüme arasında görece düşük pozitif ilişki, finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında görece belirgin pozitif ilişki ve dışa açıklık ve iktisadi

büyüme arasında önemsiz pozitif ilişki bulunmuştur. Çalışma sonuçlarına göre Arz Öncüllü Neoklasik Hipotezin doğrulandığı savunulmaktadır.

## **2. TALEP TAKİPLİ POSTKEYNESYEN HİPOTEZİ DESTEKLEYEN LİTERATÜR**

### **2.1. Dünya Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar**

Eatwell (1996), 1960 – 1971 dönemi için 54 ülke ekonomisinde finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla deneysel bir uygulama yapmıştır. Çalışmanın odağını, sanayileşmiş ülkelerinin düşük iktisadi büyüme performansının finansal liberalizasyon ile ilgili olup olmadığı oluşturmaktadır. Çalışma sonucunda, finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasında negatif bir ilişkinin varlığı bulunmuştur. Buna göre, yatırım/GSMH oranlarının incelenen dönem sonrasında azaldığı ve benzer şekilde, GSMH'nın % 30'la % 60 arasında düştüğü yönünde sonuçlara ulaşılmıştır.

Rodrik (1998), 1979 – 1989 yılları arasında 100 az gelişmiş ülke ve GOÜ ekonomisinde, finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla, kişi başı GSYİH büyümesi, GSYİH'da yatırımın payı ve enflasyon değişkenlerine ait verileri kullanarak yaptığı deneysel çalışmada, GOÜ'lerde sermaye hesabı liberalizasyonunun iktisadi büyüme üzerindeki etkileri konusunda yapısal analiz tahmininde bulunmuştur. Çalışma sonucunda, GOÜ'lerde finansal liberalizasyon ile iktisadi büyümenin üç göstergesi, kişi başı GSYİH büyümesi, GSYİH'da yatırımın payı ve enflasyon arasında pozitif bir ilişki bulunamamıştır.

Coivu (2002), 1993 – 2000 yılları arasında 25 ülkeden oluşan geçiş ekonomilerinde finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini, etkisi sabitlenmiş panel veri modeline dayalı regresyon analizi ile test etmiştir. Çalışmanın sonucu konuya ilişkin genel teori ile tutarlı değildir. Çalışma sonucunda finansal gelişmeyi temsil eden üç değişkenden, sektörel ölçeğin finansal gelişmeyi temsilde yetersiz olduğu belirtilirken faiz oranı marjı ve banka kredi miktarı ile iktisadi büyüme arasında belirgin ve negatif bir ilişki bulunmuştur. Bu sonucun alınmasında

ele alınan çalışma periyodunda adı geçen ülkelerde yaşanan birçok bankacılık krizinin etkili olabileceği belirtilmektedir.

Shan ve Jianhong (2006), son 20 yıl için Çin ekonomisinde finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini test etmeye yönelik VAR analizine dayalı çalışmalarıyla finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerinde işgücü faktöründen sonra ikinci güç olduğunu ileri sürmektedirler. Onlara göre finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında çift yönlü nedensellik bulunduğundan Arz Öncüllü Neoklasik Hipotez Çin deneyimine genellenememektedir.

FitzGerald (2006), finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisi hakkında ortaya konulmuş olan literatürü incelemeye yönelik çalışmasında finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki potansiyel katkısının kayda değer bulunduğunu ancak bu potansiyelin ihtiyaca göre yapılandırılmış kurumsal düzenlemeler olmadan gerçekleşemediğini belirtmektedir. Çalışmada bulunan diğer bir sonuca göre finansal derinlik ve finansal gelişme gibi geleneksel ölçütler iktisadi büyümedeki oranların artışıyla ilişkili bulunmamaktadır. Çalışmada ayrıca finansal liberalizasyon uygulamalarının daha etkin ve daha likit bir finansal iyileşmeye öncülük ettiği ancak toplam tasarruf veya yatırım oranlarının artmasında bir katkı sağlamadığına dikkat çekilmektedir. Son olarak standart finansal liberalizasyon modeliyle yatırımlarda ve şirket yönetiminde sağlanması gereken kazanımlar kısa vadeli sermaye akımlarından kaynaklanan istikrarsızlıklar nedeniyle sınırlanabilmektedir.

Prasad ve Diğ. (2006), 1970 – 2004 yılları arasında 103 gelişmiş ve GOÜ ekonomisinde sermaye hareketleri ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi yatay kesit panel veri analiz testi ile tahmin etmişlerdir. Çalışma sonucuna göre endüstrileşmemiş ülkelerin iktisadi büyümelerinde yabancı sermayenin etkisi tartışmalı olup bunda endüstrileşmemiş ülkelerin zaman zaman hızı artan ve yönü değişen yabancı sermayeyi ulusal ekonomileri için yararlı hale getirecek donanımlarının gelişmemiş olması etkili olmaktadır. Bu nedenle bu ülkelerin yabancı sermaye konusunda dikkatli davranmalarının gerektiği önerilmektedir.

Vazakidis ve Adamopoulos (2009), 1978 – 2007 yılları arasında Yunanistan ekonomisinde finansal gelişmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini vektör hata düzeltme (VECM) analizine dayalı değişkenler arası nedenselliği belirlemeye yönelik çalışmalarında hisse senedi piyasası göstergesindeki her % 1'lik artışın

iktisadi büyüme % 0,06 arttırmaktadır. Ayrıca banka kredilerindeki her % 1'lik artış iktisadi büyüme % 0,14 arttırırken verimlilikteki her % 1'lik artış iktisadi büyüme % 0,32 arttırmaktadır. Adı geçen yazarlara göre Granger nedensellik testine göre, iktisadi büyüme hisse senedi piyasası ve endüstriyel üretim göstergesindeki gelişmenin nedeni iken endüstriyel üretim göstergesi, kredi piyasalarının gelişme nedenidir.

## **2.2. Türkiye Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar**

Kar ve Pentecost (2000), 1963 – 1995 yılları arasında Türkiye ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini VECM'ne dayalı Granger nedensellik testi ile tahmin etmiştir. Çalışma sonucuna göre finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisi değişken seçimine karşı hassas bulunmuştur. Çalışmada iktisadi büyüme ölçütü olarak 5 değişkenin kullanılması bu sonucun alınmasında etkili olmuştur. Çalışmanın nihai sonucuna göre finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik gücü iktisadi büyüme ve finansal gelişme arasındaki nedensellik gücünden daha zayıftır ve Türkiye'de iktisadi büyüme, finansal gelişmeye öncülük etmiştir.

Onur (2005), 1980 – 2003 yılları arasında Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyon ve GSMH büyümesi arasındaki ilişkiyi belirlemek için dışa açıklık, finansal liberalizasyon, finansal gelişme ve GSMH değişkenlerini kullanarak VAR modeline dayalı Granger nedensellik testi uygulamıştır. Çalışmanın sonucunda Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyon sonrasında, ilk iki yıl için dışa açıklık, finansal liberalizasyon ve finansal gelişmenin; GSMH'nin nedeni olmadığı, ancak GSMH'nin; dışa açıklığın (3 yıl gecikmeli), finansal gelişmenin (1 ve 2 yıl gecikmeli), finansal liberalizasyonun ve nedeni olduğu bulunmuştur. Dışa açıklık, finansal liberalizasyon ve finansal gelişme değişkenlerinin GSMH üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla kurulan otoregresif modele göre, finansal liberalizasyon, GSMH'yi % 7 azaltırken, finansal gelişmeyi % 116 ve dışa açıklığı % 15 arttırdığı belirtilmektedir.

Tarı ve Kumcu (2005), 1983 – 2003 yılları arasında Türkiye ekonomisinde iktisadi büyümenin istikrarsızlığında etkili olan değişkenleri belirlemeye yönelik deneysel çalışmalarında kısa vadeli sermaye girişleri ile iktisadi büyüme arasında

kısa vadede güçlü ve pozitif bir ilişki olduğunu ancak uzun vadede kısa vadeli sermaye girişlerinin iktisadi büyümeyi olumsuz etkilediğini ve istikrarsızlaştırdığını bulmuşlardır.

Ardıç ve Damar (2006), 1996 – 2001 yılları arasında Türkiye ekonomisinde finansal derinleşmenin iktisadi büyüme üzerindeki etkisini dinamik-panel verisi tahmin analizine dayalı çalışmalarında finansal derinleşme ile iktisadi büyüme arasında negatif ilişki olduğunu bulmuşlardır. Onlara göre finansal sermaye yatırımları üretken sektörlere yönelmek yerine bankacılık sistemi aracılığıyla kamu açıklarının ve Türk Hazinesinin finansmanına yönelmiştir.

Yapraklı (2007), 1990 – 2006 yılları arasında Türkiye ekonomisinde ticari ve finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi üçer aylık verileri kullandığı, VECM'e dayalı çok değişkenli eş-bütünleşme ve geliştirilmiş hata düzeltmeli Granger nedensellik testlerini kullanarak analiz etmiştir. Çalışma sonuçlarına göre, uzun vadede ticari liberalizasyon ve iktisadi büyüme ilişkisinin Granger nedenselliği karşılıklı olup iktisadi büyümeye etkisi pozitif bulunmuştur. Diğer yandan finansal liberalizasyon ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkide Granger nedenselliği benzer şekilde karşılıklı olup iktisadi büyümeye etkisi belirgin şekilde negatif bulunmuştur. Ayrıca, ticari açıklıktan finansal açıklığa doğru tek yönlü nedenselliğin bulunduğu dikkat çekilmektedir.

Açıkalin ve Ünal (2008), 1992 – 2007 yılları arasında Türkiye ekonomisine yönelik DYY ve Portföy yatırımları üzerinde etkili olan küresel ve yerel etkenleri belirlemek amacıyla en küçük kareler (EKK) analizi uygulamışlardır. Analizde kullanılan değişkenler; ABD sanayi üretimi, ham petrol fiyatları, enflasyon oranı ve külçe altın ons fiyatları ile Türkiye GSYİH, TÜFE, reel döviz kuru ve sabit sermaye oluşumu değişkenleridir. Çalışma sonucuna göre, DYY ve portföy yatırımları üzerinde yerel faktörler daha belirgin bir etkiye sahiptir. Değişkenler arası ilişkiye bakıldığında karşılıklı bir ilişki bulunup GSYİH ve reel döviz kurlarından DYY ve portföy yatırımlarına doğru negatif bir etki söz konusudur. Sabit sermaye oluşumu ve enflasyon ise DYY ve portföy yatırımlarına pozitif bir etkide bulunmaktadır. Çalışmanın genel sonucu Talep Takipli Postkeynesyen Hipotezi desteklemektedir.

Hepsağ (2009), 1980 – 2007 yılları arasında Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyonun iktisadi büyüme üzerindeki etkisini, McKinnon tamamlayıcılık

hipotezi çerçevesinde, belirlemek amacıyla M2, GSMH ve reel mevduat faiz oranı değişkenlerini kullanarak, EKK yaklaşımına dayalı eşbütünleşme testi yapmıştır. Çalışma sonucunda finansal liberalizasyon politikalarının tasarruf düzeyi üzerinde pozitif bir etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre faiz oranı artışları, tasarruf ve ödünç alınabilir fon miktarını arttırmaktadır. Ancak faiz oranı artışları yatırım düzeyini pozitif yönde etkilememektedir. Çalışma sonuçları McKinnon tamamlayıcılık hipotezinin Türkiye için geçerli olmadığını bulmuştur.

### **3. BELİRGİN BİR SONUÇ ORTAYA KOYAMAYAN LİTERATÜR**

#### **3.1. Dünya Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar**

Gürsoy ve Al-Aali (2000), 1973-1988 yılları arasında Bahreyn, Suudi Arabistan ve Kuveyt örneğinde, finansal gelişme ile iktisadi büyüme değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkilerini araştırmışlardır. Çalışmada, finansal gelişme değişkenleri olarak, M1, M2, ve toplam banka kredileri; iktisadi büyüme değişkenleri olarak, her üç ülke için toplam ihracat, Kuveyt için ise ayrıca kamu harcamaları değişkenini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda, Kuveyt'te finansal gelişme değişkenlerinden iktisadi büyüme değişkenlerine doğru, Bahreyn'de iktisadi büyüme değişkenlerinden finansal gelişme değişkenlerine doğru nedensellik ilişkisi tahmin edilirken Suudi Arabistan için net bir sonuca ulaşamamıştır.

Khan ve Qayyum (2007), 1961 – 2005 yılları arasında Pakistan ekonomisinde finansal liberalizasyon ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla yıllık verileri kullanan eşbütünleşik sıçrama testi yaklaşımını uygulamışlardır. Çalışmadaki deneysel sonuçlar, uzun vadede reel GSYİH, ticari liberalizasyon, finansal gelişme ve reel faiz oranları arasında bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Ancak bulunan sonuçlara göre uzun vadede finansal sektör gelişmesi, reel mevduat faiz oranları ve ticari açıklığın reel GSYİH'nin gelişmesindeki pozitif etkisi gösterilememiş ve kısa vadede finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki negatif ve istatistiksel olarak önemsiz bulunmuştur. Bu sonuçlara rağmen yazarlar, ticari liberalizasyonun iktisadi büyümenin gelişmesinde kısa ve uzun vadelerde pozitif bir etkiye sahip olduğunu ve finansal liberalizasyonun etkisinin ticari liberalizasyona göre daha belirgin olduğunu ileri sürmektedirler.

Yüncü ve Diğ. (2007), 1994 – 2003 yılları arasında 15 ülke ekonomisinde futures piyasası gelişmesi ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki yıllık veriler kullanan panel veri analizi ile test edilmiştir. Test sonuçlarına göre futures piyasası gelişimi ile iktisadi büyüme arasında belirgin ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Aynı araştırmacılar, 1982 – 2005 yılları arasında 17’si GÜ ve 5’i GOÜ olmak üzere 22 ülke ekonomisinde finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek üzere 3’er aylık verileri kullanan zaman serisi analizi uygulamışlardır. Çalışmanın genel sonucuna göre finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında net bir ilişki ortaya konamamıştır.

Türker (2009), 1996 - 2008 yılları arasında 128 ülke ekonomisi üzerinde liberalizasyon ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi dengeli panel veri analizi yöntemini kullanarak tahmin etmiştir. Çalışma analizi iki şekilde gerçekleştirilmiştir. İlkinde ülkelerin genel olarak liberalizasyon oranları ve iktisadi büyüme oranları arasındaki ilişki tahmin edilmiştir. Buna göre liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasındaki nedenselliğin yönü liberalizasyondan büyümeye doğru negatif bulunmuştur. İkinci analizde ise liberalizasyonla ilgili dokuz farklı değişkenin iktisadi büyüme’yle ilişkisi tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, girişim serbestliği, ticari liberalizasyon, kamu büyüklüğü ve finansal liberalizasyon değişkenleri istatistiksel olarak anlamsız çıkarken, mali serbestlik, parasal serbestlik, yatırım serbestliği, mülkiyet hakları ve yozlaşmanın olmaması değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Mali serbestlik ve parasal serbestlik değişkenleri ve iktisadi büyüme arasında iktisadi büyümeye doğru pozitif ilişki bulunurken yatırım serbestliği, mülkiyet hakları ve yozlaşmanın olmaması değişkenleri ile iktisadi büyüme arasında iktisadi büyümeye doğru negatif ilişki bulunmuştur. Çalışma sonuçlarının değişken seçimine bağlı olarak değişebileceği belirtilmektedir.

### **3.2. Türkiye Ekonomisi Üzerine Yapılan Çalışmalar**

Ünalmiş (2002), 1970 – 2001 yılları arasında Türkiye ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisindeki Granger nedenselliğini belirlemek amacıyla durağan ve eşbütünleşik olmayan değişkenler ile durağan olmayan ve eşbütünleşik olan değişkenler kullanılarak VECM’e dayalı VAR testi uygulamıştır. Çalışma



sonucunda kısa ve uzun vadede finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuş olup kısa vadede arz öncüllü ilişki belirgin bulunurken uzun vadede denk bir nedensellikle arz öncüllü ve talep takipli bir ilişki bulunmuştur.

Aslan ve Korap (2006), 1987 – 2004 yılları arasında Türkiye ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme ilişkisini, özel sektöre açılan kredi hacmi/GSYİH, M2Y/GSYİH ve GSYİH değişkenlerini kullanarak Johansen eşbütünleşim ve Granger nedensellik teknikleriyle tahmin etmişlerdir. Çalışma sonuçlarına göre, finansal gelişmişlik ölçütü olarak M2Y/GSYİH değişkeni alındığında finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasındaki Granger nedenselliğinin yönü iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru bulunurken finansal gelişmişlik ölçütü olarak özel sektöre açılan kredi hacmi/GSYİH değişkeni kullanıldığında finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru nedensellik ilişkisi bulunmuş ve sorun hakkında tatmin edici bir sonuç verilememiştir. Elde edilen tahmin sonuçlarının, Türkiye ekonomisi koşullarında ve incelenen dönem için, finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin, temel alınan değişken tanımına göre değişiklik gösterebileceğine dikkat çekilmektedir.

Altunç (2008), 1970 – 2006 yılları arasında Türkiye ekonomisinde finansal gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla eşbütünleşik VECM'e dayalı Granger nedensellik testi uygulamıştır. Çalışmada, finansal gelişmeyi temsilen M2/GSYİH, özel sektör kredisi/GSYİH, toplam finansal varlık/GSYİH ve menkul kıymet/GSYİH değişkenleri ve iktisadi büyümeyi temsilen olarak kişi başı reel GSYİH değişkeni kullanılmıştır. Çalışma bulgularına göre, finansal gelişme göstergesi olarak M2/GSYİH kullanıldığında nedenselliğin yönü finansal gelişmeden iktisadi büyümeye doğru; finansal gelişme göstergesi olarak özel sektör kredisi/GSYİH ve toplam finansal varlık/GSYİH kullanıldığında çift yönlü nedensellik ve finansal gelişme göstergesi olarak menkul kıymet/GSYİH kullanıldığında iktisadi büyümeden finansal gelişmeye doğru nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Çalışmadan edinilen sonuçların, finansal gelişmişlik göstergelerine bağlı olarak değiştiği belirtilirken Türkiye'de 1970-2006 dönemi için arz öncüllü hipotezin geçerli olduğu ileri sürülmüştür.

## **4. LİTERATÜR TARTIŞMASI**

1990'lı yıllardan sonra yapılan kuramsal ve deneysel çalışmalarda, finansal liberalizasyonun ulusal tasarruf/yatırım/iktisadi büyüme mekanizması üzerindeki etkisi, üzerinde yoğunlaşılacak konulardan biridir.

Finansal liberalizasyonun iktisadi büyümeye olan etkileri konusunda yapılan akademik çalışmalarda, Bir kesim, finansal liberalizasyonun bir ülkede tasarruf/yatırım açığını kapatarak iktisadi büyümeye yol açtığını ileri sürerken diğer kesim, finansal liberalizasyonun yurtiçi tasarrufları engelleyerek ve makroekonomik istikrarsızlıklara neden olarak iktisadi büyümeyi engellediğini ve reel kazanımları aşındırdığını savunmaktadır. Diğer taraftan dünya ve Türkiye ekonomisi için yapılan bir kısım çalışma net bir sonuç ortaya koyamamıştır.

### **4.1. Arz Öncüllü Neoklasik Hipotezi Destekleyen Literatür Tartışması**

Arz Öncüllü Neoklasik Hipotez'i destekleyen literatür, temelini ödünç verilebilir fonlar teorisinden alan Mckinnon&Shaw Hipotezi doğrultusunda, faizler üzerindeki finansal baskıların kaldırılması ve finansal liberalizasyonla hız kazanan finansal gelişme ve finansal derinleşmenin, finansal kurumların artmasına, sermaye maliyetinin azalmasına ve böylece etkin kaynak dağılımına neden olduğunu ileri sürmektedir. Böylece ekonomideki finansal gelişme, yatırım artışı yoluyla iktisadi büyümeyi olumlu şekilde etkilemektedir.

Çalışmalarda GÜ'ler ve GOÜ'ler arasında dikkat çekici bulunan en önemli fark, GÜ'lerde sermaye piyasaları etkin kaynak aktarım kanalı olarak kullanılmaktayken GOÜ'lerde bankacılık sistemi etkin kaynak aktarım kanalı olarak varlık göstermesidir. Bu durumun varlığı, GÜ'lerde kaynakların etkin olarak yatırımlara dönüşmesine ve iktisadi büyümeye yol açmaktadır.

### **4.2. Talep Takipli Postkeynesyen Hipotezi Destekleyen Literatür Tartışması**

Talep Takipli Postkeynesyen Hipotezi destekleyen literatür finansal liberalizasyonun iktisadi büyümeyi azalttığını savunmaktadır. Bu görüş, piyasa bölünmesi ve kırılabilirlik artışı olarak değerlendirilebilir.

Piyasa bölünmesi, yapısal açıdan gelişimini tamamlamamış ve serbestleşmeye potansiyel olarak hazır olmayan ülkelerde ortaya çıkmaktadır. Bu ülkelerde, faiz oranlarının artması finansal karların ve kurumların artmasına, finansal kurumların artması bürokrasinin ve gücünün artmasına, bürokratik gücün artması rant kollama faaliyetlerinin artmasına, bu ise sermaye maliyetinin giderek artmasına ve ulusal piyasanın uluslararası piyasalara bağımlı hale gelmesine neden olmaktadır.

Kırılganlık artışı ise finansal küreselleşme kaynaklı olup yapısal sorunlara sahip ülkelerin liberalleşme yoluyla uluslararası finansal piyasalara bağlanmasından kaynaklanmaktadır. Ülkenin uluslararası finansal piyasalara bağlanması, kırılganlığını arttırmakta ve reel ekonomiye dayanmayan bu kırılganlık piyasaların elektronik olarak bağlanması nedeniyle hızla piyasalara bulaşmakta ve özellikle GOÜ'lerin, reel ekonomiden sağladıkları kazanımlarını aşındırmak suretiyle, iktisadi büyümelerini olumsuz yönde etkilemektedir.

Yapılan ekonometrik literatür incelemesi sonucuna göre; GÜ'lerde finansal derinleşme ve gelişme düzeyinin yüksek ve sermaye piyasalarının etkin kaynak aktarım kanalı olarak kullanılması, kaynakların etkin olarak yatırımlara dönüşmesine ve iktisadi büyümeye yol açmasına olanak tanıyarak finansal liberalizasyonun desteklenmesine kanıt gösterilmektedir. GOÜ'lerde finans piyasalarının sığ ve yeterince gelişmemiş olması ve bankacılık sisteminin etkin kaynak aktarım kanalı olarak varlık göstermesi tasarruf kaynaklarının yeterince gelişmemesine neden olduğu ve finansal liberalizasyondan beklenen yararın sağlanamadığı ileri sürülmektedir. Ayrıca konu üzerine yapılan ekonometrik çalışma sonuçlarının; model seçimine, değişken seçimine ve değişken sayısına bağlı olduğu görülmektedir.

### III. BÖLÜM

## GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK ULUSLARARASI FİNANSAL SERMAYE HAREKETLERİ VE İKTİSADİ BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

### 1. UYGULAMA HİPOTEZLERİ

Bilindiği gibi iktisadi büyümenin bir anlam ifade edebilmesi için reel mal ve hizmet üretimde bir artış olması gerekmektedir. Uluslararası finansal sermaye yatırımlarının reel üretim sürecine dahil olması, parasal aktarım kanalları aracılığıyla gerçekleşmekte ve finansal liberalizasyon teorisine veya McKinnon&Shaw Hipotezine göre kabaca şöyle bir mekanizma işlemektedir.

1. Adım: Uluslararası finansal sermaye yatırımları, uluslararası faiz oranı paritesi avantajına göre ev sahibi ülkenin finansal sistemine girmektedir.

2. Adım: Uluslararası finansal sermaye yatırımları, özel sektör kredi faizi /menkul kıymet endeks oranına göre yönelimini belirleyerek ya bankacılık sistemine ya da menkul kıymet piyasasına girmektedir.

3. Adım: Bankacılık sistemi, yabancı tasarrufların girişiyle gelişen toplam tasarrufların kendisine yönelen kısmından özel sektöre açtığı kredilerle hem kapasite kullanım oranlarını arttırmakta hem de yeni üretim tesislerinin finansmanını sağlayarak sabit sermaye oluşumuna yol açmaktadır.

Menkul kıymetler piyasasına yönelen uluslararası finansal sermaye yatırımları ise piyasaya kote edilmiş şirketleri, işlem hacmi yoluyla doğrudan finanse ederek aynı şekilde hem kapasite kullanım oranlarını arttırmakta hem de yeni sabit sermaye oluşumunu teşvik etmektedir.

4. Adım: Kapasite kullanım oranı artışı ve sabit sermaye oluşumu iktisadi büyümeyi belirlemektedir.

McKinnon&Shaw Hipotezine dayanan yukarıdaki süreç dikkate alınarak, tez çalışmasına konu olan uluslararası finansal sermaye yatırımları ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla 5 aşamalı bir VAR analiz uygulaması yapılacaktır. Uygulama aşamaları, uygulama amaçları ve uygulama hipotezleri aşağıdaki gibidir.

## **1.1. Hipotezler**

### **Birinci Aşama**

Amaç 1: UFSY'nin yöneleceği ülkeyi belirleyen faiz oranı paritesinin etkin parametresini ve UFSY'nin Türkiye'ye yönelme nedenini belirlemek.

H1: Reel efektif döviz kuru (REDK), faizin (FAIZ) nedenidir.

H2: FAIZ, uluslararası finansal sermaye yatırımlarının (UFSY) nedenidir.

H3: REDK, UFSY'nin nedenidir.

H4: Borsa endeksi (IMKBEND), UFSY'nin nedenidir.

### **İkinci Aşama**

Amaç 2: Türkiye'de UFSY'nin TSRRF kaynaklarının gelişimine olan katkısını ve yöneldiği parasal aktarım kanalını belirlemek.

H5: UFSY, borsa işlem hacminin (IMKBIHC) nedenidir.

H6: UFSY, tasarrufların (TSRRF) nedenidir.

H7: UFSY, özel sektör kredilerinin (OSKRD) nedenidir.

H8: TSRRF, OSKRD'nin nedenidir.

### **Üçüncü Aşama**

Amaç 3: Türkiye'de reel sektörün finansman kanalını ve UFSY'nin reel sektöre geçiş derecesini ve biçimini belirlemek.

H9: OSKRD, kapasite kullanım oranlarının (KKO) nedenidir.

H10: IMKIHC, KKO'nun nedenidir.

H11: OSKRD, sabit sermaye oluşumunun (GSSSO) nedenidir.

H12: IMKBIHC, GSSSO'nun nedenidir.

### **Dördüncü Aşama**

Amaç 4: GSYİH'nin birincil kaynağını belirlemek.

H13: KKO, iktisadi büyümenin (GSYİH) nedenidir.

H14: GSSSO, GSYİH'nin nedenidir.

### **Beşinci Aşama**

Amaç 5: UFSY ve GSYİH arasındaki dolaysız ilişkiyi belirlemek.

H15: UFSY, GSYİH'nin nedeni değildir.

## 2. MODEL SEÇİMİ, MATERYAL VE EKONOMETRİK SÜREÇ

### 2.1. Model Seçimi

Türkiye'ye yönelik UFSH ve GSYİH arasındaki ilişkiyi belirlemek ve McKinnon&Shaw Hipotezini sınamak amacıyla kurulan “Uluslararası finansal sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkelerin tasarruf/yatırım açıklarını kapatmak suretiyle iktisadi büyümelerine neden olmamıştır” şeklinde kurulan tez hipotezi VAR modeline dayalı çok değişkenli Granger nedensellik testi, etki-tepki fonksiyon analizi ve varyans ayrıştırması analizi teknikleri kullanılarak 5 aşamada analiz edilmektedir.

İktisadi ilişkilerin karmaşıklığı, birçok iktisadi olayın tek denklemlilerle modellenmesi yerine, eşanlı denklemler yardımıyla incelenmesine yol açmıştır. İktisadi hayatta, makro ekonomik değişkenlerin karşılıklı olarak birbirlerinden etkilendikleri gözlenmektedir. Bu nedenle verileri salt içsel ya da dışsal değişken olarak ayırmak zorlaşmaktadır. Eşanlı denklem sistemlerinde, içsel dışsal değişken ayrımı gibi güçlüklerin çözümüne yönelik olarak öne sürülmüş olan vektör otoregresif modeller ile bu zorluk aşılmaktadır (Tarı ve Bozkurt, 2006: 4).

VAR modeli, modele katılan bütün değişkenlerin kendi ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri üzerinden tanımlandığı basit ve çok boyutlu bir zaman serisi öngörü modelidir (Tarı, 2005: 434).

Y ve X gibi iki değişken için basit bir var modeli

$$Y_t = a_{10} + \sum_{i=1}^p a_{11i} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p a_{12i} X_{t-i} + u_{1t} \quad (3)$$

$$X_t = a_{20} + \sum_{i=1}^p a_{21i} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p a_{22i} X_{t-i} + u_{2t} \quad (4)$$

Burada  $a_{io}$ =sabit terim  $a_{ijk}$ = i'nci denklemdeki j'nci değişkenin k gecikmesine ait parametre,  $u_{it}$ = hata terimi ve  $p$ = gecikme sayısıdır(Tarı, 2005: 434).

### 2.2. Materyal

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait zaman serileri 1998Q2-2009Q2 dönemleri için TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden sağlanan üçer aylık 10

adet makro ekonomik değişkene ait sabit, orijinal gözlem, ortalama ve düzey zaman serisi verileri (Bkz. EK 1) kullanılmaktadır. Negatif değerlere sahip serilerde logaritma uygulama kolaylığı ve seri homojenliği sağlamak amacıyla, değişkenlere ait seriler sabit endekse dönüştürülerek (Babacan, 2010: 4) uygulama için hazırlanmış (Bkz EK 2) ve hesaplamalar Eview5.1 programı ile gerçekleştirilmiştir. Dönem aralığının 1998Q2-2009Q2 olarak belirlenmesinin nedeni tüm değişkenlere ait seriler arasında frekans homojenliği sağlamaktır.

### 2.3. Ekonometrik Süreç

Granger ve Newbold (1974)'a göre, zaman serisi analizlerinde, durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması, düzmece regresyon problemine yol açabilir (Philips, 1986: 311 ve Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2007: 312). Bu durumda modelde kullanılan zaman serilerinin durağan olup olmadığının belirlenmesi öncelikli işlem olmaktadır.

Zaman serisinin durağanlığı, serinin ortalamasıyla varyansının zaman içinde değişmemesine ve iki dönem arasında hesaplanan ortak varyansın ele alınan dönemden bağımsız olarak yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise anlamlı bulunmaktadır. Durağan olmayan zaman serileriyle çalışılmak durumunda kalınması halinde ise, ele alınan seriler arasında bir cointegration (eşbütünleşme) ilişkisi varsa gerçek regresyon analizleri anlamlı ilişkiyi yansıtabilmektedir (Gujarati, 1999: 713-726).

Zaman serilerinin durağanlık analizinde kullanılan bazı yöntemler bulunmaktadır. Dickey ve Fuller (1979) ve Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi yöntemi literatürde yaygın bir şekilde başvurulan yöntemdir ve bu test uygulayıcıya, ele alınan serilerin  $\tau$ -istatistik değerlerini ve MacKinnon kritik değerlerini sağlamaktadır. İleri sürülen sabit terimli ve trendli denklem şöyledir.

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (5)$$

Burada  $\Delta Y_t$ , durağan olup olmadığı araştırılan serinin birinci farkı, t trend değişkeni,  $\Delta Y_{t-i}$  hata teriminin ardışık bağımsız olmasını sağlayan gecikmeli fark

terimleridir. ADF testinin tutarlı olması için, tahmin edilen modelde ardışık bağımlılık sorununun olmaması gerekmektedir. Denklemde “k” olarak ifade edilen gecikme uzunluğunun belirlenmesinde genel eğilim olarak, Akaike (1981: 3-14) veya Schwarz (1978: 461-464) bilgi kriterleri kullanılmaktadır. Bu çalışmada Schwarz bilgi kriterleri yöntemi kullanılmaktadır.

ADF birim kök testi, yukarıdaki denklemde  $\delta$  katsayısının istatistiksel olarak sifıra eşit olup olmadığını test etmektedir. Bu testte, ulaşılan ADF-t istatistik değerinin MacKinnon kritik değerleri karşısındaki durumu ele alınmaktadır. Zaman serisinin durağanlığına karar verebilmek için ulaşılan ADF-t istatistik değerinin, MacKinnon kritik değerinden mutlak değer olarak büyük olması koşul olarak aranmaktadır (Yamak ve Korkmaz, 2007: 23).

Durağanlığına karar verilemeyen veya farklı mertebeden durağan olan serilerle nedensellik analizine geçmeden önce seriler arasında eşbütünleşim ilişkisinin araştırılması gerekmektedir. Durağan olmayan serilerin farklarının alınması uzun vadeli ilişkilerin de ortadan kaldırılmasına neden olduğundan, değişkenler arasında ancak kısa vadedeki ilişkiler gözlenebilmektedir. Eşbütünleşim ilişkisinin varlığının gösterilmesi bu sorunun aşılmasını sağlamaktadır (Tarı, 2005: 405 ve Bozkurt, 2007: 162).

VAR modeli tahminine geçmeden önce model için optimum gecikme uzunluğu VAR gecikme düzeyi belirleme kriterleri analizi ile belirlenmektedir ve LR, FPE, AIC, SC ve HQ kriterlerinin aynı anda minimum olduğu ancak LR'nin mutlak olarak yer aldığı (Uçak, 2006: 140) gecikme uzunluğu optimum gecikme uzunluğunu vermektedir (Bozkurt, 2007: 157 ve Ucal, 2006: 41-57).

VAR modelinde otokorelasyonun kontrolü, AR Karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çembere göre konumları veya kök değerlerinin modulus referans değerleri karşısındaki durumları da dikkate alınarak LM testi ile analiz edilmekte ve % 5 anlamlılık düzeyinde Otokorelasyon içermemesi durumunda tahmin edilen modelin durağanlığına karar verilebilmektedir (Tarı, 2005: 444).

İki veya daha fazla seri arasındaki nedensellik ilişkisinin varlığının belirlenmesi, araştırma sonuçlarının iktisadi açıdan anlamlılığını belirlemektedir. Eğer seriler arasında bir nedensellik ilişkisi yoksa ilişki istatistiksel olarak anlamlı olsa da iktisadi olarak anlamsız bulunmaktadır (Tarı, 2005: 418). Ek olarak,



nedensellik ilişkisinin yönü, analiz için kurulacak modelde, serilerin en dışsaldan içsele doğru sıralanışını belirlemektedir.

Çalışmamızda ele aldığımız UFSH'nin GSYİH üzerindeki etkisini belirlemeye yönelik çok değişkenli zaman serisi analizinde, iki seri arasındaki nedensellik ilişkisinin belirlenmesinde VAR modeline dayalı Granger nedensellik testi kullanılmıştır.

Granger Nedensellik testi nedenselliğin yönünü ortaya koyması açısından güçlü bir yöntem olarak görülmekte ve aşağıda sunulan iki denkleme dayanmaktadır (Granger, 1969: 424-438):

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k1} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k2} \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$X_t = x_0 + \sum_{i=1}^{k3} \chi_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^{k4} \delta_i Y_{t-i} + v_t \quad (7)$$

Yukarıdaki denklemlerde hata terimlerinden ( $\varepsilon_t$  ve  $v_t$ ) önce yer alan bağımsız değişkenin gecikmeli değerlerinin katsayılarının grup halinde sıfıra eşit olup olmadığının araştırılması Granger nedensellik testinin özünü teşkil etmektedir.

(5) No'lu denklemdeki  $\beta_i$  katsayılarının belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı bulunması halinde, X'in Y'nin nedeni olduğu sonucuna varılmaktadır. Dolayısıyla, (6) No'lu denklemdeki  $\delta_i$  katsayılarının da belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı olması halinde Y'nin X'in nedeni olduğu söylenebilecektir. Bu durum Y ile X arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisi olduğu anlamına gelirken Sadece (6) No'lu denklemdeki  $\beta_i$  katsayıları sıfırdan farklı ise X'den Y'ye doğru ve sadece (7) No'lu denklemdeki  $\delta_i$  katsayıları sıfırdan farklı ise Y'den X'e doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin bulunduğu anlamına gelmektedir. Hem  $\beta_i$  hem de  $\delta_i$  katsayılarının belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı olmaması ise bu iki değişken arasında herhangi bir nedensellik ilişkisinin olmadığını ortaya koymaktadır (Karaca, 2003: 249).

Etki – tepki fonksiyonu, tahmin edilen VAR modelinde yer alan değişkenlerin her birinde meydana gelecek 1 birimlik şoka diğer değişkenlerin zaman içerisinde gösterdiği tepkiyi ele almakta ve nedensellik ilişkilerinin belirlenmesini ve teyidini

sağlamanın yanında politika öngörü tahminlerinde de kullanılmaktadır ( Bozkurt, 2007: 94 ve Tarı, 2005448-449).

Varyans ayrıştırma tekniği, tahmin edilen VAR modelinde yer alan değişkenlerin her birinin öngörü hata varyansının diğer değişkenler karşısındaki durumunu çözümlenmekte ve % olarak ifade edilmektedir. VAR modelinin hareketli ortalamalar bölümünden elde edilen varyans ayrıştırması, değişkenlerin kendilerinde ve diğer değişkenlerde meydana gelen şokların kaynaklarını yüzde olarak ifade etmektedir. Kullanılan değişkenlerde meydana gelecek bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını gösteren varyans ayrıştırma analizi, aynı zamanda değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin yönü ve derecesi ile içsellik – dışsallık durumu konusunda da bilgi vermektedir ( Bozkurt, 2007: 99 ve Tarı, 2005452-453).

### **3. DENEYSEL BULGULAR**

Serilere ait grafik (Bkz. EK 3) ve istatistik verilerin (Bkz. EK 4 ve EK 5) incelenmesiyle, serilerin mevsimsellik etkisi içerebileceği düşünülerek, hareketli ortalamalar yöntemine göre mevsimsellikten arındırılmış ve logaritmaları alınarak filitrelenmiştir (Bozkurt, 2007: 124).

#### **3.1. ADF ve PP Durağanlık Analizi**

Zaman serisi analizi uygulamalarında öncelikli olarak, zaman serilerine bireysel durağanlık testi uygulanmaktadır. Durağanlık testi için ADF ve PP birim kök testi yöntemleri kullanılmıştır. Bu testlerin uygulaması için (5) No'lu denklem, trend terimli ve sabitli olarak tahmin edilmiştir.

Denklemden, bağımlı değişkenin kaç gecikmeli değerine yer verileceğine, Pesaran ve diğerleri (2001)'nin önerileri doğrultusunda maksimum gecikme uzunluğu 4 olmak üzere\*, Schwarz bilgi kriteri kullanılarak karar verilmiştir. Serilerin tamamı için düzey değerlerinde trendli ve sabitli olarak birim kökleri araştırılmış ve tümünün ADF t istatistik değerleri mutlak değer olarak, % 1 anlamlılık düzeyinde MacKinnon

---

\* Optimal gecikme uzunluğu belirlenirken; gecikme sayısının gözlem sayısının % 10'unun geçmemesi gerekmektedir. (Pesaran ve Diğ,2001:314).

(1996) kritik değerlerini aşmadığı için durağan olmadıkları görölmüştür. Bunun üzerine serilerin tamamının 1. farkları alınmış ve her bir test PP birim kök testi ile ayrıca sınanmıştır. Buna göre ele alınan değişkenlere ait serilerden 6 tanesi sabitsiz ve trendsiz olarak durağanlaşırken 1 tanesi sabitli ve trendli olarak, 1 tanesi de sabitli olarak durağanlaşmıştır (Bkz. EK 6). Serilere ait optimum gecikme uzunlukları, ADF ve PP t istatistik değerleri, MacKinnon kritik değerleri, anlamlılık düzeyleri ve olasılık değerleri Tablo 9 ve Tablo 10'daki gibidir.

**Tablo 9: Serilere Ait ADF Birim Kök Testi Sonuçları**

<b>SERİ</b>	<b>Mertebe ve (Optimum Gecikme Uzunluğu)</b>	<b>ADF t-istatistik</b>	<b>MacKinnon Kritik Değeri</b>	<b>Anlamlılık Düzeyi</b>	<b>Olasılık</b>
<b>FAIZ</b>	1.Fark (1)	-4, 595749	-2, 621185	% 1	0, 000
<b>REDK</b>	1.Fark (0)	-5, 849008	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>IMKBEND</b>	1.Fark (1)	-5, 071181	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>UFSY</b>	1.Fark (0)	-5, 744549	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>TSRRF</b>	1.Fark (0)*	-8, 241575	-4, 186481	% 1	0, 000
<b>OSKRD</b>	1.Fark (0)**	-4, 965054	-3, 592462	% 1	0, 002
<b>IMKBIHC</b>	1.Fark (0)	-8, 048066	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>KKO</b>	1.Fark (0)	-6, 037631	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>GSSSO</b>	1.Fark (0)	-4, 371857	-2, 619851	% 1	0, 001
<b>GSYIH</b>	1.Fark (0)	-6, 597296	-2, 619851	% 1	0, 000

\*Trend ve Sabit içermektedir. \*\*Sabit içermektedir. Diğer değişkenler Trend ve Sabit içermemektedir.

**Tablo 10: Serilere Ait PP Birim Kök Testi Sonuçları**

<b>SERİ</b>	<b>Mertebe ve (Optimum Gecikme Uzunluğu)</b>	<b>ADF t-istatistik</b>	<b>MacKinnon Kritik Değeri</b>	<b>Anlamlılık Düzeyi</b>	<b>Olasılık</b>
<b>FAIZ</b>	1.Fark (4)	-5, 540082	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>REDK</b>	1.Fark (14)	-6, 171441	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>IMKBEND</b>	1.Fark (2)	-5, 034210	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>UFSY</b>	1.Fark (26)	-36, 20650	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>TSRRF</b>	1.Fark (3)*	-8, 140450	-4, 186481	% 1	0, 000
<b>OSKRD</b>	1.Fark (27)**	-4, 945411	-3, 592462	% 1	0, 002
<b>IMKBIHC</b>	1.Fark (12)	-11, 74553	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>KKO</b>	1Fark (1)	-6, 042666	-2, 619851	% 1	0, 000
<b>GSSSO</b>	1.Fark (1)	-4, 340491	-2, 619851	% 1	0, 001
<b>GSYIH</b>	1.Fark (1)	-6, 597363	-2, 619851	% 1	0, 000

\*Trend ve Sabit içermektedir. \*\*Sabit içermektedir. Diğer değişkenler Trend ve Sabit içermemektedir.

Çalışmada kullanılan serilerin birim kök testi sonuçlarının aynı mertebeden durağan çıkması, eşbütünleşim ilişkisinin araştırılması ihtiyacını ortadan kaldırmıştır.

### **3.2. Birinci Aşama VAR Analizi**

Birinci aşama VAR modeli için optimum gecikme uzunluğu olarak; LR, FPE, AIC ve HQ bilgi kriterlerinin minimum olduğu 5. Gecikme uzunluğu seçilmiştir (Bkz. EK 7).

AR Karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisindeki konumları modelin durağan olduğunu göstermektedir (Bkz. EK 8).

LM Otokorelasyon test sonucuna göre, 5. gecikme uzunluğunda % 5 anlamlılık düzeyinde Otokorelasyon bulunmamaktadır (Bkz. EK 9).

VAR Granger nedensellik testinden elde edilen Kikare ve probabilty değerlerine göre, REDK FAİZ'in VAR Granger nedenidir. UFSY'nin VAR Granger nedeni sırasıyla REDK ve IMKBEND'tir. UFSY ile FAİZ değişkenleri arasında UFSY değişkeninden FAİZ değişkenine doğru VAR Granger nedensellik ilişkisi varken UFSY ve IMKBEND değişkenleri arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisi vardır. VAR Granger nedensellik ve varyans ayrıştırması analiz sonuçlarına göre değişkenler en dışsaldan içsele doğru REDK, UFSY, FAİZ ve IMKBEND şeklinde sıralanmaktadır (Bkz. EK 10). Özet sonuçlar Tablo 11'deki gibidir.

**Tablo 11: Birinci Aşama VAR Granger Nedensellik Test Özeti**

HİPOTEZLER			TEST SONUÇLARI					
Hipotez Sırası	Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Nedensellik Yönü	Bağımlı Değişken	Chi-sq	Olasılık	Anlam Düzeyi
H1:	REDK	FAIZ	REDK	→	FAIZ	31, 88292	0, 0000	% 1
H2:	FAIZ	UFSY	UFSY	→	FAIZ	36, 28621	0, 0000	% 1
H3:	REDK	UFSY	REDK	→	UFSY	23, 38367	0, 0003	% 1
H4:	IMKBEND	UFSY	UFSY	→	IMKBEND	27, 320619	0, 0000	% 1
			IMKBEND	→	UFSY	21.58446	0, 0006	% 1

Birinci aşama VAR modeli tahmin sonucuna göre bağımlı değişken UFSY olmak üzere 5 gecikme dönemi için denklem matematiksel olarak, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Bkz. EK 11):

$$\begin{aligned} \text{DLUFSYSA} = & - 0.58 * \text{DLREDKSA}(-1) + 0.18 * \text{LREDKSA}(-2) - 0.50 * \text{DLREDKSA}(-3) - 0.30 * \\ & \text{DLREDKSA}(-4) + 0.44 * \text{DLREDKSA}(-5) + 0.54 * \text{DLUFSYSA}(-1) - 0.62 * \text{DLUFSYSA}(- \\ & 2) + 0.90 * \text{DLUFSYSA}(-3) + 0.05 * \text{DLUFSYSA}(-4) - 0.16 * \text{DLUFSYSA}(-5) - 1.10 * \\ & \text{DLFAIZSA}(-1) - 0.68 * \text{DLFAIZSA}(-2) + 0.43 * \text{DLFAIZSA}(-3) + 0.04 * \text{DLFAIZSA}(-4) - \\ & 0.48 * \text{DLFAIZSA}(-5) + 0.08 * \text{DLIMKBENDSA}(-1) - 0.04 * \text{DLIMKBENDSA}(-2) - 0.27 * \\ & \text{DLIMKBENDSA}(-3) + 0.41 * \text{DLIMKBENDSA}(-4) - 0.12 * \text{DLIMKBENDSA}(-5) - 0.01 \end{aligned}$$

Tahmin edilen VAR Modelinin yorumu şu şekilde yapılabilir:

1. çeyrekte REDK, FAIZ ve IMKBEND'teki 1 birimlik değişim UFSY'de sırasıyla -0, 58, -1, 10 ve 0, 08 birimlik etki yapmaktadır.
2. Çeyrekte REDK, FAIZ ve IMKBEND'teki 1 birimlik değişim UFSY'de sırasıyla 0, 18, -0, 68 ve -0, 04 birimlik etki yapmaktadır.
3. Çeyrekle REDK, FAIZ ve IMKBEND'teki 1 birimlik değişim UFSY'de sırasıyla -0, 50, 0, 43 ve -0, 27 birimlik etki yapmaktadır.
4. Çeyrekte REDK, FAIZ ve IMKBEND'teki 1 birimlik değişim UFSY'de sırasıyla -0, 30, 0, 04 ve 0, 41 birimlik etki yapmaktadır.
5. Çeyrekte REDK, FAIZ ve IMKBEND'teki 1 birimlik değişim UFSY'de sırasıyla 0, 44 , -0, 48 ve -0, 12 birimlik etki yapmaktadır. Özet sonuçlar Tablo 12'deki gibidir.

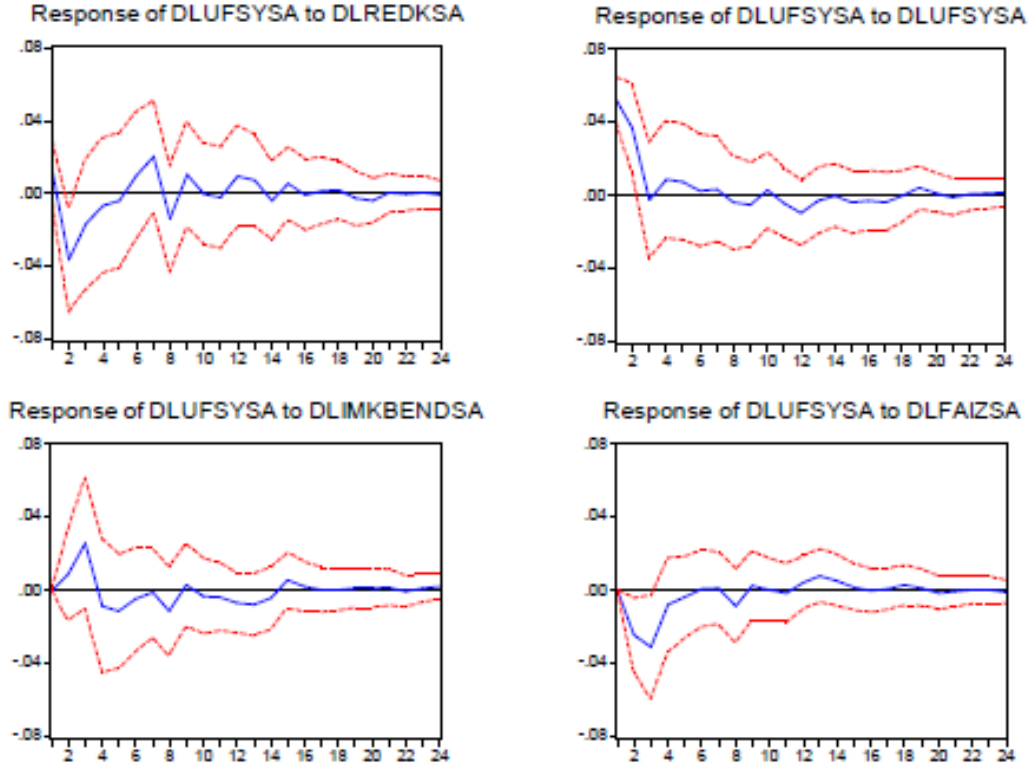


**Tablo 12: Birinci Aşama VAR Modeli Katsayı Tahmin Sonuçları**

<b>Gecikme Sayısı</b>	<b>Bağımlı Değişken</b>	<b>Bağımsız Değişken</b>	<b>Tahmin Katsayısı</b>	<b>Bağımsız Değişken</b>	<b>Tahmin Katsayısı</b>	<b>Bağımsız Değişken</b>	<b>Tahmin Katsayısı</b>
<b>1</b>	UFSY	REDK	-0.576520 (0.20606) [-2.79776]	FAIZ	-1.104884 (0.44665) [-2.47374]	IMKBEND	0.081220 (0.11568) [ 0.70210]
<b>2</b>	UFSY	REDK	0.179315 (0.19181) [ 0.93486]	FAIZ	-0.675343 (0.34525) [-1.95611]	IMKBEND	-0.043029 (0.11220) [-0.38348]
<b>3</b>	UFSY	REDK	-0.497143 (0.25744) [-1.93107]	FAIZ	0.433588 (0.17173) [ 2.52478]	IMKBEND	-0.266205 (0.08686) [-3.06466]
<b>4</b>	UFSY	REDK	-0.296993 (0.18818) [-1.57822]	FAIZ	0.043233 (0.15211) [ 0.28423]	IMKBEND	0.405465 (0.10017) [ 4.04787]
<b>5</b>	UFSY	REDK	0.443176 (0.19898) [ 2.22721]	FAIZ	-0.477286 (0.20177) [-2.36544]	IMKBEND	-0.115561 (0.07589) [-1.52268]

Tahmin edilen birinci aşama VAR modelinin 24 gecikme dönemi için etki – tepki fonksiyonlarına bakıldığında Şekil 3’teki sonuç ortaya çıkmaktadır (Bkz. EK 12).

**Şekil 3: Birinci Aşama Var Modeli Etki Tepki Fonksiyonları**



REDK’te meydana gelen bir standart hatalık şok, UFSY üzerinde 2. döneme kadar yaklaşık olarak % 5 negatif etkili olurken 2. dönemden 7. Döneme kadar yaklaşık olarak % 7 pozitif yönde gerçekleşmekte ve 7. – 9. Dönemler arası % 3 negatif etkili olduktan sonra giderek sönümleşmektedir.

UFSY’de meydana gelen bir standart hatalık şok, UFSY üzerinde 3. döneme kadar yaklaşık olarak % 5 negatif etkili olduktan sonra giderek sönümleşmektedir.

IMKBEND’te meydana gelen bir standart hatalık şok, UFSY üzerinde 3. döneme kadar yaklaşık olarak % 2, 5 pozitif etkili olduktan sonra sönümleşmektedir.

FAIZ’de meydana gelen bir standart hatalık şok, UFSY üzerinde 3. döneme kadar yaklaşık olarak % 3 negatif etkili olurken 3. dönemden 6. Döneme kadar yaklaşık olarak % 3 pozitif yönde etkili olduktan sonra sönümleşmektedir.

Tahmin edilen birinci aşama VAR modeli, 10 gecikme dönemi için varyans ayrıştırmasına tabii tutulduğunda şöyle bir sonuç ortaya çıkmaktadır (Bkz. EK 13):

1. dönemde UFSY hata varyansı, % 95, 2 kendisi, % 4, 8 REDK tarafından açıklanmaktadır.

2. dönemde UFSY hata varyansı, % 65, 9 kendisi, % 23, 4 REDK, % 9, 5 FAİZ ve % 1, 2 IMKBEND değişkenleri tarafından açıklanmaktadır.

3. dönemde UFSY hata varyansı, % 50, 6 kendisi, % 21, 4 REDK, % 19, 0 FAİZ ve % 9, 0 IMKBEND tarafından açıklanmaktadır.

4. dönemde UFSY hata varyansı, % 50, 0 kendisi, % 21, 2 REDK, % 18, 2 FAİZ ve % 9, 6 IMKBEND tarafından açıklanmaktadır.

5. dönemde UFSY hata varyansı, % 49, 4 kendisi, % 20, 9 REDK, % 18, 9 FAİZ ve % 10, 8 IMKBEND tarafından açıklanmaktadır.

6. dönemde UFSY hata varyansı, % 48, 7 kendisi, % 21, 7 REDK, % 18, 6 FAİZ ve % 11, 0 IMKBEND tarafından açıklanmaktadır.

7. dönemde UFSY hata varyansı, % 46, 6 kendisi, % 25, 1 REDK, % 17, 8 FAİZ ve % 10, 5 IMKBEND tarafından açıklanmaktadır.

8. dönemde UFSY hata varyansı, % 44, 8 kendisi, % 26, 0 REDK, % 17, 8 FAİZ ve % 11, 3 IMKBEND tarafından açıklanmaktadır.

9. dönemde UFSY hata varyansı, % 44, 4 kendisi, % 26, 7 REDK, % 17, 6 FAİZ ve % 11, 3 IMKBEND tarafından açıklanmaktadır.

10. dönemde UFSY hata varyansı, % 44, 4 kendisi, % 26, 7 REDK, % 17, 6 FAİZ ve % 11, 3 IMKBEND tarafından açıklanmaktadır.

### **3.3. İkinci Aşama VAR Analizi**

İkinci aşama VAR modeli için optimum gecikme uzunluğu olarak, LR, FPE, AIC, SC ve HQ kriterlerinin minimum olduğu 7. Gecikme uzunluğu seçilmiştir (Bkz. EK 14).

AR Karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisindeki konumları modelin durağan olduğunu göstermektedir (Bkz. EK 15).

LM Otokorelasyon test sonucuna göre, 7. gecikme uzunluğunda % 5 anlamlılık düzeyinde Otokorelasyon bulunmamaktadır (Bkz. EK 16).

VAR Granger nedensellik testinden elde edilen Kikare ve probabilty değerlerine göre, IMKBIHC UFSY'nin nedeni, UFSY TSRRF'in ve OSKRD'nin ve OSKRD TSRRF'in VAR Granger nedenidir. Nedensellik ve varyans ayrıştırması

analiz sonuçlarına göre değişkenler en dışsaldan içsele doğru İMKBIHC, UFSY, TSRRF ve OSKRD şeklinde sıralanmaktadır (Bkz. EK 17). Özet sonuçlar Tablo 13'teki gibidir.

**Tablo 13: İkinci Aşama VAR Granger Nedensellik Test Özeti**

HİPOTEZLER			TEST SONUÇLARI					
Hipotez Sırası	Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Nedensellik Yönü	Bağımlı Değişken	Chi-sq	Olasılık	Anlam Düzeyi
<b>H5:</b>	UFSY	IMKBIHC	IMKBIHC	→	UFSY	17,08148	0,0169	% 5
<b>H6:</b>	UFSY	TSRRF	UFSY	→	TSRRF	25,48217	0,0006	% 1
<b>H7:</b>	UFSY	OSKRD	UFSY	→	OSKRD	20,36897	0,0048	% 1
<b>H8:</b>	TSRRF	OSKRD	OSKRD	→	TSRRF	43,37119	0,0000	% 1

İkinci aşama VAR modeli tahmin sonucuna göre bağımlı değişkenler IMKBIHC, TSRRF ve OSKRD olmak üzere 7 gecikme dönemi için denklemler matematiksel olarak, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Bkz. EK 18):

<b>DLIMKBIHCSA</b>	=	-	0.80*DLIMKBIHCSA(-1)	-	0.69*DLIMKBIHCSA(-2)	-	0.44*DLIMKBIHCSA(-3)	-	0.50*DLIMKBIHCSA(-4)	-	0.26*DLIMKBIHCSA(-5)	-	0.31*DLIMKBIHCSA(-6)	-	0.15*DLIMKBIHCSA(-7)	+	0.06*DLUFSYSA(-1)	+	1.75*DLUFSYSA(-2)	+	1.24*DLUFSYSA(-3)	+	0.94*DLUFSYSA(-4)	+	0.77*DLUFSYSA(-5)	-	0.11*DLUFSYSA(-6)	-	1.32*DLUFSYSA(-7)	+	0.56*DLTSRRFSA(-1)	+	3.38*DLTSRRFSA(-2)	+	0.65*DLTSRRFSA(-3)	+	0.66*DLTSRRFSA(-4)	+	1.45*DLTSRRFSA(-5)	-	0.08*DLTSRRFSA(-6)	-	0.30*DLTSRRFSA(-7)	+	0.35*DLOSKRDSA(-1)	-	0.67*DLOSKRDSA(-2)	+	3.47*DLOSKRDSA(-3)	-	2.06*DLOSKRDSA(-4)	+	1.07*DLOSKRDSA(-5)	-	3.12*DLOSKRDSA(-6)	-	0.68*DLOSKRDSA(-7)	-	0.14
<b>DLTSRRFSA</b>	=	0.15*DLIMKBIHCSA(-1)	+	0.12*DLIMKBIHCSA(-2)	+	0.08*DLIMKBIHCSA(-3)	+	0.03*DLIMKBIHCSA(-4)	+	0.07*DLIMKBIHCSA(-5)	+	0.01*DLIMKBIHCSA(-6)	+	0.08*DLIMKBIHCSA(-7)	-	0.08*DLUFSYSA(-1)	-	0.17*DLUFSYSA(-2)	-	0.79*DLUFSYSA(-3)	+	0.02*DLUFSYSA(-4)	-	0.26*DLUFSYSA(-5)	-	0.17*DLUFSYSA(-6)	+	0.09*DLUFSYSA(-7)	-	0.16*DLTSRRFSA(-1)	-	0.77*DLTSRRFSA(-2)	-	0.78*DLTSRRFSA(-3)	-	0.002*DLTSRRFSA(-4)	+	0.07*DLTSRRFSA(-5)	+	0.02*DLTSRRFSA(-6)	+	0.61*DLTSRRFSA(-7)	-	0.09*DLOSKRDSA(-1)	+	0.92*DLOSKRDSA(-2)	-	0.01*DLOSKRDSA(-3)	+	0.09*DLOSKRDSA(-4)	+	0.37*DLOSKRDSA(-5)	-	0.145*DLOSKRDSA(-6)	+	0.80*DLOSKRDSA(-7)	-	0.03	
<b>DLOSKRDSA</b>	=	0.07*DLIMKBIHCSA(-1)	+	0.12*DLIMKBIHCSA(-2)	+	0.07*DLIMKBIHCSA(-3)	+	0.03*DLIMKBIHCSA(-4)	+	0.04*DLIMKBIHCSA(-5)	+	0.02*DLIMKBIHCSA(-6)	+	0.05*DLIMKBIHCSA(-7)	+	0.4*DLUFSYSA(-1)	+	0.03*DLUFSYSA(-2)	-	0.3*DLUFSYSA(-3)	+	0.3*DLUFSYSA(-4)	-	0.28*DLUFSYSA(-5)	+	0.31*DLUFSYSA(-6)	-	0.13*DLUFSYSA(-7)	+	0.24*DLTSRRFSA(-1)	-	0.13*DLTSRRFSA(-2)	-	0.18*DLTSRRFSA(-3)	-	0.17*DLTSRRFSA(-4)	-	0.17*DLTSRRFSA(-5)	-	0.03*DLTSRRFSA(-6)	-	0.04*DLTSRRFSA(-7)	+	0.23*DLOSKRDSA(-1)	-	0.10*DLOSKRDSA(-2)	-	0.28*DLOSKRDSA(-3)	+	0.29*DLOSKRDSA(-4)	-	0.43*DLOSKRDSA(-5)	+	0.019*DLOSKRDSA(-6)	+	0.21*DLOSKRDSA(-7)	+	0.07	

Tahmin edilen VAR Modelinin yorumu Şu Şekilde yapılabilir:

1. eyrekte UFSY'deki 1 birimlik değişim IMKBIHC, TSRRF ve OSKRD'de sırasıyla 0,06 , -0,08 ve 0,36 birimlik etki yapmaktadır.
2. eyrekte UFSY'deki 1 birimlik değişim IMKBIHC, TSRRF ve OSKRD'de sırasıyla 1,75 , -0,17 ve 0,03 birimlik etki yapmaktadır.
3. eyrekte UFSY'deki 1 birimlik değişim IMKBIHC, TSRRF ve OSKRD'de sırasıyla 1,24 , -0,79 ve -0,26 birimlik etki yapmaktadır.
4. eyrekte UFSY'deki 1 birimlik değişim IMKBIHC, TSRRF ve OSKRD'de sırasıyla 0,94 , 0,02 ve 0,35 birimlik etki yapmaktadır.
5. eyrekte UFSY'deki 1 birimlik değişim IMKBIHC, TSRRF ve OSKRD'de sırasıyla 0,77 , -0,26 ve -0,28 birimlik etki yapmaktadır.
6. eyrekte UFSY'deki 1 birimlik değişim IMKBIHC, TSRRF ve OSKRD'de sırasıyla -0,11 , -0,17 ve 0,31 birimlik etki yapmaktadır.
7. eyrekte UFSY'deki 1 birimlik değişim IMKBIHC, TSRRF ve OSKRD'de sırasıyla -1,32 , 0,09 ve -0,13 birimlik etki yapmaktadır. zet sonuçlar Tablo 14'teki gibidir.

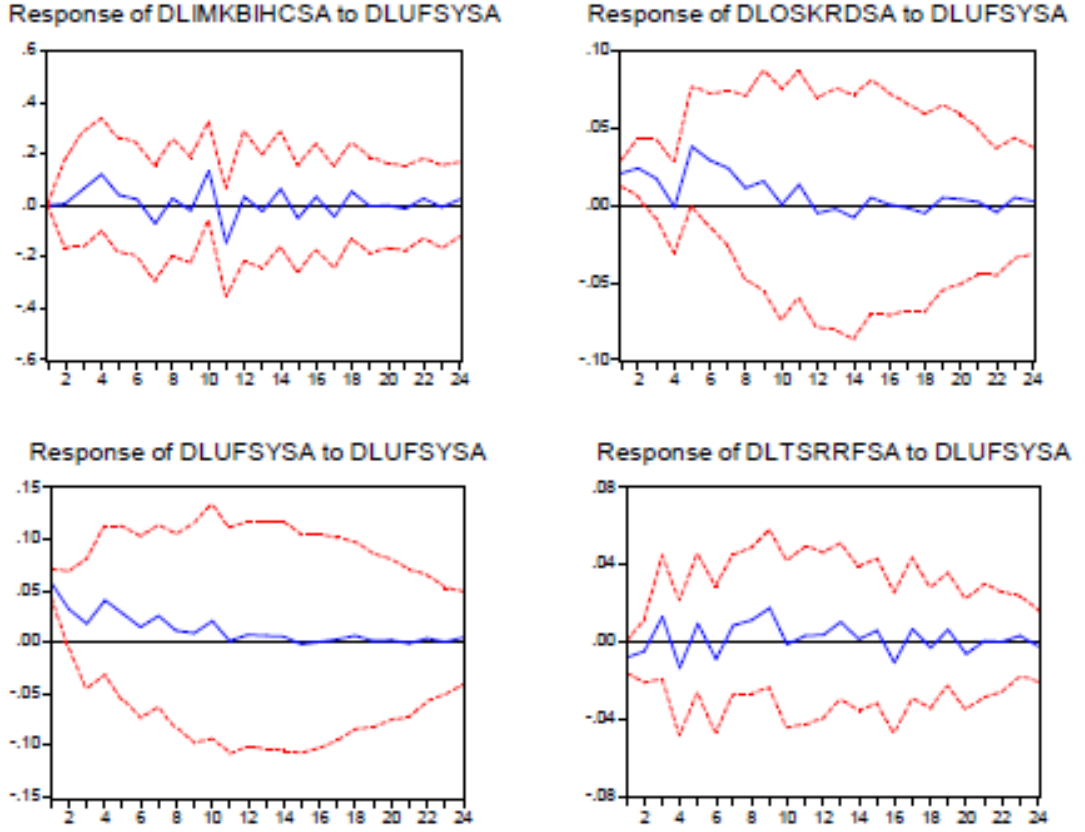
**Tablo 14: İkinci Aşama VAR Modeli Katsayı Tahmin Sonuçları**

<b>Gecikme Sayısı</b>	<b>Bağımsız Değişken</b>	<b>Bağımlı Değişken</b>	<b>Tahmin Katsayısı</b>	<b>Bağımlı Değişken</b>	<b>Tahmin Katsayısı</b>	<b>Bağımlı Değişken</b>	<b>Tahmin Katsayısı</b>
<b>1</b>	UFSY	IMKBIHC	0.057328 (1.69795) [ 0.03376]	TSRRF	-0.082657 (0.15515) [-0.53276]	OSKRD	0.364648 (0.17193) [ 2.12086]
<b>2</b>	UFSY	IMKBIHC	1.753712 (1.81513) [ 0.96616]	TSRRF	-0.165918 (0.16586) [-1.00037]	OSKRD	0.026525 (0.18380) [ 0.14431]
<b>3</b>	UFSY	IMKBIHC	1.235475 (1.88939) [ 0.65390]	TSRRF	-0.792229 (0.17264) [-4.58889]	OSKRD	-0.261140 (0.19132) [-1.36494]
<b>4</b>	UFSY	IMKBIHC	0.942579 (1.39365) [ 0.67634]	TSRRF	0.022716 (0.12734) [ 0.17838]	OSKRD	0.346218 (0.14112) [ 2.45334]
<b>5</b>	UFSY	IMKBIHC	0.774579 (1.76894) [ 0.43788]	TSRRF	-0.263655 (0.16164) [-1.63118]	OSKRD	-0.284120 (0.17912) [-1.58617]
<b>6</b>	UFSY	IMKBIHC	-0.111324 (1.52323) [-0.07308]	TSRRF	-0.170137 (0.13918) [-1.22239]	OSKRD	0.310675 (0.15424) [ 2.01420]
<b>7</b>	UFSY	IMKBIHC	-1.317134 (1.69753) [-0.77591]	TSRRF	0.092484 (0.15511) [ 0.59625]	OSKRD	-0.115561 (0.07589) [-1.52268]



Tahmin edilen ikinci aşama VAR modelinin, 24 gecikme dönemi için etki – tepki fonksiyonlarına bakıldığında Şekil 4’teki sonuç ortaya çıkmaktadır (Bkz. EK 19).

**Şekil 4: İkinci Aşama Var Modeli Etki Tepki Fonksiyonları**



UFSY’de meydana gelen bir standart hatalık şok, IMKBIHC üzerinde 4. döneme kadar yaklaşık olarak % 1 pozitif etkili olurken 4. dönemden 7. Döneme kadar yaklaşık olarak % 2 negatif yönde gerçekleşmektedir. 7. – 10. dönemler arası % 3 pozitif etkili olduktan sonra 11. döneme kadar yaklaşık % 3 negatif etkili olmakta 11. Dönemden sonra giderek sönümleşmektedir.

UFSY’de meydana gelen bir standart hatalık şok, OSKRD üzerinde 4. döneme kadar yaklaşık olarak % 2, 5 negatif etkili olduktan sonra 4. Dönemden 5. Döneme kadar yaklaşık olarak % 3, 5 pozitif etkide bulunmakta ve 5. Dönemden 10. Döneme kadar yaklaşık olarak % 3, 5 negatif etkide bulunduktan sonra giderek sönümleşmektedir.

UFSY’de meydana gelen bir standart hatalık şok, UFSY üzerinde 10. döneme kadar yaklaşık olarak % 5 negatif etkili olduktan sonra sönümleşmektedir.

UFSY’de meydana gelen bir standart hatalık şok, TSRRF üzerinde 3. döneme kadar yaklaşık olarak % 2 pozitif etkili olurken 3. dönemden 4. Döneme kadar yaklaşık olarak % 3 negatif etkili olmuştur. 4. Dönemden 5. Döneme kadar yaklaşık % 2 pozitif, 5. Dönemden 6. Döneme kadar yaklaşık % 1, 5 negatif, 6. Dönemden 9. Döneme kadar % 3, 5 pozitif ve 9. dönemden 10. Döneme kadar yaklaşık % 2, 5 negatif etkili olduktan sonra sönümleşmektedir.

Tahmin edilen ikinci Aşama VAR modeli, 10 gecikme dönemi için IMKBIHC, TSRRF ve OSKRD değişkenlerinin varyans ayrıştırmasındaki UFSY’nin paylarına bakıldığında şöyle bir sonuç ortaya çıkmaktadır (Bkz. EK 20):

1. Dönemde IMKBIHC’nin % 0, 0’ını, TSRRF’in % 9, 8’ini ve OSKRD’nin % 49, 3 ‘ünü açıklamaktadır.

2. Dönemde IMKBIHC’nin % 0, 0’ını, TSRRF’in % 3, 5’ini ve OSKRD’nin % 56, 2’ini açıklamaktadır.

3. Dönemde IMKBIHC’nin % 2, 5’ini, TSRRF’in % 7,9’unu ve OSKRD’nin % 61, 1’ini açıklamaktadır.

4. Dönemde IMKBIHC’nin % 10, 2’sini, TSRRF’in % 20, 5’ini ve OSKRD’nin % 48, 6’sını açıklamaktadır.

5. Dönemde IMKBIHC’nin % 9, 9’unu, TSRRF’in % 12, 3’ünü ve OSKRD’nin % 64, 3 ‘ünü açıklamaktadır.

6. Dönemde IMKBIHC’nin % 9, 8’ini, TSRRF’in % 13, 9’unu ve OSKRD’nin % 58, 2’ini açıklamaktadır.

7. Dönemde IMKBIHC’nin % 11, 6’sını, TSRRF’in % 14, 8’ini ve OSKRD’nin % 52, 1 ‘ini açıklamaktadır.

8. Dönemde IMKBIHC’nin % 11, 8’ini, TSRRF’in % 15, 6’sını ve OSKRD’nin % 51, 2’sini açıklamaktadır.

9. Dönemde IMKBIHC’nin % 11,8’ini, TSRRF’in % 19, 9’unu ve OSKRD’nin % 49, 9 ‘unu açıklamaktadır.

10. Dönemde IMKBIHC’nin % 18, 1’ini, TSRRF’in % 19, 3’ünü ve OSKRD’nin % 49, 4 ‘ünü açıklamaktadır.

### **3.4. Üçüncü Aşama VAR Analizi**

Üçüncü aşama VAR modeli optimum gecikme uzunluğu için, LR, FPE ve AIC kriterlerinin minimum olduğu 4. Gecikme uzunluğu seçilmiştir (Bkz. EK 21).

AR Karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisindeki konumları modelin durağan olduğunu göstermektedir (Bkz. EK 22).

LM Otokorelasyon test sonucuna göre, 4. gecikme uzunluğunda % 5 anlamlılık düzeyinde Otokorelasyon bulunmamaktadır (Bkz. EK 23).

VAR Granger nedensellik testinden elde edilen Kikare ve probabilty değerlerine göre KKO ve GSSSO, OSKRD'nin VAR Granger nedeni iken IMKBIHC ile KKO ve GSSSO arasında VAR Granger nedensellik ilişkisi yoktur. Nedensellik ve varyans ayrıştırması analiz sonuçlarına göre değişkenler en dışsaldan içsele doğru IMKBIHC, KKO, GSSSO ve OSKRD şeklinde sıralanmaktadır (Bkz. EK 24). Özet sonuçlar Tablo 15'teki gibidir.

Tablo 15: Üçüncü Aşama VAR Granger Nedensellik Test Özeti

HİPOTEZLER			TEST SONUÇLARI					
Hipotez Sırası	Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Nedensellik Yönü	Bağımlı Değişken	Chi-sq	Olasılık	Anlam Düzeyi
H9:	OSKRD	KKO	KKO	→	OSKRD	10, 16221	0, 0378	% 5
H10:	IMKBIHC	KKO	KKO IMKBIHC	İLİŞKİ YOK	IMKBIHC KKO	5, 797537 7, 590433	0, 2148 0, 1078	
H11:	OSKRD	GSSSO	GSSSO	→	OSKRD	30, 87156	0, 0000	% 1
H12:	IMKBIHC	GSSSO	IMKBIHC GSSSO	İLİŞKİ YOK	GSSSO IMKBIHC	2, 912825 2, 192420	0, 5725 0, 7004	

Üçüncü aşama VAR modeli tahmin sonucuna göre bağımlı değişkenler KKO ve GSSSO olmak üzere 4 gecikme dönemi için denklemler matematiksel olarak, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Bkz. EK 25):

$  \begin{aligned}  \text{DLKKOSA} &= 0.0009*\text{DLIMKBIHCSA}(-1) + 0.01*\text{DLIMKBIHCSA}(-2) + \\  &0.02*\text{DLIMKBIHCSA}(-3) - 0.0007*\text{DLIMKBIHCSA}(-4) + 0.29*\text{DLKKOSA}(-1) - \\  &0.20*\text{DLKKOSA}(-2) - 0.15*\text{DLKKOSA}(-3) - 0.07*\text{DLKKOSA}(-4) - \\  &0.16*\text{DLOSKRDSA}(-1) - 0.08*\text{DLOSKRDSA}(-2) + 0.13*\text{DLOSKRDSA}(-3) - \\  &0.07*\text{DLOSKRDSA}(-4) - 0.03*\text{DLGSSSOSA}(-1) + 0.13*\text{DLGSSSOSA}(-2) - \\  &0.03*\text{DLGSSSOSA}(-3) + 0.04*\text{DLGSSSOSA}(-4) + 0.008  \end{aligned}  $
$  \begin{aligned}  \text{DLGSSSOSA} &= 0.04*\text{DLIMKBIHCSA}(-1) + 0.02*\text{DLIMKBIHCSA}(-2) + \\  &0.02*\text{DLIMKBIHCSA}(-3) + 0.008*\text{DLIMKBIHCSA}(-4) + 0.62*\text{DLKKOSA}(-1) + \\  &0.20*\text{DLKKOSA}(-2) + 0.03*\text{DLKKOSA}(-3) - 0.89*\text{DLKKOSA}(-4) - \\  &0.21*\text{DLOSKRDSA}(-1) - 0.33*\text{DLOSKRDSA}(-2) + 0.20*\text{DLOSKRDSA}(-3) + \\  &0.003*\text{DLOSKRDSA}(-4) + 0.10*\text{DLGSSSOSA}(-1) + 0.28*\text{DLGSSSOSA}(-2) - \\  &0.15*\text{DLGSSSOSA}(-3) + 0.004*\text{DLGSSSOSA}(-4) + 0.03  \end{aligned}  $

Tahmin edilen VAR Modelinin yorumu şu şekilde yapılabilir:

1. Dönemde IMKBIHC'deki 1 birimlik değişim KKO ve GSSSO'da sırasıyla 0, 00 ve 0, 04 birimlik etki yapmaktayken; OSKRD'deki 1 birimlik değişim KKO ve GSSSO'da sırasıyla -0, 16 ve -0, 21 birimlik etki yapmaktadır.

2. Dönemde IMKBIHC'deki 1 birimlik değişim KKO ve GSSSO'da sırasıyla 0, 01 ve 0, 02 birimlik etki yapmaktayken; OSKRD'deki 1 birimlik değişim KKO ve GSSSO'da sırasıyla -0, 08 ve -0, 33 birimlik etki yapmaktadır.

3. Dönemde IMKBIHC'deki 1 birimlik değişim KKO ve GSSSO'da sırasıyla 0, 01 ve 0, 02 birimlik etki yapmaktayken; OSKRD'deki 1 birimlik değişim KKO ve GSSSO'da sırasıyla 0, 13 ve 0, 20 birimlik etki yapmaktadır.

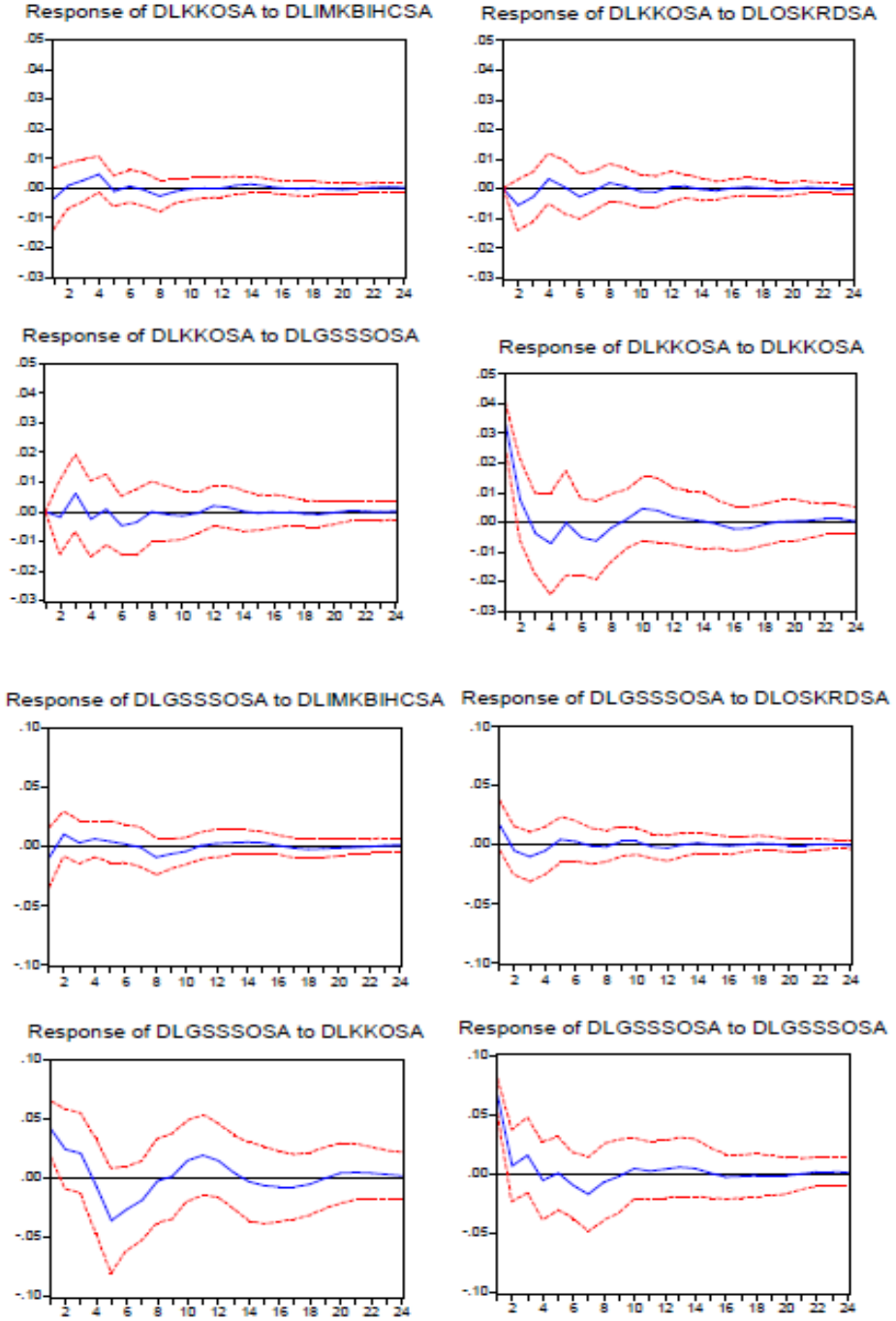
4. Dönemde IMKBIHC'deki 1 birimlik değişim KKO ve GSSSO'da sırasıyla -0, 00 ve 0, 01 birimlik etki yapmaktayken; OSKRD'deki 1 birimlik değişim KKO ve GSSSO'da sırasıyla -0, 07 ve 0, 00 birimlik etki yapmaktadır. Özet sonuçlar Tablo 16'daki gibidir.

**Tablo 16: Üçüncü Aşama VAR Modeli Katsayı Tahmin Sonuçları**

Gecikme Sayısı	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişkenler	Tahmin Katsayıları	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişkenler	Tahmin Katsayıları
1	KKO	IMKBIHC	0.000855 (0.00908) [ 0.09421]	GSSSO	IMKBIHC	0.036437 (0.02189) [ 1.66423]
		OSKRD	-0.162495 (0.12551) [-1.29463]		OSKRD	-0.207663 (0.30281) [-0.68579]
2	KKO	IMKBIHC	0.011465 (0.00974) [ 1.17748]	GSSSO	IMKBIHC	0.015254 (0.02349) [ 0.64937]
		OSKRD	-0.082970 (0.12907) [-0.64282]		OSKRD	-0.334624 (0.31139) [-1.07461]
3	KKO	IMKBIHC	0.018632 (0.00832) [ 2.23996]	GSSSO	IMKBIHC	0.023506 (0.02007) [ 1.17138]
		OSKRD	0.128620 (0.11811) [ 1.08895]		OSKRD	0.204985 (0.28495) [ 0.71936]
4	KKO	IMKBIHC	-0.000708 (0.00751) [-0.09424]	GSSSO	IMKBIHC	0.008392 (0.01811) [ 0.46336]
		OSKRD	-0.068330 (0.10862) [-0.62909]		OSKRD	0.003244 (0.26204) [ 0.01238]

Tahmin edilen üçüncü aşama VAR modelinin, 24 gecikme dönemi için etki – tepki fonksiyonlarına bakıldığında Şekil 5’teki sonuç ortaya çıkmaktadır (Bkz. EK 26).

**Şekil 5: Üçüncü Aşama Var Modeli Etki Tepki Fonksiyonları**



IMKBIHC'de meydana gelen bir standart hatalık şok, KKO üzerinde 4. döneme kadar yaklaşık olarak % 1 pozitif etkili olduktan sonra giderek sönümleşmektedir.

OSKRD'de meydana gelen bir standart hatalık şok, KKO üzerinde 2. döneme kadar yaklaşık olarak % 0, 5 negatif etkili olduktan sonra 2. Dönemden 4. Döneme kadar yaklaşık olarak % 1 pozitif etkide bulunduktan sonra giderek sönümleşmektedir.

GSSSO'da meydana gelen bir standart hatalık şok, KKO üzerinde 2. döneme kadar tepkisiz kaldıktan sonra 2. dönemden 3. döneme kadar yaklaşık olarak % 0, 8 pozitif etkili olmakta ve 3. dönemden 4. döneme kadar yaklaşık % 1 negatif etkide bulunduktan sonra sönümleşmektedir.

KKO'da meydana gelen bir standart hatalık şok, KKO üzerinde 4. döneme kadar yaklaşık olarak % 4 negatif etkili olurken 4. dönemden 5. döneme kadar yaklaşık olarak % 1 pozitif, 5. dönemden 7. döneme kadar yaklaşık % 1 negatif ve 7. dönemden 10. döneme kadar yaklaşık % 2 pozitif etkili olduktan sonra sönümleşmektedir.

IMKBIHC'de meydana gelen bir standart hatalık şok, GSSSO üzerinde 2. döneme kadar yaklaşık olarak % 2 pozitif etkili olduktan sonra giderek sönümleşmektedir.

OSKRD'de meydana gelen bir standart hatalık şok, GSSSO üzerinde 3. döneme kadar yaklaşık olarak % 3 negatif etkili olduktan sonra 3. Dönemden 5. Döneme kadar yaklaşık olarak % 1, 5 pozitif etkide bulunduktan sonra giderek sönümleşmektedir.

KKO'da meydana gelen bir standart hatalık şok, GSSSO üzerinde 5. döneme kadar yaklaşık olarak % 7 negatif etkili olmakta, 5. dönemden 11. döneme kadar yaklaşık % 5 pozitif etkide bulunduktan sonra sönümleşmektedir.

GSSSO'da meydana gelen bir standart hatalık şok, GSSSO üzerinde 2. döneme kadar yaklaşık olarak % 6 negatif etkili olurken 2. dönemden 3. döneme kadar yaklaşık olarak % 1 pozitif etkili olmaktadır. 3. dönemden 4. döneme kadar yaklaşık % 2 negatif ve 4. dönemden 7. döneme kadar yaklaşık % 2 negatif ve 7. dönemden 10. döneme kadar yaklaşık % 2, 5 pozitif etkili olduktan sonra sönümleşmektedir.



Tahmin edilen üçüncü aşama VAR modeli, 15 gecikme dönemi için KKO ve GSSSO değişkenlerinin hata varyans ayrıştırmasına bakıldığında şöyle bir sonuç ortaya çıkmaktadır (Bkz. EK 27):

1. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 1, 25 IMKBIHC, % 98, 75 kendisi, % 0, 00 GSSSO ve % 0, 00 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 1, 37 IMKBIHC, % 26, 64 KKO, % 71, 99 kendisi ve % 0, 00 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

2. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 1, 20 IMKBIHC, % 95, 84 kendisi, % 0, 84 GSSSO ve % 2, 13 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 2, 76 IMKBIHC, % 31, 78 KKO, % 64, 88 kendisi ve % 0, 58 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

3. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 1, 67 IMKBIHC, % 91, 78 kendisi, % 3, 11 GSSSO ve % 3, 43 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 2, 63 IMKBIHC, % 33, 92 KKO, % 60, 57 kendisi ve % 2, 88 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

4. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 13 IMKBIHC, % 89, 56 kendisi, % 3, 08 GSSSO ve % 4, 23 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 06 IMKBIHC, % 33, 88 KKO, % 60, 07 kendisi ve % 2, 99 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

5. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 23 IMKBIHC, % 89, 41 kendisi, % 3, 14 GSSSO ve % 4, 22 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 2, 79 IMKBIHC, % 42, 94 KKO, % 51, 54 kendisi ve % 2, 73 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

6. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 11 IMKBIHC, % 87, 67 kendisi, % 5, 00 GSSSO ve % 4, 22 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 2, 61 IMKBIHC, % 46, 38 KKO, % 48, 21 kendisi ve % 2, 80 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

7. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 03 IMKBIHC, % 87, 20 kendisi, % 5, 70 GSSSO ve % 4, 07 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 2, 46 IMKBIHC, % 46, 82 KKO, % 48, 00 kendisi ve % 2, 72 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

8. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 53 IMKBIHC, % 86, 57 kendisi, % 5, 66 GSSSO ve % 4, 24 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 15 IMKBIHC, % 46, 28 KKO, % 47, 88 kendisi ve % 2, 68 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

9. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 60 IMKBIHC, % 86, 42 kendisi, % 5, 67 GSSSO ve % 4, 30 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 51 IMKBIHC, % 46, 06 KKO, % 47, 67 kendisi ve % 2, 76 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

10. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 56 IMKBIHC, % 86, 44 kendisi, % 5, 73 GSSSO ve % 4, 27 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 59 IMKBIHC, % 46, 86 KKO, % 46, 83 kendisi ve % 2, 72 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

11. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 52 IMKBIHC, % 86, 48 kendisi, % 5, 70 GSSSO ve % 4, 30 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 48 IMKBIHC, % 48, 48 KKO, % 45, 37 kendisi ve % 2, 67 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

12. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 50 IMKBIHC, % 86, 28 kendisi, % 5, 94 GSSSO ve % 4, 28 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 46 IMKBIHC, % 49, 25 KKO, % 44, 55 kendisi ve % 2, 74 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

13. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 54 IMKBIHC, % 86, 07 kendisi, % 6, 12 GSSSO ve % 4, 27 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 52 IMKBIHC, % 49, 17 KKO, % 44, 55 kendisi ve % 2, 75 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

14. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 62 IMKBIHC, % 85, 99 kendisi, % 6, 11 GSSSO ve % 4, 28 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 62 IMKBIHC, % 49, 07 KKO, % 44, 57 kendisi ve % 2, 74 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

15. Dönemde KKO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 64 IMKBIHC, % 85, 93 kendisi, % 6, 13 GSSSO ve % 4, 30 OSKRD tarafından açıklanmaktayken; GSSSO değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 3, 68 IMKBIHC, % 49, 21 KKO, % 44, 38 kendisi ve % 2, 73 OSKRD tarafından açıklanmaktadır.

### 3.5. Dördüncü Aşama VAR Analizi

Dördüncü aşama VAR modeli için optimum gecikme uzunluğu olarak LR, FPE, AIC ve HQ kriterlerinin minimum olduğu 8. Gecikme uzunluğu seçilmiştir(Bkz. EK 28).

AR Karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisindeki konumları modelin birim kök içerdiğini göstermektedir (Bkz. EK 29).

LM Otokorelasyon test sonucuna göre, 8. gecikme uzunluğunda % 5 anlamlılık düzeyinde Otokorelasyon bulunmamaktadır(Bkz. EK 30).

AR Karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çembere göre konumunu modelin az bir farkla birim kök içerdiğini göstermesi üzerine GSYIH değişkeni bağımlı değişken olmak üzere regresyon analizi yapılmıştır.  $R^2$ , düzeltilmiş  $R^2$ , DW, F-istatistik, t-istatistik ve olasılık değerleri (Bkz. EK 31) LM Otokorelasyon analiz sonuçları ile birlikte değerlendirilerek tahmin edilen VAR modelinin uygun olduğuna karar verilmiştir.

VAR Granger nedensellik testinden elde edilen Kikare ve probabilty değerlerine göre, KKO ve GSYIH'nin tek yönlü VAR Granger nedeni iken GSSSO ve GSYIH değişkenleri arasında GSSSO'dan GSYIH'ye doğru daha güçlü olmak üzere çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Nedensellik ve varyans ayrıştırması analiz sonuçlarına göre değişkenler en dışsaldan içsele doğru KKO, GSSSO ve GSYIH şeklinde sıralanmaktadır. Özet sonuçlar Tablo 17'deki gibidir (Bkz. EK 32).

**Tablo 17: Dördüncü Aşama VAR Granger Nedensellik Test Özeti**

HİPOTEZLER			TEST SONUÇLARI					
Hipotez Sırası	Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Nedensellik Yönü	Bağımlı Değişken	Chi-sq	Olasılık	Anlam Düzeyi
<b>H13:</b>	KKO	GSYIH	KKO	→	GSYIH	24, 62751	0, 0018	% 1
<b>H14:</b>	GSSSO	GSYIH	GSSSO	→	GSYIH	38, 91635	0, 0000	% 1
			GSYIH	→	GSSSO	18, 43577	0, 0182	% 5

Dördüncü aşama VAR modeli tahmin sonucuna göre bağımlı değişken GSYİH olmak üzere 8 gecikme dönemi için denklem matematiksel olarak, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Bkz. EK 33):

$$\begin{aligned}
 \text{DLGSYIHS} &= 0.80*\text{DLKKOSA}(-1) + 0.21*\text{DLKKOSA}(-2) + 0.43*\text{DLKKOSA}(-3) - \\
 &0.26*\text{DLKKOSA}(-4) + 0.08*\text{DLKKOSA}(-5) + 0.49*\text{DLKKOSA}(-6) - 0.01*\text{DLKKOSA}(-7) \\
 &+ 0.05*\text{DLKKOSA}(-8) + 0.19*\text{DLGSSSOSA}(-1) + 0.44*\text{DLGSSSOSA}(-2) + \\
 &0.29*\text{DLGSSSOSA}(-3) + 0.25*\text{DLGSSSOSA}(-4) - 0.002*\text{DLGSSSOSA}(-5) - \\
 &0.08*\text{DLGSSSOSA}(-6) - 0.13*\text{DLGSSSOSA}(-7) + 0.24*\text{DLGSSSOSA}(-8) - \\
 &1.05*\text{DLGSYIHS}(-1) - 1.28*\text{DLGSYIHS}(-2) - 1.61*\text{DLGSYIHS}(-3) - \\
 &0.73*\text{DLGSYIHS}(-4) + 0.21*\text{DLGSYIHS}(-5) + 0.26*\text{DLGSYIHS}(-6) + \\
 &0.31*\text{DLGSYIHS}(-7) - 0.20*\text{DLGSYIHS}(-8) + 0.03
 \end{aligned}$$

Tahmin edilen VAR Modelinin yorumu şu şekilde yapılabilir:

1. Dönemde KKO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de 0, 80 birimlik etki yapmaktayken; GSSSO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de 0, 19 birimlik etki yapmaktadır.

2. Dönemde KKO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de 0, 21 birimlik etki yapmaktayken; GSSSO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de 0, 44 birimlik etki yapmaktadır.

3. Dönemde KKO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de 0, 43 birimlik etki yapmaktayken; GSSSO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de 0, 29 birimlik etki yapmaktadır.

4. Dönemde KKO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de -0, 26 birimlik etki yapmaktayken; GSSSO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de 0, 25 birimlik etki yapmaktadır.

5. Dönemde KKO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de 0, 08 birimlik etki yapmaktayken; GSSSO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de -0, 00 birimlik etki yapmaktadır.

6. Dönemde KKO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de 0, 49 birimlik etki yapmaktayken; GSSSO'daki 1 birimlik değişim GSYİH'de -0, 08 birimlik etki yapmaktadır.

7. Dönemde KKO'daki 1 birimlik değişim GSYIH'de -0, 01 birimlik etki yapmaktayken; GSSSO'daki 1 birimlik değişim GSYIH'de -0, 13 birimlik etki yapmaktadır.

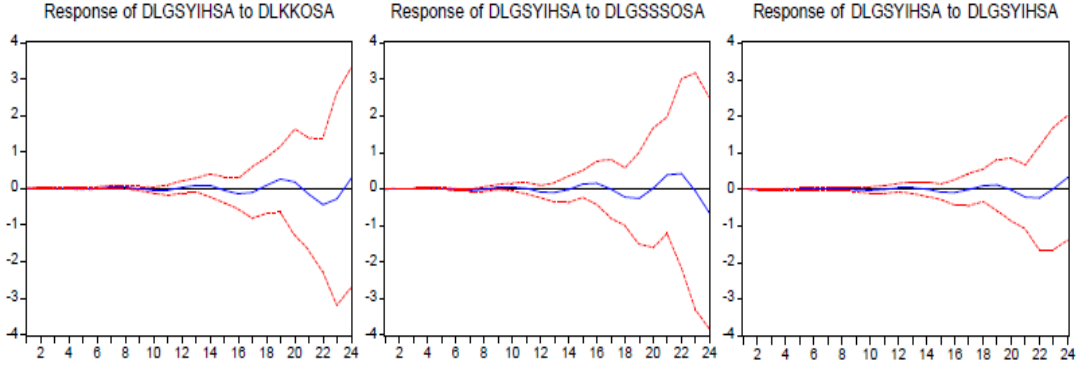
8. Dönemde KKO'daki 1 birimlik değişim GSYIH'de 0, 05 birimlik etki yapmaktayken; GSSSO'daki 1 birimlik değişim GSYIH'de 0, 24 birimlik etki yapmaktadır. Özet sonuçlar Tablo 18'deki gibidir.

**Tablo 18: Dördüncü Aşama VAR Modeli Katsayı Tahmin Sonuçları**

Gecikme Sayısı	Bağımlı Değişken	Bağımlı Değişkenler	Tahmin Katsayıları
1	GSYIH	KKO	0.797344 (0.26701) [ 2.98617]
		GSSSO	0.185003 (0.09983) [ 1.85312]
2	GSYIH	KKO	0.208238 (0.33710) [ 0.61773]
		GSSSO	0.437999 (0.11199) [ 3.91096]
3	GSYIH	KKO	0.433848 (0.44760) [ 0.96928]
		GSSSO	0.287180 (0.20679) [ 1.38873]
4	GSYIH	KKO	-0.258286 (0.28505) [-0.90612]
		GSSSO	0.251094 (0.22544) [ 1.11380]
5	GSYIH	KKO	0.084981 (0.38295) [ 0.22191]
		GSSSO	-0.002183 (0.18531) [-0.01178]
6	GSYIH	KKO	0.485209 (0.27720) [ 1.75041]
		GSSSO	-0.079529 (0.19278) [-0.41253]
7	GSYIH	KKO	-0.010479 (0.26360) [-0.03975]
		GSSSO	-0.125606 (0.17979) [-0.69863]
8	GSYIH	KKO	0.054873 (0.28191) [ 0.19464]
		GSSSO	0.241984 (0.12104) [ 1.99917]

Tahmin edilen dördüncü aşama VAR modelinin, 24 gecikme dönemi için etki – tepki fonksiyonlarına bakıldığında Şekil 6’daki sonuç ortaya çıkmaktadır (Bkz. EK 34).

**Şekil 6: Dördüncü Aşama Var Modeli Etki Tepki Fonksiyonları**



KKO’da meydana gelen bir standart hatalık şok, GSYIH üzerinde 18. dönem kadar etkisiz olurken 18. dönemden 20. döneme kadar yaklaşık olarak % 0,3 pozitif etkide bulunmakta ve 20. dönemden 22. döneme kadar yaklaşık olarak % 0,5 negatif etkide bulunmaktadır. 22. dönemden 24. döneme kadar yaklaşık olarak % 1 pozitif etkide bulunduktan sonra giderek etkisi artmaktadır.

GSSSO’da meydana gelen bir standart hatalık şok, GSYIH üzerinde 20. döneme kadar etkisiz olurken 20. dönemden 22. döneme kadar yaklaşık olarak % 0,5 pozitif etkide bulunmakta ve 22. dönemden 24. döneme kadar yaklaşık olarak % 1 negatif etkide bulunduktan sonra giderek etkisi artmaktadır.

GSYIH’de meydana gelen bir standart hatalık şok, GSYIH üzerinde 20. döneme kadar etkisiz olurken 20. dönemden 22. döneme kadar yaklaşık olarak % 0,2 negatif etkide bulunmakta ve 22. dönemden 24. döneme kadar yaklaşık olarak % 0,4 pozitif etkide bulunduktan sonra giderek etkisi artmaktadır.

Tahmin edilen üçüncü aşama VAR modeli, 14 gecikme dönemi için GSYIH değişkeninin hata varyans ayrıştırmasına bakıldığında şöyle bir sonuç ortaya çıkmaktadır (Bkz. EK 35):

1. Dönemde GSYIH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 57,59 KKO, % 18,71 GSSSO ve % 23,70 kendisi tarafından açıklanmaktadır.

2. Dönemde GSYIH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 53,86 KKO, % 12,68 GSSSO ve % 33,46 kendisi tarafından açıklanmaktadır.



3. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 49, 00 KKO, % 21, 94 GSSSO ve % 29, 05 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
4. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 44, 82 KKO, % 28, 97 GSSSO ve % 26, 21 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
5. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 37, 04 KKO, % 26, 66 GSSSO ve % 36, 30 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
6. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 52, 27 KKO, % 23, 00 GSSSO ve % 24, 73 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
7. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 67, 76 KKO, % 23, 59 GSSSO ve % 8, 65 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
8. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 67, 85 KKO, % 20, 29 GSSSO ve % 11, 86 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
9. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 56, 10 KKO, % 30, 86 GSSSO ve % 13, 04 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
10. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 58, 77 KKO, % 31, 35 GSSSO ve % 9, 88 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
11. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 57, 04 KKO, % 28, 97 GSSSO ve % 13, 98 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
12. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 57, 53 KKO, % 31, 49 GSSSO ve % 10, 98 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
13. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 61, 16 KKO, % 31, 86 GSSSO ve % 6, 98 kendisi tarafından açıklanmaktadır.
14. Dönemde GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 59, 64 KKO, % 28, 04 GSSSO ve % 12, 33 kendisi tarafından açıklanmaktadır.

### **3.6. Beşinci Aşama VAR Analizi**

Beşinci aşama VAR modeli için optimum gecikme uzunluğu olarak; LR, FPE, AIC ve HQ bilgi kriterlerinin minimum olduğu 1. Gecikme uzunluğu seçilmiştir (Bkz. EK 36).

AR Karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisindeki konumları modelin durağan olduğunu göstermektedir (Bkz. EK 37).

LM Otokorelasyon test sonucuna göre, 5. gecikme uzunluğunda % 5 anlamlılık düzeyinde Otokorelasyon bulunmamaktadır (Bkz. EK 38).

VAR Granger nedensellik testinden elde edilen Kikare ve probabilty değerlerine göre, UFSY GSYIH'nin % 5 anlamlılık düzeyinde nedeni iken ilişki tek yönlüdür. Nedensellik ve varyans ayrıştırması analiz sonuçlarına göre değişkenler en dışsaldan içsele doğru UFSY, ve GSYIH şeklinde sıralanmaktadır (Bkz. EK 39). Özet sonuçlar Tablo 19'daki gibidir.

**Tablo 19: Beşinci Aşama VAR Granger Nedensellik Test Özeti**

HİPOTEZLER			TEST SONUÇLARI					
Hipotez Sırası	Bağımsız Değişken	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Nedensellik Yönü	Bağımlı Değişken	Chi-sq	Olasılık	Anlam Düzeyi
<b>H15:</b>	UFSY	GSYIH	UFSY	➔	GSYIH	4, 52767	0, 0334	% 5

Beşinci aşama VAR modeli tahmin sonucuna göre bağımlı değişken GSYIH olmak üzere 1 gecikme dönemi için denklem matematiksel olarak, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir(Bkz. EK 40):

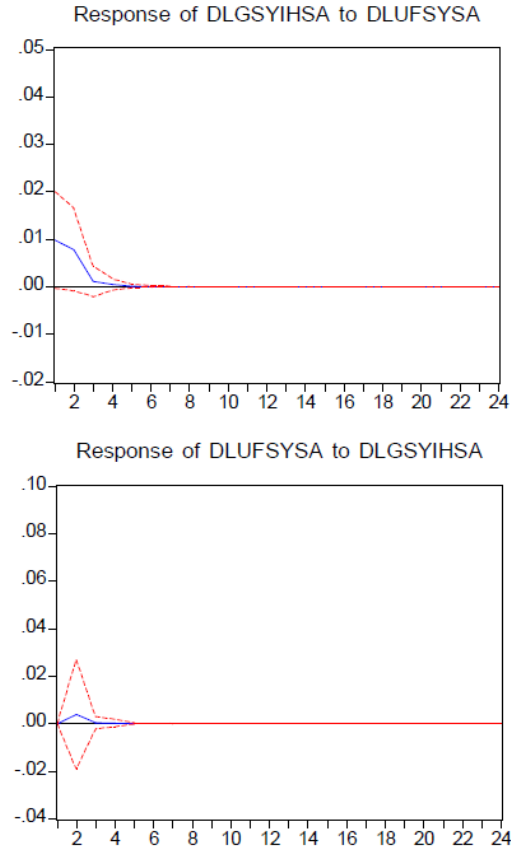
$$\text{DLGSYIHSA} = 0.12 \cdot \text{DLUFSYSA}(-1) - 0.13 \cdot \text{DLGSYIHSA}(-1) + 0.005$$

Tahmin edilen VAR Modelinin yorumu şu şekilde yapılabilir:

1. Dönemde UFSY'deki 1 birimlik değişim GSYIH'de 0, 12 birimlik etki yapmaktadır.

Tahmin edilen beşinci aşama VAR modelinin, 24 gecikme dönemi için etki – tepki fonksiyonlarına bakıldığında Şekil 7'deki sonuç ortaya çıkmaktadır (Bkz. EK 41).

#### Şekil 7: Beşinci Aşama Var Modeli Etki Tepki Fonksiyonları



UFSY'de meydana gelen bir standart hatalık şok, GSYIH üzerinde 3. döneme kadar % 1 negatif etkide bulunduktan sonra etkisi sönümleşmektedir.

GSYİH’de meydana gelen bir standart hatalık şok, UFSY üzerinde 2. döneme kadar yaklaşık olarak % 0, 5 pozitif, 2. dönemden 3. döneme kadar yaklaşık olarak % 0, 5 negatif etkiye bulduktan sonra etkisi sönümleşmektedir.

Tahmin edilen beşinci aşama VAR modelinin 10 gecikme dönemi için UFSY ve GSYİH değişkenlerinin hata varyans ayrıştırmasına bakıldığında şöyle bir sonuç ortaya çıkmaktadır(Bkz. EK 42):

1. Dönemde UFSY değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 100, 00 kendisi ve % 0, 00 GSYİH tarafından açıklanmaktayken, GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 91, 78 kendisi ve % 8, 22 UFSY tarafından açıklanmaktadır.

2. Dönemde UFSY değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 99, 77 kendisi ve % 0, 23 GSYİH tarafından açıklanmaktayken, GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 87, 47 kendisi ve % 12, 53 UFSY tarafından açıklanmaktadır.

3. Dönemde UFSY değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 99, 77 kendisi ve % 0, 23 GSYİH tarafından açıklanmaktayken, GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 87, 40 kendisi ve % 12, 60 UFSY tarafından açıklanmaktadır.

4. Dönemde UFSY değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 99, 76 kendisi ve % 0, 24 GSYİH tarafından açıklanmaktayken, GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 87, 40 kendisi ve % 12, 60 UFSY tarafından açıklanmaktadır.

5. Dönemden 10. döneme kadar UFSY değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 99, 76 kendisi ve % 0, 24 GSYİH tarafından açıklanmaktayken, GSYİH değişkenine ait hata varyansı sırasıyla % 87, 40 kendisi ve % 12, 60 UFSY tarafından açıklanmaktadır.



## IV. BÖLÜM

### TÜRKİYE DENEYİMİNİN TARTIŞMASI

McKinnon&Shaw Hipotezi'ne göre, GOÜ'lerde keynesyen para ve maliye politikalarıyla faiz oranlarının ve finans piyasalarının baskı altında tutulması, bu ülkeler için optimal piyasa etkinliğini engelleyerek yurtiçi tasarruf/yatırım/iktisadi büyüme sürecindeki kaynak dağılımını olumsuz etkilemektedir.

McKinnon&Shaw Hipotezi'ne dayanan finansal liberalizasyon teorisi, “finansal baskının kalkması” ve “finansal derinleşmenin sağlanması” ile etkin kaynak dağılımının sağlanacağını ve “iktisadi büyüme”nin hızlanacağını iddia etmektedir.

Türkiye'de liberalleşme süreci, bu görüşler doğrultusunda, 24 Ocak 1980'den sonra 28 ve 30 No'lu Kararnamelerle başlatılmış ve bu kararnameler uyarınca Aralık 1983 ve Temmuz 1984'te uygulamaya konmuştur. Bu kararnameler ile uluslararası finansal sermaye hareketleri kısmen liberalleştirilmiş, tam liberalleşme 32 No'lu Kararname'nin 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmasıyla tamamlanmıştır.

Liberalleştirme sürecinin tamamlanmasıyla birlikte Türkiye piyasasına giren uluslararası finansal sermaye miktarı sürekli artan bir seyir izlemiştir.

Bu çalışmada, finansal liberalizasyon teorisinin Türkiye deneyimi karşısındaki durumunu sınamak amacıyla, GOÜ'lere yönelik uluslararası finansal sermaye hareketleri ve iktisadi büyüme ilişkisi araştırılmıştır.

Araştırma hipotezi, “Uluslararası finansal sermaye hareketleri, finansal liberalizasyon teorisinin ileri sürdüğü gibi, gelişmekte olan ülkelerin tasarruf/yatırım açıklarını kapatmak suretiyle iktisadi büyümelerine neden olmamıştır” şeklinde kurulmuştur.

Araştırma hipotezi, finansal liberalizasyon teorisinde bahsedilen değişkenler ve ilişkiler temel alınarak, 1998Q2 – 2009Q2 dönemleri için 10 makroekonomik değişkene ait zaman serilerinin kullanıldığı 5 aşamalı bir VAR analiz süreci kullanılarak sınanmıştır. Türkiye deneyimi için, her bir VAR analiz aşaması bulgularının tartışması aşağıdaki gibidir.

### **Birinci Aşama**

UFSY'nin, Türkiye'ye yönelimini belirlerken kullandığı faiz oranı paritesi kuralının etkin parametresini ve yönelme nedenini belirleme amacı taşıyan birinci aşama VAR analizinin;

VAR Granger nedensellik analiz sonuçlarına göre, Faiz oranı paritesinin etkin parametresi REDK'tir. UFSY'nin, Türkiye'ye yönelme nedeni önem sırasına göre, REDK ve IMKBEND'dir. FAIZ, UFSY üzerinde etkili olmamış tersine UFSY, FAIZ üzerinde etkili olmuştur.

Etki-tepki fonksiyonu analiz sonucuna göre; UFSY'nin REDK'te meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepki, REDK'in UFSY'de meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlüdür. IMKBEND'in UFSY'de meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepki, UFSY'nin IMKBEND'te meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlü ve FAIZ'in UFSY'de meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepki, UFSY'nin FAIZ'de meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlüdür. Bu sonuçlar VAR Granger nedensellik testini tam olarak doğrulamaktadır.

Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre, Türkiye'ye giren UFSY miktarı, REDK'i her zaman göz önünde tutarak, ilk altı ay yine ülkeye giren UFSY miktarına göre değişim gösterirken ilk altı aydan sonra, FAIZ'deki değişim belirgin olmak üzere IMKBEND'teki değişimin payı artmıştır. Burada dikkat çekici olan konu, başlangıçtan ilk altı ay sonuna kadar UFSY FAIZ'e karşı duyarsız iken altı aydan sonra duyarlılığının belirginleşmesidir.

Türkiye'de, finansal liberalizasyon teorisinin ileri sürdüğü gibi faiz oranları üzerindeki baskının kalkması, uluslararası tasarruf kaynaklarının, kaynak sıkıntısı çeken Türkiye'ye yöneltilmesi için yeterli olmamış, öncü gösterge olarak REDK belirleyici olmuştur. Ayrıca uluslararası finansal sermaye yatırımcıları birbirlerini izlemektedirler. Bu durum kırılmalı yapıdaki ekonomilerdeki döviz ataklarının nedenini açıklamaktadır. Türkiye deneyiminde FAIZ'in, UFSY için bir politika aracı olmadığı görülmüştür.



## **İkinci Aşama**

Türkiye'ye yönelen UFSY'nin TSRRF kaynaklarının gelişimine olan katkısını ve yöneldiği parasal aktarım kanalını belirleme amacı taşıyan ikinci aşama VAR analizinin;

VAR Granger nedensellik analiz sonuçlarına göre, UFSY ağırlıklı olarak OSKRD'nin nedeni iken ikinci olarak TSRRF'un nedenidir. UFSY, IMKBIHC'nin nedeni değildir. Bu sonuçlara göre, UFSY'nin bankacılık sistemine yöneldiği söylenebilir. Bu sonuç, Ardıç ve Damar (2006)'ın, finansal sermaye yatırımlarının bankacılık sistemine yöneldiği sonucuyla örtüşmektedir.

Etki-tepki fonksiyonu analiz sonucuna göre; UFSY'nin IMKBIHC'de meydana gelen 1 standart sapmalılık şoka gösterdiği tepki, IMKBIHC'in UFSY'de meydana gelen 1 standart sapmalılık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlüdür. TSRRF'un UFSY'de meydana gelen 1 standart sapmalılık şoka gösterdiği tepki, UFSY'nin TSRRF'ta meydana gelen 1 standart sapmalılık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlü ve OSKRD'nin UFSY'de meydana gelen 1 standart sapmalılık şoka gösterdiği tepki, UFSY'nin OSKRD'de meydana gelen 1 standart sapmalılık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlüdür. Bu sonuçlar VAR Granger nedensellik testini tam olarak doğrulamaktadır.

Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre, Türkiye'deki tasarruf miktarındaki değişimin ortalama olarak % 60'ı borsa işlem hacmi tarafından açıklanırken % 20'si UFSY tarafından açıklanmaktadır.

Türkiye'de ekonomi teorisine göre tasarruf miktarı tarafından açıklanması gereken OSKRD'deki değişimin yarısından fazlası UFSY tarafından açıklanmaktadır. Bu sonuç, uluslararası finansal sermaye yatırımlarının, Türkiye'deki tasarruf kaynaklarının gelişimine beklenen katkıyı sağlamadığını göstermekle birlikte şaşırtıcı bir şekilde ve her nedense OSKRD'nin gelişimine katkı sağladığını göstermektedir. Bu sonuca dayanarak UFSY'nin Türkiye'ye bankacı olarak girdiği ileri sürülebilir. Özet olarak Türkiye'ye giren UFSY, Tasarruf kaynaklarını geliştirmemiş ve bankacılık sistemine yönelmiştir.

### Üçüncü Aşama

Türkiye’de reel sektörün finansman kanalını ve UFSY’nin reel sektöre geçiş derecesini ve biçimini belirleme amacı taşıyan üçüncü aşama VAR analizinin;

VAR Granger nedensellik analiz sonuçlarına göre, IMKBIHC ile KKO ve GSSSO arasında herhangi bir nedensel ilişki bulunmamış ve KKO ve GSSSO’dan OSKRD’ye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Buna göre, KKO ve GSSSO artışı özel sektöre verilen kredileri arttırmaktadır. Bu sonuç, Vazakidis ve Adamopoulos (2009)’ un endüstriyel üretim göstergesinin kredi piyasalarının gelişme nedeni olduğuna ilişkin bulgularıyla örtüşmektedir.

Etki-tepki fonksiyonu analiz sonucuna göre; IMKBIHC’nin KKO’da meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepki, KKO’nun IMKBIHC’de meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlüdür. IMKBIHC’nin GSSSO’da meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepki, GSSSO’nun IMKBIHC’de meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlüdür. Öte yandan OSKRD’nin KKO’da meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepki, KKO’nun OSKRD’de meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlü ve OSKRD’nin GSSSO’da meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepki, GSSSO’nun OSKRD’de meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlüdür. Bu sonuçlar VAR Granger nedensellik testini kısmen doğrulamakta ve KKO ve GSSSO’dan IMKBIHC’ye doğru bir nedensellik ilişkisi olabileceğini belirtmektedir. Ancak KKO ve GSSSO’dan OSKRD’ye doğru bulunan nedensellik desteklenmektedir. Sonuç olarak, ekonomi teorisine göre gerek menkul kıymetler piyasasından gerekse bankacılık sisteminden reel sektöre doğru olması gereken nedensellik ilişkisi tam tersine işlemektedir.

Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre Türkiye’de, ne IMKBIHC ne de OSKRD, KKO ve GSSSO’daki değişimi açıklamamaktadır. Bu sonuçlardan OSKRD’nin reel kesime yansımamasıyla ilgili bulunan sonuç Ghimire ve Giorgioni (2009)’un bulgularıyla örtüşürken IMKBIHC’nin reel kesime yansımamasıyla ilgili bulunan sonuç tam karşıtında yer almaktadır. KKO’daki değişimin ortalama olarak % 86’sı kendisi tarafından açıklanmaktayken, GSSSO’daki değişimin ortalama olarak % 46’sı KKO ve % 46’sı kendisi tarafından açıklanmaktadır.

Bu sonuçlara göre Türkiye’de, OSKRD aracılığıyla bankacılık sistemine yönelen UFSY reel sektöre yansımamakta ve finansal sektör içerisinde kalmaktadır. Bu sonuç FitzGerald (2006)’ın finansal liberalizasyonun, yatırım oranlarının artmasına bir katkı sağlamadığına dair bulduğu sonuçla ve Ardıç ve Damar (2006)’ın, finansal sermaye yatırımlarının üretken sektörlere yönelmediği sonucuyla örtüşmektedir. Reel sektör, kendi kendini finanse etmektedir. Ayrıca KKO ve GSSSO’nun OSKRD değişkenini tek yönlü olarak etkilemesi ancak reel kesimin borçlarını çevirmek için krediye yönelmesiyle açıklanabilir.

#### **Dördüncü Aşama**

Türkiye’de GSYİH’nin birincil kaynağını belirleme amacı taşıyan dördüncü aşama VAR analizinin;

VAR Granger nedensellik analiz sonuçlarına göre, KKO’dan GSYİH’ye doğru ve GSSSO’dan GSYİH’ye doğru daha güçlü olmak üzere karşılıklı bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

Etki-tepki fonksiyonu analiz sonucuna göre; GSYİH’nin KKO’da meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepki, KKO’nun GSYİH’de meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlüdür. Öte yandan GSYİH’nin GSSSO’da meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepki, GSSSO’nun GSYİH’de meydana gelen 1 standart sapmalık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlüdür. Bu sonuçlar VAR Granger nedensellik testini tam olarak doğrulamaktadır.

Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre Türkiye’de GSYİH’deki değişimin ortalama olarak % 60’ı KKO, % 30’u GSSSO ve % 10’u kendisi tarafından açıklanmaktadır.

Bu sonuçlar ekonomi teorisi ile örtüşmektedir. Bilindiği gibi sabit sermaye yatırımları uzun vadeli bir iştir ve işletmeler kısa vadede ancak kapasite kullanım oranlarını arttırarak tepki verebilmektedir. Türkiye gibi GOÜ’lerde tam kapasite ile çalışılmadığından ve dış ticaret seyri istikrarsız olduğundan sürekli bir atıl kapasite bulunmakta ve genişleme dönemlerinde öncelikli olarak bu atıl kapasite harekete geçirilmektedir. Sonuç olarak Türkiye’de reel sektör kendi olanakları ile ayakta kalmaya çalışmaktadır.

### **Beşinci Aşama**

Türkiye’de UFSY ve GSYIH arasındaki dolaysız ilişkiyi belirleme amacı taşıyan beşinci aşama VAR analizinin;

VAR Granger nedensellik analiz sonuçlarına göre, UFSY’den GSYIH’ye doğru tek yönlü ve zayıf bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Bu sonuç, Tarı ve Kumcu (2005)’ nun, kısa vadeli sermaye girişleri ile iktisadi büyüme arasında kısa vadede güçlü ve pozitif bir ilişki olduğu yönündeki bulgularıyla kısmen örtüşmektedir.

Etki-tepki fonksiyonu analiz sonucuna göre, GSYIH’nin UFSY’de meydana gelen 1 standart sapmalılık şoka gösterdiği tepki, UFSY’nin GSYIH’de meydana gelen 1 standart sapmalılık şoka gösterdiği tepkiden daha güçlüdür. Bu sonuçlar VAR Granger nedensellik testini tam olarak doğrulamaktadır.

Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre Türkiye’de GSYIH’deki değişimin ortalama olarak % 13’ü UFSY ve % 87’si kendisi tarafından açıklanmaktadır.

Bu sonuçlar ve üçüncü aşama VAR analiz bulguları birlikte değerlendirildiğinde şöyle bir sonuca ulaşılmaktadır: Üçüncü aşama bulguları UFSY’nin finansal sektörde kaldığını ve reel sektöre yansımadığını göstermişti. O halde beşinci aşama bulguları bize var olan ilişkinin yalnızca milli gelirin dolar cinsinden hesaplanmasından kaynaklandığını göstermektedir. Kısa vadede ülkeye giren finansal sermaye miktarı bir taraftan yerel parayı değerlendirirken diğer yandan kur üzerinde aşağı yönlü baskıya neden olmakta bu ise dolar cinsinden hesaplanan milli geliri artmış gibi göstermektedir. Sonuç olarak bu iki değişken arasında gerçekte olumlu bir ilişkinin bulunmadığı üçüncü aşama VAR analiz sonuçlarından görülmektedir.

## SONUÇ

18. yüzyılda pamuklu dokuma sektörü, 19. yüzyılda maden ve demir-çelik sektörü ve 20. yüzyılda otomobil ve elektrik endüstrisi hâkim sektörü oluşturmaktadır. Bu gelişme aşamalarının tamamında aynı mantığın işlediği görülmektedir: Aşırı üretim, üretilen değerın geri dönüşümü ve daha çok kar, daha çok mal ve kar üretmek için sermayenin genişlemesi. Bu iktisadi büyümenin altında yatan temel mantığı oluşturmakla birlikte ekonomik krizlerin altında yatan mantığı da oluşturmaktadır. Çünkü artan üretim şu ya da bu şekilde “pazar”ın doyuma ulaşması engeliyle karşılaşmakta; gelir adaletsizliği, rekabetin sertleşmesi ve karlılık oranlarının düşmesi sonucu kriz ortaya çıkmaktadır. Kriz, kullanıma hazır sermayeye karşılık kullanılmayan daha büyük işgücü rezervi anlamına gelmektedir. Bu durum, pazar kapasitesinin sürekli yeniden yapılandırılması için, yeni pazar politikaları, yeni üretim yöntemleri ve yeni ürün arayışını gündeme getirmektedir.

1970’li yıllarla birlikte dünya ekonomisinde yeni bir “pazarı yeniden yapılandırma” sürecinin başladığı görülmektedir. Bu süreç “Küreselleşme” olarak nitelendirilmektedir.

Finansal küreselleşme ise, sermaye ve para piyasalarında McKinnon&Shaw Hipotezi çerçevesinde gerçekleşmektedir. Sermaye piyasalarında uygulanan liberalizasyon politikaları, sermaye hesabının serbestleştirilmesi, sermaye giriş çıkış serbestisinin sağlanması, tasarruflara ve tasarrufların etkin dağılımına engel olan ve finansal aracılığı zayıf düşüren finansal baskı politikalarının ve yabancı yatırımcılara yönelik sınırlamaların kaldırılması uygulamalarından oluşmaktadır.

1967 yılında İsrail-Mısır Savaşı gerçekleşmiştir. Bu savaşı kazanan İsrail ve destekçilerine misilleme olarak, kapitalist ülkelere yapılan petrol satış fiyatları yükseltilmiştir. OPEC ülkelerinin petrol fiyatlarını arttırmaları bu ülkelerin cari hesaplarında devasa fazlaların oluşmasını sağlamıştır. Petrol ihraç eden ülkelerde oluşan fazlalar, petrol ithal eden ülkelerin açıklarından oluşmuştur. Petrol ithal eden GÜ’ler ihraç ettikleri sanayi ürün fiyatlarını ayarlayarak açıklarını önemli oranda azaltabilirlerken GOÜ’ler hem kendi açıklarını hem de GÜ’lerin açıklarının kendi payına düşen kısmını finanse etmek zorunda kalmıştır.

1976-1980 yılları arasında uluslararası bankaların varlıkları %95 oranında büyümüştür. Bu süreçte Off-Shore banka sistemi ile eurodolar piyasaları uluslararası mali sistemin önemli unsurları haline gelmişlerdir. Finansal piyasalardaki bu gelişmeler, para hareketlerine, ilgili ülkelerin kısıtlama ve düzenlemelerine uğramadan kullanabilecekleri büyük bir alan sunmuştur.

Uluslararası mali merkezler olarak adlandırılan ülke veya adacıklar, sağladıkları vergi avantajı, sır saklama ve serbestlik uygulamalarıyla kıyı (Off-Shore) bankacılığının oluşumunda ve gelişiminde etkili olmuşlardır. Bu merkezler sundukları bu tür avantajların yanı sıra etkin bir finansal piyasanın ihtiyaç duyacağı kurumsal ve teknik olanakları da sunarak dünyadaki, önemli miktarlardaki fonun kendilerinde toplanmasını sağlamışlardır.

1980'li yılların sonunda, GOÜ'lerin toplam borcu 1, 1 Trilyon doların üzerinde gerçekleşmiştir. Bu devasa borcun doğrudan sonucu, uzun vadeli iktisadi büyüme için gerekli olan sanayileşme ve ekonomik yeniden yapılanma isteğini durdurmuş olmasıdır. Bu ülkeler uzun vadeli iktisadi büyüme hedefi yerine borçlarını çevirebilmek için kısa vadeli kaynak bulma arayışına yönelmişlerdir. Bu dönemde, borç krizine düşen ülkelerde liberalizasyon politikalarının uygulamada olduğu ve piyasalar üzerinde hükümet müdahalelerinin sınırlı düzeyde olduğu görülmektedir.

Görüldüğü kadarıyla, GOÜ'lerin artan cari açıklarını karşılamak ve dış borçlarını çevirmek için GÜ'lerin kontrolündeki cari fazlalardan oluşan uluslararası finansal yatırımları, kendi ülkelerine yöneltme ihtiyaçlarının ağırlık kazanması, gerekli teknik ve kurumsal hazırlıklar yapılmadan finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmasını kaçınılmaz hale getirmiştir.

Türkiye'de de benzer nedenlerle liberalleşme süreci, 24 Ocak 1980'de başlatılmış ve 32 No'lu Kararname'nin 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmasıyla tamamlanmıştır.

Liberalleştirme sürecinin tamamlanmasıyla birlikte Türkiye piyasasına giren uluslararası finansal sermaye miktarı sürekli artan bir seyir izlemiştir.

Türkiye deneyimine göre, uluslararası finansal sermaye, reel efektif döviz kuruna dayalı faiz oranı paritesi ve arbitraj olanaklarına göre Türkiye bankacılık sistemine özel sektör kredileri şeklinde yönelmiştir. Uluslararası finansal sermaye yatırımları özellikle kurlardaki ve giren uluslararası finansal yatırım miktarındaki

değişimlere karşı çok duyarlı, TL faiz oranlarına karşı neredeyse duyarsız bir yapı sergilemektedir. Diğer taraftan uluslararası finansal sermaye yatırımları, parasal aktarım kanallarından ne menkul kıymetler piyasası ne de bankacılık sistemi kanalı aracılığıyla, kapasite kullanım oranlarını ve sabit sermaye oluşumunu arttırmamış ve reel sektöre geçmeyerek finansal sektör içerisinde kalmıştır. Oysa uluslararası finansal sermaye yatırımları özel sektör kredilerinde önemli bir paya sahiptir. O halde özel sektöre verilen bu krediler nerede kullanılmıştır? Muhtemelen reel sektörün borç çevriminde kullanılmıştır. İktisadi büyümenin uzun vadeli nedeni sırasıyla kapasite kullanım oranı ve sabit sermaye artışıdır. Uluslararası finansal sermaye hareketleri ve iktisadi büyüme arasında kısa vadeli ve pozitif bulunan ilişki yalnızca finansal sermaye girişine bağlı olarak reel kur düşüşünden ve milli gelirin dolar cinsinden hesaplanmasından kaynaklanmaktadır.

Türkiye’de finansal liberalizasyon ile iktisadi büyüme arasında reel bir ilişki bulunmayıp spekülatif bir ilişki bulunmaktadır. Yapılan ekonometrik analiz sonuçları, “Uluslararası finansal sermaye hareketleri, finansal liberalizasyon teorisinin ileri sürdüğü gibi, gelişmekte olan ülkelerin tasarruf/yatırım açıklarını kapatmak suretiyle iktisadi büyümelerine neden olmamıştır.” şeklinde kurulan tez hipotezini doğrulamıştır. Ulaşılan sonuçlar Talep Takipli Postkeynesyen Hipotezi desteklemektedir. Ayrıca, ekonometrik çalışma sonuçlarının; model seçimine, değişken seçimine ve değişken sayısına bağlı olduğu gözden uzak tutulmamalıdır.

## KAYNAKÇA

### Kitaplar

- AÇIKALIN, S.; ÜNAL, S. (2008). “Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları: Global ve Yerel Faktörlerin Türkiye Üzerindeki Göreceli Etkisi, ” Ekin Yayınevi, 1. Baskı, Bursa.
- AKTAN, C.C. (1994). “Çağdaş Liberal Düşüncede Politik İktisat, ” Takav Matbaası, Baskı, Ankara.
- AKTAN, C.C.; VURAL, İ.Y. (2006). “Çokuluslu Şirketler: Global Sermaye ve Global Yatırımlar, ” Çizgi Kitabevi, ? Baskı, Konya.
- ALKİN, E. (2003). “İktisada Giriş, ” T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1472, 1. Baskı, Eskişehir.
- AREN, S. (2009). “Ekonomi Dersleri, ” İmge Kitabevi, 3. Baskı, Ankara.
- ASLAN, N. (1997). “Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri, ” Türkmen Kitabevi, 2. Baskı, İstanbul.
- BARAN, P. A. (1957). “Büyümenin Ekonomi Politikası, ” (Çev: Ergin Günçe), May Yayınları, 1.Baskı, Ekim 1974.  
<http://www.kurtuluscephesi.org/orjinal/baran.pdf>
- BATMAZ, N.; TUNCA, H. (2005). “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye: 1923-2003, ” Beta Yayınevi, İstanbul
- BEAUD, M. (1981). “Kapitalizmin Tarihi, ” (Çev: Fikret Başkaya), Dost Kitabevi, 1. Baskı, Ankara 2003.
- BOZKURT, H. (2007). “Zaman Serileri Analizi, ” Ekin Kitabevi, 1. Baskı, Bursa.
- COŞKUN, M. N. ve DİĞ. (2002). “Kriz ve IMF Politikaları, ” (Editör: Ömer Faruk Çolak), Ortak Kitap, Alkım Yayınevi, 1.Baskı, İstanbul.
- DOĞUKANLI, H.(2001). “Uluslararası Finans, ” Nobel Kitabevi, 1. Baskı, Adana.
- DURA, C.; ATİK, H. (2002). “Bilgi Toplumu Bilgi Ekonomisi ve Türkiye, ” Literatür Yayınları, 1. Baskı, İstanbul.
- EREN, E. (2003). “İktisat Teorisi, ” T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1456, 1. Baskı, Eskişehir.
- GUJARATI, D. N. (1999) Temel Ekonometri, ” (Çeviri: Ümit. ŞENESEN ve Gülay G. ŞENESEN), Literatür Yayınları, İstanbul.



- GÜRAK, H. (2006). “İktisadi Büyüme ve Küresel Ekonomi, ” Ekin Kitabevi, 1 Baskı, Ankara.
- GÜRAK, H. (2008). “İktisadi Büyüme.”  
[http://www.hasmendi.net/makale\\_gurak/Buyume\\_Kitap\\_2009.pdf](http://www.hasmendi.net/makale_gurak/Buyume_Kitap_2009.pdf)
- İYİBOZKURT, E. (2001). “Uluslararası İktisat; Teori-Politika-Uygulama, ” Ezgi Kitabevi Yayınları, 4. Baskı: 330-331, Bursa.
- KARLUK S. R.(1983). “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, ” İTO Yayınları, Yayın No.13, İstanbul.
- KARLUK, S.R. (1998). “Uluslararası Ekonomi, ” Beta Yayınevi, 5. Baskı, İstanbul.
- KAYA, E. A. (2004). “İktisadi Kalkınma ve Büyüme, ” (Editör: Erol Kutlu), T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1575, 1. Baskı, Eskişehir.
- LUXEMBURG, R. (2004). “Sermaye Birikimi, ” (Çev: Tayfun Ertan), Belge Yayınları, 2. Baskı, İstanbul.
- MARX, K. (1867). “Kapital 1. Cilt: Kapitalist Üretimin Eleştirel Bir Tahlili, ” Eriş Yayınları, 3. Baskı 2003.  
<http://www.kurtuluscephesi.org/orjinal/kapital1.pdf> 17.08.2008
- SEVÜKTEKİN, M.; NARGELEÇEKENLER, M. (2007). “Ekonometrik Zaman Serileri Analizi: EViews Uygulamalı, ” Nobel Yayın Dağıtım, Yayın No: 770, 2. Baskı, Ankara.
- SEYİDOĞLU, H. (2000). “Bilimsel Araştırma ve Yazma El Kitabı, ” Güzem Yayınları, 8. Baskı, İstanbul.
- SEYİDOĞLU, H. (2003). “Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama, ” Güzem Can Yayınları, 15. Baskı, İstanbul.
- SLOMAN, J. (2004). “İktisat Makro, ” (Çev: Ahmet Çakmak), Bilim Teknik Yayınevi, 1. Baskı, İstanbul.
- SMITH, A. (1776). “Ulusların Zenginliği, ” (Çev: Haldun Derin), Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1.Baskı, İstanbul, 2006.
- ŞENEL, A. (2004). “Siyasal Düşünceler Tarihi: Tarihöncesinde İlkçağda Ortaçağda ve Yeniçağda Toplum ve Siyasal Düşünüş, ” Bilim ve Sanat Yayınları, 11. Baskı, Ankara.
- ŞENER, S. (2008). “Yabancı Sermaye, ” Ezgi Kitabevi Yayınları, 1. Baskı, Bursa.

- TABAN, S. (2008). “İktisadi büyüme-Kavram ve Modeller, ” Nobel Yayın Dağıtım, 1. Baskı, Ankara.
- TARI, R. (2005). “Ekonometri, ” Kocaeli Üniversitesi Yayın No: 172, 3. Baskı, İstanbul.
- TÜYLÜOĞLU, Ş.; ÇEŞTEPE, H. (2008). “Kalkınma Ekonomisi-Seçme Konular, ” (Der: Sami Taban ve Muhsin Kar), Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2. Baskı, Bursa.
- ÜNSAL, E. M. (2003). “Makro İktisat, ” Turhan Kitabevi, 5. Baskı, Ankara.
- YAYLA, A. (2008). “Liberalizm, ” Liberte Yayınları, 5. Baskı, Ankara.
- YENAL, O. (1999). “Ulusların Zenginliği ve Uygarlığı – Eğitim Boyutu, ” Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara
- YILMAZ, S.(2004). “Makroekonomik Teoride Yatırım, Büyüme ve Enflasyon, ” Beşir Kitabevi, İstanbul.

### **Tezler**

- AYTEMİZ, H. (2007). “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik İstikrara Etkileri ve Türkiye Örneği, ” T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul.  
<http://tez2.yok.gov.tr/> 09.09.2009
- CİHAN, Ö. (2005). “GOÜ’lere ve Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, ” Uzmanlık Tezi, Hazine Müsteşarlığı, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü.
- KADIOĞLU, F. (2006). “Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneğinin Yapısal Model Çerçevesinde Analizi, ” Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Ankara.  
<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/feryakadioglu.pdf>  
15.11.2009
- UÇAK, A. (2006). “Finansal Serbestleşmenin İktisadi büyüme Üzerindeki Etkisi, ” T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Teorisi Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul.  
<http://tez2.yok.gov.tr/> 10.09.2009

YALÇIN, E. (2005). “İktisadi Büyüme ve Dış Krediler: Deneysel Bir Çalışma, ”  
Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler  
Genel Müdürlüğü, Ankara.  
<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ebruyalcin.pdf> 13.03.2009

### **Makaleler**

AKAIKE, H. (1981). “Likelihood Of A Model And Information Criteria, ” *Journal of Econometrics*, Vol: 16, 3 -14.  
[http://coopunit.forestry.uga.edu/conroy\\_lab/papers/Akaike\\_1981.pdf](http://coopunit.forestry.uga.edu/conroy_lab/papers/Akaike_1981.pdf)  
10.12.2009

AKDİŞ, M. (2002).Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve  
Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler, ”  
<http://makdis.pamukkale.edu.tr/finans.htm> 14.12.2009

ALTINTAŞ, H.; AYRIÇAY, Y. (2009). “Türkiye’de Finansal Gelişme ve İktisadi  
Büyüme İlişkisinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Analizi: 1987–2007.  
<http://iletisim.atauni.edu.tr/eisemp/html/tammetinler/122.pdf> 04.12.2009

ALTIOK, M.(2005). “Uluslararası Sermayenin Krizi, Hegemonya Savaşları ve  
Türkiye, ” *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, C.3, S.12: 151 -173, ISSN:  
1304 -0278  
<http://e-sosder.com/dergi/1212-ALTIOK.pdf> 12.12.2007

ALTUNÇ, Ö. F. (2008). “Türkiye’de Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme  
Arasındaki Nedenselliğin Deneysel Bir Analizi, ” *Eskişehir Osmangazi  
Üniversitesi İİBFDergisi*, Ekim 2008, 3(2). “113-127  
<http://eidergisi.istanbul.edu.tr/sayi4/iueis4m3.pdf> 06.12.2009

ARDIÇ, O. P.; DAMAR, H. E.(2006). “Financial Sector Deepening and Economic  
Growth: Evidence From Turkey.”  
<http://www.luc.edu/orgs/meea/volume9/PDfinansalsistem/Damar%20Ardic%20-%20paper.pdf> 04.12.09

ASLAN, Ö.; KÜÇÜKAKSOY, İ. (2006). “ Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme  
İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama, ” *İstanbul  
Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı: 4: 12-28  
<http://eidergisi.istanbul.edu.tr/sayi4/iueis4m3.pdf> 23.09.2009

- ASLAN, Ö.; KORAP, H. L. (2006). “ Türkiye’de Finansal Gelişme İktisadi Büyüme İlişkisi, ” *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (İLKE) Güz 2006, Sayı 17:  
<http://www.mu.edu.tr/sbe/sbedergi/dosya/O-Aslan.pdf> 17.10.2009
- ATAMTÜRK, B. (2007). “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin Tasarruflar Üzerine Etkisi, ” *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, Cilt 13, Sayı 2, 75-89.  
[http://iibf.marmara.edu.tr/dosya/fakulte/iibfdergi\\_2007\\_2/2007\\_2\\_05\\_ATAMTURK.pdf](http://iibf.marmara.edu.tr/dosya/fakulte/iibfdergi_2007_2/2007_2_05_ATAMTURK.pdf) 07.10.2009
- AY, A. (2000). “Dışa Açılma Sürecinde Döviz Kuru Politikası, ” *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, Sayı: 4: 15-31.
- BABACAN, B. (2010). “Zaman Serileri Analizi ve Regresyon, ”  
<http://www.dersnotlari.net/arastirmayazilari/zaman.htm> 02.01.2010
- CANDEMİR, Y. (2001). “Küreselleşme, Teknolojik Gelişme ve Ulaştırma Yenilikler: Dünya ve Türkiye.”  
<http://www.e-kutuphane.imo.org.tr/pdf/3183.pdf> 17.09.2009.
- DAĞDELEN, İ. (2004). “Liberalizasyon, ” *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*: 7 - 11, ISSN: 1303-5134. <http://www.insanbilimleri.com/ojs/index.php/uib/article/viewFile/110/108>  
25.11.2007
- DICKEY, D.A.; FULLER, W.A. (1979). “Distribution Of The Estimators Of Autoregressive Time Series With A Unit Root, ” *Journal of the American Statistical Association*, Vol.74, pp.427-431.  
<http://www.deu.edu.tr/userweb/onder.hanedar/dosyalar/1979.pdf> 27/11/2009
- DICKEY, D.A.; FULLER W.A. (1981). “Likelihood Ratio Statistics For Autoregressive Time Series With A Unit Root, ” *Econometrica*, Vol: 49 (4), pp.1057-1072.  
<http://www.u.arizona.edu/~rlo/readings/278800.pdf> 24/11/2009
- DİKKAYA, M.; DENİZ, F. (2006). “Ekonomik Küreselleşmenin Yol Açtığı Problemler: Teorik Bir Bakış, ” *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı: 3.

- <http://iibf.karaelmas.edu.tr/sbd/makaleler/13039245/200602003163181.pdf>  
01.11.2009
- EATWELL, J. (1997). "International Capital Liberalization: The Impact on World Development," *Estudios de Economia*, Vol. 24-No 2, Diciembre, 219-261.  
<http://econ.uchile.cl/public/Archivos/pub/e4bd8f5c-0aa1-4658-85c1-e7d0fce0d41a.pdf> 06.12.2009
- ERİM, N.; TÜRK, A. (2005). "Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme," *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (10) 2005 / 2 : 21-45  
<http://kosbed.kocaeli.edu.tr/sayi10/sayi10.htm> 21.11.2008
- ESSO, L. J. (2009). "Cointegration and Causality between Financial Development and Economic Growth: Evidence from ECOWAS Countries," *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, ISSN 1450-2887 Issue 16, pp: 16-26.  
[http://www.eurojournals.com/ejefas\\_16\\_10.pdf](http://www.eurojournals.com/ejefas_16_10.pdf) 04.12.2009
- FITZGERALD, V. (2006). "Financial Development And Economic Growth: A Critical View," *Background paper for World Economic and Social Survey*.  
[http://www.un.org/esa/policy/backgroundpapers/fitzgerald\\_draft.pdf](http://www.un.org/esa/policy/backgroundpapers/fitzgerald_draft.pdf)  
05.12.2009
- FUNG, M. K. (2008?). "Financial Development and Economic Growth: Convergence or Divergence?"  
[http://www.hse.ru/data/560/177/1235/MichaelKFung\\_paper.pdf](http://www.hse.ru/data/560/177/1235/MichaelKFung_paper.pdf) 05.12.2009
- GALINDO, A.; Micco, A.; ORDONEZ, G. (2002). "Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence," Inter American Development Bank, May, [http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/financial\\_liberalization\\_version23.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/financial_liberalization_version23.pdf) 23.10.2009
- GERŞİL, G.S. (2004). "Küreselleşme ve Çok Uluslu İşletmelerin Çalışma İlişkilerine Etkileri," *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 6, Sayı: 1, 147-157.  
<http://www.sbe.deu.edu.tr/adergi/dergi/2004sayi1/gersil.pdf> 17.06.2009
- GHIMIRE, B.; GIORGIONI, G. (2009). "Puzzles in financial development and economic growth,"  
[http://www.ljmu.ac.uk/Images\\_Everyone/paper\\_binam\\_Jan09.pdf](http://www.ljmu.ac.uk/Images_Everyone/paper_binam_Jan09.pdf) 06.12.2009

- GIBSON, H. D.; TSAKALATOS, E. (1992). "The International Debt Crisis: Causes, Consequences and Solutions, " (Der: Fikret Şenses), Kalkınma İktisadı: Yükselişi ve Gerilemesi, içinde (ss: 173-210), İletişim Yayınları, 4. Baskı, 2007, İstanbul.
- GRANGER, C.W.J. (1969). "Investigating Causal Relations By Econometric Models And Cross-Spectral Methods, " *Econometrica*, 37, 424-438.  
<http://www.sonoma.edu/users/c/cuellar/econ411/Granger.pdf>
- GÜLOĞLU, B.; ALTUNOĞLU, E.(2002). "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri, " *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No: 27: 4.  
<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz1.pdf> 26.12.2007
- GÜLOĞLU, B. (2003). "Finansal Serbestleşme ve İktisadi Büyüme: Panel Veriler Yaklaşımı, " *İMKB Dergisi*, Cilt: 7 Sayı: 27 Temmuz/Ağustos/Eylül 2003 ISSN 1301-1650 © İMKB 1997  
[http://www.imkb.gov.tr/Libraries/imkbdergi/İMKB\\_Dergisi\\_Turkce27.sflb.ashx](http://www.imkb.gov.tr/Libraries/imkbdergi/İMKB_Dergisi_Turkce27.sflb.ashx)  
01.12.2009
- GÜRSOY, C. T.; AL-AALİ, H. (2000), Causal Relationships Between Financial and Economic Development in Gulf Countries, " *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, V: 1 / 1.  
<http://journal.dogus.edu.tr/13026739/2000/sayi1/M00009.pdf> 06.10.2009
- GÜVEN, S. (2001). "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği, " *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Ağustos 2001, Sayı: 185, 2001, s.94.
- HALICIOĞLU, F. (2007). "The Financial Development and Economic Growth Nexus for Turkey, " MPRA Paper No. 3566, posted 07. November 2007 / 03: 18  
<http://mpa.ub.uni-muenchen.de/3566/> 04.12.2009
- HASSAN, M. K.; YU, J-S.(2008?). "Financial Development and Economic Growth: New Evidence from Panel Data, " <http://www.fma.org/Xiamen/FDEGFMAAsiaPaper.pdf.pdf> 06.12.2009

- HENRY, P. B. (2007). "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation, Forthcoming, " *Journal of Economic Literature* , December 2007 Vol. XLV, pp. 887–935.  
<https://faculty-gsb.stanford.edu/henry/Homepage/PDF/Henry-Liberalization-Oct-07.pdf> 12.10.2009
- HEPSAĞ, A. (2009). "Finansal Liberalizasyon Politikalarının Geçerliliğinin McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği, " *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, Cilt: 3, Sayı: 1.  
[http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/BDDK\\_Dergi/6730makale3%20h epsag.pdf](http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/BDDK_Dergi/6730makale3%20h epsag.pdf) 27.11.2009
- HILL, C. (????). "Protestanlık ve Kapitalizmin Ortaya Çıkışı, Editör: David S. Landes, *Kapitalizmin Doğuşu*, " içinde (ss: 31-43), (Çev: Süleyman E. Gündüz), İnsan Yayınları, 2. Baskı, 1998, İstanbul.
- İŞERİ, M.; AKTAŞ, Z.(2005). "İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler: 1997-2005"  
[www.econturk.org/Turkiyekono-misi/muge1.doc](http://www.econturk.org/Turkiyekono-misi/muge1.doc) 07.12.2007.
- KAR M.; PENTECOST, E. J.(2000). "Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue, " Centre for International, Financial and Economics Research, Department of Economics, Loughborough University, Economic Research Paper No. 00/27.  
<http://www.econturk.org/muhsinkar.pdf> 04.12.2009
- KAR, M.; KARA M.(2001). "Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler, " *Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi*, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/sermaye%20hareketleri.doc> : 171-173, Erişim tarihi: 07.12.2007.
- KARACA, O.(2003). "Türkiye’de Enflasyon - Büyüme İlişkisi: Zaman Serisi Analizi, " *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4 (2) 2003, 247-255,  
[http://www1.dogus.edu.tr/dogustru/journal/cilt\\_4\\_sayi\\_2/M00099.pdf](http://www1.dogus.edu.tr/dogustru/journal/cilt_4_sayi_2/M00099.pdf) .  
02.01.2008
- KING, R.G.; LEVINE, R. (1993). "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence" <http://>

- [//www.econ.brown.edu/fac/Ross\\_Levine/finance/rlevine/Publication/1993\\_JME\\_Fin%20Entrepreneurship%20&%20Growth.pdf](http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/finance/rlevine/Publication/1993_JME_Fin%20Entrepreneurship%20&%20Growth.pdf) 07.10.2009
- KULA, F. (2003). "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler," *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 4, Sayı 2: 143.  
<http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/193.pdf> 14.11.2007
- LEVINE, R. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV (June 1997), pp. 688–726.  
<http://web.nps.navy.mil/~relooney/levine.pdf> 04.12.2009
- LEVINE, R. (2001). "International Financial Liberalization and Economic Growth," *Review Of International Economics*, 9(4), 688-702.  
[http://www.econ.brown.edu/fac/Ross\\_Levine/finance/rlevine/Publication/2001\\_RIE\\_Integration%20&%20Growth.pdf](http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/finance/rlevine/Publication/2001_RIE_Integration%20&%20Growth.pdf) 05.12.2009
- LUCAS, R. (1988). "On the Mechanics of Economic Development," *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 342.  
<http://www.fordham.edu/economics/mcleod/LucasMechanicsEconomicGrowth.pdf> 04.12.2009
- MANGIR, F. (2005). "Finansal Deregülasyonun (1989–2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri," Tamamlanmış Tez Çalışması Özeti: 462  
[http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos\\_mak/makaleler%5CFatih%20MANGIR%5CMANGIR,%20Fatih.pdf](http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler%5CFatih%20MANGIR%5CMANGIR,%20Fatih.pdf) 21.12.2007.
- MCKENDRICK, N. (1961). "Josiah Wedgwood ve Fabrika Disiplini," Editör: David S. Landes, *Kapitalizmin Doğuşu*, içinde (ss: 73-90), (Çev: Süleyman E. Gündüz), İnsan Yayınları, 2. Baskı, 1998, İstanbul.
- MACKINNON, J. G. (1996). "Numerical Distribution Functions For Unit Root And Cointegration Tests," *Journal of Applied Econometrics*, Vol: 11, pp.601-618.  
[http://www.nek.lu.se/NEKjwe/time\\_series/MacKinnon\\_96.pdf](http://www.nek.lu.se/NEKjwe/time_series/MacKinnon_96.pdf) 07.10.2009



- MÜSLÜMOV, A.; ARAS, G. (2002). “Sermaye Piyasası Gelişmesi ve iktisadi büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği,”  
<http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/research/Article/Muslumov%20-%20Stock%20Market%20Development%20-%20IF.pdf> 06.12.2009
- NIEUWERBURGH, S. V.; BUELENS, F.; CUYVERS, L.(2005). “ Stock Market Development and Economic Growth in Belgium.”  
[http://pages.stern.nyu.edu/~svnieuwe/pdfs/BXSEEH\\_final.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~svnieuwe/pdfs/BXSEEH_final.pdf) 05.12.2009
- ODABAŞI, H. (1999), Para Sihirbazları, ” Haftalık Haber Dergisi Aksiyon, Sayı: 227, (10 Nisan), s.32-38.  
<http://www.aksiyon.com.tr/detaylar.do?load=detay&link=4938> 13.12.2009
- ÖRNEK, İ. (2009). “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi, ” *Maliye Dergisi*, Sayı: 156, Ocak-Haziran 2009, 104-125.  
[http://portal1.sgb.gov.tr/calismalar/maliye\\_dergisi/yayinlar/md/156/07.%C4%B0brahim.ORNEK.pdf](http://portal1.sgb.gov.tr/calismalar/maliye_dergisi/yayinlar/md/156/07.%C4%B0brahim.ORNEK.pdf) 14.12.2009
- ÖZGÜVEN, A. (2001). “İktisadi Krizler, ” *Yeni Türkiye Dergisi*, Sayı: 41, Ekonomik Kriz Özel Sayısı 1.
- ONUR, S. (2005). “finansal liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki, ” *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 1, Sayı 1: 129-130.  
<http://iibf.karaelmas.edu.tr/sbd/makaleler/13039245/2005/Cilt%201/Say%C4%B1%201/127-152.pdf> 04.01.2008
- PESARAN, H.; SHIN, Y.; SMITH, R.J.(2001). “Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationships, ” *Journal of Applied Econometrics*, Vol: 16, pp.289-326.  
[http://cc.shu.edu.tw/~tsungwu/workshop/JAE01\\_bound%20testing.pdf](http://cc.shu.edu.tw/~tsungwu/workshop/JAE01_bound%20testing.pdf) 15.12.2009
- PHILIPS, P.C.B.(1986). “Understanding Spurious Regressions In Economics, ” *Journal of Econometrics*, Vol: 33, pp.311-340.  
<http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p06b/p0667.pdf> 15.12.2009
- REBELO, S. (1987). “Longrun Policy Analysis and Longrun growth.” [http://www.mpls.frb.org/research/events/1987\\_1106/Rebelo\\_PolicyAnalysis.pdf](http://www.mpls.frb.org/research/events/1987_1106/Rebelo_PolicyAnalysis.pdf)

- RODRIK, D. (1998). "Who needs capital- account convertibility?." *Essay in International Finance*.  
<http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/essay.PDF> 04.12.2009
- SHAN, J.; JIANHONG, Q. (2006). "Does Financial Development 'lead' Economic Growth? The case of China," *Annals Of Economics And Finance*, 1, 231–250  
<http://www.aecon.net/Articles/May2006/aef070111.pdf> 05.12.2009
- SCHWARZ, G.(1978). "Estimating The Dimension Of A Model," *Annals of Statistics*, 6, 461- 464.  
<http://www.andrew.cmu.edu/user/kk3n/simplicity/schwarzbic.pdf> Erişim Tarihi: 14/12/2009.
- SINHA, D.; MACRİ, J. (2009). "Financial development and economic growth: The case of eight Asian countries," MPRA Paper No. 18297, posted 02. November 2009 / 05: 28  
<http://mpra.ub.uni-muenchen.de/18297/> 04.12.2009
- SOYAK, A. (2004). "Teknolojik Gelişme: Neoklasik Ve Evrimci Kuramlar Acısından Bir Değerlendirme," *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt.6, Sayı.15, Kış 1995, ss.93-107.  
<http://yaklasim.iibf.gazi.edu.tr/default.aspx?issues/6|15> 16.04.2009
- STEFANI, P. (2007). "Financial Development and Economic Growth in Brazil: 1986-2006," *Economics Bulletin*, Vol. 3, No. 69 pp. 1-13.  
<http://economicsbulletin.vanderbilt.edu/2007/volume3/EB-07C30084A.pdf> 05.12.2009
- TARI, R.; KUMCU, F. S. (2005). "Türkiye'de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983-2003 Dönemi)," *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (9) 2005 / 1 : 156-179  
<http://kosbed.kocaeli.edu.tr/sayi9/tari.pdf> 14.08.2009
- TARI, R.; BOZKURT, H. (2006). "Türkiye'de İstikrarsız Büyümenin VAR Modelleri ile Analizi (1991.1-2004.3)," *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı: 4, 12-28
- TÜRKER, O. (2009). "Ekonomik Liberalizasyon ve iktisadi büyümeİlişkisi: Panel Veri Analizi."  
<http://idc.sdu.edu.tr/tammetinler/kalkinma/kalkinma4.pdf> 06.12.2009

- UCAL, M. Ş. (2006). "Ekonometrik Model Seçim Kriterleri Üzerine Kısa Bir İnceleme," *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 7, Sayı 2, 41-57.  
<http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/1327.pdf> 16.12.2009
- VAZAKIDIS A.; ADAMOPOULOS A. (2009). "Financial Development and Economic Growth An Empirical Analysis for Greece," *American Journal of Applied Sciences*, 6 (7). "1410-1417, 2009 ISSN 1546-9239  
<http://www.scipub.org/fulltext/ajas/ajas671410-1417.pdf> 05.12.2009
- YAMAK, R.; KORKMAZ A.(2007). "Türk Cari İşlemler Açığı Sürdürülebilir Mi? Ekonometrik Bir Yaklaşım," *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, Sayı: 60, ss.17-32.  
<http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/60.pdf> 04.01.2008
- YAPRAKLI, S. (2007). " Ticari ve Finansal Dışa Açıklık İle İktisadi Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama," *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı: 5: 67-89  
<http://eidergisi.istanbul.edu.tr/sayi5/iueis5m4.pdf> 09.10.2009
- YAVİLİOĞLU, C. (2002). "Geri Kalmışlık Olgusu ve Ekonomistik Kalkınma Teorileri (Eleştirel Bir Yaklaşım)," *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 3, Sayı 2, 49-70.  
<http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/147.pdf> 08.09.2009
- YAY, G.; OKTAYER, A. (2009). "Financial Development And Economic Growth: A Comparative Analysis," *Romanian Journal of Economic Forecasting – 3/2009*.  
[http://www.ipe.ro/rjef/rjef3\\_09/rjef3\\_09\\_5.pdf](http://www.ipe.ro/rjef/rjef3_09/rjef3_09_5.pdf) 05.12.2009
- YELDAN, E. (2002). "Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler," 1-14.  
<http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Praksis-2002.pdf> 07.12.2007.
- YÜNCÜ, İ. Ş.; AKDENİZ, L.; AYDOĞAN, K. (2007). " Futures Market Development And Economic Growth."  
[http://www.bilkent.edu.tr/~akdeniz/vita/send Deniz\\_akdeniz\\_aydogan2.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/~akdeniz/vita/send Deniz_akdeniz_aydogan2.pdf) 04.12.2009

### **Araştırma Raporları**

ALTUN, O.; MUTAN, O.C. (2007). “Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi (Türkiye’ye Yönelik Sermaye Akımlarına İlişkin Deneysel Çalışma), ” Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Araştırma Dairesi, OA/3, OCM/2.

[http:](http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=929&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf)

[//www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=929&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=929&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf) 10.12.2007

ARESTIS, P. (2005). “Financial Liberalization And The Relationship Between Finance And Growth, ” CEPP Working Paper No. 05/05, University Of Cambridge Centre For Economic and Public Policy.

[http: //www.landecon.cam.ac.uk/research/reuag/ccepp/publications/WP05-05.pdf](http://www.landecon.cam.ac.uk/research/reuag/ccepp/publications/WP05-05.pdf) 27.12.2009

BAILLIU, J. N. (2000). “Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries, ” Working Paper 2000-15, Bank of Canada.

[http: //xvi-pacificrim2003.bank-banque-canada.ca/en/res/wp/2000/wp00-15.pdf](http://xvi-pacificrim2003.bank-banque-canada.ca/en/res/wp/2000/wp00-15.pdf) 05.12.2009

HASLAG, J. H.; KOO, J. (1999). “Financial Repression, Financial Development And Economic Growth, ” Working Paper 9902, Federal Reserve Bank Of Dallas.

[http: //www.dallasfed.com/research/papers/1999/wp9902.pdf](http://www.dallasfed.com/research/papers/1999/wp9902.pdf) 05.12.2009

KHAN, M. S.; SENHADJİ, A.S. (2000). “Financial Development and Economic Growth: An Overview, ” IMF Working Paper, WP/00/209, IMF Institute, IMF.

[http: //www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00209.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00209.pdf) 04.12.2009

KHAN, M. A.; QAYYUM, A. (2007). “Trade Liberalisation, Financial Development and Economic Growth, ” PIDE Working Papers 2007: 19, Pakistan Institute Of Development Economics Islamabad.

[http: //www.pide.org.pk/pdf/Working%20Paper/Working%20Paper-19.pdf](http://www.pide.org.pk/pdf/Working%20Paper/Working%20Paper-19.pdf) 04.12.09

PRASAD, E.; RAJAN, R.; SUBRAMANIAN, A. (2006). "Foreign Capital and Economic Growth," Research Department, IMF.

<http://www.petersoninstitute.org/publications/papers/subramanian0407.pdf>  
04.12.2009

SHRESTHA, M. B.; CHOWDHURY, K. (2005). "ARDL Modelling Approach to Testing the Financial Liberalisation Hypothesis," University of Wollongong Economics Working Paper Series, WP 05-15. <http://www.uow.edu.au/content/groups/public/@web/@commerce/@econ/documents/doc/uow012198.pdf> 07.11.2009

ÜNALMIŞ, D. (2002). "The Causality Between Financial Development And Economic Growth: The Case Of Turkey," Research Department Working Paper No: 3, The Central Bank of the Republic of Turkey.

<http://www.tcmb.gov.tr/research/work/wp6.pdf> 04.12.2009

#### **Bildiriler**

BORATAV, K. (2007). "Dünya Ekonomisinde Değişimler ve Türkiye'ye Yansımaları."

[http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar\\_Uye/Boratav\\_Mayis07.pdf](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Uye/Boratav_Mayis07.pdf)  
13.10.2009

COIVU, T. (2002). "Does Financial Sector Development Affect Economic Growth In Transition Countries?" For Presentation At The BOFIT Seminar, May 20.

<http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/5504D400-66AF-4DAB-9565-35BC1E2C13E4/0/finsector.pdf> 04.12.2009

DİNAR, G. B.(2009). "finansal liberalizasyon ve iktisadi büyüme: Bir Literatür Çalışması," EconAnadolu 2009: 17-19 Haziran Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi, Eskişehir, Türkiye.

[http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Dinar\\_econanadolu2009.pdf](http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Dinar_econanadolu2009.pdf) 11.09.2009

GEMECH, F.; STRUTHERS, J. (2003). "The Mckinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Years on: A Review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory" Development Studies Association (DSA) Annual Conference on "Globalisation and Development", September, Glasgow/Scotland. <http://www.eSocialSciences.com/data/articles/Document1262006180.8255884.pdf>

17.01.2009

## **Tartışma Metinleri**

CAPORALE, G. M.; RAULT, C.; SOVA, R.; SOVA, A. (2009). “Financial Development and Economic Growth: Evidence from Ten New EU Members,” German Institute for Economic Research, ISSN electronic edition 1619-4535.

[http:](http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.342404.de/dp940.pdf)

[//www.diw.de/documents/publikationen/73/diw\\_01.c.342404.de/dp940.pdf](http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.342404.de/dp940.pdf)

04.12.2009

İNSEL, A.; SUNGUR, N.(2003). “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği –1989: III-1999: IV, ” Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2003/8,

<http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf> 02.11.2007

## **Kurumlar**

DPT (2000). “Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu, ” DPT: 2544. ÖİK: 560, Ankara. <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/oik560.pdf> 07.07.09

DPT. (2009). “Temel Ekonomik Göstergeler, 5. Bölüm: Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi, 1- Ödemeler Dengesi.”

[http:](http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC90748F8888CFBDA9)

[//www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC90748F8888CFBDA9](http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC90748F8888CFBDA9)

DPT. (2009a). “Uluslararası Ekonomik Gelişmeler 2009, Bölüm V: İç ve Dış Borç, Tablo 43- Toplam Dış Borçlar Stoku.” [http:](http://ekutup.dpt.gov.tr/ueg/2009/2009.asp)

[//ekutup.dpt.gov.tr/ueg/2009/2009.asp](http://ekutup.dpt.gov.tr/ueg/2009/2009.asp)

IMF. (2009). “Global Financial Stability Report: ” Navigating the Financial Challenges Ahead, World Economic and Financial Surveys, ISBN: 978-1-58906-810-0.

<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/text.pdf> 27.12.2009

TCMB. (2008). “Türk Parasını Koruma Kanunu Hakkında 32 Sayılı Karar, ”

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/mevzuat/BANKACILIK/32sayilikarar.htm>

- TCMB. (2008a). “Uluslararası Yatırım pozisyonu Raporu (Aralık 2008).  
[http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/uyprapor\\_2008.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/uyprapor_2008.pdf) 22.11.2009
- TCMB. (2009). “Ödemeler Dengesi İstatistikleri (Ekim 2009).”  
<http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/uyppdf.html>
- TEK.(2003). “Büyüme Stratejileri, ” Türkiye İktisat Kongresi Büyüme Stratejileri Çalışma Grubu Tartışma Metni 2003/5  
<http://www.tek.org.tr> 11.10.2009
- THE WORLD BANK. (2008). “Global Monitoring Report 2008, ” eISBN: 978-0-8213-7385-9.  
[http://siteresources.worldbank.org/INTGLOMONREP2008/Resources/4737994-1207342962709/8944\\_Web\\_PDF.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTGLOMONREP2008/Resources/4737994-1207342962709/8944_Web_PDF.pdf) 07.01.2010
- THE WORLD BANK. (2009). “Global Development Finance 2009, ” eISBN: 978-0-8213-7841-0.  
[http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2009/Resources/gdf\\_combined\\_web.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2009/Resources/gdf_combined_web.pdf) 07.01.2010
- TSPAKB. (2009). “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları, ”  
[http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/ETM\\_kilavuzlar\\_temel\\_menkul\\_kiymetler\\_diger\\_spa.pdf](http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_temel_menkul_kiymetler_diger_spa.pdf)  
11.12.2009
- TÜİK. (2008). “İstatistik Göstergeler Statistical Indicators 1923-2007”  
[http://www.tuik.gov.tr/yillik/Ist\\_gostergeler.pdf](http://www.tuik.gov.tr/yillik/Ist_gostergeler.pdf)
- TÜİK. (2009). “TÜİK, Türkiye İstatistik Yıllığı, 2008.”  
<http://www.tuik.gov.tr/yillik/yillik.pdf>
- UNCTAD. (2009). “World Investment Report 2009: ” Transnational Corporations, Agricultural Production and Development, United Nations Publication, ISBN 978-92-1-112775-1.  
[http://www.unctad.org/en/docs/wir2009\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2009_en.pdf) 07.01.2010

**EKLER**  
**EK 1: DEĞİŞKENLERE AİT ZAMAN SERİLERİ (ORJİNAL)**

obs	FAIZD	GSSSOD	GSYIHD	IMKBENDD	IMKBIHCD	KKOD	OSKRDD	REDKD	TSRRFD	UFSYD
1998Q2	80.2000	4168754.	16484808	3994.070	103494.0	79.40000	9074490.	115.8000	14471209	22389.00
1998Q3	75.30000	4108398.	20346608	3408.800	71562.00	80.80000	10027377	118.6000	17266828	16092.10
1998Q4	82.20000	4054858.	18106054	2319.300	54585.00	79.50000	10218061	122.1000	20005773	15263.10
1999Q1	82.30000	2951597.	14436129	3363.300	94237.00	72.30000	11043857	121.5000	22705694	16576.10
1999Q2	82.50000	3430851.	16217899	5161.970	128088.0	77.50000	12250459	121.4000	26775796	16543.40
1999Q3	79.70000	3370064.	19361768	5707.000	105378.0	70.90000	13544381	122.9000	32654882	16498.10
1999Q4	69.20000	3693292.	17824774	8644.900	286595.0	72.30000	14811920	126.6000	39893764	19693.60
2000Q1	38.90000	3252105.	15217908	16689.30	607301.0	73.70000	16800300	130.8000	42921744	21643.20
2000Q2	40.80000	4049998.	17269135	16571.00	481369.0	77.00000	19499025	133.6000	47289056	23702.60
2000Q3	40.60000	4172863.	21019481	12940.00	312889.0	75.40000	22640347	136.1000	50915610	26525.00
2000Q4	68.40000	4319158.	18929875	11778.30	422156.0	78.50000	25270419	145.5000	53756978	21501.10
2001Q1	87.60000	2956658.	15419915	9554.000	306960.0	70.70000	27072377	133.3000	75203190	18654.50
2001Q2	81.00000	2740504.	16173158	10948.30	443225.0	70.10000	28102425	109.1000	83506399	18191.40
2001Q3	67.80000	2708579.	19650704	9368.300	256532.0	71.90000	30032082	100.8000	1.02E+08	17632.80
2001Q4	62.60000	2654706.	17065575	10640.10	491615.0	73.80000	30948925	106.8000	1.03E+08	18033.50
2002Q1	57.40000	2616017.	15469977	12150.50	421388.0	73.50000	29453506	134.8000	1.00E+08	19612.00
2002Q2	48.70000	3121644.	17214452	10924.00	289081.0	75.30000	28117242	132.0000	1.15E+08	19241.50
2002Q3	49.50000	3259811.	20876687	9625.400	314716.0	77.80000	28309409	111.7000	1.23E+08	19100.10
2002Q4	46.40000	3687101.	18958715	11347.50	667623.0	78.00000	30110584	122.7000	1.32E+08	20232.30
2003Q1	46.00000	2890447.	16716746	10570.60	382011.0	75.10000	34171235	121.8000	1.29E+08	20071.60
2003Q2	42.10000	3388120.	17898517	10904.50	502601.0	78.20000	36790862	134.8000	1.26E+08	21698.10
2003Q3	34.80000	3772459.	21774718	11641.10	457656.0	80.80000	39463794	147.9000	1.37E+08	24109.70
2003Q4	28.00000	4430735.	19948211	16106.20	1061293.	79.80000	46463767	141.3000	1.48E+08	24542.00
2004Q1	24.80000	4151260.	19948211	19024.00	1003805.	77.70000	50894408	150.1000	1.51E+08	27137.50
2004Q2	24.10000	4845003.	20035372	17865.60	654305.0	82.10000	62359628	142.7000	1.61E+08	28099.10
2004Q3	24.70000	4712520.	23528095	19811.96	763787.0	83.20000	68924321	139.6000	1.74E+08	29745.40
2004Q4	23.50000	4880348.	21541877	23004.70	939642.0	83.30000	75062187	141.4000	1.83E+08	34391.90
2005Q1	20.70000	4633742.	19947283	26651.40	1168591.	78.10000	81080095	153.8000	1.84E+08	39710.27
2005Q2	20.00000	5551684.	21577563	25263.90	749257.0	80.80000	91993086	154.9000	1.95E+08	42647.87
2005Q3	20.50000	5649527.	25323570	30184.50	1097846.	81.00000	1.02E+08	162.0000	2.10E+08	45146.17
2005Q4	20.40000	5986634.	23651315	35425.40	1240732.	81.30000	1.14E+08	169.3000	2.23E+08	49459.87
2006Q1	19.60000	5528656.	21133291	44286.50	1637257.	77.80000	1.23E+08	173.3000	2.36E+08	53464.27
2006Q2	19.40000	6350910.	23678188	39680.40	1440806.	82.70000	1.44E+08	157.5000	2.64E+08	49080.57
2006Q3	23.80000	6358586.	26916390	36577.80	1039436.	81.30000	1.55E+08	152.1000	2.62E+08	54901.87
2006Q4	23.80000	6476316.	25010451	38821.60	1099682.	82.30000	1.63E+08	159.7000	2.75E+08	62204.07
2007Q1	23.40000	5801621.	22844200	41498.60	1411793.	80.10000	1.71E+08	166.2000	2.85E+08	67556.57
2007Q2	22.70000	6582293.	24581028	45744.40	1325491.	82.80000	1.82E+08	173.3000	3.02E+08	69576.97
2007Q3	22.60000	6639685.	27772167	50534.90	1796812.	81.80000	1.94E+08	176.0000	3.08E+08	69397.77
2007Q4	21.60000	7027928.	26057230	55299.97	1628250.	82.30000	2.07E+08	188.2000	3.18E+08	65657.77
2008Q1	21.20000	6157684.	24482883	44989.20	1510190.	80.30000	2.24E+08	185.4000	3.42E+08	65011.17
2008Q2	21.90000	6390160.	25279414	40688.20	1262394.	82.10000	2.45E+08	175.4000	3.55E+08	67773.57
2008Q3	23.10000	5997172.	28048889	38309.10	1285569.	78.70000	2.59E+08	189.1000	3.62E+08	68081.67
2008Q4	25.40000	5666421.	24352788	26362.30	1235079.	71.40000	2.64E+08	171.0000	4.06E+08	62326.37
2009Q1	19.40000	4467032.	20879186	25017.80	1109775.	64.10000	2.55E+08	163.1000	4.07E+08	60600.57
2009Q2	18.00000	4834520.	23285107	32530.50	2168528.	70.00000	2.56E+08	166.8000	4.13E+08	63282.37

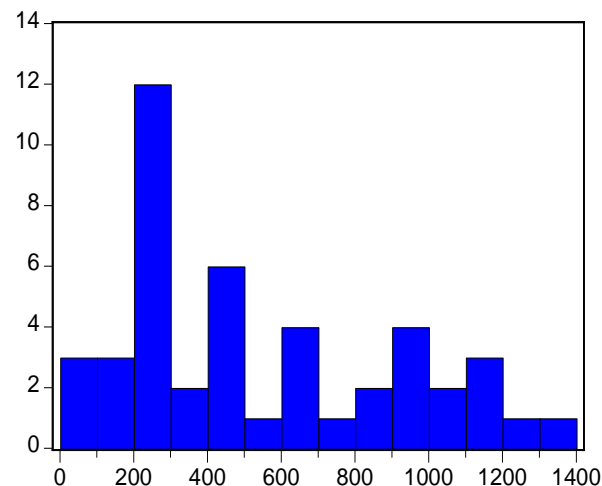
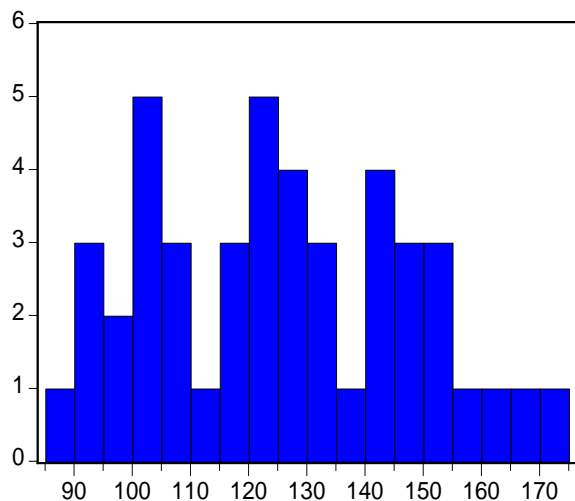
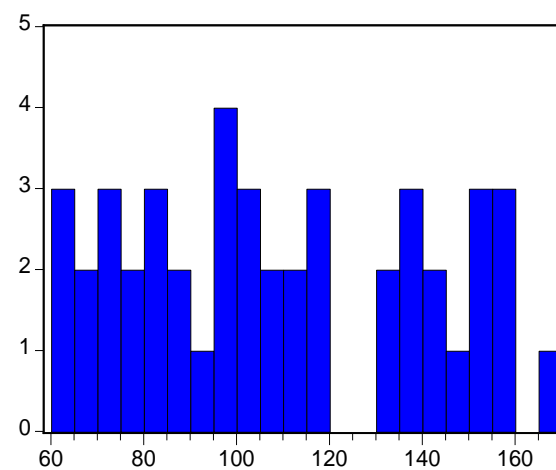
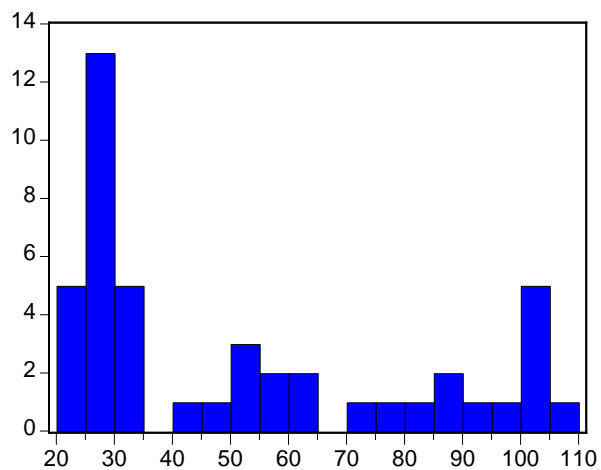


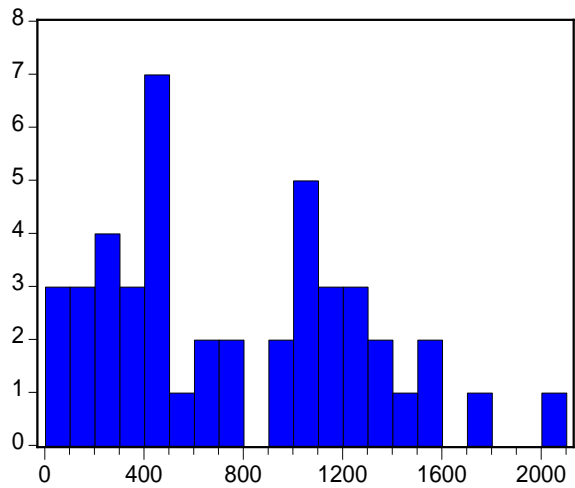
## EK 2: DEĞİŞKENLERE AİT ZAMAN SERİLER (ENDEKS)

obs	FAİZ	GSSSO	GSYİH	IMKBEND	IMKBIHC	KKO	OSKRD	REDK	TSRRF	UFSY
1998Q2	100.0000	100.0000	100.0000	100.0000	100.0000	100.0000	100.0000	100.0000	100.0000	100.0000
1998Q3	93.89027	98.55218	123.4264	85.34653	69.14604	101.7632	110.5007	102.4180	119.3185	71.87503
1998Q4	102.4938	97.26786	109.8348	58.06859	52.74219	100.1259	112.6020	105.4404	138.2453	68.17232
1999Q1	102.6185	70.80286	87.57232	84.20734	91.05552	91.05793	121.7022	104.9223	156.9025	74.03680
1999Q2	102.8678	82.29920	98.38088	129.2408	123.7637	97.60705	134.9989	104.8359	185.0281	73.89075
1999Q3	99.37656	80.84104	117.4522	142.8868	101.8204	89.29471	149.2578	106.1313	225.6541	73.68842
1999Q4	86.28429	88.59463	108.1285	216.4434	276.9194	91.05793	163.2259	109.3264	275.6768	87.96105
2000Q1	48.50374	78.01144	92.31474	417.8520	586.7983	92.82116	185.1377	112.9534	296.6010	96.66890
2000Q2	50.87282	97.15128	104.7579	414.8901	465.1178	96.97733	214.8774	115.3713	326.7803	105.8672
2000Q3	50.62344	100.0986	127.5082	323.9803	302.3257	94.96222	249.4944	117.5302	351.8407	118.4734
2000Q4	85.28678	103.6079	114.8322	294.8947	407.9038	98.86650	278.4776	125.6477	371.4754	96.03421
2001Q1	109.2269	70.92426	93.54016	239.2046	296.5969	89.04282	298.3350	115.1123	519.6745	83.31993
2001Q2	100.9975	65.73916	98.10947	274.1139	428.2615	88.28715	309.6860	94.21416	577.0520	81.25151
2001Q3	84.53865	64.97335	119.2049	234.5552	247.8714	90.55416	330.9506	87.04663	707.0125	78.75653
2001Q4	78.05486	63.68104	103.5230	266.3974	475.0179	92.94710	341.0542	92.22798	708.8782	80.54625
2002Q1	71.57107	62.75297	93.84384	304.2135	407.1618	92.56927	324.5748	116.4076	691.4403	87.59659
2002Q2	60.72319	74.88194	104.4262	273.5055	279.3215	94.83627	309.8493	113.9896	795.7612	85.94176
2002Q3	61.72070	78.19629	126.6420	240.9923	304.0911	97.98489	311.9669	96.45941	853.2240	85.31020
2002Q4	57.85536	88.44612	115.0072	284.1087	645.0838	98.23678	331.8157	105.9585	911.3956	90.36714
2003Q1	57.35661	69.33599	101.4070	264.6574	369.1142	94.58438	376.5637	105.1813	892.9373	89.64938
2003Q2	52.49377	81.27416	108.5758	273.0172	485.6330	98.48866	405.4317	116.4076	873.7000	96.91411
2003Q3	43.39152	90.49368	132.0896	291.4596	442.2053	101.7632	434.8872	127.7202	948.4001	107.6855
2003Q4	34.91272	106.2844	121.0097	403.2528	1025.463	100.5038	512.0262	122.0207	1022.422	109.6163
2004Q1	30.92269	99.58035	121.0097	476.3061	969.9161	97.85894	560.8514	129.6200	1045.557	121.2091
2004Q2	30.04988	116.2218	121.5384	447.3031	632.2154	103.4005	687.1971	123.2297	1110.803	125.5040
2004Q3	30.79800	113.0438	142.7259	496.0344	738.0012	104.7859	759.5393	120.5527	1198.970	132.8572
2004Q4	29.30175	117.0697	130.6771	575.9714	907.9193	104.9118	827.1780	122.1071	1262.936	153.6107
2005Q1	25.81047	111.1541	121.0040	667.2742	1129.139	98.36272	893.4948	132.8152	1273.115	177.3651
2005Q2	24.93766	133.1737	130.8936	632.5352	723.9618	101.7632	1013.755	133.7651	1347.586	190.4858
2005Q3	25.56110	135.5208	153.6176	755.7329	1060.782	102.0151	1123.484	139.8964	1453.299	201.6444
2005Q4	25.43641	143.6073	143.4734	886.9499	1198.844	102.3929	1254.551	146.2003	1543.966	220.9115
2006Q1	24.43890	132.6213	128.1986	1108.806	1581.983	97.98489	1360.688	149.6546	1631.646	238.7970
2006Q2	24.18953	152.3455	143.6364	993.4828	1392.164	104.1562	1589.985	136.0104	1823.537	219.2173
2006Q3	29.67581	152.5297	163.2800	915.8027	1004.344	102.3929	1711.998	131.3472	1813.749	245.2181
2006Q4	29.67581	155.3538	151.7182	971.9810	1062.556	103.6524	1801.229	137.9102	1901.994	277.8332
2007Q1	29.17706	139.1692	138.5773	1039.005	1364.130	100.8816	1887.057	143.5233	1971.261	301.7400
2007Q2	28.30424	157.8959	149.1132	1145.308	1280.742	104.2821	2002.390	149.6546	2090.050	310.7641
2007Q3	28.17955	159.2727	168.4713	1265.248	1736.151	103.0227	2139.071	151.9862	2125.722	309.9637
2007Q4	26.93267	168.5858	158.0681	1384.552	1573.280	103.6524	2280.300	162.5216	2196.558	293.2591
2008Q1	26.43392	147.7104	148.5179	1126.400	1459.205	101.1335	2467.045	160.1036	2364.710	290.3710
2008Q2	27.30673	153.2870	153.3498	1018.715	1219.775	103.4005	2698.917	151.4680	2449.981	302.7092
2008Q3	28.80299	143.8601	170.1499	959.1494	1242.168	99.11839	2857.387	163.2988	2500.933	304.0854
2008Q4	31.67082	135.9260	147.7287	660.0360	1193.382	89.92443	2904.043	147.6684	2804.656	278.3794
2009Q1	24.18953	107.1551	126.6571	626.3736	1072.309	80.73048	2807.362	140.8463	2814.979	270.6712
2009Q2	22.44389	115.9704	141.2519	814.4700	2095.318	88.16121	2825.869	144.0415	2854.191	282.6494

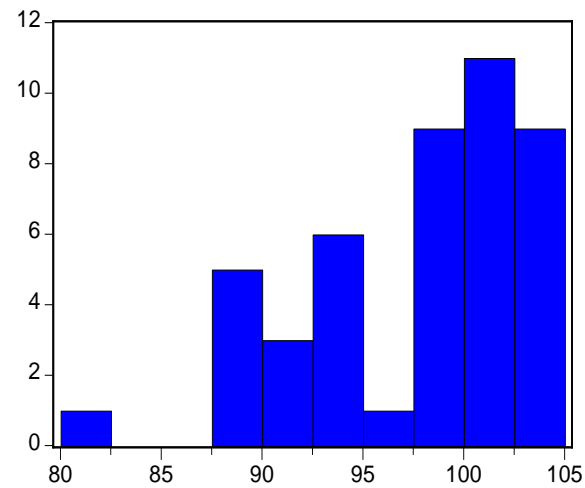


### EK 3: SERİLERE AİT HİSTOGRAM VE İSTATİSTİKLER (ENDEKS)

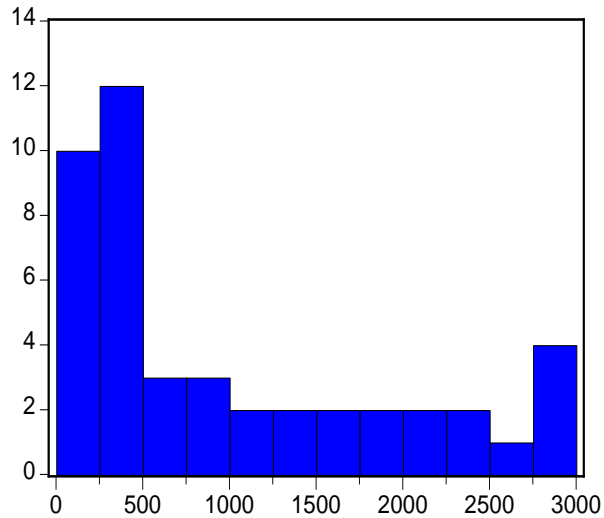




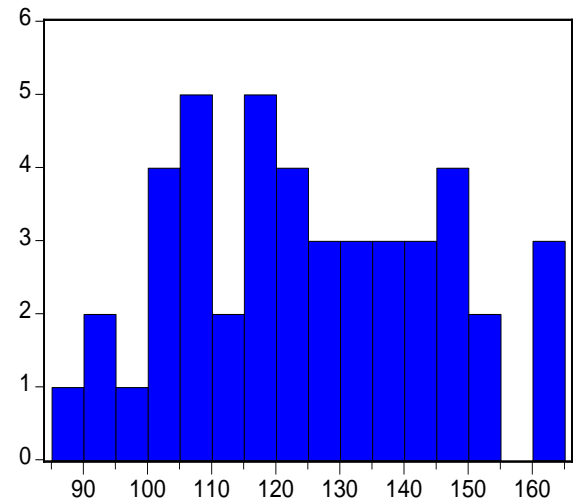
Series: IMKBHC	
Sample 1998Q2 2009Q2	
Observations 45	
Mean	769.3711
Median	645.0838
Maximum	2095.318
Minimum	52.74219
Std. Dev.	522.3275
Skewness	0.455512
Kurtosis	2.288438
Jarque-Bera	2.505534
Probability	0.285713



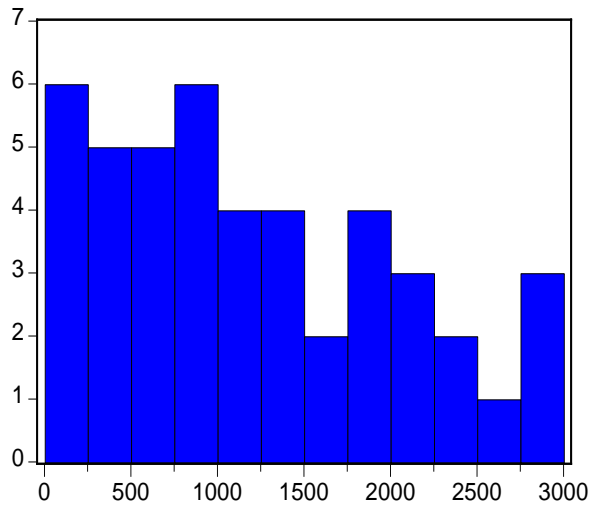
Series: KKO	
Sample 1998Q2 2009Q2	
Observations 45	
Mean	97.60705
Median	98.48866
Maximum	104.9118
Minimum	80.73048
Std. Dev.	5.682181
Skewness	-0.807572
Kurtosis	3.034778
Jarque-Bera	4.893563
Probability	0.086572



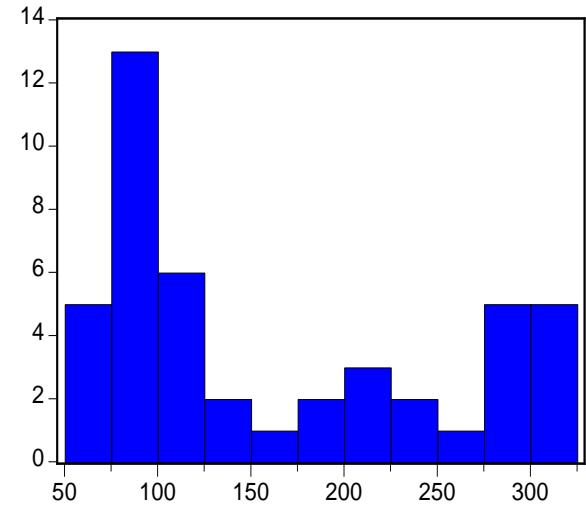
Series: OSKRD	
Sample 1998Q2 2009Q2	
Observations 45	
Mean	990.2401
Median	512.0262
Maximum	2904.043
Minimum	100.0000
Std. Dev.	932.1834
Skewness	0.880248
Kurtosis	2.323316
Jarque-Bera	6.669835
Probability	0.035618



Series: REDK	
Sample 1998Q2 2009Q2	
Observations 45	
Mean	124.7899
Median	122.1071
Maximum	163.2988
Minimum	87.04663
Std. Dev.	20.25308
Skewness	0.147462
Kurtosis	2.043247
Jarque-Bera	1.879417
Probability	0.390742

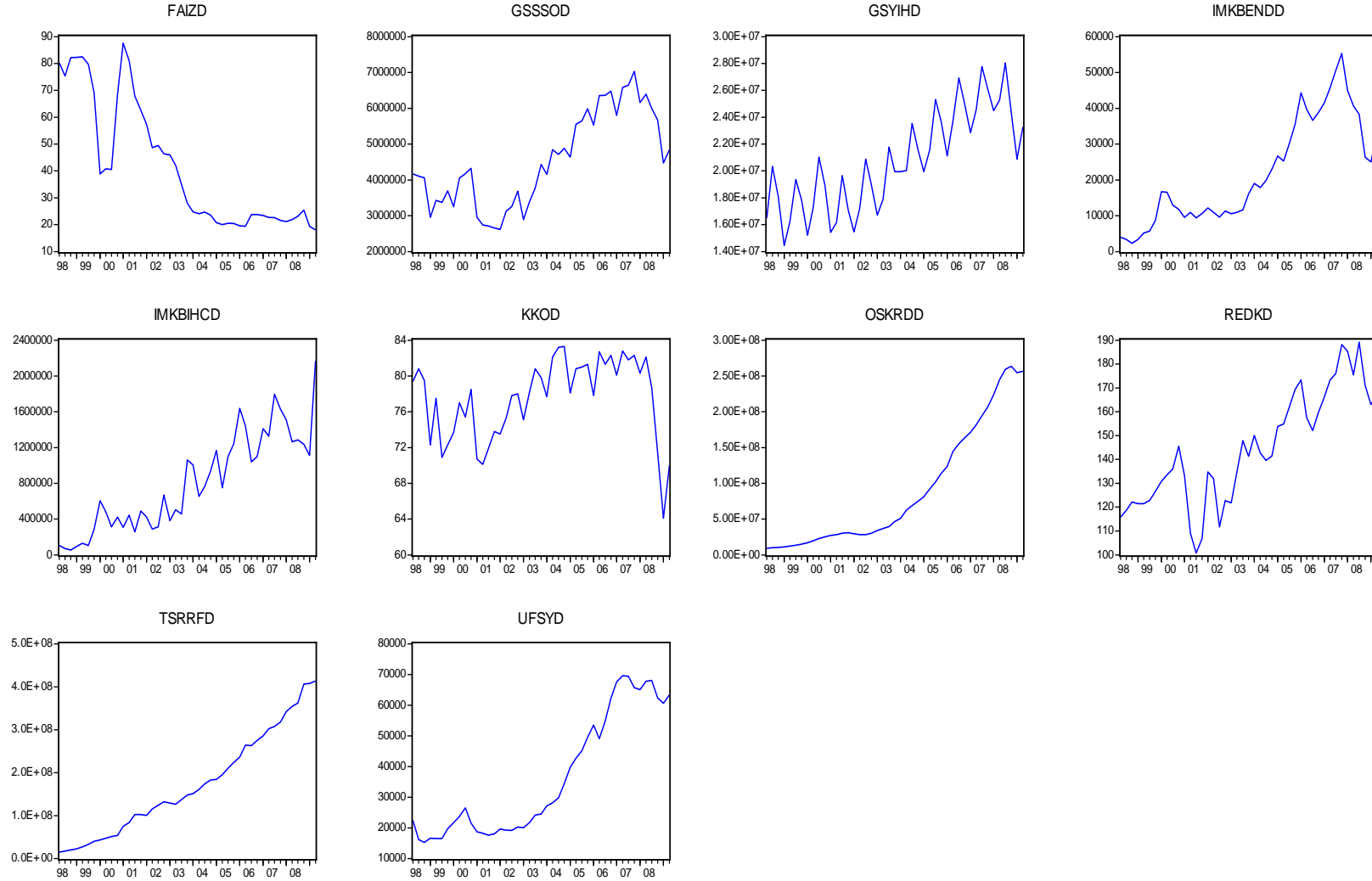


Series	TSRRF
Sample	1998Q2 2009Q2
Observations	45
Mean	1191.769
Median	1022.422
Maximum	2854.191
Minimum	100.0000
Std. Dev.	827.4115
Skewness	0.480474
Kurtosis	2.111145
Jarque-Bera	3.212783
Probability	0.200610

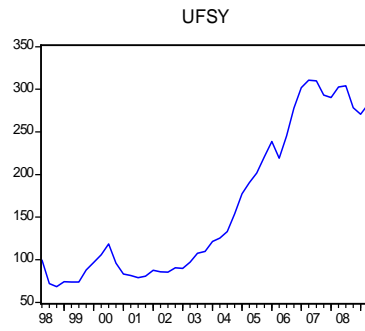
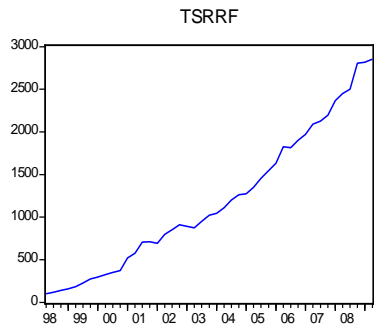
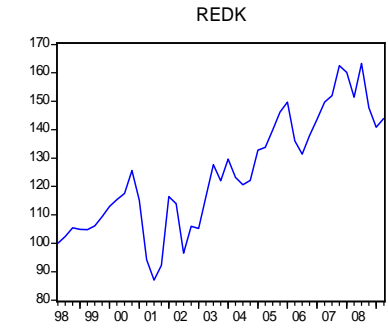
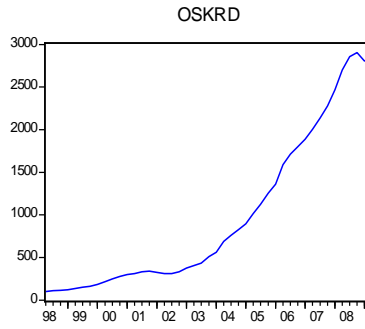
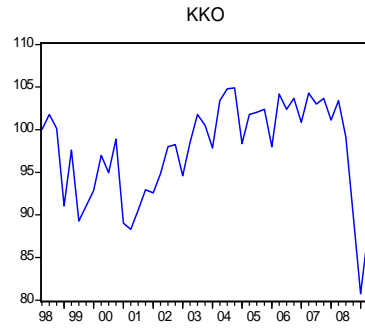
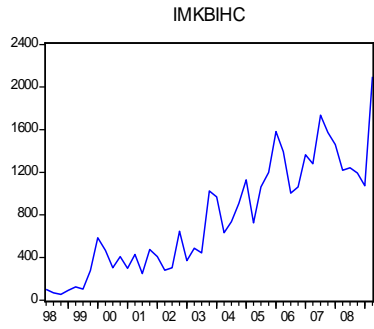
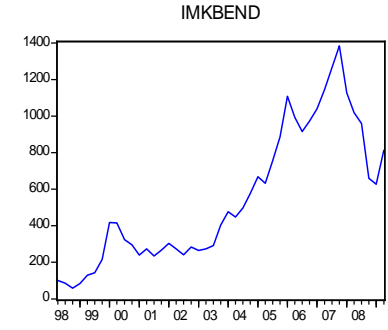
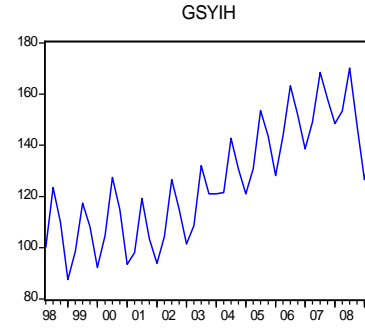
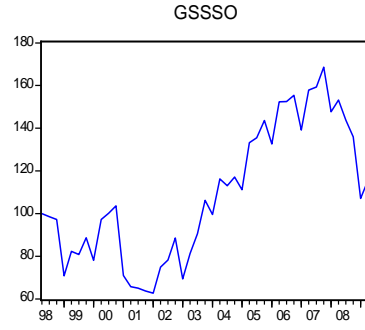
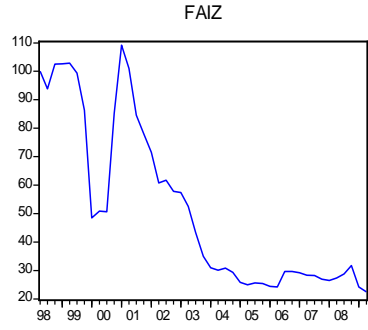


Series	UFSY
Sample	1998Q2 2009Q2
Observations	45
Mean	162.0638
Median	118.4734
Maximum	310.7641
Minimum	68.17232
Std. Dev.	88.37753
Skewness	0.563500
Kurtosis	1.646829
Jarque-Bera	5.814755
Probability	0.054619

## EK 4: DEĞİŞKENLERE AİT ZAMAN SERİLERİNİN ORJİNAL GRAFİKLERİ



## EK 5: DEĞİŞKENLERE AİT ZAMAN SERİLERİNİN ENDEKS GRAFİKLERİ



## EK 6: ADF VE PP BİRİM KÖK TESTİ SONUÇLARI

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLFAIZSA

Null Hypothesis: DLFAIZSA has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.595749	0.0000	
Test critical values:	1% level	-2.621185		
	5% level	-1.948886		
	10% level	-1.611932		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLFAIZSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 00:18				
Sample (adjusted): 1999Q1 2009Q2				
Included observations: 42 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLFAIZSA(-1)	-0.938557	0.204223	-4.595749	0.0000
D(DLFAIZSA(-1))	0.108935	0.156290	0.697009	0.4898
R-squared	0.431270	Mean dependent var	-0.001739	
Adjusted R-squared	0.417052	S.D. dependent var	0.162005	
S.E. of regression	0.123692	Akaike info criterion	-1.295590	
Sum squared resid	0.611992	Schwarz criterion	-1.212844	
Log likelihood	29.20739	Durbin-Watson stat	1.435836	

Phillips-Perron Unit Root Test on DLFAIZSA

Null Hypothesis: DLFAIZSA has a unit root			
Exogenous: None			
Bandwidth: 4 (Newey-West using Bartlett kernel)			
		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-5.540082	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.619851	
	5% level	-1.948686	
	10% level	-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			
Residual variance (no correction)			0.014530
HAC corrected variance (Bartlett kernel)			0.011459
Phillips-Perron Test Equation			
Dependent Variable: D(DLFAIZSA)			
Method: Least Squares			
Date: 01/06/10 Time: 00:22			
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2			
Included observations: 43 after adjustments			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
DLFAIZSA(-1)	-0.852689	0.152175	-5.603327
R-squared	0.427738	Mean dependent var	0.001214
Adjusted R-squared	0.427738	S.D. dependent var	0.161231
S.E. of regression	0.121968	Akaike info criterion	-1.347131
Sum squared resid	0.624803	Schwarz criterion	-1.306173
Log likelihood	29.96331	Durbin-Watson stat	1.945269



Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLREDKSA

Null Hypothesis: DLREDKSA has a unit root					
Exogenous: None					
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)					
			t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.849008	0.0000	
Test critical values:	1% level		-2.619851		
	5% level		-1.948686		
	10% level		-1.612036		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					
Augmented Dickey-Fuller Test Equation					
Dependent Variable: D(DLREDKSA)					
Method: Least Squares					
Date: 01/06/10 Time: 20:18					
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2					
Included observations: 43 after adjustments					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	DLREDKSA(-1)	-0.902410	0.154284	-5.849008	0.0000
R-squared	0.448879	Mean dependent var		0.000553	
Adjusted R-squared	0.448879	S.D. dependent var		0.096372	
S.E. of regression	0.071544	Akaike info criterion		-2.414023	
Sum squared resid	0.214980	Schwarz criterion		-2.373065	
Log likelihood	52.90150	Durbin-Watson stat		1.935927	

Phillips-Perron Unit Root Test on DLREDKSA

Null Hypothesis: DLREDKSA has a unit root					
Exogenous: None					
Bandwidth: 14 (Newey-West using Bartlett kernel)					
	Adj. t-Stat	Prob.*			
Phillips-Perron test statistic	-6.171441	0.0000			
Test critical values:	1% level	-2.619851			
	5% level	-1.948686			
	10% level	-1.612036			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					
Residual variance (no correction)		0.005000			
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.001935			
Phillips-Perron Test Equation					
Dependent Variable: D(DLREDKSA)					
Method: Least Squares					
Date: 01/06/10 Time: 20:19					
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2					
Included observations: 43 after adjustments					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	DLREDKSA(-1)	-0.902410	0.154284	-5.849008	0.0000
R-squared	0.448879	Mean dependent var		0.000553	
Adjusted R-squared	0.448879	S.D. dependent var		0.096372	
S.E. of regression	0.071544	Akaike info criterion		-2.414023	
Sum squared resid	0.214980	Schwarz criterion		-2.373065	
Log likelihood	52.90150	Durbin-Watson stat		1.935927	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLIMKBENDSA

Null Hypothesis: DLIMKBENDSA has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.071181	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLIMKBENDSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 20:11				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIMKBENDSA(-1)	-0.780111	0.153832	-5.071181	0.0000
R-squared	0.379320	Mean dependent var		0.007843
Adjusted R-squared	0.379320	S.D. dependent var		0.294382
S.E. of regression	0.231924	Akaike info criterion		-0.061832
Sum squared resid	2.259128	Schwarz criterion		-0.020874
Log likelihood	2.329395	Durbin-Watson stat		1.811188

Phillips-Perron Unit Root Test on DLIMKBENDSA

Null Hypothesis: DLIMKBENDSA has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 2 (Newey-West using Bartlett kernel)				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-5.034210	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.052538
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.049834
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(DLIMKBENDSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 20:12				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIMKBENDSA(-1)	-0.780111	0.153832	-5.071181	0.0000
R-squared	0.379320	Mean dependent var		0.007843
Adjusted R-squared	0.379320	S.D. dependent var		0.294382
S.E. of regression	0.231924	Akaike info criterion		-0.061832
Sum squared resid	2.259128	Schwarz criterion		-0.020874
Log likelihood	2.329395	Durbin-Watson stat		1.811188

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLUFSYSA

Null Hypothesis: DLUFSYSA has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.744549	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLUFSYSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 20:21				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLUFSYSA(-1)	-0.708751	0.123378	-5.744549	0.0000
R-squared	0.435715	Mean dependent var		0.009289
Adjusted R-squared	0.435715	S.D. dependent var		0.107457
S.E. of regression	0.080721	Akaike info criterion		-2.172658
Sum squared resid	0.273666	Schwarz criterion		-2.131700
Log likelihood	47.71216	Durbin-Watson stat		1.762073

Phillips-Perron Unit Root Test on DLUFSYSA

Null Hypothesis: DLUFSYSA has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-5.726297	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.006364
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.008144
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(DLUFSYSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 20:22				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLUFSYSA(-1)	-0.708751	0.123378	-5.744549	0.0000
R-squared	0.435715	Mean dependent var		0.009289
Adjusted R-squared	0.435715	S.D. dependent var		0.107457
S.E. of regression	0.080721	Akaike info criterion		-2.172658
Sum squared resid	0.273666	Schwarz criterion		-2.131700
Log likelihood	47.71216	Durbin-Watson stat		1.762073

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLTSRRFSA

Null Hypothesis: DLTSRRFSA has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-8.241575	0.0000
Test critical values:	1% level		-4.186481	
	5% level		-3.518090	
	10% level		-3.189732	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLTSRRFSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/09/10 Time: 14:52				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLTSRRFSA(-1)	-1.235682	0.149933	-8.241575	0.0000
C	0.170771	0.031478	5.425026	0.0000
@TREND(1998Q2)	-0.003450	0.000967	-3.566296	0.0010
R-squared	0.629817	Mean dependent var	-0.005259	
Adjusted R-squared	0.611308	S.D. dependent var	0.111356	
S.E. of regression	0.069425	Akaike info criterion	-2.429930	
Sum squared resid	0.192792	Schwarz criterion	-2.307055	
Log likelihood	55.24349	F-statistic	34.02733	
Durbin-Watson stat	1.798506	Prob(F-statistic)	0.000000	

Phillips-Perron Unit Root Test on DLTSRRFSA

Null Hypothesis: DLTSRRFSA has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Bandwidth: 3 (Newey-West using Bartlett kernel)				
		Adj. t-Stat	Prob.*	
Phillips-Perron test statistic		-8.140450	0.0000	
Test critical values:	1% level	-4.186481		
	5% level	-3.518090		
	10% level	-3.189732		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.004484		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.005019		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(DLTSRRFSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/09/10 Time: 14:53				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLTSRRFSA(-1)	-1.235682	0.149933	-8.241575	0.0000
C	0.170771	0.031478	5.425026	0.0000
@TREND(1998Q2)	-0.003450	0.000967	-3.566296	0.0010
R-squared	0.629817	Mean dependent var	-0.005259	
Adjusted R-squared	0.611308	S.D. dependent var	0.111356	
S.E. of regression	0.069425	Akaike info criterion	-2.429930	
Sum squared resid	0.192792	Schwarz criterion	-2.307055	
Log likelihood	55.24349	F-statistic	34.02733	
Durbin-Watson stat	1.798506	Prob(F-statistic)	0.000000	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLOSKRDSA

Null Hypothesis: DLOSKRDSA has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.965054	0.0002
Test critical values:	1% level		-3.592462	
	5% level		-2.931404	
	10% level		-2.603944	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLOSKRDSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/09/10 Time: 14:43				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLOSKRDSA(-1)	-0.767300	0.154540	-4.965054	0.0000
C	0.058505	0.015786	3.706221	0.0006
R-squared	0.375493	Mean dependent var	-0.002097	
Adjusted R-squared	0.360261	S.D. dependent var	0.082069	
S.E. of regression	0.065642	Akaike info criterion	-2.563812	
Sum squared resid	0.176663	Schwarz criterion	-2.481896	
Log likelihood	57.12196	F-statistic	24.65177	
Durbin-Watson stat	2.035723	Prob(F-statistic)	0.000013	

Phillips-Perron Unit Root Test on DLOSKRDSA

Null Hypothesis: DLOSKRDSA has a unit root				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-4.945411	0.0002
Test critical values:	1% level		-3.592462	
	5% level		-2.931404	
	10% level		-2.603944	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.004108
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.004002
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(DLOSKRDSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/09/10 Time: 14:50				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLOSKRDSA(-1)	-0.767300	0.154540	-4.965054	0.0000
C	0.058505	0.015786	3.706221	0.0006
R-squared	0.375493	Mean dependent var	-0.002097	
Adjusted R-squared	0.360261	S.D. dependent var	0.082069	
S.E. of regression	0.065642	Akaike info criterion	-2.563812	
Sum squared resid	0.176663	Schwarz criterion	-2.481896	
Log likelihood	57.12196	F-statistic	24.65177	
Durbin-Watson stat	2.035723	Prob(F-statistic)	0.000013	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLIMKBIHCSA

Null Hypothesis: DLIMKBIHCSA has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-8.048066	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLIMKBIHCSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 20:13				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIMKBIHCSA(-1)	-1.218536	0.151407	-8.048066	0.0000
R-squared	0.606581	Mean dependent var		0.021256
Adjusted R-squared	0.606581	S.D. dependent var		1.822594
S.E. of regression	1.143187	Akaike info criterion		3.128499
Sum squared resid	54.88884	Schwarz criterion		3.169457
Log likelihood	-66.26272	Durbin-Watson stat		1.993219

Phillips-Perron Unit Root Test on DLIMKBIHCSA

Null Hypothesis: DLIMKBIHCSA has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 12 (Newey-West using Bartlett kernel)				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-11.74553	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				1.276485
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.284897
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(DLIMKBIHCSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 20:14				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLIMKBIHCSA(-1)	-1.218536	0.151407	-8.048066	0.0000
R-squared	0.606581	Mean dependent var		0.021256
Adjusted R-squared	0.606581	S.D. dependent var		1.822594
S.E. of regression	1.143187	Akaike info criterion		3.128499
Sum squared resid	54.88884	Schwarz criterion		3.169457
Log likelihood	-66.26272	Durbin-Watson stat		1.993219

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLKKOSA

Null Hypothesis: DLKKOSA has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-6.037631	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLKKOSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/07/10 Time: 21:33				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLKKOSA(-1)	-0.942008	0.156023	-6.037631	0.0000
R-squared	0.464596	Mean dependent var		0.000456
Adjusted R-squared	0.464596	S.D. dependent var		0.047201
S.E. of regression	0.034537	Akaike info criterion		-3.870571
Sum squared resid	0.050099	Schwarz criterion		-3.829612
Log likelihood	84.21727	Durbin-Watson stat		1.916305

Phillips-Perron Unit Root Test on DLKKOSA

Null Hypothesis: DLKKOSA has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-6.042666	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				0.001165
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				0.001184
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(DLKKOSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/07/10 Time: 21:37				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLKKOSA(-1)	-0.942008	0.156023	-6.037631	0.0000
R-squared	0.464596	Mean dependent var		0.000456
Adjusted R-squared	0.464596	S.D. dependent var		0.047201
S.E. of regression	0.034537	Akaike info criterion		-3.870571
Sum squared resid	0.050099	Schwarz criterion		-3.829612
Log likelihood	84.21727	Durbin-Watson stat		1.916305

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLGSSSSOSA

Null Hypothesis: DLGSSSSOSA has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.371857	0.0001
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLGSSSSOSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 00:24				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLGSSSSOSA(-1)	-0.626813	0.143375	-4.371857	0.0001
R-squared	0.312734	Mean dependent var	-0.000445	
Adjusted R-squared	0.312734	S.D. dependent var	0.092085	
S.E. of regression	0.076340	Akaike info criterion	-2.284268	
Sum squared resid	0.244765	Schwarz criterion	-2.243310	
Log likelihood	50.11177	Durbin-Watson stat	2.059219	

Phillips-Perron Unit Root Test on DLGSSSSOSA

Null Hypothesis: DLGSSSSOSA has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)				
		Adj. t-Stat	Prob.*	
Phillips-Perron test statistic		-4.340491	0.0001	
Test critical values:	1% level	-2.619851		
	5% level	-1.948686		
	10% level	-1.612036		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)		0.005692		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.005484		
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(DLGSSSSOSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 00:25				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLGSSSSOSA(-1)	-0.626813	0.143375	-4.371857	0.0001
R-squared	0.312734	Mean dependent var	-0.000445	
Adjusted R-squared	0.312734	S.D. dependent var	0.092085	
S.E. of regression	0.076340	Akaike info criterion	-2.284268	
Sum squared resid	0.244765	Schwarz criterion	-2.243310	
Log likelihood	50.11177	Durbin-Watson stat	2.059219	



Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLGSYIHSA

Phillips-Perron Unit Root Test on DLGSYIHSA

Null Hypothesis: DLGSYIHSA has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-6.597296	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DLGSYIHSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 20:07				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLGSYIHSA(-1)	-1.029799	0.156094	-6.597296	0.0000
R-squared	0.508886	Mean dependent var		0.000362
Adjusted R-squared	0.508886	S.D. dependent var		0.051258
S.E. of regression	0.035922	Akaike info criterion		-3.791974
Sum squared resid	0.054195	Schwarz criterion		-3.751016
Log likelihood	82.52745	Durbin-Watson stat		1.951840

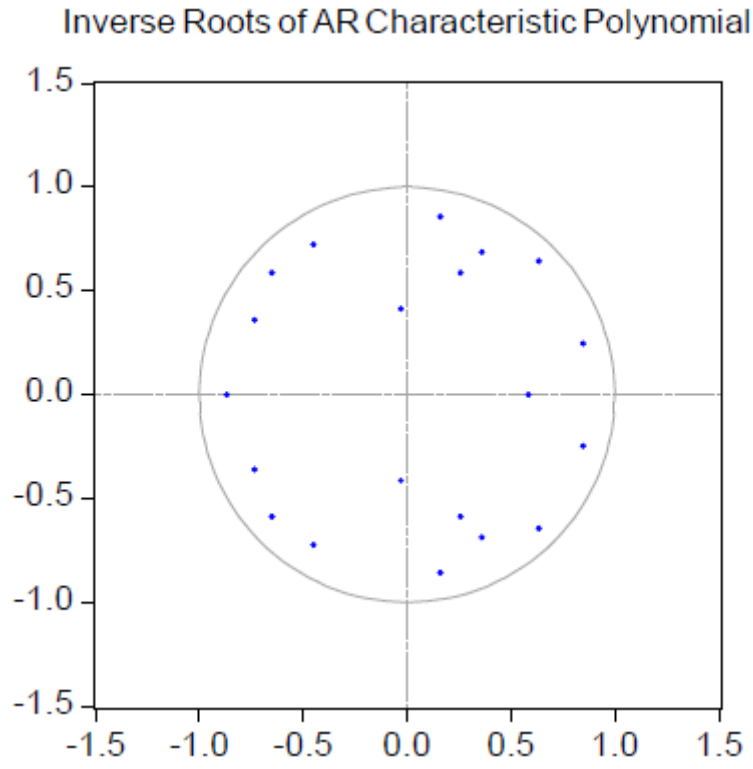
Null Hypothesis: DLGSYIHSA has a unit root				
Exogenous: None				
Bandwidth: 1 (Newey-West using Bartlett kernel)				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-6.597363	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.619851	
	5% level		-1.948686	
	10% level		-1.612036	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
0.001260				
0.001264				
Phillips-Perron Test Equation				
Dependent Variable: D(DLGSYIHSA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/10 Time: 20:08				
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2				
Included observations: 43 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLGSYIHSA(-1)	-1.029799	0.156094	-6.597296	0.0000
R-squared	0.508886	Mean dependent var		0.000362
Adjusted R-squared	0.508886	S.D. dependent var		0.051258
S.E. of regression	0.035922	Akaike info criterion		-3.791974
Sum squared resid	0.054195	Schwarz criterion		-3.751016
Log likelihood	82.52745	Durbin-Watson stat		1.951840

EK 7: BİRİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN OPTİMUM GECİKME UZUNLUĞU

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: DLFAIZSA DLREDKSA DLIMKBENDSA DLUFSYSA						
Exogenous variables: C						
Date: 01/10/10 Time: 11:38						
Sample: 1998Q2 2009Q2						
Included observations: 39						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	176.6232	NA	1.68e-09	-8.852474	-8.681852*	-8.791256
1	185.5235	15.51845	2.43e-09	-8.488386	-7.635277	-8.182298
2	211.4524	39.89062	1.50e-09	-8.997560	-7.461965	-8.446602
3	227.9783	22.03451	1.57e-09	-9.024529	-6.806446	-8.228700
4	268.7015	45.94407	5.11e-10	-10.29238	-7.391813	-9.251683
5	298.3365	27.35544*	3.29e-10*	-10.99162*	-7.408561	-9.706047*

\* indicates lag order selected by the criterion  
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)  
 FPE: Final prediction error  
 AIC: Akaike information criterion  
 SC: Schwarz information criterion  
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

**EK 8: BİRİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN KARAKTERİSTİK KÖKLERİN  
BİRİM ÇEMBER ANALİZİ**



**EK 9: BİRİNCİ AŞAMA VAR MODELİ 5. GECİKME DEĞERİ İÇİN LM  
OTOKORELASYON TEST SONUCU**

Lags	LM-Stat	Prob
1	21.47515	0.1610
2	21.75910	0.1511
3	22.48000	0.1284
4	22.54951	0.1263
5	22.09731	0.1401
6	9.149503	0.9071
7	8.273281	0.9403
8	5.888739	0.9893
9	7.701341	0.9573
10	7.654829	0.9585
11	5.978175	0.9883
12	17.25920	0.3690

Probs from chi-square with 16 df.

**EK 10: BİRİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN VAR GRANGER NEDENSELLİK  
TEST SONUCU**

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 01/10/10 Time: 12:02			
Sample: 1998Q2 2009Q2			
Included observations: 39			
Dependent variable: DLFAIZSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLREDKSA	31.88292	5	0.0000
DLIMKBENDS	52.66251	5	0.0000
DLUFSYSA	36.28621	5	0.0000
All	76.99808	15	0.0000
Dependent variable: DLREDKSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLFAIZSA	5.084988	5	0.4056
DLIMKBENDS	3.251885	5	0.6612
DLUFSYSA	6.328366	5	0.2756
All	20.79009	15	0.1437
Dependent variable: DLIMKBENDSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLFAIZSA	13.65243	5	0.0180
DLREDKSA	18.48486	5	0.0024
DLUFSYSA	21.58446	5	0.0006
All	45.09473	15	0.0001
Dependent variable: DLUFSYSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLFAIZSA	9.867986	5	0.0791
DLREDKSA	23.38367	5	0.0003
DLIMKBENDS	27.32019	5	0.0000
All	55.61736	15	0.0000

## EK 11: BİRİNCİ AŞAMA VAR MODELİ TAHMİN SONUÇLARI

### Vector Autoregression Estimates

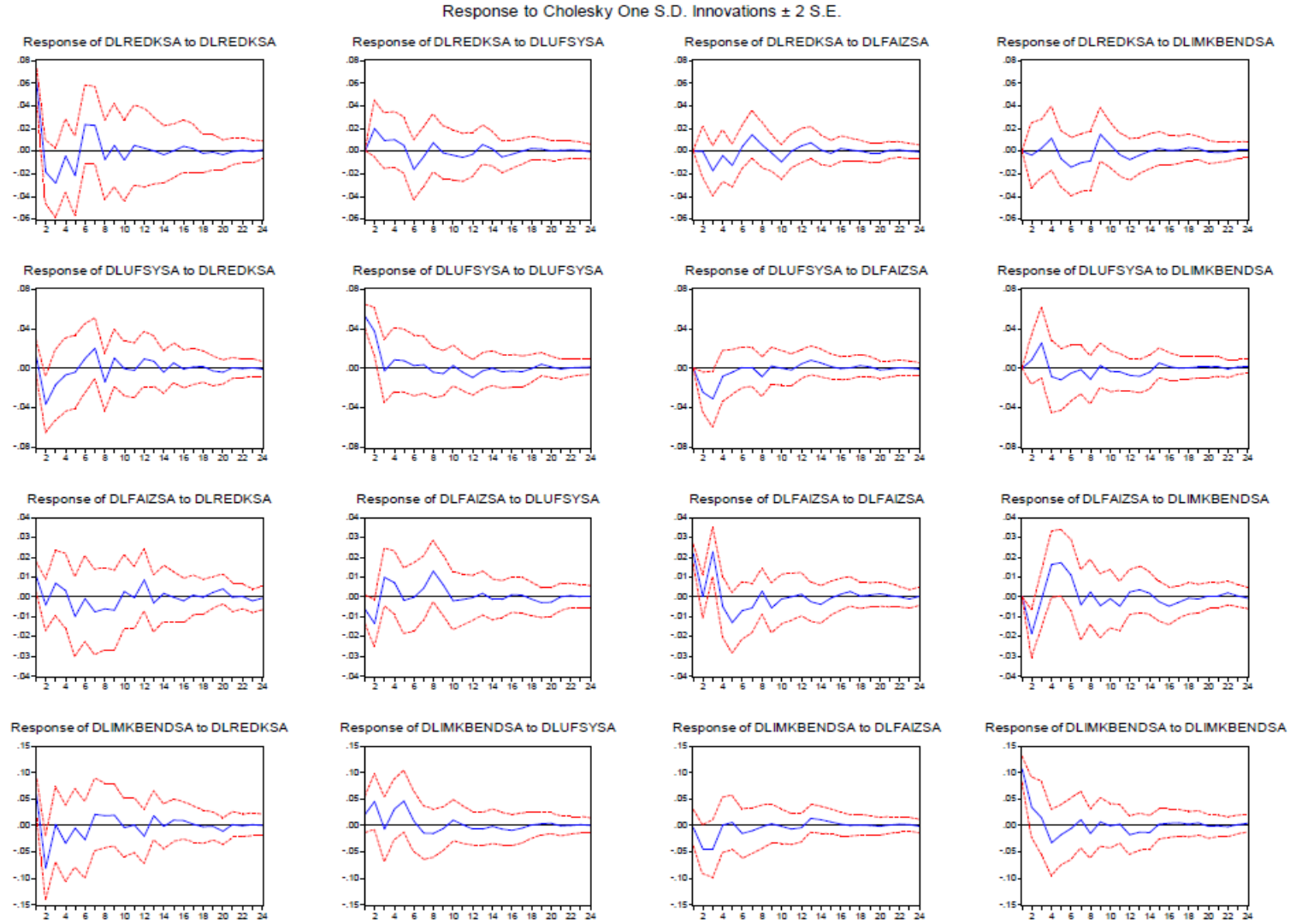
	DLREDKSA	DLUFSYSA	DLFAIZSA	DLIMKBENDS
Vector Autoregression Estimates Date: 01/10/10 Time: 20:07 Sample (adjusted): 1999Q4 2009Q2 Included observations: 39 after adjustments Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]				
DLREDKSA(-1)	-0.329879 (0.24074) [-1.37024]	-0.576520 (0.20606) [-2.79776]	0.140876 (0.09522) [ 1.47951]	-1.355806 (0.47534) [-2.85228]
DLREDKSA(-2)	-0.280436 (0.22409) [-1.25144]	0.179315 (0.19181) [ 0.93486]	-0.405161 (0.08863) [-4.57132]	0.865036 (0.44246) [ 1.95507]
DLREDKSA(-3)	-0.243594 (0.30077) [-0.80990]	-0.497143 (0.25744) [-1.93107]	0.123890 (0.11896) [ 1.04145]	-1.616635 (0.59386) [-2.72224]
DLREDKSA(-4)	-0.404041 (0.21985) [-1.83778]	-0.296993 (0.18818) [-1.57822]	0.063762 (0.08696) [ 0.73328]	-0.358128 (0.43409) [-0.82501]
DLREDKSA(-5)	0.301206 (0.23247) [ 1.29567]	0.443176 (0.19898) [ 2.22721]	-0.226911 (0.09195) [-2.46789]	0.188753 (0.45900) [ 0.41122]
DLUFSYSA(-1)	0.386547 (0.27104) [ 1.42615]	0.539705 (0.23200) [ 2.32634]	-0.186654 (0.10720) [-1.74116]	0.487664 (0.53516) [ 0.91125]
DLUFSYSA(-2)	-0.002453 (0.24520) [-0.01001]	-0.624746 (0.20988) [-2.97667]	0.443013 (0.09698) [ 4.56802]	-0.699590 (0.48414) [-1.44501]
DLUFSYSA(-3)	0.296921 (0.25698) [ 1.15544]	0.903873 (0.21996) [ 4.10930]	-0.104669 (0.10164) [-1.02982]	1.789822 (0.50739) [ 3.52752]
DLUFSYSA(-4)	0.178277 (0.28226) [ 0.63161]	0.054860 (0.24160) [ 0.22707]	-0.114306 (0.11164) [-1.02391]	0.783434 (0.55731) [ 1.40575]
DLUFSYSA(-5)	-0.064092 (0.18616) [-0.34428]	-0.159367 (0.15934) [-1.00015]	0.117355 (0.07363) [ 1.59387]	-0.448987 (0.36756) [-1.22152]
DLFAIZSA(-1)	-0.041493 (0.52181) [-0.07952]	-1.104884 (0.44665) [-2.47374]	-0.027412 (0.20639) [-0.13282]	-1.995840 (1.03030) [-1.93714]
DLFAIZSA(-2)	-0.456445 (0.40335) [-1.13163]	-0.675343 (0.34525) [-1.95611]	0.494406 (0.15953) [ 3.09911]	-0.933883 (0.79640) [-1.17263]
DLFAIZSA(-3)	0.006526 (0.20063) [ 0.03253]	0.433588 (0.17173) [ 2.52478]	-0.058821 (0.07935) [-0.74125]	0.748891 (0.39614) [ 1.89045]
DLFAIZSA(-4)	-0.105626	0.043233	-0.371181	0.801937

**DEVAMI**

Vector Autoregression Estimates

	(0.17771)	(0.15211)	(0.07029)	(0.35088)
	[-0.59438]	[ 0.28423]	[-5.28102]	[ 2.28553]
DLFAIZSA(-5)	0.097902	-0.477286	0.146348	-1.141881
	(0.23573)	(0.20177)	(0.09324)	(0.46544)
	[ 0.41531]	[-2.36544]	[ 1.56966]	[-2.45331]
DLIMKBENDSA(-1)	-0.035299	0.081220	-0.174624	0.322459
	(0.13515)	(0.11568)	(0.05345)	(0.26685)
	[-0.26119]	[ 0.70210]	[-3.26682]	[ 1.20840]
DLIMKBENDSA(-2)	-0.016050	-0.043029	0.060898	-0.403936
	(0.13109)	(0.11220)	(0.05185)	(0.25883)
	[-0.12244]	[-0.38348]	[ 1.17456]	[-1.56063]
DLIMKBENDSA(-3)	-0.060556	-0.266205	0.235127	-0.400448
	(0.10148)	(0.08686)	(0.04014)	(0.20037)
	[-0.59672]	[-3.06466]	[ 5.85805]	[-1.99853]
DLIMKBENDSA(-4)	-0.012820	0.405465	-0.090429	0.673257
	(0.11703)	(0.10017)	(0.04629)	(0.23106)
	[-0.10955]	[ 4.04787]	[-1.95373]	[ 2.91376]
DLIMKBENDSA(-5)	-0.118289	-0.115561	0.054943	-0.328302
	(0.08867)	(0.07589)	(0.03507)	(0.17507)
	[-1.33410]	[-1.52268]	[ 1.56672]	[-1.87530]
C	-0.003810	-0.007539	-0.017283	-0.032109
	(0.01845)	(0.01579)	(0.00730)	(0.03642)
	[-0.20654]	[-0.47743]	[-2.36870]	[-0.88154]
R-squared	0.663311	0.799270	0.918285	0.787777
Adj. R-squared	0.289212	0.576237	0.827490	0.551974
Sum sq. resids	0.071215	0.052175	0.011140	0.277631
S.E. equation	0.062900	0.053839	0.024878	0.124193
F-statistic	1.773089	3.583637	10.11383	3.340824
Log likelihood	67.62086	73.68716	103.7959	41.08937
Akaike AIC	-2.390813	-2.701906	-4.245945	-1.030224
Schwarz SC	-1.495049	-1.806142	-3.350181	-0.134460
Mean dependent	0.007589	0.034796	-0.012388	0.041874
S.D. dependent	0.074607	0.082706	0.059897	0.185544
Determinant resid covariance (dof adj.)		5.87E-11		
Determinant resid covariance		2.67E-12		
Log likelihood		298.3365		
Akaike information criterion		-10.99162		
Schwarz criterion		-7.408561		

## EK 12: BİRİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN ETKİ – TEPKİ FONKSİYON GRAFİKLERİ





### EK 13: BİRİNCİ AŞAMA VAR MODELİ VARYANS AYRIŞTIRMASI

#### Variance Decomposition

Variance Decomposition of DLREDKSA:					
Period	S.E.	DLREDKSA	DLUFSYSA	DLFAIZSA	DLIMKBEND
1	0.062900	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.068659	91.35865	8.328383	0.011879	0.301093
3	0.076848	86.43009	8.064068	5.164772	0.341074
4	0.078515	83.10457	9.296451	5.248108	2.350874
5	0.082920	81.42193	8.675678	7.071495	2.830900
6	0.088852	77.72730	10.93804	6.321200	5.013458
7	0.093495	76.03013	10.16236	8.068774	5.738738
8	0.094647	74.84735	10.48801	8.176139	6.488500
9	0.095920	73.14586	10.23966	7.992294	8.622187
10	0.096976	72.27404	10.16959	8.814387	8.741976

Variance Decomposition of DLUFSYSA:					
Period	S.E.	DLREDKSA	DLUFSYSA	DLFAIZSA	DLIMKBEND
1	0.053839	4.821327	95.17867	0.000000	0.000000
2	0.079171	23.43732	65.89159	9.472260	1.198823
3	0.090398	21.36616	50.61919	19.04673	8.967920
4	0.091770	21.23690	49.97612	19.22448	9.562504
5	0.092946	20.87322	49.36983	18.91084	10.84612
6	0.093637	21.67136	48.72611	18.64097	10.96157
7	0.095848	25.07713	46.63860	17.80381	10.48046
8	0.097969	26.04197	44.80868	17.80078	11.34857
9	0.098709	26.73640	44.42100	17.58707	11.25553
10	0.098805	26.68867	44.41294	17.55301	11.34538

Variance Decomposition of DLFAIZSA:					
Period	S.E.	DLREDKSA	DLUFSYSA	DLFAIZSA	DLIMKBEND
1	0.024878	17.27491	6.403506	76.32159	0.000000
2	0.034070	10.62474	18.75406	40.69650	29.92470
3	0.042702	9.379756	17.23987	54.25938	19.12099
4	0.046665	8.288748	16.76569	46.58970	28.35586
5	0.052395	10.08852	13.41655	43.19843	33.29650
6	0.054000	9.526422	12.63143	42.28391	35.55824
7	0.055153	11.02735	12.75778	41.59171	34.62317
8	0.057096	11.38695	17.05824	39.05476	32.50005
9	0.058248	12.28399	17.44776	38.43414	31.83412
10	0.058359	12.43581	17.50484	38.32279	31.73656

Variance Decomposition of DLIMKBENDSA:					
Period	S.E.	DLREDKSA	DLUFSYSA	DLFAIZSA	DLIMKBEND
1	0.124193	23.09471	2.930192	0.122575	73.85252
2	0.164886	37.17874	9.121997	7.444947	46.25432
3	0.171476	34.38928	8.606098	13.52018	43.48444
4	0.180410	34.59439	10.67933	12.21916	42.50713
5	0.187263	32.17462	16.07682	11.43586	40.31270
6	0.190075	33.21889	15.79267	11.75973	39.22871
7	0.192280	33.61695	15.96287	11.75636	38.66382
8	0.194344	33.81539	16.21868	11.52671	38.43923
9	0.195519	34.38221	16.11877	11.41161	38.08741
10	0.195812	34.32800	16.31481	11.38226	37.97494

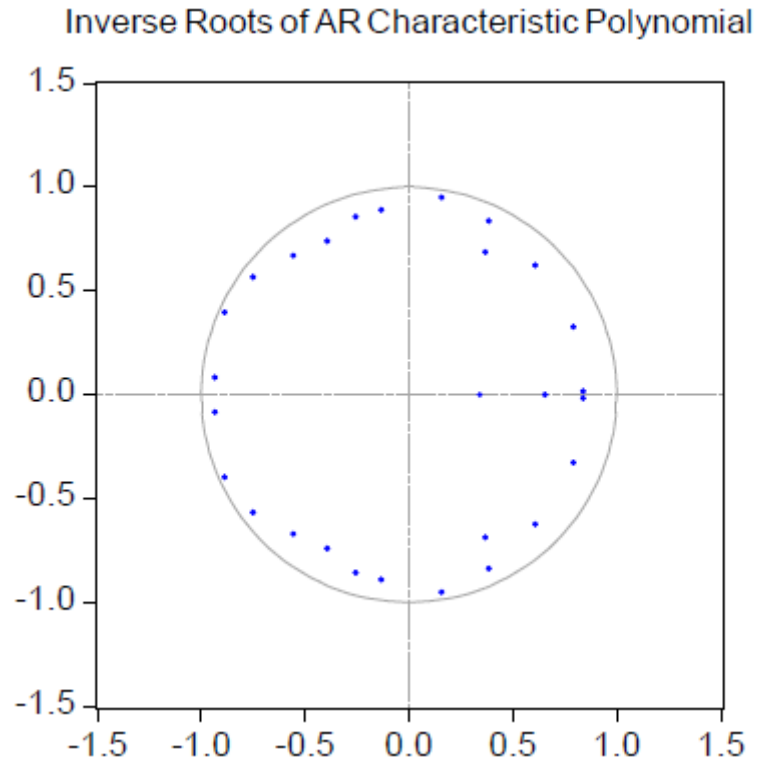
  

Cholesky Ordering: DLREDKSA DLUFSYSA DLFAIZSA DLIMKBENDSA					
---	--	--	--	--	--

EK 14: İKİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN OPTİMUM GECİKME UZUNLUĞU

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: DLUFSYSA DLIMKBIHCSA DLOSKRDSA DLTSRRFSA						
Exogenous variables: C						
Date: 01/10/10 Time: 22:02						
Sample: 1998Q2 2009Q2						
Included observations: 37						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	134.5740	NA	1.01e-08	-7.058054	-6.883901	-6.996657
1	156.7368	38.33569	7.30e-09	-7.391180	-6.520413	-7.084194
2	172.1847	23.38052	7.77e-09	-7.361333	-5.793954	-6.808759
3	188.6100	21.30854	8.27e-09	-7.384324	-5.120332	-6.586161
4	203.6694	16.28043	1.03e-08	-7.333481	-4.372875	-6.289729
5	224.1748	17.73442	1.11e-08	-7.577017	-3.919798	-6.287676
6	274.2334	32.47041	3.06e-09	-9.418020	-5.064188	-7.883090
7	338.7894	27.91610*	6.06e-10*	-12.04267*	-6.992223*	-10.26215*
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

**EK 15: İKİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN KARAKTERİSTİK KÖKLERİN  
BİRİM ÇEMBER ANALİZİ**



**EK 16: İKİNCİ AŞAMA VAR MODELİ 7. GECİKME DEĞERİ İÇİN LM  
OTOKORELASYON TEST SONUCU**

VAR Residual Serial Correlation LM Test		
H0: no serial correlation at lag order h		
Date: 01/10/10 Time: 22:08		
Sample: 1998Q2 2009Q2		
Included observations: 37		
Lags	LM-Stat	Prob
1	26.30843	0.0498
2	18.34108	0.3043
3	19.14738	0.2611
4	19.20663	0.2581
5	20.48400	0.1992
6	22.29645	0.1339
7	13.40942	0.6426
8	15.26576	0.5053
9	13.63781	0.6257
10	12.91716	0.6788
11	8.443871	0.9345
12	13.95001	0.6024

Probs from chi-square with 16 df.

**EK 17: İKİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN VAR GRANGER NEDENSELLİK  
TEST SONUCU**

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests Date: 01/11/10 Time: 22:15 Sample: 1998Q2 2009Q2 Included observations: 37			
Dependent variable: DLIMKBIHCSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLUFSYSA	3.306554	7	0.8553
DLTSRRFSA	4.737762	7	0.6919
DLOSKRDSA	6.654888	7	0.4657
All	18.11413	21	0.6418
Dependent variable: DLUFSYSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLIMKBIHCSA	17.08148	7	0.0169
DLTSRRFSA	11.42705	7	0.1210
DLOSKRDSA	11.61109	7	0.1141
All	38.46293	21	0.0114
Dependent variable: DLTSRRFSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLIMKBIHCSA	42.71333	7	0.0000
DLUFSYSA	25.48217	7	0.0006
DLOSKRDSA	43.37119	7	0.0000
All	181.2147	21	0.0000
Dependent variable: DLOSKRDSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLIMKBIHCSA	9.108121	7	0.2450
DLUFSYSA	20.36897	7	0.0048
DLTSRRFSA	6.538702	7	0.4784
All	82.84339	21	0.0000

## EK 18: İKİNCİ AŞAMA VAR MODELİ TAHMİN SONUÇLARI

Vector Autoregression Estimates

Vector Autoregression Estimates				
Date: 01/11/10 Time: 22:06				
Sample (adjusted): 2000Q2 2009Q2				
Included observations: 37 after adjustments				
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]				
	DLIMKBIHCSA	DLUFSYSA	DLTSRRFSA	DLOSKRDSA
DLIMKBIHCSA(-1)	-0.804724 (0.43825) [-1.83624]	-0.261994 (0.08952) [-2.92675]	0.150159 (0.04004) [ 3.74983]	0.074373 (0.04438) [ 1.67594]
DLIMKBIHCSA(-2)	-0.691326 (0.46832) [-1.47619]	-0.215976 (0.09566) [-2.25775]	0.116158 (0.04279) [ 2.71447]	0.120567 (0.04742) [ 2.54243]
DLIMKBIHCSA(-3)	-0.443682 (0.39686) [-1.11798]	-0.204781 (0.08106) [-2.52619]	0.078574 (0.03626) [ 2.16681]	0.071894 (0.04019) [ 1.78902]
DLIMKBIHCSA(-4)	-0.497518 (0.22785) [-2.18351]	-0.121713 (0.04654) [-2.61514]	0.031344 (0.02082) [ 1.50550]	0.029414 (0.02362) [ 1.27487]
DLIMKBIHCSA(-5)	-0.258567 (0.23327) [-1.10846]	-0.151640 (0.04765) [-3.18252]	0.071516 (0.02131) [ 3.35529]	0.037765 (0.02362) [ 1.59883]
DLIMKBIHCSA(-6)	-0.312734 (0.16379) [-1.90938]	-0.088553 (0.03346) [-2.64686]	0.011779 (0.01497) [ 0.78703]	0.022126 (0.01659) [ 1.33409]
DLIMKBIHCSA(-7)	-0.150872 (0.17137) [-0.88041]	-0.096250 (0.03500) [-2.74973]	0.075828 (0.01566) [ 4.84267]	0.045975 (0.01735) [ 2.64946]
DLUFSYSA(-1)	0.057328 (1.69795) [ 0.03376]	0.205348 (0.34683) [ 0.59208]	-0.082657 (0.15515) [-0.53276]	0.364648 (0.17193) [ 2.12086]
DLUFSYSA(-2)	1.753712 (1.81513) [ 0.96616]	0.215632 (0.37076) [ 0.58159]	-0.165918 (0.16586) [-1.00037]	0.026525 (0.18380) [ 0.14431]
DLUFSYSA(-3)	1.235475 (1.88939) [ 0.65390]	0.924660 (0.38593) [ 2.39592]	-0.792229 (0.17264) [-4.58889]	-0.261140 (0.19132) [-1.36494]
DLUFSYSA(-4)	0.942579 (1.39365) [ 0.67634]	0.075417 (0.28467) [ 0.26493]	0.022716 (0.12734) [ 0.17838]	0.346218 (0.14112) [ 2.45334]
DLUFSYSA(-5)	0.774579 (1.76894) [ 0.43788]	0.239109 (0.36133) [ 0.66175]	-0.263655 (0.16164) [-1.63118]	-0.284120 (0.17912) [-1.58617]
DLUFSYSA(-6)	-0.111324 (1.52323) [-0.07308]	0.471843 (0.31114) [ 1.51651]	-0.170137 (0.13918) [-1.22239]	0.310675 (0.15424) [ 2.01420]
DLUFSYSA(-7)	-1.317134 (1.69753) [-0.77591]	-0.519536 (0.34674) [-1.49834]	0.092484 (0.15511) [ 0.59625]	-0.125877 (0.17189) [-0.73230]
DLTSRRFSA(-1)	0.564722 (2.90583) [ 0.19434]	-0.278916 (0.59355) [-0.46991]	-0.161364 (0.26552) [-0.60774]	0.235720 (0.29424) [ 0.80111]
DLTSRRFSA(-2)	3.379249 (2.30234) [ 1.46775]	1.260571 (0.47028) [ 2.68046]	-0.767329 (0.21037) [-3.64746]	-0.125272 (0.23313) [-0.53734]
DLTSRRFSA(-3)	0.647088 (2.19537)	0.901545 (0.44843)	-0.778192 (0.20060)	-0.184853 (0.22230)

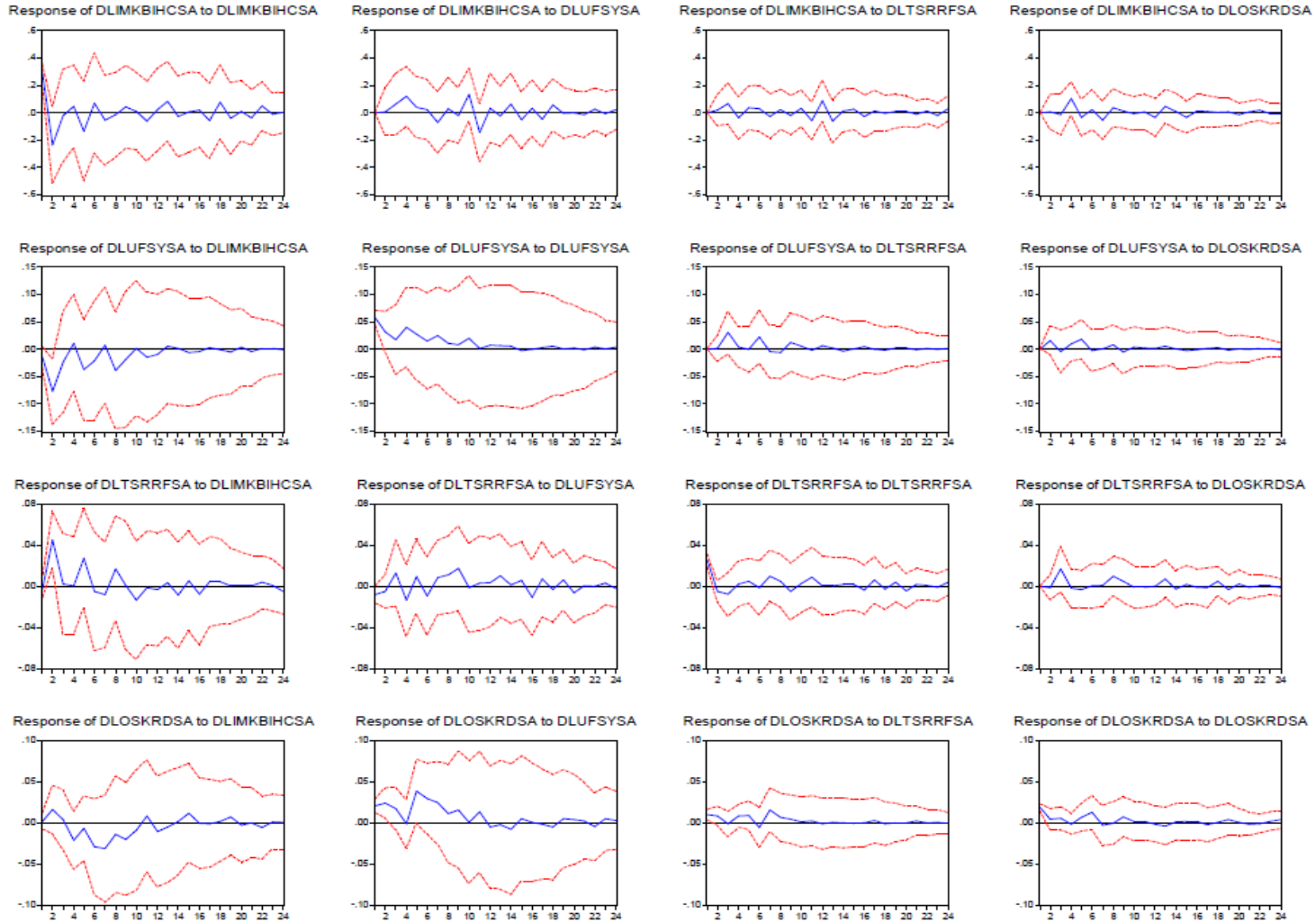
## DEVAMI

### Vector Autoregression Estimates

	[ 0.29475]	[ 2.01044]	[-3.87933]	[-0.83154]
DLTSRRFSA(-4)	0.662102 (1.61750) [ 0.40934]	-0.124378 (0.33040) [-0.37645]	-0.002394 (0.14780) [-0.01620]	-0.166092 (0.16379) [-1.01406]
DLTSRRFSA(-5)	1.454442 (1.60325) [ 0.90718]	0.751923 (0.32748) [ 2.29606]	0.073725 (0.14650) [ 0.50326]	-0.168533 (0.16235) [-1.03811]
DLTSRRFSA(-6)	-0.084832 (2.34452) [-0.03618]	0.318867 (0.47890) [ 0.66584]	0.016389 (0.21423) [ 0.07650]	-0.025479 (0.23741) [-0.10732]
DLTSRRFSA(-7)	-0.297252 (1.88605) [-0.15761]	-0.652499 (0.38525) [-1.69370]	0.605317 (0.17234) [ 3.51242]	-0.040608 (0.19098) [-0.21263]
DLOSKRDSA(-1)	0.345740 (3.43555) [ 0.10064]	0.850794 (0.70175) [ 1.21238]	-0.093448 (0.31392) [-0.29768]	0.234832 (0.34788) [ 0.67503]
DLOSKRDSA(-2)	-0.666974 (2.30171) [-0.28977]	-0.538378 (0.47015) [-1.14511]	0.920216 (0.21032) [ 4.37540]	-0.095650 (0.23307) [-0.41039]
DLOSKRDSA(-3)	3.470854 (2.42079) [ 1.43377]	0.489898 (0.49448) [ 0.99074]	-0.012342 (0.22120) [-0.05580]	-0.283198 (0.24513) [-1.15530]
DLOSKRDSA(-4)	-2.062916 (2.07477) [-0.99428]	0.497727 (0.42380) [ 1.17444]	0.086230 (0.18958) [ 0.45485]	0.286644 (0.21009) [ 1.36437]
DLOSKRDSA(-5)	1.067325 (2.37052) [ 0.45025]	-1.066274 (0.48421) [-2.20210]	0.365233 (0.21660) [ 1.68618]	-0.432668 (0.24004) [-1.80249]
DLOSKRDSA(-6)	-3.121827 (2.66792) [-1.17013]	0.458156 (0.54496) [ 0.84072]	-0.135103 (0.24378) [-0.55421]	0.018833 (0.27015) [ 0.06971]
DLOSKRDSA(-7)	-0.675149 (2.33166) [-0.28956]	-1.073566 (0.47627) [-2.25411]	0.801477 (0.21305) [ 3.76187]	0.212274 (0.23610) [ 0.89907]
C	-0.143303 (0.31999) [-0.44784]	-0.056749 (0.06536) [-0.86822]	-0.026669 (0.02924) [-0.91212]	0.074788 (0.03240) [ 2.30810]
R-squared	0.852301	0.877021	0.968633	0.947278
Adj. R-squared	0.335353	0.446594	0.858848	0.762752
Sum sq. resids	0.674016	0.028122	0.005627	0.006911
S.E. equation	0.290262	0.059290	0.026522	0.029392
F-statistic	1.648719	2.037559	8.823038	5.133559
Log likelihood	21.59954	80.36850	110.1330	106.3319
Akaike AIC	0.400025	-2.776676	-4.385567	-4.180101
Schwarz SC	1.662636	-1.514064	-3.122956	-2.917490
Mean dependent	0.039704	0.029536	0.060435	0.071576
S.D. dependent	0.356037	0.079700	0.070594	0.060343
Determinant resid covariance (dof adj.)		5.99E-11		
Determinant resid covariance		1.31E-13		
Log likelihood		338.7894		
Akaike information criterion		-12.04267		
Schwarz criterion		-6.992223		

## EK 19: İKİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN ETKİ – TEPKİ FONKSİYON GRAFİKLERİ

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.





## EK 20: İKİNCİ AŞAMA VAR MODELİ VARYANS AYRIŞTIRMASI

### Variance Decomposition

Variance Decomposition of DLIMKBIHCSA:					
Period	S.E.	DLIMKBIHC	DLUFSYSA	DLTSRRFSA	DLOSKRDS
1	0.290262	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.374288	99.73008	0.023525	0.217008	0.029383
3	0.385600	94.26737	2.546498	2.983954	0.202178
4	0.420609	80.32588	10.22114	3.315836	6.137144
5	0.445937	80.51427	9.889456	3.517336	6.078937
6	0.453230	80.27926	9.776764	3.830891	6.113090
7	0.466218	77.29587	11.56604	3.965609	7.172472
8	0.469094	76.44805	11.75472	4.152068	7.645163
9	0.472114	76.30245	11.80822	4.293959	7.595368
10	0.491373	70.46221	18.13141	4.372553	7.033825

Variance Decomposition of DLUFSYSA:					
Period	S.E.	DLIMKBIHC	DLUFSYSA	DLTSRRFSA	DLOSKRDS
1	0.059290	6.282831	93.71717	0.000000	0.000000
2	0.103439	57.49863	40.15964	0.012121	2.329619
3	0.111806	53.62727	36.83959	7.395415	2.137724
4	0.119715	47.59543	43.36594	6.529381	2.509248
5	0.129696	48.92682	41.47470	5.565802	4.032682
6	0.134136	48.23856	39.94597	8.008149	3.807328
7	0.136696	46.69072	41.82361	7.816430	3.669239
8	0.142863	50.13568	38.83433	7.341545	3.688446
9	0.144939	50.36103	38.05147	7.853410	3.734086
10	0.146462	49.32502	39.11401	7.848358	3.712619

Variance Decomposition of DLTSRRFSA:					
Period	S.E.	DLIMKBIHC	DLUFSYSA	DLTSRRFSA	DLOSKRDS
1	0.026522	1.134936	9.790598	89.07447	0.000000
2	0.052874	73.12926	3.481172	23.28201	0.107561
3	0.057438	62.09032	7.854126	21.60454	8.451015
4	0.059125	58.59903	12.80046	20.51222	8.088286
5	0.065917	63.90524	12.29221	17.05682	6.745725
6	0.066792	62.80461	13.94767	16.67718	6.570546
7	0.068506	61.19402	14.75579	17.79526	6.254925
8	0.072171	60.55901	15.56306	16.49137	7.386552
9	0.074541	56.77938	19.92509	15.94299	7.352532
10	0.075820	58.07087	19.29228	15.50597	7.130873

Variance Decomposition of DLOSKRDSA:					
Period	S.E.	DLIMKBIHC	DLUFSYSA	DLTSRRFSA	DLOSKRDS
1	0.029392	0.268381	49.32490	10.54534	39.86138
2	0.042049	14.35746	56.19156	8.901378	20.54960
3	0.045768	12.72891	61.06204	7.633970	18.57508
4	0.051337	27.82067	48.61298	8.665750	14.90060
5	0.065220	18.35914	64.31834	7.140700	10.18182
6	0.078534	26.87136	58.18380	5.464628	9.480208
7	0.089488	33.34790	52.06195	7.150561	7.439593
8	0.091508	34.33248	51.24101	7.307074	7.119428
9	0.095303	36.11313	49.85272	6.906503	7.127651
10	0.095764	36.69017	49.37632	6.844952	7.088556

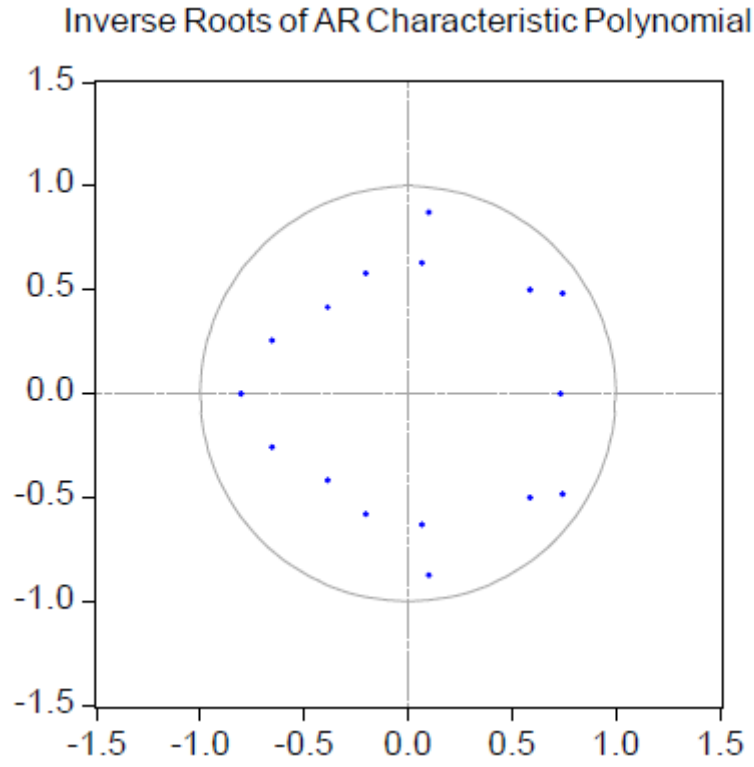
Cholesky Ordering: DLIMKBIHCSA DLUFSYSA DLTSRRFSA DLOSKRDS					
--	--	--	--	--	--

### EK 21: ÜÇÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN OPTİMUM GECİKME UZUNLUĞU

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	170.6477	NA	2.83e-09	-8.332385	-8.163497*	-8.271321*
1	186.0390	26.93474	2.93e-09	-8.301949	-7.457509	-7.996626
2	198.9549	20.01966	3.51e-09	-8.147744	-6.627753	-7.598163
3	212.3821	18.12679	4.27e-09	-8.019107	-5.823564	-7.225268
4	243.7530	36.07654*	2.26e-09*	-8.787652*	-5.916557	-7.749555

\* indicates lag order selected by the criterion  
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)  
FPE: Final prediction error  
AIC: Akaike information criterion  
SC: Schwarz information criterion  
HQ: Hannan-Quinn information criterion

**EK 22: ÜÇÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN KARAKTERİSTİK KÖKLERİN  
BİRİM ÇEMBER ANALİZİ**



**EK 23: ÜÇÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ 4. GECİKME DEĞERİ İÇİN LM  
OTOKORELASYON TEST SONUCU**

VAR Residual Serial Correlation LM Test H0: no serial correlation at lag order h Date: 01/10/10 Time: 22:38 Sample: 1998Q2 2009Q2 Included observations: 40		
Lags	LM-Stat	Prob
1	25.27703	0.0651
2	23.31213	0.1056
3	15.16029	0.5129
4	8.102879	0.9457
5	13.04224	0.6697
6	7.975237	0.9496
7	13.75207	0.6172
8	11.47430	0.7793
9	16.31099	0.4315
10	15.14330	0.5142
11	8.559163	0.9305
12	23.12064	0.1105
Probs from chi-square with 16 df.		

**EK 24: ÜÇÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN VAR GRANGER NEDENSELLİK  
TEST SONUCU**

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests Date: 01/12/10 Time: 19:48 Sample: 1998Q2 2009Q2 Included observations: 40			
Dependent variable: DLIMKBIHCSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLKKOSA	5.797537	4	0.2148
DLGSSSOSA	2.192420	4	0.7004
DLOSKRDSA	11.46741	4	0.0218
All	19.61645	12	0.0747
Dependent variable: DLKKOSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLIMKBIHCSA	7.590433	4	0.1078
DLGSSSOSA	1.907878	4	0.7527
DLOSKRDSA	3.592289	4	0.4640
All	16.30342	12	0.1777
Dependent variable: DLGSSSOSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLIMKBIHCSA	2.912825	4	0.5725
DLKKOSA	4.057715	4	0.3983
DLOSKRDSA	2.324455	4	0.6763
All	7.660890	12	0.8110
Dependent variable: DLOSKRDSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLIMKBIHCSA	32.62743	4	0.0000
DLKKOSA	10.16221	4	0.0378
DLGSSSOSA	30.87156	4	0.0000
All	77.44465	12	0.0000

## EK 25: ÜÇÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ TAHMİN SONUÇLARI

### Vector Autoregression Estimates

Vector Autoregression Estimates				
Date: 01/12/10 Time: 19:46				
Sample (adjusted): 1999Q3 2009Q2				
Included observations: 40 after adjustments				
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]				
	DLIMKBIHCS	DLKKOSA	DLGSSSOSA	DLOSKRDSA
DLIMKBIHCSA(-1)	-0.034838 (0.09161) [-0.38030]	0.000855 (0.00908) [0.09421]	0.036437 (0.02189) [1.66423]	0.034950 (0.00907) [3.85442]
DLIMKBIHCSA(-2)	-0.125549 (0.09829) [-1.27738]	0.011465 (0.00974) [1.17748]	0.015254 (0.02349) [0.64937]	0.039325 (0.00973) [4.04228]
DLIMKBIHCSA(-3)	0.037519 (0.08396) [0.44685]	0.018632 (0.00832) [2.23996]	0.023506 (0.02007) [1.17138]	0.014691 (0.00831) [1.76766]
DLIMKBIHCSA(-4)	-0.120125 (0.07578) [-1.58515]	-0.000708 (0.00751) [-0.09424]	0.008392 (0.01811) [0.46336]	-0.003948 (0.00750) [-0.52635]
DLKKOSA(-1)	1.403072 (2.44186) [0.57459]	0.285212 (0.24190) [1.17904]	0.622568 (0.58360) [1.06677]	0.531234 (0.24170) [2.19794]
DLKKOSA(-2)	-4.361744 (2.46014) [-1.77296]	-0.198428 (0.24371) [-0.81418]	0.200950 (0.58797) [0.34177]	-0.569759 (0.24351) [-2.33982]
DLKKOSA(-3)	-4.360966 (2.87269) [-1.51808]	-0.146740 (0.28458) [-0.51563]	0.025652 (0.68657) [0.03736]	0.212520 (0.28434) [0.74742]
DLKKOSA(-4)	-3.821477 (2.85957) [-1.33638]	-0.071228 (0.28328) [-0.25144]	-0.889157 (0.68343) [-1.30102]	-0.322139 (0.28304) [-1.13814]
DLGSSSOSA(-1)	-0.400902 (0.95892) [-0.41808]	-0.027805 (0.09500) [-0.29269]	0.102850 (0.22918) [0.44877]	0.113621 (0.09491) [1.19709]
DLGSSSOSA(-2)	0.901648 (0.96019) [0.93903]	0.125065 (0.09512) [1.31480]	0.284372 (0.22948) [1.23919]	0.180907 (0.09504) [1.90349]
DLGSSSOSA(-3)	0.928860 (0.98039) [0.94744]	-0.034002 (0.09712) [-0.35009]	-0.147902 (0.23431) [-0.63122]	0.070138 (0.09704) [0.72277]
DLGSSSOSA(-4)	-0.450951 (0.95554) [-0.47194]	0.039326 (0.09466) [0.41545]	0.003778 (0.22837) [0.01655]	0.463772 (0.09458) [4.90353]
DLOSKRDSA(-1)	0.913649 (1.26700) [0.72111]	-0.162495 (0.12551) [-1.29463]	-0.207663 (0.30281) [-0.68579]	0.086183 (0.12541) [0.68722]
DLOSKRDSA(-2)	-2.555205	-0.082970	-0.334624	0.005129

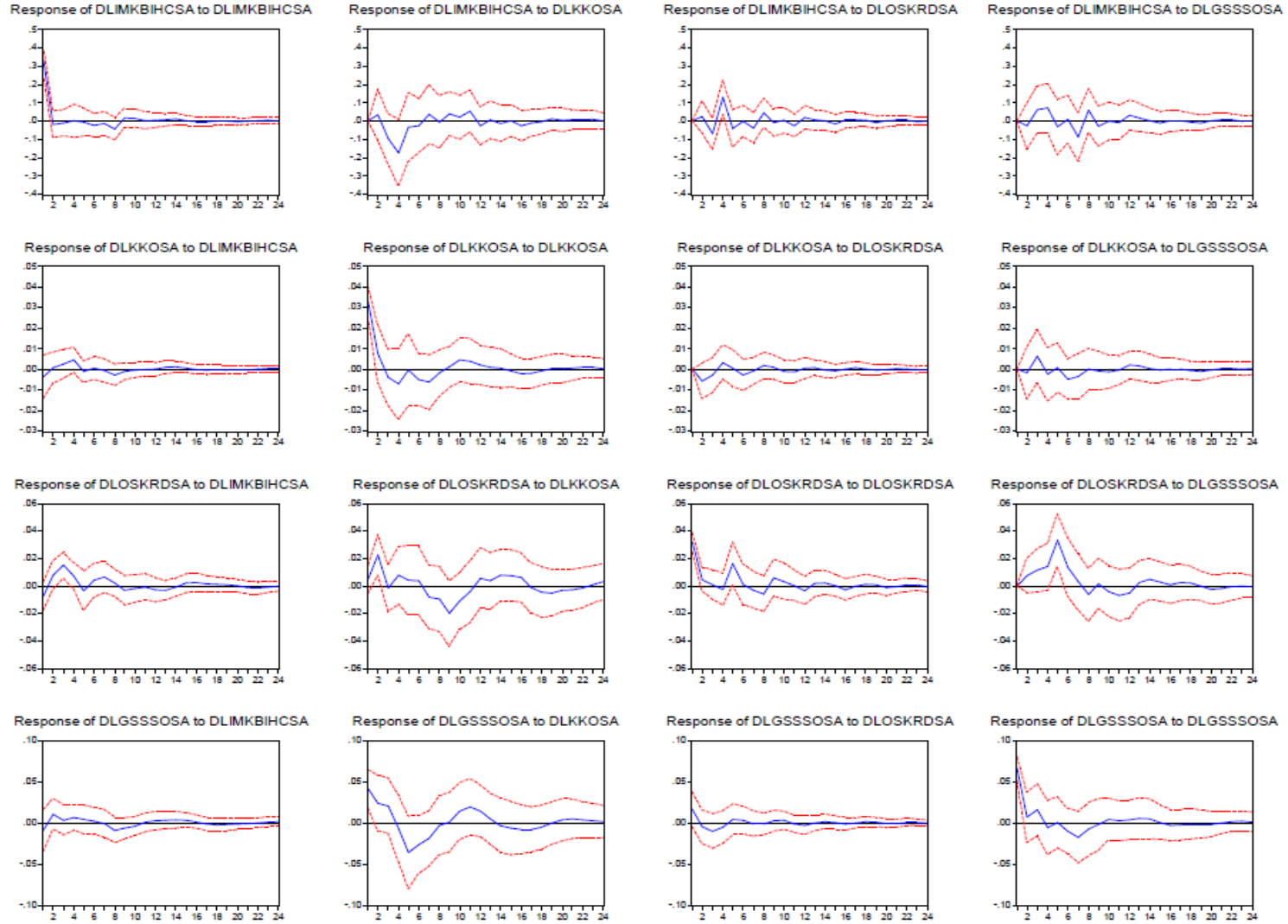
DEVAMI

Vector Autoregression Estimates

	(1.30291) [-1.96116]	(0.12907) [-0.64282]	(0.31139) [-1.07461]	(0.12896) [ 0.03977]
DLOSKRDSA(-3)	3.306828 (1.19229) [ 2.77351]	0.128620 (0.11811) [ 1.08895]	0.204985 (0.28495) [ 0.71936]	-0.058377 (0.11801) [-0.49467]
DLOSKRDSA(-4)	-2.477734 (1.09642) [-2.25985]	-0.068330 (0.10862) [-0.62909]	0.003244 (0.26204) [ 0.01238]	0.233895 (0.10852) [ 2.15525]
C	0.144150 (0.13442) [ 1.07235]	0.008359 (0.01332) [ 0.62769]	0.025075 (0.03213) [ 0.78050]	0.035417 (0.01331) [ 2.66184]
R-squared	0.494811	0.444761	0.437735	0.834595
Adj. R-squared	0.143375	0.058508	0.046594	0.719531
Sum sq. resids	2.588873	0.025407	0.147877	0.025363
S.E. equation	0.335499	0.033236	0.080184	0.033208
F-statistic	1.407969	1.151476	1.119123	7.253301
Log likelihood	-2.004407	90.47486	55.24757	90.50895
Akaike AIC	0.950220	-3.673743	-1.912379	-3.675447
Schwarz SC	1.667994	-2.955969	-1.194605	-2.957674
Mean dependent	0.061459	-0.002575	0.008769	0.077018
S.D. dependent	0.362490	0.034253	0.082120	0.062704
Determinant resid covariance (dof adj.)		5.48E-10		
Determinant resid covariance		5.99E-11		
Log likelihood		243.7530		
Akaike information criterion		-8.787652		
Schwarz criterion		-5.916557		

## EK 26: ÜÇÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN ETKİ – TEPKİ FONKSİYON GRAFİKLERİ

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.





## EK 27: ÜÇÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ VARYANS AYRIŞTIRMASI

### Variance Decomposition

Variance Decomposition of DLIMKBIHCSA:					
Period	S.E.	DLIMKBIHC	DLKKOSA	DLGSSSOS	DLOSKRDS
1	0.335499	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.339598	97.94610	1.005797	0.350764	0.697335
3	0.365706	84.54262	8.094415	1.691353	5.671616
4	0.431605	60.69711	22.26144	6.593181	10.44826
5	0.436080	59.47606	22.39109	7.366587	10.76627
6	0.437542	59.36117	22.58583	7.352941	10.70006
7	0.449486	56.35766	22.04330	11.32339	10.27565
8	0.457505	55.32718	21.29341	13.06890	10.31050
9	0.460333	54.76965	21.72796	13.31769	10.18470
10	0.461051	54.69794	21.86839	13.27626	10.15740
11	0.465047	53.76395	22.86699	13.14086	10.22821
12	0.467177	53.28050	22.96856	13.56013	10.19081
13	0.467582	53.20017	22.94411	13.68225	10.17347
14	0.467933	53.16906	23.00883	13.66255	10.15956
15	0.468326	53.07998	22.97214	13.73380	10.21409

Variance Decomposition of DLKKOSA:					
Period	S.E.	DLIMKBIHC	DLKKOSA	DLGSSSOS	DLOSKRDS
1	0.033236	1.251242	98.74876	0.000000	0.000000
2	0.034596	1.195723	95.84167	0.837202	2.125409
3	0.035591	1.668903	91.78743	3.112788	3.430883
4	0.036822	3.132429	89.55795	3.083567	4.226051
5	0.036854	3.226504	89.41068	3.138948	4.223868
6	0.037626	3.110478	87.66857	5.000157	4.220797
7	0.038328	3.031155	87.19667	5.704457	4.067714
8	0.038515	3.526055	86.56995	5.661497	4.242496
9	0.038566	3.604310	86.42370	5.668856	4.303138
10	0.038869	3.559510	86.43949	5.728472	4.272526
11	0.039089	3.520462	86.48032	5.699573	4.299647
12	0.039191	3.502079	86.27800	5.942726	4.277200
13	0.039251	3.539305	86.07425	6.115971	4.270476
14	0.039272	3.622238	85.99021	6.111985	4.275570
15	0.039295	3.642341	85.92872	6.128124	4.300814

Variance Decomposition of DLGSSSOSA:					
Period	S.E.	DLIMKBIHC	DLKKOSA	DLGSSSOS	DLOSKRDS
1	0.080184	1.370713	26.63775	71.99154	0.000000
2	0.084724	2.761782	31.77596	64.88348	0.578782
3	0.089227	2.628137	33.92159	60.56698	2.883296
4	0.090021	3.059794	33.88112	60.06840	2.990683
5	0.097206	2.788862	42.94128	51.54046	2.729405
6	0.101373	2.608936	46.38006	48.21087	2.800132
7	0.104619	2.456498	46.82460	48.00152	2.717375
8	0.105316	3.154116	46.28064	47.88317	2.682075
9	0.105570	3.513856	46.06480	47.66635	2.754995
10	0.106743	3.587050	46.85566	46.83481	2.722480
11	0.108481	3.475858	48.47851	45.37440	2.671229
12	0.109567	3.460050	49.24837	44.55041	2.741175
13	0.109845	3.523722	49.17372	44.55400	2.748563
14	0.110067	3.619841	49.07464	44.56691	2.738611
15	0.110299	3.681602	49.21004	44.38125	2.727105

Variance Decomposition of DLOSKRDSA:					
Period	S.E.	DLIMKBIHC	DLKKOSA	DLGSSSOS	DLOSKRDS
1	0.033208	5.046679	2.017096	5.572585	87.36364
2	0.041934	6.841910	30.45018	7.512863	55.19505
3	0.046059	16.46870	25.34177	12.24433	45.94519
4	0.049438	16.51955	24.49147	17.71325	41.27573
5	0.062056	10.80641	15.99299	45.51933	27.68127
6	0.063824	10.65232	15.50587	47.55586	26.28595
7	0.064827	11.31088	16.62133	46.24283	25.82496
8	0.066103	10.97608	18.02222	45.78962	25.21208
9	0.069370	10.16746	24.60479	41.75684	23.47091
10	0.070417	9.925476	26.21659	40.72549	23.13245
11	0.070866	9.814133	26.22744	41.04687	22.91155
12	0.071431	9.818132	26.44667	41.10904	22.62616
13	0.071665	9.940007	26.54872	41.00255	22.50872
14	0.072293	9.781161	27.26463	40.81395	22.14025
15	0.072789	9.729289	28.00101	40.42538	21.84432

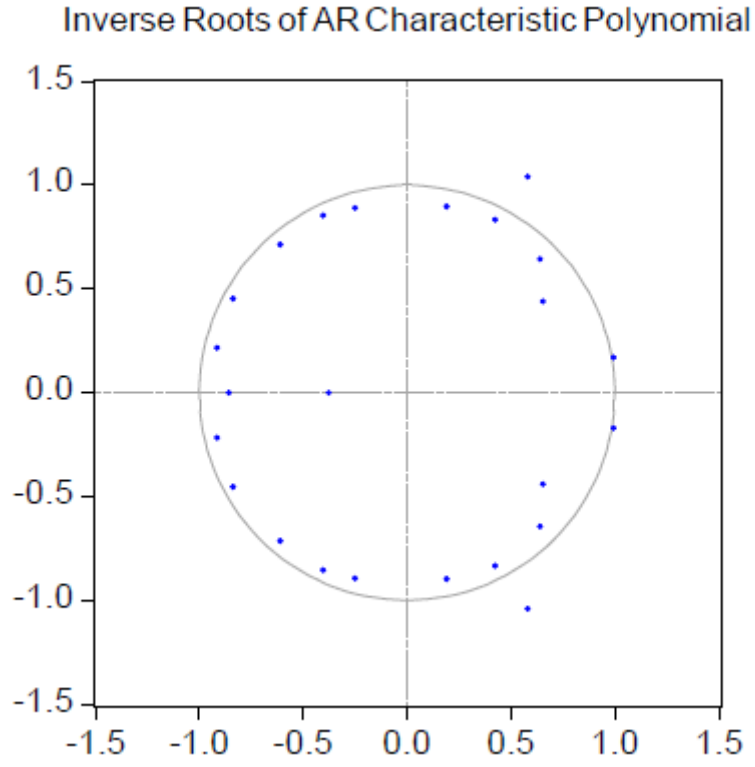
Cholesky Ordering: DLIMKBIHCSA DLKKOSA DLGSSSOSA DLOSKRDS

**EK 28: DÖRDÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN OPTİMUM GECİKME UZUNLUĞU**

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: DLKKOSA DLGSSSOSA DLGSYIHS						
Exogenous variables: C						
Date: 01/10/10 Time: 22:57						
Sample: 1998Q2 2009Q2						
Included observations: 36						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	201.9597	NA	3.18e-09	-11.05332	-10.92136*	-11.00726
1	212.4121	18.58204	2.94e-09	-11.13401	-10.60617	-10.94978
2	220.4328	12.92219	3.14e-09	-11.07960	-10.15588	-10.75720
3	227.7058	10.50547	3.56e-09	-10.98366	-9.664056	-10.52308
4	232.3327	5.912154	4.81e-09	-10.74071	-9.025227	-10.14196
5	242.0172	10.76055	5.11e-09	-10.77873	-8.667374	-10.04181
6	256.0108	13.21623	4.52e-09	-11.05616	-8.548920	-10.18106
7	269.7169	10.66026	4.43e-09	-11.31761	-8.414487	-10.30434
8	298.6692	17.69308*	2.13e-09*	-12.42607*	-9.127069	-11.27463*

\* indicates lag order selected by the criterion  
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)  
 FPE: Final prediction error  
 AIC: Akaike information criterion  
 SC: Schwarz information criterion  
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

**EK 29: DÖRDÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN KARAKTERİSTİK KÖKLERİN  
BİRİM ÇEMBER ANALİZİ**



**EK 30: DÖRDÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ 8. GECİKME DEĞERİ İÇİN LM  
OTOKORELASYON TEST SONUCU**

VAR Residual Serial Correlation LM Test		
H0: no serial correlation at lag order h		
Date: 01/10/10 Time: 22:55		
Sample: 1998Q2 2009Q2		
Included observations: 36		
Lags	LM-Stat	Prob
1	3.277885	0.9523
2	6.090210	0.7309
3	9.564942	0.3868
4	7.922976	0.5419
5	4.938652	0.8396
6	10.13289	0.3398
7	13.66165	0.1349
8	5.440281	0.7944
9	8.602555	0.4747
10	8.698507	0.4656
11	4.051478	0.9080
12	5.096424	0.8258

Probs from chi-square with 9 df.

**EK 31: DÖRDÜNCE AŞAMA VAR MODELİ TAHMİNİ İÇİN REGRESYON  
ANALİZ SONUCU**

Dependent Variable: DLGSYIHSA Method: Least Squares Date: 01/16/10 Time: 01:33 Sample (adjusted): 1998Q3 2009Q2 Included observations: 44 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLGSSSOSA	0.206054	0.057171	3.604185	0.0008
DLKKOSA	0.320360	0.135678	2.361179	0.0231
C	0.007771	0.003918	1.983482	0.0540
R-squared	0.485395	Mean dependent var		0.007551
Adjusted R-squared	0.460292	S.D. dependent var		0.035057
S.E. of regression	0.025755	Akaike info criterion		-4.414651
Sum squared resid	0.027196	Schwarz criterion		-4.293001
Log likelihood	100.1223	F-statistic		19.33637
Durbin-Watson stat	2.791164	Prob(F-statistic)		0.000001

**EK 32: DÖRDÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN VAR GRANGER  
NEDENSELLİK TEST SONUCU**

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 01/10/10 Time: 22:59			
Sample: 1998Q2 2009Q2			
Included observations: 36			
Dependent variable: DLKKOSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLGSSSOSA	10.65862	8	0.2218
DLGSYIHSA	8.036581	8	0.4299
All	16.29729	16	0.4324
Dependent variable: DLGSSSOSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLKKOSA	27.18081	8	0.0007
DLGSYIHSA	18.43577	8	0.0182
All	36.61834	16	0.0024
Dependent variable: DLGSYIHSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLKKOSA	24.62751	8	0.0018
DLGSSSOSA	38.91635	8	0.0000
All	68.01095	16	0.0000

### EK 33: DÖRDÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ TAHMİN SONUÇLARI

#### Vector Autoregression Estimates

Vector Autoregression Estimates			
Date: 01/10/10 Time: 22:55			
Sample (adjusted): 2000Q3 2009Q2			
Included observations: 36 after adjustments			
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]			
	DLKKOSA	DLGSSSOSA	DLGSYIHS
DLKKOSA(-1)	0.673259 (0.39221) [ 1.71656]	1.309529 (0.74623) [ 1.75486]	0.797344 (0.26701) [ 2.98617]
DLKKOSA(-2)	-0.444646 (0.49516) [-0.89798]	-1.083885 (0.94211) [-1.15049]	0.208238 (0.33710) [ 0.61773]
DLKKOSA(-3)	-0.151358 (0.65747) [-0.23021]	1.325168 (1.25092) [ 1.05936]	0.433848 (0.44760) [ 0.96928]
DLKKOSA(-4)	-0.041520 (0.41870) [-0.09916]	-1.151225 (0.79663) [-1.44511]	-0.258286 (0.28505) [-0.90612]
DLKKOSA(-5)	0.121453 (0.56251) [ 0.21591]	2.235075 (1.07024) [ 2.08838]	0.084981 (0.38295) [ 0.22191]
DLKKOSA(-6)	0.846369 (0.40717) [ 2.07864]	1.688206 (0.77469) [ 2.17919]	0.485209 (0.27720) [ 1.75041]
DLKKOSA(-7)	-0.119649 (0.38720) [-0.30901]	0.786448 (0.73670) [ 1.06753]	-0.010479 (0.26360) [-0.03975]
DLKKOSA(-8)	0.004619 (0.41410) [ 0.01115]	0.933455 (0.78787) [ 1.18478]	0.054873 (0.28191) [ 0.19464]
DLGSSSOSA(-1)	-0.094156 (0.14664) [-0.64207]	0.079424 (0.27901) [ 0.28467]	0.185003 (0.09983) [ 1.85312]
DLGSSSOSA(-2)	0.343005 (0.16451) [ 2.08506]	0.480243 (0.31299) [ 1.53437]	0.437999 (0.11199) [ 3.91096]
DLGSSSOSA(-3)	-0.010906 (0.30376) [-0.03590]	-0.634492 (0.57793) [-1.09787]	0.287180 (0.20679) [ 1.38873]
DLGSSSOSA(-4)	-0.030608 (0.33115) [-0.09243]	-0.949615 (0.63005) [-1.50721]	0.251094 (0.22544) [ 1.11380]
DLGSSSOSA(-5)	-0.147515 (0.27220) [-0.54193]	-1.171093 (0.51790) [-2.26123]	-0.002183 (0.18531) [-0.01178]
DLGSSSOSA(-6)	0.089412 (0.28318) [ 0.31574]	0.145797 (0.53878) [ 0.27061]	-0.079529 (0.19278) [-0.41253]
DLGSSSOSA(-7)	0.169042	0.141175	-0.125606

DEVAMI

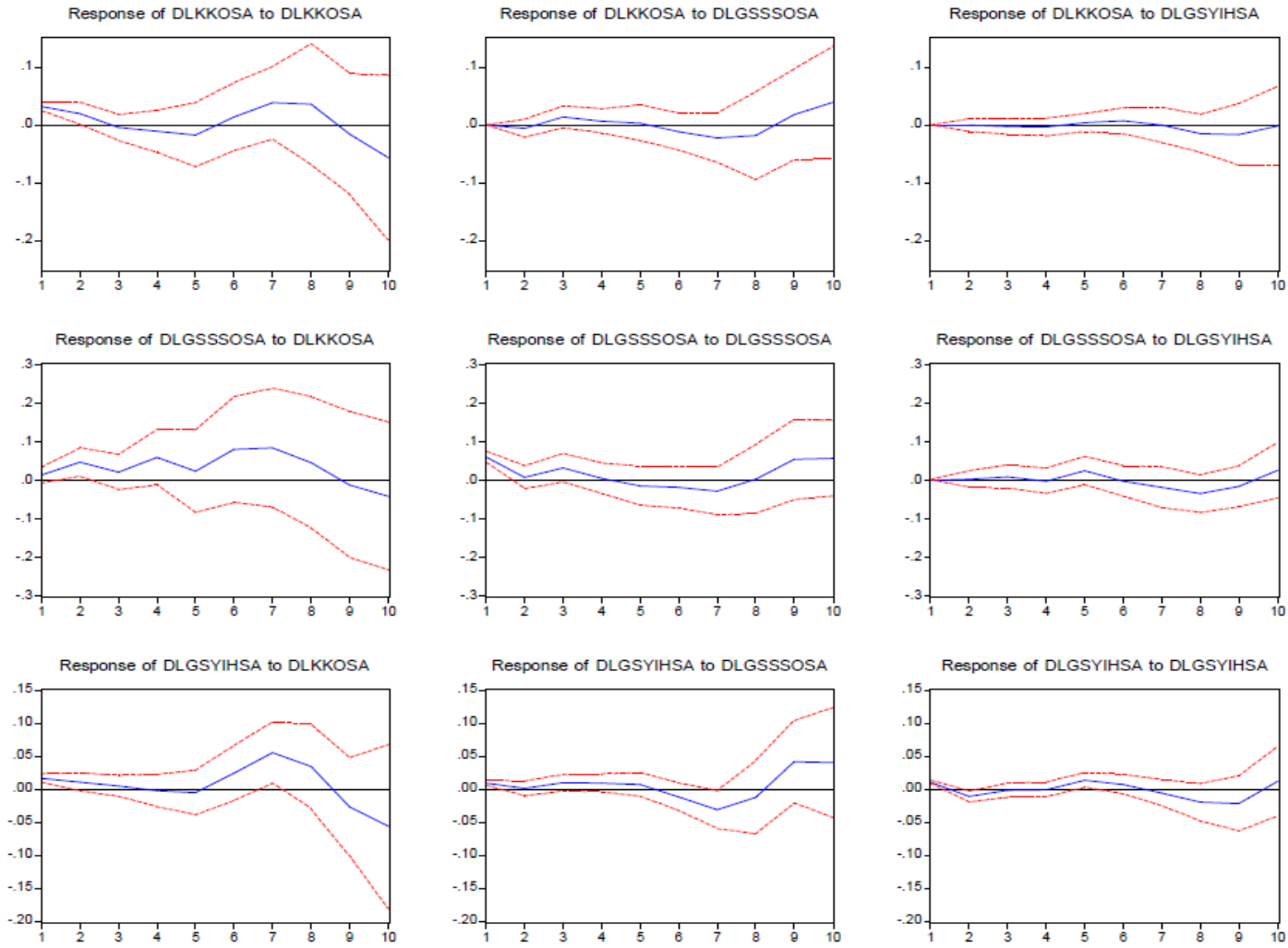
Vector Autoregression Estimates

	(0.26409) [ 0.64009]	(0.50246) [ 0.28096]	(0.17979) [-0.69863]
DLGSSSOSA(-8)	0.179096 (0.17780) [ 1.00729]	0.618338 (0.33828) [ 1.82787]	0.241984 (0.12104) [ 1.99917]
DLGSYIHSA(-1)	-0.008362 (0.52721) [-0.01586]	0.196763 (1.00308) [ 0.19616]	-1.054262 (0.35892) [-2.93734]
DLGSYIHSA(-2)	-0.202288 (0.68752) [-0.29423]	1.007666 (1.30808) [ 0.77034]	-1.282183 (0.46805) [-2.73940]
DLGSYIHSA(-3)	-0.347273 (0.93329) [-0.37210]	0.968700 (1.77569) [ 0.54553]	-1.611946 (0.63537) [-2.53703]
DLGSYIHSA(-4)	-0.171509 (1.05045) [-0.16327]	3.298913 (1.99860) [ 1.65061]	-0.733931 (0.71513) [-1.02629]
DLGSYIHSA(-5)	0.334668 (0.95962) [ 0.34875]	3.158818 (1.82579) [ 1.73011]	0.206577 (0.65330) [ 0.31621]
DLGSYIHSA(-6)	-0.469499 (0.93841) [-0.50031]	0.112076 (1.78543) [ 0.06277]	0.255888 (0.63885) [ 0.40054]
DLGSYIHSA(-7)	-0.791149 (0.89440) [-0.88455]	-1.684504 (1.70171) [-0.98989]	0.310566 (0.60890) [ 0.51005]
DLGSYIHSA(-8)	-0.571414 (0.55719) [-1.02553]	-2.160635 (1.06012) [-2.03811]	-0.202043 (0.37933) [-0.53264]
C	0.014948 (0.02966) [ 0.50389]	-0.036248 (0.05644) [-0.64223]	0.033960 (0.02020) [ 1.68161]
R-squared	0.668667	0.835215	0.869136
Adj. R-squared	-0.054242	0.475684	0.583614
Sum sq. resids	0.011529	0.041733	0.005343
S.E. equation	0.032374	0.061594	0.022039
F-statistic	0.924968	2.323068	3.044024
Log likelihood	93.75428	70.59804	107.5967
Akaike AIC	-3.819682	-2.533225	-4.588704
Schwarz SC	-2.720016	-1.433559	-3.489038
Mean dependent	-0.002679	0.005021	0.007994
S.D. dependent	0.031530	0.085064	0.034155
Determinant resid covariance (dof adj.)		4.38E-10	
Determinant resid covariance		1.25E-11	
Log likelihood		298.6692	
Akaike information criterion		-12.42607	
Schwarz criterion		-9.127069	



## EK 34: DÖRDÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN ETKİ – TEPKİ FONKSİYON GRAFİKLERİ

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



**EK 35: DÖRDÜNCÜ AŞAMA VAR MODELİ VARYANS AYRIŞTIRMASI**

Variance Decomposition

Variance Decomposition of DLKKOSA:				
Period	S.E.	DLKKOSA	DLGSSSOS	DLGSYIHS
1	0.032374	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.038718	97.79305	2.206413	0.000537
3	0.041516	86.02574	13.65749	0.316770
4	0.043591	84.13910	15.08525	0.775655
5	0.047093	84.79190	13.59774	1.610351
6	0.051084	80.08275	16.35535	3.561896
7	0.067753	78.11538	19.85775	2.026866
8	0.080310	76.20074	19.09263	4.706630
9	0.085433	70.48175	21.72453	7.793717
10	0.110030	69.06238	26.22343	4.714188
11	0.127142	70.28111	23.75970	5.959187
12	0.137053	65.01428	25.70839	9.277333
13	0.181824	64.17309	30.54413	5.282785
14	0.204640	64.12172	27.84220	8.036088

Variance Decomposition of DLGSSSOSA:				
Period	S.E.	DLKKOSA	DLGSSSOS	DLGSYIHS
1	0.061594	4.366218	95.63378	0.000000
2	0.077616	38.96274	60.96329	0.073974
3	0.086759	36.76899	62.18108	1.049930
4	0.105086	56.64995	42.57492	0.775130
5	0.111154	54.73507	39.97596	5.288965
6	0.138106	68.64103	27.87791	3.481064
7	0.165090	73.53127	22.69210	3.776635
8	0.174807	72.28322	20.25844	7.458339
9	0.183863	65.78921	26.69345	7.517335
10	0.198476	61.00833	30.86294	8.128728
11	0.201706	59.07074	29.98338	10.94588
12	0.254810	62.38418	30.52182	7.093993
13	0.307762	62.86675	29.71379	7.419460
14	0.317398	59.12603	28.22966	12.64431

Variance Decomposition of DLGSYIHS:				
Period	S.E.	DLKKOSA	DLGSSSOS	DLGSYIHS
1	0.022039	57.58784	18.71494	23.69723
2	0.026952	53.86350	12.67843	33.45807
3	0.029058	49.00154	21.94349	29.05497
4	0.030614	44.81883	28.97138	26.20979
5	0.034708	37.04240	26.65770	36.29990
6	0.044603	52.27254	22.99694	24.73053
7	0.077795	67.76441	23.58662	8.648963
8	0.088122	67.84652	20.28947	11.86401
9	0.103226	56.09505	30.86090	13.04405
10	0.125046	58.77451	31.34711	9.878378
11	0.134292	57.04188	28.97343	13.98469
12	0.165992	57.52984	31.49386	10.97630
13	0.216802	61.16093	31.86151	6.977565
14	0.233221	59.63808	28.03606	12.32586

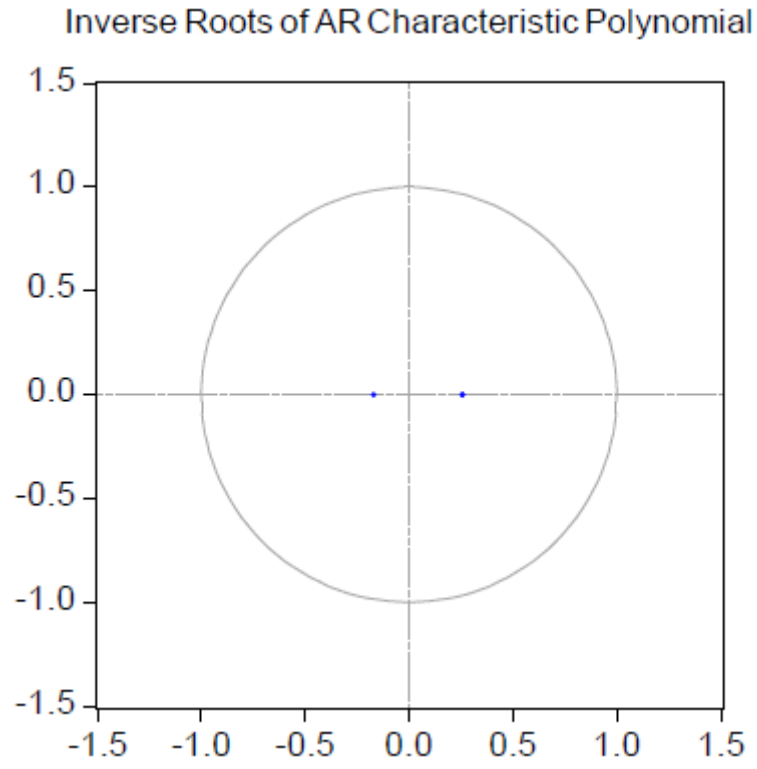
Cholesky Ordering: DLKKOSA DLGSSSOSA DLGSYIHS				
---	--	--	--	--

EK 36: BEŞİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN OPTİMUM GECİKME UZUNLUĞU

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: DLGSYIHS A DLUFSYSA						
Exogenous variables: C						
Date: 01/16/10 Time: 17:15						
Sample: 1998Q2 2009Q2						
Included observations: 37						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	116.8089	NA	6.92e-06	-6.205887	-6.118810*	-6.175189
1	122.3914	10.25977*	6.35e-06*	-6.291429*	-6.030199	-6.199333*
2	123.0389	1.119890	7.64e-06	-6.110209	-5.674826	-5.956716
3	124.6301	2.580323	8.75e-06	-5.980004	-5.370467	-5.765113
4	127.2693	3.994518	9.52e-06	-5.906449	-5.122759	-5.630161
5	129.1540	2.648757	1.09e-05	-5.792108	-4.834265	-5.454423
6	130.7390	2.056193	1.27e-05	-5.661566	-4.529570	-5.262485
7	135.0675	5.147422	1.29e-05	-5.679324	-4.373174	-5.218845

\* indicates lag order selected by the criterion  
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)  
 FPE: Final prediction error  
 AIC: Akaike information criterion  
 SC: Schwarz information criterion  
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

**EK 37: BEŞİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN KARAKTERİSTİK KÖKLERİN  
BİRİM ÇEMBER ANALİZİ**



**EK 38: BEŞİNCİ AŞAMA VAR MODELİ 4. GECİKME DEĞERİ İÇİN LM  
OTOKORELASYON TEST SONUCU**

VAR Residual Serial Correlation LM Test		
H0: no serial correlation at lag order h		
Date: 01/16/10 Time: 17:22		
Sample: 1998Q2 2009Q2		
Included observations: 43		
Lags	LM-Stat	Prob
1	7.366396	0.1177
2	1.096985	0.8948
3	3.197790	0.5253
4	2.046225	0.7273
5	0.475369	0.9759
6	4.459051	0.3474
7	3.830379	0.4294
8	2.591126	0.6284
9	5.977013	0.2009
10	1.563360	0.8154
11	1.991652	0.7373
12	3.115511	0.5387

Probs from chi-square with 4 df.

**EK 39: BEŞİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN VAR GRANGER NEDENSELLİK  
TEST SONUCU**

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 01/16/10 Time: 17:23			
Sample: 1998Q2 2009Q2			
Included observations: 43			
Dependent variable: DLGSYIHSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLUFSYSA	4.527267	1	0.0334
All	4.527267	1	0.0334
Dependent variable: DLUFSYSA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLGSYIHSA	0.113498	1	0.7362
All	0.113498	1	0.7362

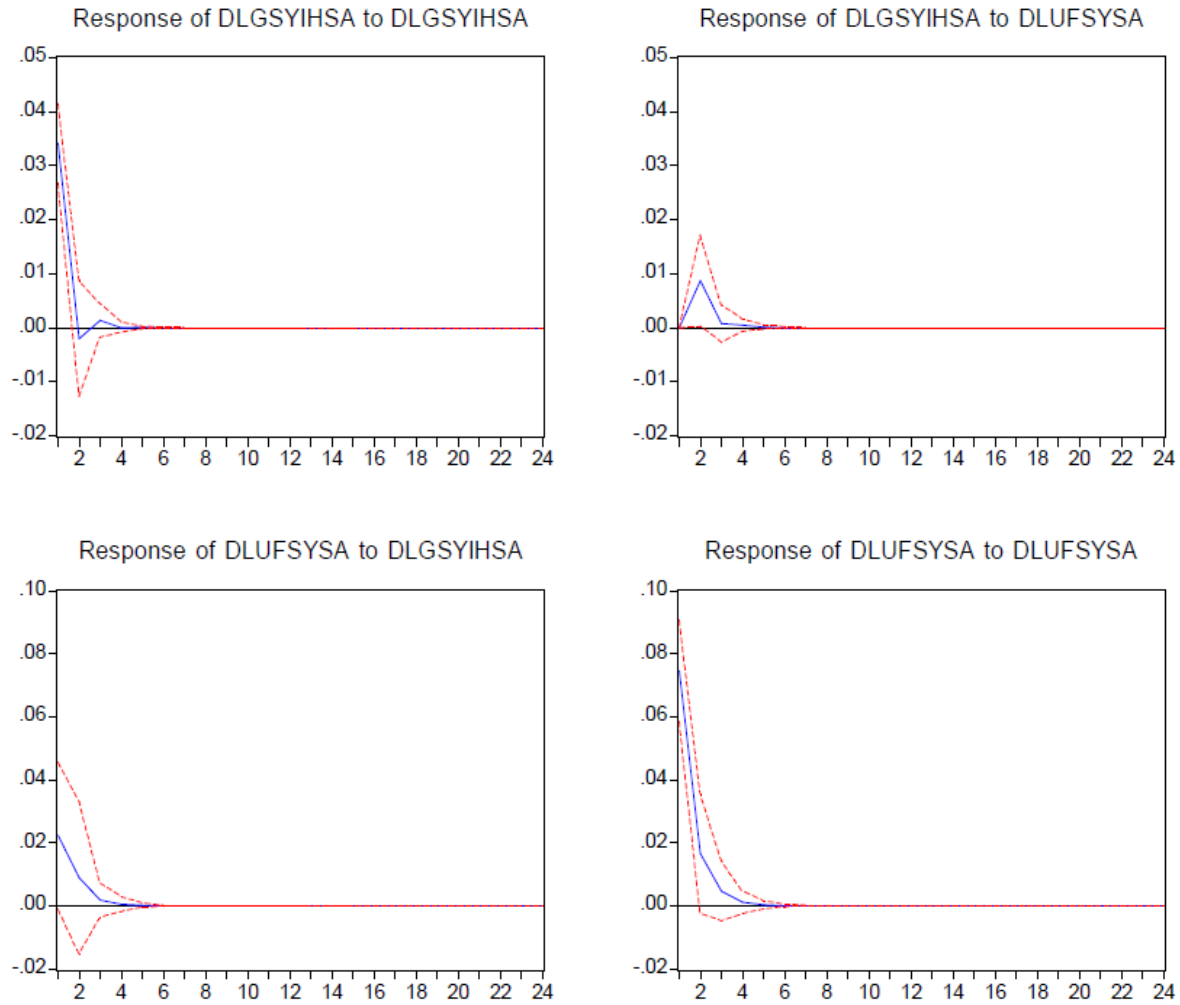
EK 40: BEŞİNCİ AŞAMA VAR MODELİ TAHMİN SONUÇLARI

Vector Autoregression Estimates

Vector Autoregression Estimates		
Date: 01/16/10 Time: 19:43		
Sample (adjusted): 1998Q4 2009Q2		
Included observations: 43 after adjustments		
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]		
	DLUFSYSA	DLGSYIHS
DLUFSYSA(-1)	0.221086 (0.12502) [ 1.76839]	0.116423 (0.05472) [ 2.12774]
DLGSYIHS(-1)	0.118670 (0.35225) [ 0.33689]	-0.134839 (0.15416) [-0.87465]
C	0.026310 (0.01235) [ 2.13073]	0.005178 (0.00540) [ 0.95810]
R-squared	0.083040	0.105915
Adj. R-squared	0.037192	0.061210
Sum sq. resids	0.243493	0.046640
S.E. equation	0.078021	0.034147
F-statistic	1.811192	2.369228
Log likelihood	50.22379	85.75536
Akaike AIC	-2.196455	-3.849086
Schwarz SC	-2.073581	-3.726212
Mean dependent	0.032145	0.006950
S.D. dependent	0.079514	0.035242
Determinant resid covariance (dof adj.)		6.51E-06
Determinant resid covariance		5.64E-06
Log likelihood		137.8233
Akaike information criterion		-6.131315
Schwarz criterion		-5.885566

## EK 41: BEŞİNCİ AŞAMA VAR MODELİ İÇİN ETKİ – TEPKİ FONKSİYON GRAFİKLERİ

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.





**EK 42: BEŞİNCİ AŞAMA VAR MODELİ VARYANS AYRIŞTIRMASI**  
**Variance Decomposition**

Variance Decomposition of DLUFSYSA:			
Period	S.E.	DLUFSYSA	DLGSYIHSA
1	0.078021	100.0000	0.000000
2	0.080258	99.76604	0.233964
3	0.080414	99.76521	0.234792
4	0.080424	99.76466	0.235343
5	0.080424	99.76465	0.235355
6	0.080424	99.76464	0.235356
7	0.080424	99.76464	0.235356
8	0.080424	99.76464	0.235356
9	0.080424	99.76464	0.235356
10	0.080424	99.76464	0.235356
Variance Decomposition of DLGSYIHSA:			
Period	S.E.	DLUFSYSA	DLGSYIHSA
1	0.034147	8.219812	91.78019
2	0.035295	12.53188	87.46812
3	0.035327	12.60517	87.39483
4	0.035330	12.61821	87.38179
5	0.035330	12.61870	87.38130
6	0.035330	12.61875	87.38125
7	0.035330	12.61875	87.38125
8	0.035330	12.61875	87.38125
9	0.035330	12.61875	87.38125
10	0.035330	12.61875	87.38125
Cholesky Ordering: DLUFSYSA DLGSYIHSA			

## ÖZGEÇMİŞ VE ETKİNLİKLER

---

### Coşkun BİNER

---

Tel: 0 537 457 38 92

E-mail: [coskunbiner@hotmail.com](mailto:coskunbiner@hotmail.com)

### Çalışma Konuları

---

- Merkez Bankacılığı ve Para Politikası
- Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği
- İktisadi Büyüme
- Küreselleşme
- Finansal Liberalizasyon
- Uluslararası Sermaye Akımları
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
- Ekonometrik Zaman Serileri Analizi

### Eğitim Durumu

---

Derece	Yıl	Alan	Üniversite
Lisans	1998–2006	Çal. Ek. ve End. İlişk.	İ.İ.B.F. Gazi Üniversitesi
Y. Lisans	2007–2010	İktisat A.B.D.	SBE Kafkas Üniversitesi

### Yayınlar

---

#### Ulusal Hakemli Dergilerde Yayımlanan Makaleler

---

ÖZTÜRK, S.; BİNER, C. (2008). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği, Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği, ” *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 9, Sayı 1, 19-37.

ÖZTÜRK, S.; BİNER, C. (2008). “Ekonomik ve Parasal Birlik, Maastricht Yakınlaşma Kriterleri Çerçevesinde Euro Bölgesi ve Türkiye: Karşılaştırmalı Analiz, ” *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt 45, Sayı 522, 13-28.