T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ

ULUSLARARASI REZERV DEĞİŞİMLERİNİN YURTİÇİ FAİZ ORANLARI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

UFUK KEREM ARDA

1168206201

DANIŞMAN

PROF. DR. AYHAN AYTAÇ

EDİRNE, 2020

Tezin Adı: Uluslararası Rezerv Değişimlerinin Yurtiçi Faiz Oranlari Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği

Hazırlayan: Ufuk Kerem ARDA

ÖZET

Gelişmekte olan ve gelişmiş ekonomilerin politika faizleri oranlarındaki değişimlerin gelişmekte olan ekonomilerdeki makroekonomik dinamikleri nasıl etkilediğini ortaya koymak önemli hale gelmiştir. Bu bağlamda; çalışmada uluslararası rezerv değişimlerinin yurtiçi faiz oranlari üzerine etkisi VAR modelleri yardımıyla analiz edilmiş ve iki ayrı analiz süreci yürütülmüştür. İlk olarak, resmi rezervlerden politika faizi değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu, yani resmi rezervlerdeki değişimlerin politika faizini etkilediği görülmüş, ancak etki-tepki fonksiyonları istatistiksel olarak anlamsız olduğundan, resmi rezervlerin politika faizi üzerindeki etkisinin yönü ile ilgili bir bilgiye ulaşılamamıştır. İkinci analiz sürecinde ise, yine iki ayrı model oluşturulmuştur. Bu modellerinden birincisinde, bağımsız değişkenlerin politika faizi üzerindeki etkisi incelenmiş, ikincisinde ise aynı bağımsız değişkenlerin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine etkileri araştırılmıştır. Tüm sonuçlar değerlendirildiğinde; Türkiye'de, resmi rezervler, reel döviz kuru, borsa endeksi, cari işlemler hesabı, finans hesabı ve ülkenin CDS priminin, politika fazi üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Ayrıca, uluslararası sermaye hareketlerindeki değişimlere bağlı olarak, Türkiye'de döviz kuru, borsa endeksi ve ödemeler dengesi gibi değişkenlerle birlikte, resmi rezervlerin de değiştiğini, tüm bu sürecin ise politika faizi ve genel olarak yurt içi faiz oranlarını etkilediği görülmektedir. Bu açıdan çalışma, konuyla ilgili yapılmış önceki çalışmalardan farklı bir bakış açısıyla yürütülen analiz süreciyle birlikte, temelde resmi rezervlerin ve resmi rezervleri etkileyebilecek değişkenlerin politika faizi üzerindeki etkilerine odaklanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Rezervler, Yurtiçi Faiz Oranları, VAR Analizi

Thesis Name: The Effect of International Reserve Changes on Domestic Interest Rates: The Case of Turkey

Prepared by: Ufuk Kerem ARDA

ABSTRACT

It has become important to put forward how the changes in the policy interest rates of developing and developed economies influence the macroeconomic dynamics in developing economies. In this regard; the effect of international reserve changes on domestic interest rates has been analyzed with the help of Vector Autoregressive (VAR) Models and two separate analysis processes have been carried out in the study. First, it has been found out that there is a unidirectional causality relationship from official reserves towards the policy rate variable, that is, changes in of reserves affect the policy rate, but since the impulse-response functions are statistically insignificant, no information regarding the direction of the effect of the official reserves on the policy rate could have been reached. In the second analysis process, two diverse models have been created again. In the first of these models, the influence of the independent variables on the policy rate has been examined, and in the second, the influences of the same independent variables on the weighted average funding cost have been analyzed. When all the results are evaluated; In Turkey, official reserves, real exchange rate, stock market index, current account, financial account and CDS by the country seem to have an impact on the policy rate. In addition, it is observed that, depending on the changes in international movements of capital, the official reserves change along with the variables such as the exchange rate, stock market index and balance of payments in Turkey, and this whole process affects the policy rate and the domestic interest rates in general. In this respect, the study has mainly focused on the effects of official reserves and the variables that may affect official reserves on the policy rate, together with the analysis process conducted from a different perspective than previous studies on the subject.

Keywords: International Reserves, Domestic Interest Rates, VAR Analysis

ÖN SÖZ

Son yıllarda gelişmekte olan ve gelişmiş ekonomilerin politika faiz oranlarındaki değişimlerin makroekonomik göstergelerini ne şekilde etkilediğini ortaya koymak ciddi bir ihtiyaç haline gelmiştir. Para politikasının, küresel dalgalanmalardan etkilenmesi hem bir ihtiyaç hem de bir mecburiyet olarak gerçekleşmektedir. Bu alanda Türkiye gelişmekte olan bir ekonomi olarak dış etkilerden ciddi anlamda etkilenmekte ve küresel şokların etkilerini incelemek için yerinde bir örnek teşkil etmektedir.

"Uluslararası Rezerv Değişimlerinin Yurtiçi Faiz Oranları Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği" adını taşıyan bu çalışma, Türkiye'de uluslararası rezervlerin seçilmiş değişkenler ve özellikle de faiz oranları üzerindeki etkisini incelemeyi amaçlamıştır. Bu alanda yapılan bilimsel çalışmalardan da yararlanılarak hazırlanan bu çalışma temelde üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde küreselleşme olgusundan, küreselleşmeye yol açan faktörlerden ve küreselleşmenin ekonomik etkilerinden söz edilmiştir. İkinci bölümde ise uluslararası rezervlerin tanımı ve kapsamı açıklanarak, uluslararası rezervleri etkileyen faktörlerin üzerinde durulmuştur. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise uluslararası rezerv değişimlerinin yurtiçi faiz oranlari üzerine etkisi VAR modelleri yardımıyla analiz edilmiştir.

Fikrin oluşmasından itibaren çalışmanın tamamlanmasına kadar geçen sürede, hoşgörüleriyle bana destek veren sevgili eşim Esma Arda ve çocuklarım Emir ile İrem'e teşekkür ederim. Akademik kariyerimin her aşamasında desteklerini üzerimden hiç eksik etmeyen Prof. Dr. Ayhan Aytaç ve değerli hocalarıma sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Çalışmanın konuyla ilgilenen herkese yararlı olmasını dilerim.

Ufuk Kerem ARDA

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **i**
ABSTRACT ..... **ii**
ÖN SÖZ ..... **iii**
İÇİNDEKİLER ..... **iv**
TABLOLAR LİSTESİ ..... **vi**
GRAFİKLER LİSTESİ ..... **vii**
GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM
KÜRESELLEŞME

1.1. Küreselleşme Olgusu ve Kavramı **3**
1.1.1. Washington Konsensüsü **8**
1.1.2. Finansal Entegrasyon ve Uluslararası Pazarların Dönüşümü **12**
1.2. Küreselleşmeye Yol Açan Etkenler **14**
1.3. Küreselleşmenin Ekonomik Etkileri **16**
1.3.1. Küreselleşmenin Reel Ekonomi Üzerine Etkisi **20**
1.3.2. Küreselleşmenin Finansal Ekonomi Üzerine Etkisi **25**

İKİNCİ BÖLÜM
ULUSLARARASI REZEVLER

2.1. Uluslararası Rezerv Tanımı ve Kapsamı **29**
2.1.1. Uluslararası Para Birimi İhtiyacı **31**
2.2. Bretton Woods Sistemi ve Uluslararası Sisteme Bakış **33**
2.3. Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları **33**
2.4. Finansal İstikrar Çerçevesinde Faiz Koridoru Uygulaması **33**
2.5. Rezerv Opsiyon Mekanizması **33**
2.6. Uluslararası Rezervleri Etkileyen Faktörler **43**
2.6.1. Kredi Derecelendirme 47
2.6.2. Ekonomik ve Politik İstikrar 52
2.6.3. CDS Primleri 56

2.6.4. Emtia Fiyatları 59
2.6.5. Uluslararası ve Ulusal Faiz Hareketleri 60
2.7. Uluslararası Rezerv Değişimlerinin Ekonomik Etkileri 66
2.7.1. Reel Piyasalar 66
2.7.2. Finansal Piyasalar (Para ve Sermaye Piyasaları Üzerine Etkileri) 68

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI REZERV DEĞİŞİMLERİNİN YURTİÇİ FAİZ ORANLARI ÜZERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

3.1. Veri Seti 85
3.2. Yöntem ve Bulgular 88
3.2.1. Durağanlık Analizi 89
3.2.2. Vektör Otoregresif (VAR) Modeller 94
3.2.3. VAR Granger Nedensellik Testi 100
3.3. VAR Analizine İlişkin Bulgular 101
3.4. Ekonometrik Analize İlişkin Bulguların Değerlendirilmesi 111

SONUÇ 113
KAYNAKÇA 116
EKLER 136
Ek-1: 136
Ek-2: 136
Ek-3: 137
Ek-4: 137

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Birim Kök Test Sonuçları 94
Tablo 2. VAR Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Değişkenler: REZ, PF ve AOFM) 102
Tablo 3. Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Değişkenler: PF ve REZ) 103
Tablo 4. Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Değişkenler: AOFM ve REZ) 104
Tablo 5. VAR Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken: ΔPF) 105
Tablo 6. Politika Faizi Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Sonuçları 107
Tablo 7. VAR Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken: ΔAOFM) 108
Tablo 8. Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Sonuçları 110

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları (Değişkenler: PF ve REZ) 103
Grafik 2. Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları (Değişkenler: AOFM ve REZ) 104
Grafik 3. Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları (Bağımlı Değişken: ΔPF) 106
Grafik 4. Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları (Bağımlı Değişken: ΔPF) 109

GİRİŞ

Küreselleşen dünyamızda, ekonomik pazarların birbirleri ile olan ilişkileri ve etkileşimleri aynı zamanda küresel mali hareketlerin incelenmesi ve analiz edilmesi büyük önem arz etmektedir. Son yıllarda gelişmekte olan ve gelişmiş ekonomilerin politika faiz oranlarındaki değişimlerin makroekonomik göstergelerini ne şekilde etkilediğini ortaya koymak ciddi bir ihtiyaç haline gelmiştir. Para politikasının, küresel dalgalanmalardan etkilenmesi hem bir ihtiyaç hem de bir mecburiyet olarak gerçekleşmektedir. Bu alanda Türkiye gelişmekte olan bir ekonomi olarak dış etkilerden ciddi anlamda etkilenmekte ve küresel şokların etkilerini incelemek için yerinde bir örnek teşkil etmektedir. Bu konudaki benzer çalışmalar incelendiğinde, çalışmaların genelde uluslararası rezerv değişimleri ile ithalat, ihracat ve ekonomik büyümeye odaklandığı görülürken, sadece bu değişkenlerle Türkiye gibi finansal açıdan kırılgan ülkelerde yeterli sonuçlara ulaşılamayacağı anlaşılmıştır. Bu sebeple çalışmamızda ele alınan bağımsız değişkenlerin çeşitliliği ülkemizin kırılganlık seviyesi ile uyuşmaktadır.

Bu bağlamda, çalışma temelde üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde küreselleşme olgusundan, küreselleşmeye yol açan faktörlerden ve küreselleşmenin ekonomik etkilerinden söz edilmiştir. İkinci bölümde ise uluslararası rezervlerin tanımı ve kapsamı açıklanarak, uluslararası rezervleri etkileyen faktörlerin üzerinde durulmuştur. Bunun yanında, uluslararası rezervlerin ekonomik etkilerine değinilerek, uluslararası rezervlerin reel kesim ve finansal kesim üzerindeki etkileri ayrı ayrı incelenmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümü ampirik analizden oluşmaktadır. Gelişmekte olan ve gelişmiş ekonomilerin politika faizleri oranlarındaki değişimlerin gelişmekte olan ekonomilerdeki makroekonomik dinamikleri nasıl etkilediğini ortaya koymak önemli hale gelmiştir. Bu bağlamda; çalışmanın üçüncü bölümünde uluslararası rezerv değişimlerinin yurtiçi faiz oranlari üzerine etkisi VAR modelleri yardımıyla analiz edilmiş ve iki ayrı analiz süreci yürütülmüştür. İlk olarak, resmi rezervlerden politika faizi değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu, yani resmi rezervlerdeki değişimlerin politika faizini etkilediği görülmüş, ancak etki-

tepki fonksiyonları istatistiksel olarak anlamsız olduğundan, resmi rezervlerin politika faizi üzerindeki etkisinin yönü ile ilgili bir bilgiye ulaşılamamıştır. İkinci analiz sürecinde ise, yine iki ayrı model oluşturulmuştur. Bu modellerinden birincisinde, bağımsız değişkenlerin politika faizi üzerindeki etkisi incelenmiş, ikincisinde ise aynı bağımsız değişkenlerin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine etkileri araştırılmıştır. Bu açıdan çalışma, konuyla ilgili yapılmış önceki çalışmalardan farklı bir bakış açısıyla yürütülen analiz süreciyle birlikte, temelde resmi rezervlerin ve resmi rezervleri etkileyebilecek değişkenlerin politika faizi üzerindeki etkilerine odaklanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM
KÜRESELLEŞME

1.1. Küreselleşme Olgusu ve Kavramı

Küreselleşme; uluslararasılaşma sürecinin tamamlanıp, tüm üretim dokularının, üretiminin ve tüketiminin dünya ölçeğinde planlandığı, serbest rekabet ve piyasa düzeninin uluslarüstü kuruluşlarca denetlendiği, kuralların uluslarüstü anlayışla çalıştığı bir sistemdir. Siyasi ve kültürel alanları da kapsayabileceği gibi daha çok ekonomik alanlar için kullanılmaktadır. Sınır bloklarının, gümrük sınırlarının ve koruma duvarlarının kalkması sonucunda oluşacak bir dünya pazarı sürecidir (Tomlinson, 1999:83).

Küreselleşme kavramı, son yıllarda ekonomik sistemlerdeki hızlı değişim süreci sonucu yeniden gündeme gelmiştir. Bu kavram, ülke ekonomilerinin birbirine bağımlılığını, dışa açıklığını ve entegrasyonunu içermekle beraber üzerinde tam bir görüş birliğine varılamamıştır. Bununla birlikte, genel anlamda küreselleşme; teknolojik gelişmelerin etkisiyle ülkeler arasındaki iletişim ve ilişkilerin yaygınlaşıp gelişmesini, ideolojik ayranlara dayalı kutuplaşmaları*n* çözülmesini ifade eder (Hirst, Thompson ve Bromley, 2015:54).

Aynı zamanda farklı toplumsal kültürlerin daha yakından tanınmasını ve bunların çevresinde oluşan birikimlerin ulusal sınırları aşıp, dünya ölçeğine yayılmasını da kapsadığı kabul edilir (Rodrik, 2018:12-33). Küreselleşme; ülke ekonomilerinin dünya ekonomisiyle bütünleşmesi, diğer bir ifadeyle, dünyanın tek bir pazarda toplanması olarak tanımlanabilir. Küreselleşmenin ön aşaması, bir bölge içerisinde yer alan komşu ülkelerin, kendi aralarında ortak pazar oluşturarak, bölgesel bütünleşmelere yönelmeleridir (Rodrik, 2018:12-33).

Küreselleşme temelde yeni bir olgu değildir. Uluslararası ticaret ve finansal serbestlik ile birlikte 19. yüzyılın sonlarından beri varlığını sürdürmektedir. Hirst ve Thompson gibi bazı bilim insanlarına göre, küreselleşme kavramı tek başına günümüz dünyasının ekonomi-politik eğilimini göstermek için yanlış bir kelimedir (Hirst ve Thompson, 2019:88). Bugün tanık olduğumuz şeyin bir küreselleşme süreci değil, 19. yüzyılın sonlarından bu yana önemli bir değişiklik olmadan devam eden daha derin bir uluslararasılaşma süreci olduğu savunulmaktadır.

Küreselleşme olgusu dünyanın son otuz yılını etkileyen en etkili süreçlerden biridir. Küreselleşmenin bir kavram olarak ilk kullanımı "Brettonwoods" sisteminin çöküşünün ardından iletişim teknolojisinin gelişmesi ile olmuştur. Küreselleşme, dünyanın siyasi, sosyal ve ekonomik yönlerinin entegrasyonu ve ülkeleri bir araya getirmesi açısından önemlidir. (Nayyar, 2002:122).

Ülkelerin modernleşmesine etki eden dış faktörlerin en önemlilerinden biri olan küreselleşme, ekonomik, politik ve sosyal kültürlerin entegrasyonu olarak tanımlanabilir. Bununla birlikte bir ülkenin modernleşmesi batı medeniyetlerine mensup herhangi bir devletin doğrudan veya dolaylı katkıları ile ulusal sosyo-kültürel sistemlerin dönüşümüne yol açmaktadır (Baldwin, 2004:241).

Bununla birlikte, dış etkiler arasında bilim önemli bir yere sahiptir, çünkü gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelerden "bilgi ve teknoloji transferi" yoluyla modernizasyon aktarılmaktadır (Shrum, 2000). Diğer bir deyişle, gelişmekte olan toplumlar Batı teknik sermayesini, örgütlenme biçimlerini ve bilim-teknolojiyi "ithal ederek" modernleşme sürecini başlatmaktadırlar (Herkenrath ve Bornschier, 2003:105-139).

W.W. Rostow, bilimsel yöntemlerin benimsenmesinin, bilimsel düşünme ve teknolojik becerilerin edinilme yollarının "gelişim aşamasına geçiş" aşamasında kritik öneme sahip olduğunu savunmaktadır (Chirot ve Hall, 1982:12). Temel olarak, modernleşme teorisinin savunucuları bilim ve teknolojiyi kalkınmanın katalizörü olarak görmektedir. Bilim ve teknoloji, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, maddi ve

insan kaynaklarının verimli kullanımı için karar vermede, rasyonel protokoller sağlama kabiliyetleri sayesinde ekonomik büyüme için elverişli ortamlar sağlamaktadır (Shrum ve Shenhav, 1995:627).

Küreselleşme, demokratikleşme ile de ilişkili bir olgudur. Küreselleşme siyasi değişimler için fırsatlar yaratır. Küresel yönetim kurumlarının güç sahiplerini daha açık ve şeffaf bir yönetime doğru teşvik ettiği düşünülmektedir. Grugel, küreselleşmenin demokratikleşme sürecini şekillendirmesinin üç ana yolu olduğunu belirtmiştir. Bunlar:

- Kültürel olarak, küresel bir iletişim ağı ve küresel bir kültür oluşturulması yoluyla.
- Ekonomik olarak, küresel bir kapitalist ekonominin kurulması yoluyla.
- Politik olarak, küresel yönetim kurumlarının kurulması yoluyla (Grugel 2002:8).

Ancak, küreselleşme, ulus devletlerin içindeki demokrasi yanlısı odakların yetersiz olduğu yerlerde demokratikleşmeye yol açmamaktadır. Lipset, demokratikleşme için gerekli olan temel güçlerin tamamının belli ulus devletlerde olduğunu vurgulamıştır. Temel olarak, ülke içi sebepler asıl sebepler olmakla beraber üçüncü dalganın başlangıcında bile uluslararası faktörler ikincil faktörler olarak görülmüştür.

Küreselleşme sosyal uyum, istihdam, geçim, ekolojik bütünlük ve barışı içermektedir. Bununla birlikte küreselleşme, geniş kültürel faktörler ve yeni iş fırsatları gibi unsurları da içermektedir. Küreselleşmenin sivil toplum içindeki rastgele hiyerarşilerde bir trend olarak ortaya çıktığı görülmektedir (Scholte, 2000: 6) Küreselleşmenin nicel ve nitel yönlerine bakmak mümkündür. Nicel bir bakış açısından küreselleşme, sermaye akımları, yatırımlar ve ticaret ile birlikte ifade edilebilir. Nitel yönden ise sosyal, ekonomik ve politik boyutları bulunmaktadır ((Scholte, 2000: 7)

Ekonomik açıdan küreselleşme ise emtia ve hizmetlerin sınır ötesi ticareti ile uluslararası sermaye akımının ve teknolojilerin hızla ve geniş alanlara yayılmasının bir sonucu olarak dünya ekonomilerinin gittikçe artan bağımlılığını ifade eder. Ayrıca pazar sınırlarının sürekli genişlemesini ve karşılıklı entegrasyonunu yansıtmaktadır (Tagraf, 2002: 36-37).

Her türlü üretim faaliyeti ve bilginin hızla artan önemi, ekonomik küreselleşme için iki büyük itici güçtür. Başka bir deyişle, son yıllarda dünya ekonomilerinin hızla küreselleşmesi, büyük ölçüde bilim ve teknolojilerin hızlı bir şekilde gelişmesine dayanmaktadır, piyasalar bu ekonomik yapının dünyaya hızla yayıldığı ortamdan beslenmiş ve bu temelde gelişmiştir (Tagraf, 2002: 36-37).

Bilim ve teknolojilerin ilerlemesi, ekonomik küreselleşmeyi mümkün kılan ulaşım ve iletişim maliyetini büyük ölçüde azaltmıştır. Teknolojik ilerlemenin "zaman ve mekan sıkışması etkisi" uluslararası ticaret ve yatırımın maliyetini büyük ölçüde azaltmış böylece küresel üretimi organize etmeyi aynı zamanda koordine etmeyi mümkün kılmıştır. Ayrıca, ağ tabanlı ekonominin gelişmesi, ulusal sınırlar kavramını ve belirli ekonomik faaliyetler için mesafeleri anlamsız kılan çok sayıda gölge işletmeyi doğurmuştur (Grugel 2002: 8).

Teknolojik ilerleme ve BT gelişimi ekonomik küreselleşme için 'teknolojik itici güç' olarak kabul edilirse, dünya çapında gerçekleştirilen piyasaya yönelik reform bu eğilim için 'kurumsal itici güç' olarak görülmelidir. GATT ve DTÖ çerçevesinde, birçok ülke tarife ve tarife dışı engellerini yavaş yavaş azaltmış, giderek daha fazla ülke cari hesaplarını ve sermaye hesaplarını açık hale getirmiştir. Tüm bunlar ticaret ve yatırımın gelişimini büyük ölçüde teşvik etmiştir (Hirst, Thompson ve Bromley, 2015:56).

Ayrıca, merkezi planlı eski ekonomilerin piyasa ekonomilerine geçişi, dünya ekonomilerinin bir bütüne entegre olmasını gerçek anlamda mümkün kılmıştır. Çok uluslu şirketler ekonomik küreselleşmenin ana taşıyıcıları haline gelmişlerdir. Küresel olarak üretimi organize etmekte ve kaynakları kar maksimizasyonu ilkesine göre tahsis

etmektedirler. Ayrıca onların küresel genişlemeleri dünya ekonomilerinin işleyişini ve makroekonomik mekanizmalarını yeniden şekillendirmektedir (Hirst, Thompson ve Bromley, 2015:58).

Finansal sektörün küreselleşmesi, ekonomik küreselleşmenin en hızlı gelişen ve en etkili yönü haline gelmiştir. Uluslararası finans, uluslararası ticaret ve yatırım faaliyetlerinin ihtiyaçlarını karşılamak üzere ortaya çıkmıştır. Ancak, ekonomik küreselleşmenin gelişmesiyle birlikte, giderek daha bağımsız hale gelmiştir. Emtia ve işgücü piyasalarıyla karşılaştırıldığında, finansal piyasalar, küreselleşmeyi gerçek anlamda gerçekleştiren tek pazardır.

Ekonomik küreselleşme süreci aynı zamanda küresel endüstriyi yeniden yapılandırma ve yeniden düzenleme sürecidir. Bilim ve teknolojinin gelişmesi, gelir düzeyinin artmasıyla birlikte, tüm ülkelerin endüstriyel yapıları da yeniden düzenlenme ve iyileştirme sürecine girmiştir.

Son yıllarda, batıda gelişmiş ülkeler yavaş yavaş bilgi ekonomisi çağına girmekte ve gelişmekte olan göreli olarak zayıf rekabet imkanlarına sahip emek-yoğun endüstrilerin çoğunu etkilemeye başlamışlardır. Ülkelerarası bu değişim süreci, ekonomik küreselleşmenin gelişimini gittikçe hızlandırmaktadır. Öte yandan, soğuk savaşın sona ermesinden bu yana dünyada verimlilik artışı yaşanmaktadır . Bu nedenle, ekonomik küreselleşme, farklı ülkelerin işletmeleri arasındaki uluslararası pazar rekabetini yoğunlaştırmıştır.

Uluslararası pazardaki konumlarını yükseltmek ve rekabet güçlerini artırmak için, hem yerli şirketler hem de diğer ülkelerden gelen şirketler birbiri ardına birleşme ve devralmalara başvurmakta, bu da endüstriyel yeniden yapılanmayı meydana getirmektedir. Tüm bu yeniden yapılanma faaliyetleri dünyanın endüstriyel rekabet modeli üzerinde geniş kapsamlı bir etki yaratacaktır (Hirst, Thompson ve Bromley, 2015:59).

Uluslararası ekonomik ve finansal kuruluşlar Amerika Birleşik Devletleri ve diğer batı ülkelerinin kontrolü altındadır. Bu avantajları küreselleşmenin gelişimini desteklemek ve egemen olmak için kullanmaktadırlar. Aynı zamanda, ekonomik küreselleşmenin en büyük faydalanıcıları da onlardır (Tomlinson, 1999:84).

1.1.1. Washington Konsensüsü

Ekonomik nedenler genellikle küreselleşmenin arkasındaki ana itici güç olarak görülmektedir. Kapitalizm, ekonomik bir sistem olarak Avrupa'da 15. yüzyıldan sonra ortaya çıkmıştır. Kapitalizm "sonsuz servet birikimini" hedeflemektedir (Wallerstein, 1998:10).

Kapitalizmde ekonomik faaliyetler piyasa ilkeleri ile belirlenir. Emek temelli ekonomik ve sosyal feodal yapı piyasa için sermaye temelli üretime dönüşmüştür. Adam Smith'in 1776'da ortaya attığı "laissez-faire" ve "görünmez el" gibi fikirler, Birleşik Krallık'ta (İngiltere) ve Avrupa'da kapitalizmin ideolojik çerçevesini oluşturmuştur (Schumpeter, 2013:49).

On dokuzuncu yüzyılın ikinci bölümünden sonra, fabrika merkezli sanayi devrimi İngiltere'de başlamıştır. Bu seri üretimi ve sermaye birikimini beraberinde getirmiştir. Bu yeni üretim sistemiyle birlikte sermayenin yayılımı , küresel kapitalizmin temelini oluşturmuş ve tüm dünyayı etkilemiştir. Sanayi devrimine ek olarak, Afrika, Asya ve Amerika'nın Avrupa tarafından sömürgeleştirilmesi küresel olarak birbirine bağlı bir ticaret ve ekonomik sisteme yol açmıştır (Gallagher, 2011:78).

1930'larda Wall Street'in iflası ile ABD ve Avrupa da "Büyük Buhran" yaşanmıştır. Piyasanın görünmez eli herhangi bir çözüm üretemediğinden, John Maynard Keynes'in ifade ettiği gibi ekonomiyi düzenlemek için devletin piyasaya müdahalesi fikri Batı ekonomilerine egemen olmuştur (Heywood, 2013:345).

Bununla birlikte İkinci Dünya Savaş' ından sonraki süreçte gerçek bir ekonomik küreselleşme ortaya çıkmıştır. Sabit bir sisteme dayanan dünya ekonomisi, uluslararası ekonomik yönetişim kurumları da dahil olmak üzere birbirine bağlı Bretton Woods sisteminde uzun vadeli bir büyüme yaşamıştır (Martell, 2016:97).

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra gelişmelerini sürdüren ekonomiler ithal ikameci sanayileşme stratejisine dayanan kalkınma politikalarını benimsemiştir. En basit ifadeyle, İthal ikameci sanayileşme stratejisi, çoğunlukla mamül mallardan ithal edilen ürünleri yerel olarak üretilen ürünlerle değiştirme girişimidir. Bu ticaret ve ekonomi politikasının temel amacı, ulusal zenginliği artırmak için ihracatı teşvik etmek ve ithalatı en aza indirmektir (Bloom, 2016:17).

Ayrıca, politikanın ticarette koruyucu engellere sahip olması, ulusal para biriminin aşırı değerlenmesini sağlayan para politikası gibi başka ilkeleri de vardır. İthal ikameci sanayileşme stratejisi ticaret müdahaleleri, yönlendirilmiş krediler ve sübvansiyonlar yoluyla devlet müdahalelerini desteklediğinden, serbest ticaret kavramı ile çelişkili görülmektedir (Hsueh, 2016:85-102).

Yaşanan bu gelişmeler, kapitalist üretim kapasitesini artırmış ve refah devletlerinde tüketim ideolojisine yol açmıştır. 1970'ler dönemi küreselleşme gibi kapitalizm için de gerçek bir dönüm noktasıdır. Durgunluk 1970'lerde başlamış, Bretton Woods sistemi ise 1973'te çökmüştür. Bu kriz sermayenin mantığını ve stratejisini başka şekillere dönüştürmüştür. Ulusal çerçeve, ekonomik krizleri çözemediğinden, sermaye, dünyayı yeni bir birikim biçimine ulaşmak için büyük bir pazar olarak algılayan küresel bir strateji benimsemiştir. Bu yeni küresel stratejide Keynesyenizmin yerini neoliberalizm, parasalcı politikalar, deregülasyon, arz yönlü yaklaşım ve sendikalaşmaya dayanan yeni bir sermaye ilişkisi almıştır (Bordo, 2017:63).

Uluslararası sermaye uluslar ötesi sermayeye dönüşmüş, kapitalist ekonomi küresel olmak için bilgisayar ve internet gibi yeni teknolojileri kullanmıştır. Ulus devletlerin ticaret yoluyla birbirine bağlandığı dünya ekonomisi, üretim sürecinin ve

finansal sistemin küresel olarak bütünleştiği küresel bir ekonomi haline gelmiştir (Robinson, 2010:187, Heywood, 2013:347).

1980'lerde neoliberalizm, sosyalizm, sosyal kapitalizm ve devlet kapitalizmi gibi diğer ekonomik modellere karşı zaferini ilan etmiş, ABD'de Reaganism ve Birleşik Krallık'ta Thatcherism tarafından temsil edilen neoliberalizm dünyada hegemonik bir ideoloji haline gelmiştir (Rodrik, 2018:13-23).

Yabancı yatırımlar, serbest piyasa ve özelleştirme fikirlerini savunan finansal sermaye, küreselleşme ile dünyanın birçok yerine nüfuz etmiş, ileride açıklanacağı gibi IMF ve Dünya Bankası bu ideolojiyi "Washington Konsensüsü" olarak benimsemiş ve "Yapısal Uyum Programları" ile az gelişmiş ve gelişmekte olan dünyaya dayatmışlardır (Pieterse, 2017:91-104).

Klasik kapitalizm 1990'larda turbo kapitalizme dönüşmüş, hiçbir bölge küresel kapitalist ekonomik sistemin dışında kalamamıştır. (Robinson, 2010). Kapitalist ekonomi, son küreselleşme sürecinin arkasındaki ana itici güçlerden biri haline gelmiş, bu ekonomik gelişmeler, küreselleşme süreci için dünya geneline entegre bir finans ve üretim sistemi yaratmıştır (Lyons, 2019:76-91).

Zaman içinde, ithal ikameci sanayileşme politikaları sadece verimsiz endüstrilere değil, aynı zamanda ekonomik verimsizliği artıran sorunlara da neden olmuştur. 1980'lerin başında, İthal ikameci sanayileşme stratejisi, esas olarak artan hükümet harcamaları nedeniyle başarısız olmaya başlamış, hükümetler, dövizlerinin değerini sabit tutmak için döviz rezervlerinin büyük bir kısmını harcamaya başlamışlardır (Alper ve Oktayer, 2019:11).

İthal ikameci sanayileşme stratejisi başarısız olduğunda, gelişmekte olan ekonomilerin hükümetleri borçlarını temerrüde düşürememiş ve sonunda Washington Konsensüsü adı verilen ekonomik bir doktrin olan IMF yardımına dönmeye zorlanmışlardır. Bu yolla, uluslararası kalkınma yardımı paradigması 1980'lerden 1990'lara kadar önemli ölçüde değişmiştir (Alper ve Oktayer, 2019:12).

Washington Konsensüsü olarak adlandırılan bu yeni paradigma, devlet kaynaklı kalkınma politikaları yerine daha piyasacı politikalara doğru gidilmesini önceleyen önemli bir değişimi ifade etmektedir. Washington Konsensüsü, kıt kaynakların tahsisi ve büyümenin teşvik edilmesi için neo-liberal bir anlayışı savunmaktaydı. Hükümetler, uluslararası finansal kurumlar yani IMF ve Dünya Bankası tarafından piyasa kontrollerinden vazgeçmeleri için teşvik edilmekteydiler (Verde, 2017:3-12).

İstenilen "kanun ve düzenlemelerin yapılması, makroekonomik istikrar ve fiziksel altyapının tesis edilmesi" sayesinde ortaya çıkacak olan minimal bir devlet yapısının oluşturulmasıydı. Bu aslında neo-liberal politik ekonominin örgütlenme ilkesiydi. Devlet sorun olarak algılandığından, ticaretin serbestleştirilmesi, özelleştirilmesi ve hükümet harcamalarının azaltılması yoluyla devletin ekonomiye katılımını azaltmak, az gelişmişlik hastalığına çare olarak görülmekteydi (Taylor, 2017:95).

Temel paradigma, "kusurlu piyasalar kusurlu devletlerden her zaman daha üstündür" anlayışıydı. Bu ekonomik doktrine göre, daha az gelişmiş ülkeler için öngörülen ekonomik büyüme üç aşamada gerçekleşecektir. İlk aşama enflasyonu istikrar yoluyla kontrol etmektir. İkinci aşama, devlet müdahalesinin azaltılmasını, ticaret, yatırım ve finansın serbestleştirilmesini kapsayan yapısal düzenlemelerdir. Burada önemli olan, ithalatın önündeki engelleri azaltmak ve ihracatı teşvik etmektir. Son aşama ise, yabancı yatırımcıları sermaye ve teknoloji getirmeleri için teşvik etmenin temel amaç olduğu ihracata dayalı bir büyümedir (Morrison, 2018:73).

Bu çerçevede Washington Konsensüsü'nün öne sürdüğü fikirler şöyledir:

1. Mali disiplin
2. Kamu harcama önceliklerinin hem yüksek ekonomik getiri getiren hem de ilk basamak sağlık hizmetleri ve altyapı gibi gelir adaletsizliğini iyileştirme potansiyeli sunan alanlara yönlendirilmesi
3. Vergi reformu
4. Faiz oranlarının serbestleştirilmesi

5. Rekabetçi bir döviz kuru
6. Ticaretin serbestleştirilmesi
7. Doğrudan yabancı yatırım girişlerinin serbestleştirilmesi
8. Özelleştirme
9. Serbestleştirme (giriş ve çıkışların önündeki engellerin kaldırılması)
10. Güvenli mülkiyet hakları (Morrison, 2018:74).

Washington Konsensüsünün bu ilkeleri, IMF rehberliğinde Yapısal Uyum Programları (SAP) aracılığıyla uygulanmaktadır. Hükümetlerin önderliğinde uygulanan ithal ikameci sanayileşme stratejilerinin eksiklikleri 1970'lerde de zaten belliydi. Ancak, 1981 yılında ikinci petrol çöküşünü takiben, bu stratejinin ortadan kaldırılması için acil eylem planları temel olarak doğal zenginliklere bağımlı ekonomilerdeki ekonomik krizle daha ön plana çıkmıştır (Morrison, 2018:75).

1.1.2. Finansal Entegrasyon ve Uluslararası Pazarların Dönüşümü

Savaş sonrası yıllarda 1950'ler ve 1960'lar boyunca, sermaye akımları üzerine sıkı kontroller getirilmişti. Bretton Woods, Büyük Buhran'ın finansal bir kaosa dönüşmesini engellemek amacıyla tasarlandığından, sermaye kontrolleri ve sabit döviz kurları ile sorunsuz işleyen bir uluslararası finansal sistem oluşturulmuştu. Ancak, 1970'lerin başında dünya finans piyasaları sabit döviz kurundan esnek döviz kuruna geçerek önemli bir değişime şahit olmuştur (Maesse, 2018:120-46).

1971 yılına gelindiğinde, altın veya diğer herhangi bir değerli meta, uluslararası para sisteminde bir standart olmaktan çıkmıştı. Ayrıca, dolar pazarının büyümesi ve Amerikan bankalarının yurtdışında yaygınlaşması 1970'lerin ortalarında uluslararası bir finans piyasasının ortaya çıkmasına neden olmuştu (Decker, Elsner ve Flechtner, 2019:33).

Uluslararası finans piyasası, yerel finansal sistemlerin serbestleştirilmesi, birçok ülkede sermaye kontrollerinin kaldırılması, küresel finansal akımların artan

boyutu ve hızı ayrıca iletişimdeki ilerlemeler ile daha fazla bütünleşmiştir. Petrol İhraç Eden Ülkelerin (OPEC) 1973 petrol krizinden sonraki parasal fazlası, uluslararası finans piyasasının gelişimini hızlandırmıştır. 1973-1974'te bir varil ham petrolün fiyatı dört katına çıkmıştır. Bununla birlikte petrol ihraç eden ülkeler de fazla fonlarını dolar pazarına yatırmışlardır(Wang, 2019:25).

1970'lerde yaşanan stagflasyon yıllarında, uluslararası bankalar özellikle Latin Amerika ve Doğu Avrupa'daki komünist devletlere ve gelişmekte olan ekonomilere önemli miktarda sermaye aktarmıştı. 1973-1974 petrol fiyatı şoku, uluslararası düzeyde aşırı bir enflasyon sorununa neden olmuş, bu sorun çok hızlı bir şekilde büyümüş ve küreselleşmişti (Mamedov, ve ark. 2016:61).

Petrol fiyatı şokunun bir sonucu olarak, uluslararası ekonomik sistemin bozulmasını önlemek için dünya pazarlarında büyük miktarlarda 'petrodolar' dolaşıma sürülmüştü. Uluslararası işbirliği ve uluslararası politikaların geliştirilmesi ihtiyacı, birbirine bağlı uluslararası düzenin eksiklikleri olarak ortaya çıkmıştı (Mallick, Mahalik ve Sahoo, 2018:307-324).

Sonunda büyük ekonomik güçler veya G-7 ler, Rambouillet Zirvesi (1975), Londra Zirvesi (1977) ve Bonn Zirvesi (1978) gibi zirveler yaparak resmi koordinasyon çabaları başlatmışlardı. Ancak, bu çabalar 1978-1979 yılındaki ikinci petrol krizi ve Almanya ile Japonya'nın yayılmacı ekonomik politikaları sebebiyle başarısız olmuştu (Diaz, Molero ve Gracia, 2016: 417-430).

Uluslararası finansal akımların hızı, uluslararası ekonomik sistemin dönüşümüne yol açmış ve bu da uluslararası bağımlılıkta önemli bir artışa neden olmuştur. Buna ek olarak, finansal piyasalardaki gelişme, uluslararası şirketleşme dönüşümüne neden olmuştur. Çok uluslu şirketler ve ittifaklarda önemli artışlar olmuş, finans, iş dünyası ve ticaretteki değişiklikler, uluslararası ekonomik meseleleri yöneten kuralların yeterliliğinin sorgulanmasına neden olmuştur (Lorusso ve Pieroni, 2018:223-236).

Gelişmekte olan ekonomiler dış yardımların büyümesi, birincil emtialar için dünya piyasa fiyatlarının düşmesi ve faiz oranlarının artması sorunlarıyla boğuşurken, IMF ve Dünya Bankası, Yapısal Uyum Politikası olarak adlandırılan ve kredi vermenin bir koşulu olarak gelişmekte olan ekonomiler için reform kriterleri belirten bir yaklaşım benimsemiştir. Böylece dünyada küreselleşme süreci hızlanarak devam etmiştir. Yukarıda ki küreselleşme sürecine ek olarak küreselleşmeye yol açan etkenleri aşağıda detaylı olarak inceleyeceğiz.

1.2. Küreselleşmeye Yol Açan Etkenler

Küreselleşme, sosyal bilimlerde en çok tartışılan ve tanımlanmış kavramlardan biridir. Küreselleşme literatürü genel olarak İkinci Dünya Savaşı sonrası ve doksanlı yıllar ile birlikte gelişmeye başlamıştır. Bazı bilim adamlarına göre küreselleşme; özgürlük, demokratikleşme, insan hakları, ancak bazıları için emperyalizm, kapitalizm ve ekonomik devlet iktidarı çatışması olarak görülmektedir (Adabalı ve Özcan, 2016: 361).

Küreselleşme, uluslararası sosyal, politik ve ekonomik ilişkilerin geliştirilmesi, farklı kültür ve toplumların beklenti ve inançlarının daha iyi tanınması, uluslararası ilişkilerin yoğunlaştırılması gibi, görünüşte farklı fakat birbirine bağlı sorunları kapsamaktadır. Bu temelde küreselleşme, ülkelerin maddi ve manevi değerlerinin ulusal sınırlara yayılması ve bunların uyum ve bütünlük içinde çözülmesidir (Bourguignon, 2017:88).

Piyasaların birbirleriyle ilişkileri, benimsenecek siyasi sistem, demokrasi, din, insan kaynakları ve çevre bilinci gibi fikirlerin evrenselleşmesi de bu çerçevede değerlendirilmektedir. Bu açıdan dünyadaki küreselleşme, siyaset, kültür, ekonomi, hukuk, insan kaynakları, sağlık, çevre, eğitim vb. alanlarda ortaya çıkmaktadır (Akgönül, 2001: 135).

Küreselleşme, farklı milletlerden, şirketlerden ve hükümetlerden insanlar arasında bilgi teknolojisinin desteklediği etkileşim, entegrasyon, uluslararası ticaret ve yatırımdır. Bu süreç aynı zamanda çevre, kültür, ekonomik kalkınma, sosyal refah ve politik sistemler ile de ilişkilidir. Küreselleşmenin daha genel tanımı, her ülkenin ekonomisinin, siyasetinin, kültürünün ve ideolojisinin diğerine nüfuz etmesine izin veren ulusal ve uluslarüstü yapıların ve süreçlerin oluşumu olarak tanımlanabilir (Kar ve Günay, 2003:3).

Birleşmiş Milletler küreselleşmeyi toplumlar arasındaki bağların yayılması olarak tanımlamaktadır. Daha spesifik olarak küreselleşme, bir ülkenin yerel ekonomik sisteminin uluslararası liberalleşme, sermaye akımları, yabancı yatırımlar, bilgi akımları, teknolojik değişimler ve bireysel faktör ekonomilerinden ziyade küresel boyutta üretim faktörlerinin kullanımı yoluyla uluslararası pazarlara ve kurumlara entegre edilmesidir (Stiglitz, 2017:129-137).

Küreselleşme, bilginin merkezi rolünden doğan tüm sosyal, politik ve ekonomik yapıları ve süreçleri etkilemektedir. Bu kapsamda küreselleşmeye öncülük eden faktörler şu şekilde özetlenebilir (Cullenberg ve Pattanaik, 2004:45):

• Fiber optik, uydu ve bilgisayar teknolojisi ile küresel iletişiminin artması

• Entegre ve koordine edilmiş ürün tasarımı, üretimi, satışı, hizmetleri ve çok uluslu organizasyonlar

• Uluslararası düzeyde artan serbest ticaret anlaşmaları

• Tüm dünyada ticaret, finans, iş, ürün ve hizmetler için düzenlemelerin ve standartların geliştirilmesi

• Finansal piyasaların her gün 24 saat hizmet verebilmesi

• Birçok ülkede artan yabancı yatırım sayısı ve artan etkiler ile işçiler üzerinde kontrolün sağlanması (Cullenberg ve Pattanaik, 2004:47).

Görüldüğü gibi, uluslararası serbest ticaret yatırım ağları ülkelerin küresel sürece katılmasını gerekli kılmıştır. Giderek küreselleşen ekonomi giderek küreselleşen bir toplumu yönlendirmektedir (Levy-Livermore, 1998:451).

Uluslararası ticaret ve yatırım anlaşmaları ile uluslararası ajanslar küreselleşmeye öncülük eden başlıca araçlardır. Yeni bilgi teknolojileri, insanların her alanda ihtiyaç duydukları daha fazla bilgiye ulaşmalarına yardımcı olmaktadır. Bilginin kullanımı ne kadar uluslararasılaşırsa, o kadar fazla bilginin o kadar fazla sayıda bireye ulaşması kolaylaşmaktadır. Böylece küreselleşme, bireylerin küresel yeni dünyada daha zengin bilgi kaynaklarına ulaşmasını sağlamaktadır (Levy-Livermore, 1998:452).

Küreselleşmeye öncülük eden itici güçler incelendiğinde en önemlilerinin ekonomik, sosyal, politik, kültürel, çevresel ve teknolojik faktörler olduğu görülmektedir. Çalışmamızın bu bölümünde bu faktörlere değinilecektir.

1.3. Küreselleşmenin Ekonomik Etkileri

Karmaşık bir süreç olarak küreselleşme yeni bir olgu olmamakla beraber dünyamız yıllar önce ekonomik, sosyal, çevresel ve politik yaşamların farklı yönleri üzerindeki etkilerini yaşamıştır. Ekonomik küreselleşme, mal ve hizmetlerin sınır ötesi akımlarını, uluslararası sermaye akımlarını, gümrük vergilerinin ve ticaret engellerinin azaltılmasını, göçün ve teknolojinin yayılmasını ve sınırların ötesindeki bilgileri kapsamaktadır (Goldberg ve Pavcnik, 2007:48).

Küreselleşmenin yaşamın farklı alanları üzerindeki geniş etkileri son otuz yıl boyunca büyük ilgi görmüştür. Ülkeler, özellikle gelişmekte olan ülkeler son yıllarda küreselleşmeye adaptasyonu hızlandırmış olsalarda, ekonomik büyüme, yoksulluk, eşitsizlik, çevre ve kültürel hakimiyet üzerindeki farklı etkiler nedeniyle kaygı da duymaktadırlar (Goldberg ve Pavcnik, 2007:48).

Küreselleşme süreçleri, geniş kapsamlı sosyo-ekonomik sonuçlarla ilişkilendirilmiştir. 1970'lerden bu yana Avrupa'daki eski merkezi planlı ülkelerde sistematik bir değişiklik meydana gelmiştir. Aynı zamanda, yukarıda belirtildiği gibi, küreselleşme teknolojik ilerleme, serbestleşme gibi bir dizi başka değişiklikle

ilişkilendirilmiştir (Samimi ve Jenatabadi, 2014:4). Bununla birlikte, küreselleşmenin ekonomik etkilerini, önceki faktörlerin etkilerinden ayırmak oldukça zordur. Analizin yapıldığı zaman diliminden kaynaklanan başka zorluklar da vardır. Acil ve kısa vadeli etkiler orta ve uzun vadeden çok farklı olabilmektedir. Bu niteliklere rağmen, küreselleşme süreçlerinin belirli sosyo-ekonomik etkiler yaratma eğiliminde olduğunu vurgulamak önemlidir. İlk olarak ekonomik etkiler üzerinde yoğunlaşan kilit konular arasında küreselleşmenin verimlilik, büyüme ve dağıtım üzerindeki etkileri bulunmaktadır. Küreselleşmenin verimlilik artışlarını çeşitli şekillerde teşvik ettiği ise açık bir gerçektir (Samimi ve Jenatabadi, 2014:4).

Piyasa çarpıklıkları azaltıldığında veya ortadan kaldırıldığında statik kazanımlar gerçekleşmektedir. Küreselleşme, malların, hizmetlerin ve üretim faktörlerinin hareketi önündeki engellerin kalkmasında büyük rol oynamıştır. Küreselleşmenin getirdiği büyük rekabet, yönetim ve teknolojideki iyileştirmeler yoluyla dinamik verimlilik kazanımları da yaratmıştır (Ball, 2006:126).

Benzer şekilde, devlet işletmelerinin özel şirketler tarafından dönüştürülmesi (özelleştirme) birçok durumda verimlilik kazanımlarına neden olmuştur. Verimlilik kazanımlarının değeri, kaynakların tam kullanımı ile bir çok faktörle ileri taşınmıştır. Ne yazık ki, küreselleşmenin ekonomik kriz ve durgunluk ile karşılaşması, çoğu ülkede kaynak tahsisinin iyileştirilmesi nedeniyle elde edilen verimlilik kazanımlarının yoksulluk, işsizlik ve eşitsizlik sorunları ile yeniden çakışmasına engel olamamıştır (Ball, 2006:127).

Büyüme ile ilgili olarak, kısa ve orta vadede dikkat edilmesi gereken noktalar arasında bazı çatışmaların varlığı bulunmaktadır. Küreselleşmenin kısa vadeli etkisi şüphesiz daralma niteliğindedir. Ulusal ve uluslararası rekabetin artması, diğer şeylerin yanı sıra, istihdam ve ücretlerdeki düşüşler yoluyla maliyetleri düşürmek ve verimliliği arttırmak için sürekli baskılara yol açmıştır. Ayrıca, bu, iş beklentileri konusunda artan belirsizliğe katkıda bulunmuştur. Bunun etkisi toplam tüketici talebini azaltmak olmuştur (Vertova, 2006:147).

Hükümetler ayrıca bütçe açıklarını azaltmak ve enflasyonu kontrol etmek için kamu harcamalarını kısıtlamak veya azaltmak zorunda kalmaktadırlar. Faktör ve ürün pazarlarının artan entegrasyonu, çoğu ülkenin talebi ve istihdamı teşvik etmek için yayılmacı politikalar izleme arzusunu etkili bir şekilde baltalamıştır. Aynı zamanda, uluslararası düzeyde, her bir ülkenin makro politikalarını koordine edecek etkili bir araç bulunmamaktadır (Vertova, 2006:148).

Piyasaların kendi dinamikleri içinde daraltıcı etkileri de vardır. Faiz oranlarını düşürmek veya kamu harcamalarını, banka kredilerini artırmak için yapılan herhangi bir girişim, sermaye akımları, döviz ve faiz oranları, kredibilite, vb. açısından piyasada negatif tepkilere yol açabilmektedir. Piyasalar hükümetlerin makro-ekonomik politikalarını veto edebilmekte böylece ülkeler küresel pazarların esirleri haline gelmektedirler (Faustino ve Vali, 2013:13-31).

Uzun vadeli etkiler ise daha belirsizdir. Artan verimlilik, daha fazla rekabet ve ticari faaliyetler için uygun bir ortamın yaratılmasının, yatırım, işletme ve teknolojik ilerlemeyi teşvik edeceği ve böylece daha sürdürülebilir bir şekilde daha hızlı bir büyümeye katkıda bulunacağı söylenebilir.

Asya'daki birçok ülkede olduğu gibi, tek tek ülkelerin veya ülke gruplarının hızla ilerleyebileceğinden şüphe yoktur. Ancak, politikayı dünya düzeyinde koordine edecek etkili mekanizmaların yokluğunda, yeni çevre ve küresel piyasa güçlerinin yukarıda belirtilen daraltıcı etkilere karşı koyup koyamayacağı veya dünya ekonomisinin sürekli ilerlemesi için bir irade sağlayıp sağlayamayacağı belirsizdir (Faustino ve Vali, 2013:13-31).

Dağıtım konusu, küreselleşmeden doğan fayda ve kayıplarla ilişkilidir. Daha spesifik olarak, küreselleşmeyle irtibatlı değişikliklerin kim tarafından kazanıldığı ve kaybedildiği konusu önemli bir sorun olarak ortsaya çıkmaktadır. Gelir dağılımı, diğer şeylerin yanı sıra, ekonomik faaliyet, kamu vergilendirmesi ve harcamaları, ticaret ve kaynak akımları ile faktör ve ürün fiyatlarındaki değişikliklerden etkilenmektedir.

Dolayısıyla, küreselleşmeyle ilişkilendirilen gelir dağılımındaki değişikliklerin boyutlarını ve yönünü tahmin etmek son derece zordur (Beer ve Boswell, 2001:67).

Burada söylenebilecek tek şey, küreselleşmeyle ilişkili gelir dağılımını etkileyen ana eğilimlerin tanımlanmasıdır. Kısa vadede, küreselleşmeyle ilişkili değişikliklerin çoğunun gelir eşitsizliklerini derinleştirmesi muhtemeldir. Piyasa güçlerinin işgücü ve sermaye piyasalarındaki rolünün, çoğu ülkede, özellikle faiz oranlarını ve ücretleri düşürmesi beklenebilir. Büyük oranda da bu böyledir çünkü bu piyasaların hükümet düzenlemeleri faiz oranlarını kontrol etmek ve asgari ücret sağlamak üzerine tasarlanmıştır (Beer ve Boswell, 2001:68).

Bu etkilerin, dolaylı, bireysel ve kurumlar vergilerine yönelik hamleler, sübvansiyonların azaltılması, sosyal güvenlik ve refah harcamaları gibi adımlar ve maliye ve kamu harcamalarındaki değişiklikler ile güçlendirilmesi muhtemeldir (Beer ve Boswell, 2001:68).

Ekonomik faaliyetler üzerindeki deflasyonist etkiler, istihdam ve ücretler üzerinde daha fazla baskı yaratabilmekte bu da teknolojik tasarrufun kaydedilmesiyle güçlendirilebilmektedir. Ulusal ve uluslararası artan rekabetin çoğu ülke için aynı yönde çalışması muhtemeldir. Kaynak akışlarının hız ve hacmindeki artışın, ticaretin genişlemesinin ve üretimin uluslararasılaşmasının gelir dağılımı üzerinde önemli etkileri olması beklenebilir (Oduwaye, 2006:199-205).

Yabancı fonları, yatırımları ve teknolojiyi çekerken aynı zamanda üretim ve ihracatın genişlemesini sağlayan ülkelerin, artan istihdam ve ücretler sayesinde muhtemelen eşitsizliğin de azalmasıyla karşılaşması muhtemeldir. Tam tersinde ise daha az rekabetçi ve istikrarsız ülkeler sermaye, yatırım, beceri ve girişimciliğin ülkelerinden çıkışı ile muzdarip olabilirler (Oduwaye, 2006:199-205).

Hem yoksulluğu hem de eşitsizlikleri daha da kötüleştirecek şekilde üretim, istihdam ve ücretlerin aşağı doğru gitmesi sarmalına yakalanacaklardır. Bu sarmalın genel etkisinin çoğu ülkede işçi sınıfı üzerinde olumsuz etkileri olması muhtemeldir.

Sanayileşmiş ülkelerde istihdam ve ücretler üç kaynaktan baskı görürler. Bunlar içten ve dıştan artan rekabet, teknolojik ilerleme ve üretimin uluslararasılaşmasıdır (Oduwaye, 2006:199-205).

İşçi hakları ile ilgili hala yetersiz sayabileceğimiz olan kazanımlar olmasaydı,küreselleşme sonrası işçi sınıfının sanayileşmiş ülkelerdeki kaderi daha da kötü olurdu. Aynı şekilde, küreselleşme sebebiyle birçok küçük ve orta ölçekli işletme artan ulusal ve uluslararası rekabetten muzdarip olmuşlar ve zarar görmüşlerdir. Küreselleşmenin en büyük faydalanıcılarının büyük şirketler, mobil sermaye sahipleri ve profesyonel kadrolar olması muhtemeldir.

Orta ve uzun vadede, birçok dinamik faktör devrede olacağı için ekonomik etkileri kesin yargılarla değerlendirmek son derece zor olacaktır. Temel soru, küreselleşmenin dünya ekonomisinin büyüme hızı ve kurucu parçaları üzerindeki etkisidir. Büyüme örüntüsü, fayda ve maliyetlerin dağılımının belirlenmesinde de kritik bir öneme sahiptir (Oduwaye, 2006:199-205).

Önümüzdeki dönem için bir çok şey, çeşitli pazarların (mallar, hizmetler, sermaye ve emek) birbirleri ile küresel düzeyde ne kadar entegre olabileceğine bağlı olacaktır. Ulusal düzeyde izlenen ekonomi politikaları, küreselleşmenin dağılımsal etkilerini belirlemede açıkça kritik rol oynamaktadır.

1.3.1. Küreselleşmenin Reel Ekonomi Üzerine Etkisi

Küreselleşmenin büyüme üzerindeki etkilerinin kendisini kaynak dağılımı boyutunda gösterdiği söylenebilir (Yurttançıkmaz ve ark., 2014:75). Lucas'a göre küreselleşme, olası faktörlerden herhangi bir faktör vasıtası ile bile uluslararası faktör akımlarını etkileyebilmekte ve dünya ölçeğinde maksimum getiriyi sağlayarak kaynak dağılım verimliliğini ve büyümesini artırabilmektedir. Yine Lucas (2000) tarafından küreselleşmeyle birlikte tüm ülkelerin aynı teknoloji düzeyine sahip olacağı ve

böylece ülkelerin gelişmişlik düzeylerinin birbirine yaklaşacağı savunulmaktadır. Bu etkiler küreselleşme döngüsü ile de açıklanabilmektedir.

Küreselleşme döngüsünde, "mal ve hizmetteki yenilikler" başlangıç noktası olarak kabul edilebilir. "Mal ve hizmetteki yenilikler" hem eski mal ve hizmetleri, hem bilgi ve iletişim teknolojilerini hem de finansal hizmetlerin yakınlığını ve erişilebilirliğini etkilemektedir. "Mal ve hizmetlerde yenilikler", eski mal ve hizmetlerden kurtularak kaynakların yeniliğe açık olmasına neden olmakta ve eski mal ve hizmetler üzerinde rekabetçi baskılar yaratmaktadır. Zamanla, bu kaynaklar daha fazla mal ve hizmet yeniliğine yol açabilmektedir (Thoumrungroje ve Tansuhaj, 2007:43-58).

Öte yandan, mal ve hizmetlerdeki yenilikler bilgi ve iletişim teknolojilerine erişimin artmasına neden olmaktadır. Böylece, çok sayıda insan için bilgiye erişim, bilgi alışverişi ve bilgi kullanımı sağlanmaktadır. Buna ek olarak, mal ve hizmetlerdeki yenilikler refah yaratmak ve yenilikleri coğrafi olarak yaymak için kullanılabilmekte bu da zamanla mal ve hizmetlerde daha büyük yeniliklere yol açmaktadır. Son olarak, "mal ve hizmetlerdeki yenilikler" finansal hizmetlerin de kapsamını ve erişilebilirliğini artırabilmektedirler (Thoumrungroje ve Tansuhaj, 2007:43-58).

Bilginin coğrafi olarak yayılması, yaşam standartları ve kültürel ürünler hakkındaki uluslararası farkındalığı artırmak, eski mal ve hizmetler üzerinde rekabetçi baskılar oluşturmak anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, uluslararası yaşam standartları ve kültürel ürünlerle ilgili uluslararası farkındalık ulus devletleri önlemler almaya zorlamaktadır. Böylece, siyasi ve ekonomik serbest ticaret çerçevesinin yerleşik bileşenleri güçlendirilmiş olmaktadır. Bu ayrıca, "elektronik pazar çekiciliğini" artırabilmekte böylece, küresel yatırımcılar eski mal ve hizmetlerden tasarruf edilen kaynaklara finansal kaynak aktarabilmektedirler. (Georgantzas ve diğerleri, 2009; İncekara ve Savrul, 2011:3-22).

Ayrıca küreselleşmenin ekonomik büyüme ile ilişkisi de bulunmaktadır. 1980'lerden bu yana dünya ekonomisinde küreselleşme eğilimlerindeki artış, ilgili

literatürde farklı görüşlere yol açmıştır. Küreselleşmenin (iyi yönetilmediğinde) ekonomik büyümeyi desteklemediğini ve iş yaratmayı olumsuz yönde etkilediğini savunan Stiglitz (2002), giderek derinleşen küreselleşme ortamının, azgelişmiş ülkelerin değil gelişmiş ülkelerin lehine olduğunu vurgulamaktadır (Stiglitz, 2002:500).

Bhagwati (2004) ise küreselleşme eğilimlerindeki artışın uluslararası bağlamda rekabeti ve ekonomik büyümeyi olumlu etkileyeceğini savunmaktadır (Bhagwati, 2004:40). Dolayısıyla, küreselleşmenin ülkelerin ekonomik büyümeleri üzerindeki etkileri hakkında görüşlerinin olumlu ve olumsuz olarak ikiye ayrıldığı söylenebilir.

Küreselleşmenin ülkeler üzerinde olumlu etkilere yol açacağı görüşüne göre, bu etkiler ticaret ve açıklıktan kaynaklanmaktadır. Bu görüşe göre küreselleşme, iç pazarların daha verimli çalışmasına, dış ticaret hacminin genişlemesine, küresel rekabet gücünün artmasına, yatırımlara ve üretkenliğe katkıda bulunarak gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek bir büyümeye yol açmaktadır. Ayrıca gelir eşitsizliği ve yoksulluk düzeylerinin azalmasına neden olmaktadır (Potrafke, 2015:509-552; Yurttançıkmaz ve ark., 2014:77).

Washington konsensüsü olarak da bilinen bu görüş Dünya Bankası (DB) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) gibi uluslararası kuruluşlar tarafından desteklenmektedir (Rao ve Vadlamannati, 2011:795-805). Ayrıca, küreselleşmenin yol açtığı hızlı teknolojik değişim, dünya finans piyasalarının entegrasyonu, düşük işlem ve bilgi maliyetleri, verimlilik ve yatırım büyümesi, optimal kaynak tahsisi ve tam istihdamı sağlamaya yardımcı olmakta böylece ülkelerin ekonomik büyüme oranlarını artırmaktadır (İncekara ve Savrul, 2011:3-22). Ancak ülkelerin küreselleşmenin yarattığı fırsatlardan eşit derecede fayda sağlayıp sağlayamadıkları ise belirsiz ve tartışmalıdır (Gurgul ve Lach, 2014:99-107).

Stiglitz (2002), küreselleşmeden sağlanan faydaların yayılmasını sınırlayan bazı kurumsal zorluklar, tekelci eğilimler, ahlaki tehlike ve olumsuz seçim gibi

sorunlar olabileceğini belirtmektedir (Baddeley, 2006:179). Başka bir görüşe göre, küreselleşme ülkelerin refahını olumsuz etkileyen bir süreçtir. Küreselleşmenin gelir eşitsizliğini artırdığını, çevresel ve sosyal standartlarda bir miktar bozulmaya neden olduğunu ve ekonomik kriz riskini, özellikle de zayıf finansal kurumları olan ülkeleri dış şoklara karşı savunmasız hale getiren sermaye hareketlerinin aşırı oynaklığı ile arttığını savunmaktadır (Türedi, 2016:22).

Son 30-40 yıldır büyük bir hızla gerçekleşmekte olan küreselleşme sürecinde, küreselleşmenin en önemli araçlarından biri olan doğrudan yabancı yatırımlar önemli bir rol oynamaktadır. Küreselleşme, özellikle 1990'ların başından itibaren, hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkelerde çeşitli parametreleri önemli ölçüde etkilemektedir. Az gelişmiş ülkelerde dünyanın geri kalanıyla ticaretin sanayiye zararlı olup olmadığı konusunda hala tartışmalar devam etmektedir; bundan dolayı vergiler, tarifeler ve gizli engeller gibi ithalat kısıtlamalarını benimsemişlerdir (Bordo, 2017:64).

Bununla birlikte son yirmi yılda iletişim ve bilgi teknolojilerindeki devrimci gelişmenin yanı sıra finansal küreselleşme nedeniyle, uluslararası ticaret az gelişmiş ülkelerde de popüler hale gelmiştir. Küreselleşme sürecinin, ticaret serbestliği, ihracatın çeşitlendirilmesi ve doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) gibi ekonomik ve finansal değişkenler üzerinde çeşitli sonuçları olmuş ve tüm bu değişkenler özellikle ekonomilerdeki reel çıktı seviyesini önemli ölçüde etkileyebilmiştir (Bordo, 2017:65).

Ticaret serbestliği, reel çıktı seviyesini farklı şekillerde etkilemektedir. Dışa aktarılan büyüme hipotezine göre, kaynakların yer değiştirmesiyle verimlilik iyileştirmeleri sağlanabilmektedir. Üretimin sanayileşmesi, kişi başına gayri safi yurtiçi hasılada (GSYİH) bir artış sağlamakta, yeni istihdam fırsatları yaratmakta ve ihracatı teşvik etmektedir. İhracatın yönü dikkate alındığında, ihracattaki artış toplam üretimi olumlu yönde etkileyecektir. Ayrıca, sanayi üretiminde verimliliği ve etkinliği artırabilecek ara mal veya ekipman ithalatı, ülkelerdeki ekonomik performansa da önemli bir katkı sağlamaktadır (Wacziarg ve Welch, 2008:187-231).

Ticaretin serbest olmasıyla birlikte, DYY'nin özellikle reel gelir üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler genellikle daha düşük fiziksel sermayeye, beşeri sermayeye ve yurtiçi tasarruflara sahiptir, ayrıca yüksek nüfus artış oranları ile karşı karşıyadır. Bu ülkelerde teknolojik yayılım etkisi de oldukça yavaştır ve DYY'nin ev sahibi ülkeye sağladığı başlıca faydalardan biri de yatırımlar için ek sermaye üretilmesidir.

Bu nedenle DYY, yurtiçi tasarrufları yetersiz olan ülkelere önemli ölçüde katkıda bulunmaktadır. BM'ye (2011) göre, UDM'lerin tasarruf açığı düşünüldüğünde, DYY verimlilik açığının kapatılmasında büyük önem taşımaktadır. DYY'nin gerçek gelir üzerindeki etkilerine dair literatürde iki görüş bulunmaktadır. Birincisi, 'bağımlılık teorisine' göre, DYY kısa vadede gerçek çıktıyı desteklese de, uzun vadede ev sahibi ülkede çeşitli istikrarsızlıklar üretebilecektir (Tsai, 1994:137-163).

Gerçekten de, siyasi istikrarsızlıktan ve küresel pazarların entegrasyonu için verimsiz politika seçimlerinden kaynaklanan ticaret serbestleşmesi başarısızlığı, özellikle fakir ülkeleri olumsuz etkilemektedir (Bigsten ve Durevall, 2003). İkincisi, 'modernleşme teorisine' göre DYY, gerçek çıktı seviyesini yükseltmek için ek sermaye sağlamaktadır (Tsai, 1994:137-163). DYY'nin reel çıktı üzerindeki etkileri, yayılma etkilerinin bir sonucu olarak iç piyasadaki ölçek ekonomilerine bağlıdır ve ev sahibi ülkedeki imalat sektöründe katma değerli üretimin artmasına katkıda bulunmaktadır. Buna ek olarak, ülkenin kapasitesi ve ileri teknolojiyi ne ölçüde taşıyabileceği, gerçek çıktı modeli açısından büyük öneme sahiptir (Borensztein, De Gregorio ve Lee, 1998). DYY'nin bir diğer etkisi de yatırım sahibi ile ev sahibi ülkeler arasındaki ticaret hacminde artış sağlamaktır. Bu artış, ev sahibi ülkedeki yatırım fırsatları hakkında daha fazla bilgi edinilmesine neden olmaktadır (Basu, Chakraborty ve Reagle, 2003:510-516).

Ayrıca, neoklasik büyüme modellerinde, DYY ve ticaret serbestliği, gerçek çıktıyı ancak teknolojiye olumlu katkıda bulunduğu sürece etkileyebilmektedir (Makki ve Somwaru, 2004:795-801). Öte yandan, içsel büyüme modellerine göre, DYY ve ticaret açıklığı, yayılma etkileri ve dışsallıkların yaratılmasıyla üretimdeki getirileri

artırarak gerçek geliri teşvik edebilmektedir. Bu modellerde, DYY ve ticaret açıklığı ev sahibi ülkenin beşeri sermaye seviyesi ve teknoloji bölümü üzerinde önemli bir etkiye sahiptir (Ahmed, Cheng ve Messinis, 2011).

DYY ve ticaret serbestliğinin yayılması uzun vadede reel gelir artışına yol açmanın yanı sıra ev sahibi ülkede artan iş gücü ve yönetim becerilerine olumlu katkıda bulunmaktadır. Düşük gelirli ülkelerde teknolojik yayılım etkisi de oldukça yavaştır ve ev sahibi ülkedeki DYY'nin temel faydalarından biri yatırımlara ilave sermaye üretmektir.

Bu nedenle DYY, yurtiçi tasarrufları yetersiz olan ülkelere önemli ölçüde katkıda bulunmaktadır. BM'ye (2011a) göre, UDM'lerin tasarruf açığı düşünüldüğünde, DYY verimlilik açığının kapatılmasında büyük önem taşımaktadır. Kısacası, DYY yeni teknolojiler ile birlikte teknik bilgi, yeni yetenekler, araştırma ve geliştirme getirmektedir.

1.3.2. Küreselleşmenin Finansal Ekonomi Üzerine Etkisi

Son yıllarda ülkeler arasında ulaşım, iletişim ve teknoloji bağlantılarının artmasıyla ülkeler arasındaki finans ve üretim faktörlerinin hareketliliği de artmıştır. Bu artış küreselleşmenin hızlanmasına neden olmuştur. Küreselleşme genellikle dünya ticaretinde malların ve sermaye piyasalarının entegrasyonu süreci olarak adlandırılır. Bu nedenle, iletişim ve teknolojideki ilerlemenin tetiklediği küreselleşme, dünya pazarlarının ve medeniyetlerin entegrasyon süreci olarak da tanımlanabilir.

Küreselleşme, insanlar, bilgi ve fikirler, sermaye ve mallar dahil olmak üzere çeşitli akımlara aracılık eden, kıtalararası mesafelerde aktörler arasında bağlantı ağları oluşturma sürecini sağlamaktadır. Dolayısıyla küreselleşme, ulusal sınırları aşan, ulusal ekonomileri, kültürleri, teknolojileri ve yönetişimi birleştiren ve karşılıklı bağımlılık arasındaki karmaşık ilişkileri üreten bir süreçtir (Gygli ve ark., 2018:62).

Küreselleşmeyi tanımlarken, sadece ekonomik faaliyetler değil, aynı zamanda birçok önemli faktör de dikkate alınabilir (Heshmati ve Lee, 2010). Küreselleşme ülkelerin sosyal, politik ve ekonomik yapılarını birebir etkilediği için küreselleşmenin ayrıca ekonomik, sosyal ve politik olmak üzere üç boyutu bulunmaktadır. Küreselleşmenin ekonomi ve finans boyutu, sermaye akımlarını, iletişim ve ulaşımdaki gelişmeleri sağlayarak üreticilerin rekabet edebileceği bir dünya pazarının gelişmesine yol açmaktadır.

Küreselleşmenin milli gelirin artması, küresel sermayeye erişim, yeni iş fırsatlarının ortaya çıkması, kredi ve yatırımların artması, teknoloji transferi, enerji ve iletişim alt yapılarının geliştirilmesi, işgücü kalitesi ,çalışma koşullarının iyileştirilmesi ve insan haklarının yaygınlaştırılması gibi olumlu etkileri bulunmaktadır. Buna ek olarak, sermaye piyasalarının istikrarının bozulması, kültürel bütünlüğün kaybı, ulusal ekonomik özerkliğin zayıflaması, beceri ve sermayesi olmayan ülkelerin daha fazla yoksullaşması gibi olumsuz etkileri de mevcuttur (Mutascu ve Fleischer, 2011).

Küreselleşme ile ilgili endişeler, ekonomik büyüme, yoksulluk, eşitsizlik, bölgesel farklılıklar, kültürel hakimiyet, çevresel veya ekonomik entegrasyonun etkileri nedeniyle son yıllarda artmaktadır (Heshmati ve Lee, 2010). Küreselleşme çok yönlü etkileri olduğu için en tartışmalı konulardan biri haline gelmiştir. Bununla birlikte, literatürde küreselleşmenin etkileri konusunda tam bir fikir birliği bulunmamaktadır.

Literatürdeki bazı çalışmalar, küreselleşmenin dış ticaret hacminin genişlemesine, yatırım ve verimliliğin artmasına ve küresel rekabet gücüne katkıda bulunarak ekonomik büyümeyi artırdığını göstermektedir. Bazıları ise küreselleşmenin gelir eşitsizliğini artırdığını, çevresel ve sosyal standartlarda bir miktar bozulmaya yol açtığını, ekonomik kriz riskini artırdığını ve dolayısıyla ülkelerin refahını olumsuz etkilediğini savunmaktadır (Martell, 2016:98).

Finansal piyasaların entegrasyonu, iletim mekanizmasında da önemli bir rol oynamaktadır. Birbirine bağımlı finansal piyasalar özellikle daha kolay yayılabilen sistemik risklere maruz kalmaktadır. Küreselleşmiş bir pazarda, riskler belirli bir pazarla sınırlı değildir, ancak sınırların ötesine kolayca yayılabilmektedir. Devam eden bir mali kriz, mevcut reel ve finansal sektör iletim kanallarının gücünü etkileyen hatta ek iletim kanalları yaratan likiditenin önemini de dikkate almaktadır (Martell, 2016:99).

Kredi piyasası gerilimleri kesinlikle üretim maliyetlerini etkilemektedir. Borçların hacmi, reel kredi için yüksek kredi maliyetine karşı koymanın bir yolu olan dondurucu kredi piyasalarının arka planında da olsa büyük ölçüde artmaktadır. Uluslararası bir finansal krizin etkileri, ihracatın yavaşlaması hatta gerilemesi yoluyla ticari kanallar üzerinden iletilmektedir.

Mali kanal aracılığıyla dış finansmana erişim daraltılır bu nedenle borç verme hacmi kısıtlanır ve özel dış borç hizmeti zorlukları yaratabilir. Döviz kuru kanalıyla dış finansmanın azalması yerel para biriminin değer kaybına yansımakta, güven kanalı aracılığıyla, yatırımcıların geri çekilmesi görünür olmaktadır. Bu etkilerin yayılması, ekonomik değişkenler konusundaki belirsizliğin son derece yüksek olmasına yol açmaktadır.

Sırasıyla, beklentiler üzerindeki olumsuz etkiler vurgulanarak, tüketiciler ve ekonomik ajanlar düzeyinde artan bir ihtiyatla krizin vurgulanması sağlanmaktadır. Literatürde, her iki yönde faaliyet gösterebilecek reel ve finansal sektörler arasındaki iletim kanalları belirlenmiştir. Diğer bir deyişle, reel ekonominin bazı koşulları finansal olanları (hanehalkı ve şirketlerin bilançolarında gözlemlenebilir) etkilerken, hanehalkı ve firmaların finansal koşulları da reel ekonomik sektörü etkilemiştir (Mishkin, 2009:187-196).

Reel finans sektörü iletim kanalları üzerine yazılan ekonomik literatür genellikle standart makroekonomik teoridir. Genel anlamda, zayıf makroekonomik koşullar şirketleri etkilemekte, karları ve hanehalkı gelirlerini azaltmaktadır. Bu

koşullarda net değerlerin artışı azalmakta; bazı durumlarda, net servet de azalmaktadır. Diğer bir olası etki ise kredi koşullarının sıkılaştırılması ve borçluların temerrüt olasılıklarının artmasıdır. Son durumun banka zararları ve dolayısıyla banka bilançoları üzerinde doğrudan etkisi olmaktadır (Mishkin, 2009:187-196).

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI REZERVLER

2.1. Uluslararası Rezerv Tanımı ve Kapsamı

Uluslararası rezervler, merkez bankalarının kendi aralarında uluslararası olarak transfer edebilecekleri ve birbirlerine çevrilebilen her türlü rezerv fonudur. Uluslararası rezervler merkez bankaları arasında kabul edilebilir bir ödeme şekli olmaya devam etmektedir. Rezervler altın veya dolar veya euro gibi belirli bir para birimi olabilir. Birçok ülke aynı zamanda yerel para birimi de dahil olmak üzere borçlarını ve mevduatlarını desteklemek için uluslararası rezervleri kullanmaktadır (Aizenman ve Marion, 2004:569-591).

Uluslararası rezervler (veya ödemeler dengesindeki rezerv varlıklar), bir ülkenin para otoriteleri tarafından temin edilebilen ve bunlar tarafından kontrol edilen harici varlıklardır. Uluslararası Para Fonu'na (IMF) göre, uluslararası rezervler yabancı para birimleri, yabancı para cinsinden diğer varlıklar, altın rezervleri, özel çekme hakları (SDR'ler) ve IMF rezerv pozisyonlarını içermektedir (Aizenman ve Marion, 2004:569-591).

Bu rezervler, uluslararası ödeme dengesizliklerinin doğrudan finansmanı için kullanılabileceği gibi bu tür dengesizlikler sebebiyle olumsuz etkilenen döviz kurlarına etki etmek amacıyla döviz piyasalarına müdahale yoluyla dolaylı olarak da kullanılabilmektedir.

Bu kapsamda değerlendirildiğinde bir para birimi, yalnızca onu ihraç eden ülke ile değil, aynı zamanda üçüncü ülkelerle yapılan işlemlerde de kullanılabiliyorsa uluslararasıdır. Hartmann Mid Issing (2000), bir para biriminin uluslararası rol

oynayabilmesi için önemli olan dört faktörü şöyle tanımlamıştır. Bunların ilki, iç finansal piyasaların genişliği, likiditesi ve açıklığıdır.

Büyük ve likit finansal piyasalar düşük işlem maliyetleri anlamına gelmekte ve yabancı yatırımcıları cezbetmektedir. İkinci faktör, paranın fikstür istikrarı ve güvendir. Üçüncü faktör, iç reel ekonominin büyüklüğü, gücü ve uluslararası bağlarıdır.

Bir ülke veya bölge, dünya ekonomisinde önemli bir rol oynadığında, onun para birimi yabancı para otoriteleri tarafından diğer işlemlerde de kullanılabilmekte ve bu para birimi kolayca kabul görmektedir. Son faktör ise para biriminin önceki kullanımı yani geçmiş itibarıdır.

Rey'e (1998) göre, bir para birimi uluslararası bir para birimi olarak kabul görmek istiyorsa, işlem maliyetlerinin göreli olarak düşük olması gerekir. Bu para birimindeki işlem hacimleri yüksek ve döviz kuru değişkenliği düşük olduğunda işlem maliyetleri daha düşük olmaktadır. Portes ve Rey (1998) araştırmalarında, euronun ağının genişliğine ek olarak ayrıca yerel ve sınır ötesi ticaretteki etkinliği nedeniyle de önemli bir uluslararası para birimi haline gelmiş olduğunun altını çizmektedirler (Portes ve Rey, 1998:478).

Garganas (2003), bir para biriminin uluslararası alanda kullanılabilmesi için gerekli olan bazı faktörler olduğunu belirtmektedir. Bir para biriminin kabul görmesi için piyasanın ve insanların onun kalıcı ve saklanabilir bir değer olduğuna inanmaları gerekmektedir. Bu, para birimini ihraç eden ülke veya para birliğinin, diğer rakip para birimlerine göre daha düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına sahip olması gerektiğini ortaya koymaktadır (Portes ve Rey, 1998:478).

Enflasyon, bir para biriminin satın alma gücünü azalttığı için uluslararası alanda kullanımını da engellemekte, ayrıca, döviz kuru amortismanı ve belirsizliğine yol açmaktadır. Bir para biriminin öngörülebilir ve istikrarlı olması onun gelecekteki değeri ve uluslararası kullanımı için gerekli bir koşuldur.

Elbette bir para biriminin uluslararası olması için tek şart bu değildir. Garganas (2003) tarafından boyut faktörü olarak adlandırılan başka bir faktör daha vardır. Boyut faktörü, para biriminin yasal bir ihale olarak hizmet ettiği göreceli ekonomik ve demografik alanla ilgilidir. Garganas'a göre, "Uluslararası ticaret ve finansa açık, aktif ve güçlü bir ekonomi doğal olarak geniş kapsamlı ticari faaliyetleri destekleyecek bu da ülke ekonomisine büyük miktarda döviz kazandıracaktır."

Garganas'ın bahsettiği son faktör ise açık,şeffaf,derinleşmiş ve çeşitlenmiş bir finansal sistemin varlığıdır. Faiz ve kur gelişmeleri alanında böyle bir finansal sisteme ait para biriminin uluslararası rolü ve avantajları daha yüksek olacaktır.

2.1.1. Uluslararası Para Birimi İhtiyacı

Uluslararası para birimlerinin olmadığı bir dünya düşünüldüğünde böyle bir dünyada, her ülkenin mal ve hizmet ihracatçıları satışlarını kendi yerel para birimlerinden faturalandıracak ve sonra ödeme isteyeceklerdi. Diğer ülkelerde (bu ülkenin müşterileri) o ülkeden mal ve hizmet satın aldıklarında o para birimini satın almak zorunda kalacaklardı (Ball, ve Reyes, 2009:343-348).

Ayrıca, böyle bir dünyada, firmalar ve hükümetler sadece kendi para birimlerinde varlıklar çıkaracaklar ve bankalar kendi para birimlerinden başka para ya da kredi veremeyeceklerdi. Hiç kimse başka bir ülkenin para birimi cinsinden finansal araçları bulundurmada hevesli olmayacağı için, tüm uluslararası sermaye akımları da mecburen göz ardı edilecekti.

Ülkeler aralarında kendi para birimlerinde ticaret yapsaydı döviz piyasası nasıl işlev görebilirdi? Genellikle ülkeler diğer ülkelerle ticaret yapmaktadırlar. Sonuç olarak, ithalatçılar alımlarını ödemek için diğer ülkenin yabancı parasına ihtiyaç duyacaklardı. Bununla birlikte, döviz piyasasında bu çeşitli para birimleri ile ekstra işlemler yapıp kayba uğramaktansa işlem yapmak için tek bir döviz kullanılması en verimli yöntem olarak görülmektedir (Ball, ve Reyes, 2009:343-348).

Uluslararası rezerv para birimi gereksinimi, paranın değişimi açısından oldukça önemlidir. Ticari alışverişlerde bir veya daha fazla para biriminin kullanılması, tarafların kendi para birimlerini kullanmasından çok daha verimli sonuçlar elde edilmesini sağlayacaktır. İşlemlerin tek para birimi cinsinden yapılması daha az sayıda döviz piyasasını yeterli kılacak, bu sebeple ekstra piyasalar oluşturulması sebebiyle meydana gelecek yeni maliyetlere gerek kalmayacaktır. Ayrıca daha az sayıda piyasanın varlığı, bu piyasalardaki işlem hacimlerinin ve işlem maliyetlerinin daha makul olmasını sağlayacaktır.

Geleceğin yol açtığı belirsizlikler nedeni ile rezerv yeterliliğini değerlendirecek kusursuz ve kesin bir çerçeve aslında yoktur. Merkez bankaları, bir ülkenin rezerv pozisyonunu belirli bir risk veya kırılganlık gibi ihtimaller üzerine önlemelr alarak rezervleri dengelemeyi hedeflerler. Ancak söz konusu önlemler esasen ülkenin döviz kuru rejimi, sermaye hesabı serbestliği ile finansal piyasa derinliği ve likidite gibi ülkeye özgü faktörleri dikkate almalıdır.

Rezerv yeterliliğini ölçmek için standart anlamada pek çok yöntem geliştirilmiştir , kısaca bu yöntemler (Aslan ve Carlos, 2019) :

- **İthalat teminatı**: rezervlerin ithalatı sürdürebileceği ay sayısını ölçmek için kullanılmaktadır. Bu gösterge genellikle nispeten kontollü sermaye hesabı olan ülkeler için geçerli kabul edilir. Kıyaslama, üç aylık teminattır.
- **Rezervlerin kısa vadeli dış borca oranı**: bir ülkenin kısa vadeli dış döviz borçlanmasıyla ilgili potansiyel geri ödeme talebini ölçer. Guidotti-Greenspan kuralı, burada % 100 teminat önerir. Bu kural, kısa vadeli dış borç eksi cari hesap dengesi ile ölçülen 12 aylık tam potansiyel finansman ihtiyacını dikkate alacak şekilde genişletilebilir.
- **Rezervlerin M2'ye oranı**: yurtiçi kaynaklardan yabancı varlıklara yönelik potansiyel talebi ölçer. Bu gösterge, finansal olarak gelişmiş piyasalara ve açık bir sermaye hesabına sahip ülkeler için geçerli kabul edilir. Kıyaslama genellikle % 20 olarak belirlenir.

- **Wijnholds ve Kapteyn (2001):** hem kısa vadeli dış borcun çevrilmemesinden hem de bölge sakinlerinin sermaye kaçışından kaynaklanan potansiyel rezerv tüketimini ölçer. Kısa vadeli dış borç artı düzeltilmiş M2 toplamıdır. İkinci bileşene uyum döviz kuru rejimine ve ülke riskine bağlıdır. Wijnholds ve Kapteyn burada % 100 yedek teminat önermektedir.
- **Rezerv yeterliliği (ARA=Assessing Reserve Adequacy) ölçüsünün değerlendirilmesi**: ödemeler dengesi üzerindeki olası düşüşleri yansıtan geniş bir riskler dizisini ölçmektedir. IMF' tarafından önerilen bu ölçüm sisteminde dört ağırlıklı bileşeni vardır: kısa vadeli dış borç; M2; ihracat geliri; ve diğer yükümlülükler. Son iki bileşen, sırasıyla potansiyel ticaret hadleri şoklarını ve diğer portföy çıkışlarını yansıtır. Ölçü, ülke dolarize edilirse, sermaye kontrolleri varsa veya bir emtia ihracatçısı / ithalatçısı ise ayarlanır. Karşılaştırma ölçütü% 100 ile% 150 rezerv kapsamı arasındadır.
- **Jeanne ve Rancière (2011):** bir fayda-maliyet modelini kalibre ederek optimal rezerv seviyesini ölçme sistemine dayanır. Model, rezerv tutmanın fırsat maliyetini, ile iç piyasada bunu değerlendirme ilkesine dayanır. Optimal rezervlerin seviyesi, çıktı kaybı, ani durma olasılığı ve riskten kaçınma varsayımlarına bağlı olarak önemli ölçüde değişir.

2.2. Bretton Woods Sistemi ve Uluslararası Sisteme Bakış

Ticaretin kökeni insanlık tarihinin başlangıcına dayanmaktadır. Günümüze ulaşana kadar takas sisteminden kıymetli taş kullanımına kadar ticaretin evrimi ve değişimi yavaş ama çok uzun bir yol kat etmiştir. Uluslararası ticaret ise bir ülkenin kalkınma sürecinde stratejik bir öneme sahiptir. Bazı iktisatçılar işgücü kaynaklarındaki ve işgücü becerilerindeki farklılıkların uluslararası ticarete sebep olduğunu savunmaktadırlar (Dooley, Folkerts- Landau ve Garber, 2004:307-313).

Her dönem ticarette yer tutan tarife ve tarife dışı engeller uluslararası ticaretin önünde engel oluşturmuştur. Tarife engelleri ithalat ve ihracat vergileri

biçimindedirler, tarife dışı engeller ise çoklu döviz kuru sistemleri, vergiler, kotalar, vergi tarifeleri için çoklu değerleme prosedürleri vb. şeklinde sınıflandırılmaktadırlar (James, James ve Harold, 1996:188).

Küreselleşme bu engelleri ortadan kaldırmak ya da hafifletmek adına önemli bir faktör olarak ortaya çıkmıştır. Küreselleşme ülke sınırları arasında malların serbest dolaşımını, daha fazla tüketimi ve ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Aynı zamanda istihdam olanaklarını, hanehalkı gelirlerinin iyileştirilmesini ve son olarak daha iyi bir yaşam kalitesini teşvik etmektedir (Mason ve Asher, 2010:71).

Küreselleşmenin ana unsurlarından olan "Uluslararası para sistemi" ise, uluslararası para ilişkilerinin düzenlendiği çerçeveyi ifade etmektedir. Bu yapı, bir ülkenin sakinlerinin diğer ülke sakinlerine ödeme yapmasını sağlamaktadır. Solomon'a göre uluslararası para sistemi "yalnızca uluslararası para arzı ile değil, aynı zamanda her bir ülkenin yüzlerce para birimi arasındaki ilişkiler ve ödemeler dengesi ilişkilerinin örüntüsünü ifade etmektedir" (Van Dormael, 1978:54). Ayrıca bu sistem üç temel özellik ile tanımlanmaktadır:

- döviz piyasasının organizasyonu,
- ödeme dengesizliklerinin finanse edilmesi veya ödenmesi için kullanılan varlık türleri,
- ödeme dengesizlikleri.

20. yüzyılda, uluslararası para sistemi, uluslararası rezerv varlıklara ve uluslararası ödemelere temel teşkil eden paralara talebi karşılamak için geliştirilmiştir. Büyük ülkeler arasında yaşanan siyasi ilişkilerdeki değişiklikler de uluslararası para sisteminin evrimini etkilemiştir (Berry ve ark. 2016:64).

Uluslararası para ilişkileri, ulusların aralarındaki mali davranışlarını yöneten kurallar, düzenlemeler, sözleşmeler ve normların incelenmesidir. Monroe'ya göre "Uluslararası parasal konular her zaman ekonomik ve politik kaygıların karmaşık bir karışımı olmuş ve olmaya devam edecektir" (Helleiner, 2017:121).

Ayrıca, uluslararası para ilişkileri hem işbirliği hem de rekabet unsurlarını içermektedirler. İşbirliği unsuru, tüm ülkelerin mümkün olan en yüksek teknik verimliliği ve ekonomik refah düzeyini sağlamak için uyguladıkları ortak politikalardan kaynaklanmaktadır (Cesarano, 2017:113-135). Uluslararası para sisteminin temel amacı,yatırım ve dünya ticaretinin büyümesini kolaylaştırmaktır. Bu hedefe ise ancak aşağıdaki ana gereklilikler karşılandığında ulaşılabilmektedir:

- Dünya ticareti üzerindeki kısıtlamaların ve kontrollerin en aza indirilmesi;
- Para birimlerinin birbirine dönüştürülmesini sağlayan çok taraflı ödeme sistemlerinin oluşturulması (Naciri, 2018:547).

II. Dünya Savaşı sırasında Temmuz 1944'te uluslararası ekonomik sistemi yeniden inşa etmeye hazırlanan 44 müttefik ülkeden 730 delege uluslararası para ilişkilerinin organizasyonu amacı ile , Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı olarak da bilinen ABD' nin New Hampshire eyaleti Bretton Woods'daki Mount Washington Oteli'nde bir araya gelmişti (Naciri, 2018:547).

Bu toplantı uluslararası ticaretin yeniden dirilmesi ve dünya savaşları sebebiyle neredeyse yok olan uluslararası para sisteminin ivedilikle onarılması amacı taşımaktaydı.

Bretton Woods Sisteminin ana tasarımcıları ünlü İngiliz iktisatçı John Maynard Keynes ve ABD Hazine Bakanlığı Baş Ekonomisti Harry Dexter White'dı. Keynes, Takas Birliği olarak adlandırılacak güçlü ve küresel bir merkez bankası kurmak ve bankor adı verilen yeni bir uluslararası rezerv para birimi önermesine rağmen White, yeni bir para birimi oluşturmak yerine daha mütevazı bir kredi fonu ve ABD doları için daha güçlü bir rol öngörmüş ve White'ın planı kabul edilerek sistemin ana unsuru haline gelmiştir. Ayrıca bu anlaşma ile birlikte Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası gibi iki önemli organizasyon kurulmuştur (Irwin, 2017:5). IMF'nin amacı uluslararası para sisteminin istikrarını korumak, mali düzeni sağlamaktır. IMF' nin Özel Çekme Hakları (SDR), da bu amaçlar doğrultusunda meydana getirilmiştir.

Bretton Woods Sistemi 1958 yılına kadar tam olarak sisteme entegre olamamış daha sonra ise sistem 1968 ve 1973 yılları arasında işlevini tamamen yitirmiş ve Ağustos 1971'de ABD Başkanı Richard Nixon'un, doların altına dönüştürülebilirliğinin "geçici" olarak askıya alınmasını duyurması ile sona ermiştir (Frieden, 2019:83). ABD 'yi buna zorlayan sebepler , dış ticaretinin büyük açıklar vermesi ve aşırı borçlanmasıdır.

Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra, IMF üyeleri, para biriminin serbestçe dalgalanmasına, başka bir para birimine veya para birimlerine sepetlenmesine izin vererek, istenilen herhangi bir değişim düzenlemesinin (para birimini altına çevirmek hariç olmak üzere) seçilmesini serbestleştirmişlerdir (Stua, 2017:27).

2.3. Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları

Para politikası reel ekonomiye birbirleriyle ilişkili farklı kanallar üzerinden tesir etmektedir. Söz konusu kanallar, geleneksel faiz kanalı,varlık fiyatları kanalı,döviz kuru kanalı,kredi kanalı ve son olarak beklenti kanalıdır. Para politikasının üzerinden ekonomiye tesir eden bu kanalların kombinasyonu parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır.

Faiz kanalı, Keynesyen yaklaşıma göre faiz kanalında para politikası ve reel ekonomi arasındaki ilişki faiz oranı vasıtası ile oluşmaktadır. Merkez Bankası toplam harcamaları ve sermaye maliyetini düzenlemek için faizi bir araç olarak kullanmaktadır.

Faiz kanalının sistematiği IS-LM sistematiği ile benzerdir. Para arzındaki artış veya azalışlar reel faiz oranını etkilemektedir. Mesela; merkez bankası para arzını arttırdığı durumda ekonomik birimler elde ettikleri ilave parayı tahvil alımında kullanabilmektedirler. Bu sebeple bir yandan tahvil değerleri artarken diğer yandan da faiz oranları düşmektedir. Bu sayede sermayenin maliyeti düşer ve yatırımlar daha

elverişli hale gelir. Yatırımların yükselişe geçmesi çarpan etkisi ile milli geliri de olumlu etkilemektedir.

Varlık fiyatları kanalı, farklı tipteki iktisadi malların göreceli fiyatları üzerinde görüş bildirmektedir. Para politikasındaki dalgalanmalar mali ve reel varlıkların göreceli değerlerini etkilemek yoluyla üretime ve toplam harcamalara da etki etmektedir. Parasalcı ve Yeni Keynesyen görüşten göreceli fiyatlar teorisinin değerlendirmeleri göz önüne alınarak mali ve reel varlıklar arasındaki ikame ilişkisi önem kazanmaktadır. Literatürde bu ilişki ile ilgili iki kanal mevcuttur. Bu kanallar hisse senedi fiyatları kanalı ve konut/arazi fiyatları kanalıdır.

Döviz kuru kanalı, serbest bir piyasada faiz ve varlık fiyatları kanalı ile birlikte döviz kuru kanalı da çalışmaktadır. Bu doğrultuda parasal aktarım mekanizması için ayrı bir değişken olarak döviz kuru da göz önünde bulundurulmaktadır. Döviz kuru kanalı, para politikası ile ilişkili olarak döviz kurunda gerçekleşen değişimlerin milli gelirde meydana getirdiği değişimleri de kapsamaktadır.

Döviz kurundaki değişimler iç ve dış piyasalardaki varlıklar arasındaki göreli fiyatları değiştirerek ikame etkilere sebep olmakta ve toplam talebi, üretimi, fiyatları etkilemektedir. Döviz kurundaki dalgalanmalar ve üretim ile fiyatlar üzerindeki etkiler döviz kuru kanalının öneminin altını çizmektedir.

Kredi kanalı, Keynesyen perspektife göre faiz kanalına yapılan eleştiriler sonucunda kredi piyasaları ve banka kredilerinin önemi de dikkat çekmektedir. Kredi kanalında, düzensiz bilgiden ötürü, piyasada varlık ihraç ederek kaynak sağlayamayan KOBİ'ler banka kredilerine muhtaç hale gelmektedir. Bankalar tarafından riskli algılanmaları durumunda bu şirketlerin finansman giderleri çoğalmakta veya bu şirketlere sağlanan kredilerin kısıtlanması durumu ortaya çıkmaktadır. Özetle tüm bu bilgi eksikliklerinin sonucunda şirketlerin mali yapısı önemli hale gelmekte ve şirketlerin yatırım davranışları bunlara göre şekillenmektedir.

Kredi kanalında para politikası piyasaya banka kredi kanalı ve bilanço kanalı ile iki kanal üzerinden tesir etmektedir. Banka kredi kanalı mali yapı içerisinde bankaların rolünü vurgulamaktadır.

Beklenti kanalı, ilerideki zamanlarda gerçekleşecek şartlar ve durumların tahmin edilemediği ve güven ortamının olmadığı, belirsizliğin hakim olduğu bir ortamda ekonomik aktörlerin geleceğe dair farklı kararlar almak zorunda olmaları, beklenti kanalını gerekli hale getirmektedir.
Beklentiler genelde ekonomik büyüklüklerle ilgili daha önce yaşanmış deneyimlere, süreçlerde kazanılmış bilgilere, ekonominin yapısına ve beklenen potansiyel davranışlara dayanılarak oluşturulmaktadır. Para politikası ile ilgili süreçlerde göz ardı edilmemesi icap eden önemli faktörlerden birisi de ekonomik aktörlerin oluşturduğu beklentilerdir.

2.4. Finansal İstikrar Çerçevesinde Faiz Koridoru Uygulaması

1980'lerle birlikte küreselleşmenin adımlarının genişlemesi ,1990'larla beraber ise finansal liberalizasyon ile hem mal hem de sermayenin küreselleşmesi, bilişim teknolojilerindeki ilerlemeler ve online işlemlerin giderek artması özellikle finansal piyasalarda volatiliteyi arttırmış, geleneksel para politikalarının etki derecesini azaltarak yeni enstrüman arayışlarına itmiştir.

İlk olarak Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve Norveç Merkez Bankalarınca uygulamaya alınan bu politika ,TCMB tarafından 2008'den itibaren dünyada ekonomisinde ve finansal işleyişinde meydana gelen de belirsizlik ortamında TCMB kredi büyümesi ve döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalara karşı bir koruma sağlamak ve finansal riskleri azaltarak etkilerini minimize etmek amacı ile Kasım 2010 yılında süregelen para politikası ve araçlarına ilave olarak faiz koridorunu bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır (Yücememiş, Alkan ve Dağıdır, 2015).

Türkiye'de 2010'lardan sonra cari işlemler açığının finansmanında kısa vadeli sermaye hareketlerinin önemli bir yer tuttuğu görülmektedir. Dünya konjonktürüne göre bakıldığında VIX, Korku Endeksinin düşük ve küresel çapta görülen büyüme dönemlerinde sermaye akımlarının hem hızlı hem de hacim olarak fazla olduğu görülmektedir. Bu durum dopal olarak tıpkı bir sebepsiz zenginleşme gibi yerli paranın aşırı değerlenmesine ve aynı zamanda da cari dengedeki uyumsuzluğu giderek arttırmakta ve reel sektör yolu ile toplam talep ve toplam arz üzerinde sorunlar meydana getirmektedir. Benzer şekilde olumlu atmosferin sona ermesi ile beraber ekonomideki aksayan yönler gün yüzüne çıkmakta ve özellikle gelişen ekonomilerde ani iniş trendi meydana getirebilmektedir. Bu nedenlerden dolayı, finansal istikrara makro perspektiften yaklaşan bir politika tasarımında krediler gibi geleneksel değişkenlerin yanında cari denge ve sermaye akımları da önemli değişkenler olarak ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı politikalarla, bir yandan ekonominin dengeli bir büyüme patikasına yönelmesini amaçlarken diğer yandan dış finansmanın kompozisyonunun daha sağlıklı bir hale getirilmesini hedeflemiştir (Kara, 2012).

Burada en önemli hedef; uygulamaya sokulan makro ihtiyati tedbirler yolu ile kredi-mevduat spreadindeki oynaklığın ekonomide verimsizliklere neden olabileceği , teorik olarak iyi zamanlarda bankaların daha fazla risk aldığı ve spread'in daraldığı; ekonomik daralma dönemlerinde ise tam tersinın olduğu yapıyı belirgin bir düzene sokabilmektir (Binici vd., 2013).

Merkez bankası politika faizleri ile banka faiz oranları arasındaki ilişki, ekonomi literatüründe "faiz oranı kanalı" olarak bilinen parasal aktarım mekanizmasının önemli bir kanalıdır. Bilindiği üzere parasal aktarım mekanizması yolu ile bir yandan para politikası ile reel ekonomi arasındaki etkileşim ortaya konulurken diğer yönden toplam talep ve üretim cephesi ile ekonomik büyüme, istihdam ve milli geliri yansımaları tahmin edilebilmektedir.

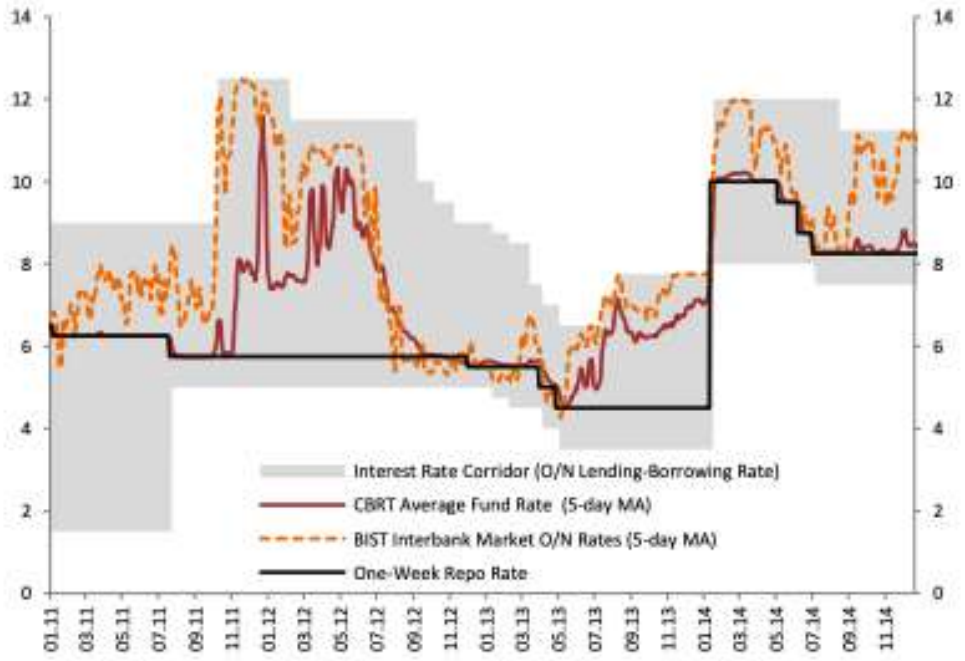
Politika faizindeki değişikliklerin kredi ve mevduat faizlerine yansıma derecesi, para politikasının toplam talebi etkilediği ana kanallardan biridir. Bu ilişki

özellikle finansal aracılığın ağırlıklı olarak bankalar tarafından yürütüldüğü ekonomilerde parasal aktarım mekanizması için önemlidir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Kasım 2010'dan itibaren asimetrik bir koridor içerisinde alışılmamış bir politika yaklaşımı benimsemiş, küresel finansal oynaklığa cevap verebilmek için bankalararası faiz oranlarının resmi olarak açıklanan politika faizlerinden sık sık sapmasına izin verilmiştir (Binici vd., 2013).

Şekil 1'de hem geniş faiz koridoru içinde TCMB tarafından açıklanan politika faizleri hem de bankalararası gecelik faiz oranları gösterilmiştir. Burada TCMB'nin benimsediği sistemin geleneksel koridor sisteminden pek çok farklılığı olduğu açıkça görülmektedir. Birincisi, TCMB sistemi, para piyasası faizinin politika faizine yakın olduğu geleneksel koridor sistemlerinden farklı olarak, bankalararası faiz oranları ile politika faizleri arasında sistematik olarak büyük farklılıklar sergilemektedir. İkincisi, TCMB'nin uyguladığı politika, etkin bir şekilde kullanarak koridorun üst ve alt sınırının farklı oran ve yönlerde değişmesine izin vermesidir.

Şekil 1: TCMB faiz oranları ve BIST Bankalararası faiz oranı



Kaynak: TCMB, BIST

Parasal aktarım mekanizması bağlamında politika faizleri ile banka faizleri arasındaki bağlantı, ekonomi literatüründe uzun süredir tartışılmaktadır. Küresel mali krizden önce yayınlanan çalışmalar, tipik olarak, politika faizinin, finansal sistem genelinde kısa vadeli çözülmenin maliyeti için makul bir vekil olduğunu varsaymaktadır. Bu genel olarak makul bir varsayım olsa da, geleneksel bir koridor çerçevesi altında bile belirli zamanlarda geçerli olmayabilir. Örneğin, küresel mali kriz gibi artan piyasa sıkıntısı dönemlerinde, kısa vadeli piyasa faizleri politika faizinden önemli ölçüde farklılaşabilir. Nitekim küresel finansal kriz sonrası yapılan birçok çalışmada politika faizleri ile kredi/mevduat oranları arasındaki değişen ilişkiden bahsedilmektedir.

Genel olarak incelendiğinde bankalararası faiz oranları, kredi faizlerinin ve dolayısıyla parasal aktarımının lokomatifi olduğu kabul edilmektedir. Merkez bankası ortalama fonlama faizi ise banka faizlerinin fiyatlandırılmasında da kısmen etkili ve gelecekteki para politikası işleyeşi açısından da nisbeten bir ölçüt görevi gördüğü kabul edilebilir.

2.5. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Finansal liberalizasyon dönemi ile beraber finansal akımların giderek hızlanması, 2000'li yıllarla beraber ise uluslararası likidite bolluğu , online teknolojilerdeki ilerlemeler sermaye hareketlerini arttırmıştır. Bunlara ilave olarak riski yüksek Türev İşlemlerinin hacminin artması ve arkasından gelen uluslararası finansal krizin ateşleyicisi Mortgage krizi Merkez Bankalarının finansal hareketlere karşı duyarlılığını arttırmıştır. Özellikle cari açık problemi olan, kur dalgalanmalarına karşı hassas ve uluslararası rezervler açısından değişkenlik arz eden gelişmekte olan ülkeler için bu problem giderek daha büyük önem kazanmış, Merkez Bankaları açısından tek başına fiyat istikrarı hedefinin yanına finansal istikrar hedefi de eklenmiştir.

TCMB'da meydana gelen bu gelişmeler karşısında geleneksel Para Politikası araçları, ekonomide direnci arttırmaya, dalgalanmaları minimum düzeye indirmek

amacı ile geleneksel olmayan bir para politikası aracı olarak faiz koridoru uygulaması ve zorunlu karşılıklar kapsamında geliştirdiği yeni bir araç olan rezerv opsiyon mekanizması gibi alternatif araçlar eklemiştir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012).

Faiz koridoru ile TCMB, likidite ihtiyacı olan bankaya fon sağlarken ve likidite fazlası olan bankadan borçlanırken başvuracağı faiz oranlarının oluşturduğu aralık meydana getirerek politika esnekliği meydana getirmeyi hedeflemektedir (Arıkan, Görgün, ve Yalçın, 2018).

2008 finansal krizinin doğurduğu riskleri minimize etmek, kur oynaklığı ve uluslararası rezervler açısından risk meydana getiren finansal hareketliliği frenlemek ve hatta kontrol etmek amacı ile geliştirilen ikinci bir alternatif para politikası aracı Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) 2010 yılını takiben uygulamaya konulmuştur. ROM, en basit anlamda ticari bankaların zorunlu rezervlerini döviz ve altın başta olmak üzere değerli madenlerden oluşturabilmesine izin veren yeni ve destekleyici para politikası aracıdır. Rezerv Opsiyon Mekanizması, içeriğinde bulunan Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) ve Rezerv Opsiyonu Oranı (ROO) ile sisteme müdahalede bulunmaktadır. ROK; her bir TL başına zorunlu karşılık olarak tesis edilebilecek döviz veya altın başta olmak üzere değerli madenleri belirleyen bir katsayı iken, ROM ticari bankaların tuttukları TL cinsinden zorunlu karşılıkların ne kadarını yabancı para veya altın başta olmak üzere diğer değerli madenler cinsinden tutacaklarını ifade eden bir kavram olarak kullanılmaktadır (Kurum ve Oktar, 2019).

Dizayn edilen ROM mekanizması esasında sisteme yerleştirilen yeni bir otomatik dengeleyici bir araç olarak da kabul edilebilir. Esnek döviz kuru sistemi, bağımsız Merkez Bankası işleyişi içerisinde ROM yoluyla döviz likiditesinin çekilmesi Merkez Bankasının isteği ile yaptığı bir müdahale olmayıp bankaların kendi kar maksimizasyonu davranışlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012).

Bu durum bir yandan serbest piyasa şartlarının sağlamlaşmasına, politika şeffaflığına yol açarken diğer yandan da para piyasasının en önemli aktörleri olan ticaret bankalarının daha nitelikli maliyet hesaplamaları ile daha etkin ve verimli

çalışmalarını sağlayarak sitemdeki önem derecelerinin de artmasına olanak vermektedir.

2.6. Uluslararası Rezervleri Etkileyen Faktörler

Özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında uluslararası rezerv ve uluslararası rezervleri etkileyen faktörler son derece önem kazanmaktadır. Özellikle finansal liberalizasyon dönemi ve küresel pazarların yükselişi yeni tüketim ve yatırım kalıpları, digital ekonomi ve bunun sağladığı online imkanlar fon akımlarının giderek hızlanmasına , hızlı yer değiştirmesine böylece rezerv dalgalanmalarına yol açmaktadır.

Bir diğer yönden ise gelişmektekte olan ekonomilerden resmi tasarruf arzındaki düşüşler , ABD'de artan cari açık , parasal genişleme/daraltma politikaları küresel faiz oranlarında da sırasıyla düşüş ve yükselişlere yol açarak, yerel bazda ülke para politikalrının da yönünü beliryecek düzeye gelmiştir (Delatte ve Fouquau, 2011).

Her ülke için uluslararası likidite "rezervler" olarak nitelendirilmektedir. Rezervler, bir ülkenin para otoritelerinin ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek için kullanabilecekleri varlıklardır. Dolayısıyla, uluslararası likidite, ödemeler dengesi açıklarının ve ülkelerin diğer uluslararası yükümlülüklerinin karşılanmasında serbest ve koşulsuz olarak kullanılabilen tüm varlıkları ve para birimlerini içerecek şekilde tanımlanmaktadır (Bianchi, Hatchondo ve Martinez, 2018:2629).

Bir diğer ifade ile ulusrarası rezervler, bir para ototritesi olarak merkez bankası tarafından tutulan nakit ve diğer rezerv varlıkları ifade etmektedir. Söz konsu rezervler öncelikle ülkenin ödemeler dengesini istikrara kavuşturmak, döviz kurunu etkilemek ve dengelemek ile finansal piyasalarda güveni sürdürmek için kullanılabilmektedir (IMF Data, 2019).

Döviz rezervleri arasında yabancı banknotlar, yabancı banka mevduatları, yabancı hazine bonoları ve kısa ve uzun vadeli yabancı devlet tahvilleri, altın rezervleri, özel çekme hakları (SDR'ler) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) rezerv pozisyonları yer almaktadır.

Uluslararası rezervler altın, döviz, SDR'ler ve ülkenin IMF rezerv pozisyonunu içerir. Bir ülkenin sürdürmesi gereken optimum rezerv seviyesine ilişkin geniş çalışmalar mevcuttur. Bununla birlikte, toplam uluslararası likidite, uluslararası ödemelerin finansmanı için ülkelerin sahip oldukları resmi dış rezervlerin toplamı olarak bilinirler. Bu rasyodaki dengesizlikler toplam uluslararası likiditenin yeterliliği sorununu meydana getirmektedir. (Shousha, 2017:1205).

Bu nedenle, ödemeler dengesi açığı olan bir ülke, geçerli uluslararası ödeme yöntemlerini kullanarak bu sorunu çözmelidir. Ayrıca, uluslararası likidite, uluslararası rezervleri ve ödemeler dengesi açıklarının finansmanı için uluslararası borçlanma olanaklarını da kapsamaktadır (Alberola, Erce ve Serena, 2016: 151-171).

Tüm para birimlerinin altın gibi tek bir emtia ile yüzde yüzde desteklendiği veya tüm döviz kurlarının serbestçe esnek olduğu bir dünyada, her ulusal para birimi herhangi bir ülkedeki ticaret borçlarını tahliye etmek için kullanılabilir. Bununla birlikte, döviz kurları devlet tarafından sabitlendiğinde veya diğer para birimleri veya altın ile ilgili olarak menkul kıymet meselelerinin belirlendiği ,kontrol edildiği durumlarda, farklı para birimleri değişim aracı olarak ikame edilebilirler (Benecká ve Komarek, 2018: 523-531).

Ayrıca ulusal otoritelerin yabancı paraların satın alınması, satılması ve elde tutulması için yönlendirici sorumluluk üstlenmesi ve tüm taleplerin karşılanmasına izin veren seviyelerde rezervleri korumalarını sağlayan ekonomik kontrol politikaları izlemesi halinde sürekli olarak karşılanabilir (Tiwari ve Kyophilavong, 2017: 76-93).

Mevcut ve potansiyel olarak rezervler, bir miktar değişken olsa da, bir ülkenin ödemeler dengesi açığının kümülatif büyüklüğünü sınırlamaktadır. Böylece, her ülke

‘ödemeler dengesi kısıtlamasına’ tabi olmaktadır. Fazlalıklar için karşılık gelen bir sınır ise yoktur. Fazlalıklara sahip ülkeler, ödeme dengesizliklerine uyum sağlamakla sınırlandırılmazken, açığı olan ülkelerdeki düzenlemeler her zaman sorun oluşturmaktadır (Lowe, 2018:42).

Çoğu zaman ülkelerin “tam istihdam” ve “fiyat istikrarı” gibi ikiz hedefler aradığı söylenir. Ancak, ülkelerde istihdam (veya işsizlik) ve fiyat istikrarı arasında bir 'değiş tokuş' vardır, yani toplam talebi genişletme politikaları ile işsizlik ne kadar azalırsa, enflasyon açısından ödenmesi gereken bedel o kadar yüksek olur (Iordachi, ve ark. 2017:38).

Ödünç verme, organizasyona, geleneklere ve aynı zamanda koşullara bağlı olarak ülkeden ülkeye değişir. Fiyat istikrarına, sadece tek tek ülkeler için değil, bir bütün olarak dünya ekonomi politikasının hedefleri listesinde de yüksek öncelik verilmektedir. Bununla birlikte, ekonomik kaynakların yetersiz kullanımının ve çoğu ülkede hem siyasi olarak kabul edilemez hem de sosyal olarak istenmeyen bir durum olduğu görülmektedir (Lee, 2016:81).

Ekonomi politikası hedeflerinden kaynaklanan artan talep, uluslararası likiditenin yeterliliği ile desteklenmelidir. Mevcut uluslararası parasal sistemin doğasında, aşağıdaki gibi tartışılabilecek üç ciddi zorluk vardır (Bitar, 2019:645).

Birincisi ve birçok yönden en temel zorluk, sistemin sorunları ortadan kaldırmak için güvenilebilecek hiçbir mekanizma içermemesidir. Cari hesapların ayarlanması ile bir açığı veya fazlayı düzeltmenin üç olası yolu vardır: (i) ticaret veya kambiyo kontrolünü kullanarak, (ii) döviz kurlarının düzeltilmesiyle ve (iii) dahili fiyat ve gelir değişiklikleriyle . Bütün bunlar sistemin ilkelerini ihlal ettiğinden, dışlanırlar. Sonuç olarak, bir ülke açık verirse, sınırlı rezerv seviyesi tükenmeden açığın giderileceğine dair bir güvence yoktur (Sabbadini, 2019:521).

Sistem şu anda oluşturulduğu gibi, ödemeler dengesi düzenlemesinin sorunlarını büyük ölçüde zorlaştıran aşırı derecede istikrarsızlaştırıcı spekülatif eğilimlere tabidir. Sabit döviz kurları ekonomi politikasının genel kabul görmüş

hedeflerinden biri gibi görünse de, döviz kurlarını sabitlemek için henüz uygulanabilir bir sistem yoktur. Gerçekten de, oranların çok dar sınırlar içinde sabitlendiği ve daha sonra zaman zaman ulusal ödeme dengesindeki dengesizlikleri düzeltmek için ayarlamaya tabi tutulduğu mevcut düzenlemeler, spekülasyonu teşvik etmek için ideal görünmektedir (Shrestha, 2016:28).

Sermaye yatırım fırsatlarına genel olarak bakıldığında bunun bir ülkenin para birimini devalüe edebileceği ve o ülkeden spekülatif bir sermaye çıkışına neden olabileceği konusunda da şüpheler vardır ilave olarak bu durum daha fazla yatırımcı sermayeyi yurtdışına transfer ediyorsa, spekülatif sermaye akışlarının potansiyel büyüklüğünün daha da büyüyebileceği ve sonuç olarak spekülasyonun ülkenin rezervlerini tüketip devalüasyona zorlama olasılığı her zaman vardır (Shrestha, 2016:28).

En az önemdeki üçüncü zorluk ise çözülmesi en kolay olanıdır, mevcut sistemin artan talepleri karşılamak için gerekli olan artan miktarda uluslararası para rezervlerini öngörülebilir bir şekilde üretmek için bir düzenleme içermemesidir. Dünyanın parasal rezervleri öncelikle altın üretimi (tüketimde ve istiflerde emilen altın miktarı daha az) ve ABD açıkları tarafından resmi rezervlere pompalanan ek dolar ile artırılmaktadır. Altın üretiminin genel olarak ihtiyaç duyulan rezervlere yapılan ilavelerin sadece nispeten küçük bir kısmını üretebileceği kabul edilmektedir (Xin, 2019:55).

Yapılan pek çok çalışma, uluslararası rezerv değişimlerinde ihracat, reel döviz kuru ve büyüme değişkenlerine odaklanmış olsa da genel olarak uluslararası rezervleri etkileyen değişkenleri özellikle günümüz küresel dünyasında bu kadar sınırlı değişkenle açıklamak çok da gerçekçi olmayacaktır, bu bakış açısı ile ele alındığında uluslararası rezervleri etkileyen değişkenleri sıralarsak, cari işlemler dengesi, ithalat ve ihracat seviyeleri, döviz kurları, ulusal ve uluslararası faiz oranları, ekonomik büyüme, kredi derecelendirme notları, ekonomik ve politik istikrar, CDS primleri, emtia fiyatları şeklinde ifade edebiliriz. Ayrıca para arzı ile uluslararası rezervler arasında pozitif bir ilişki varken, döviz kuru volatilitesinin rezervleri olumsuz yönde

etkilediğine dair pek çok araştırma sonuçları bulunmaktadır. Bu faktörlerin bazılarına aşağıda başlıklar halinde değinilecektir.

2.6.1. Kredi Derecelendirme

Küreselleşme, hem dünyadaki etkileşimleri genişletmek hem de yatırılan sermaye miktarı açısından sermaye piyasalarının genişlemesine yol açmıştır. Bu bağlamda, hükümetlerin ve firmaların dış sermaye ile beslenen likiditeye ihtiyaçları vardır. Devlet ve firmalar, borç ve tahvilleri özel yatırımcılara satarak ihraç etmekte ve bu yolla gerekli mali kaynakları elde etmektedir.

Herhangi bir borç verenin temel endişelerinden biri, borçlunun borcu ödeme kapasitesini belirlemektir. Bu amaçla kredi veren, potansiyel borçlu hakkında kendi bilgilerini toplayabilir ve sözleşme anlaşmaları yapabilir bununla beraber zor ve maliyetli bir işlemdir. Ancak kredi verenler bağımsız kuruluşlardan dışarıdan tavsiye ve yönlendirme de isteyebilirler. Yatırımcılar tahvil satın alarak parayı ödünç verdiklerinde, ihraççıların - borçluların - krediyi gelecekte bazı faizlerle geri ödemesini beklemektedir. Bu bağlamda, Kredi Derecelendirme Kuruluşları (CRA), sözleşmeye bağlanan borcu geri ödeme kabiliyetine ilişkin derecelendirmelerin belirlenmesinde önemli uluslararası bir mekanizma haline gelmiştir (Lozano Fernandez ve Sanchez Vila, 2015).

Finansal derinleşmenin yaygınlaşması ile beraber güven faktörü ön plana çıkmış bu da,kredi derecelendirme kuruluşlarına olan ilgiyi artırmıştır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, ülkelerin kredi risklerini belirli kriterlere göre değerlendirmekte ve değerlendirme sonuçlarını tüm dünyaya ilan etmektedirler. Piyasa aktörleri ise, tespit edilen notları göz önünde bulundurarak yatırım yapılabilir düzeydeki ülkelere ve sektörlere doğru hareket etmektedirler.

Günümüz kredi pazarlarının küreselleşme ile beraber büyümesi, yatırımcılar, ihraççı kuruluşlar ve diğer girişimciler için yeni finansal fırsatlar yaratmaktadır. Fakat

her yeni fırsat beraberinde yeni güçlükler ve riskler de getirmektedir (Sangiorgi ve Spatt, 2017:116).

Kredi pazarlayan kurumlar yeni ulusal ve uluslararası pazarlara açıldıklarında, borçlanacak kurumun kredi değerliliğinin belirlenmesindeki temel ölçüt, ulusal ekonomilerin farklılıkları, değişen muhasebe uygulamaları, ulusal dil ve kültür engelleri nedeniyle oldukça zorlaşmıştır. Derecelendirme şirketleri bu bahsedilen riskleri azaltması anlamında sermaye piyasalarında ayrı bir önem arz etmektedir (Hung, ve ark.2019:2).

Sermaye piyasalarının iki önemli unsuru olan işletmeler ve yatırımcılar arasındaki işlemler, koordinasyon ve iletişim ağı aracılığıyla yürütülmektedir. Yatırımcılar karar alırken çeşitli kaynaklardan temin ettikleri finansal bilgilerin koordinasyonunu sağlamaya çalışırlarken, işletmelerin finansal raporları da iletişim ağının en önemli unsurunu oluşturmaktadır (Driss, Massoud, ve Roberts, 2019: 119-141).

Derecelendirme bir firmanın veya kuruluşun veya ülkenin gelecekteki borç ödeme gücünü tahmin etmeye çalıştığı için tüm diğer uzun vadeli finansal analizler gibi belirli ölçülerde subjektifdir. Çünkü derecelendirme geleceğe dönük bir tahmindir. Derecelendirme kuruluşları tarafından verilen risk derecelerinin güvenilirliği, kullanılan yöntemlerin yanında, bu firmaların bu konudaki deneyimleri, bilgi birikimleri ve tarafsız analizlerinden de kaynaklanmaktadır (White, 2018:66).

Derecelendirme yalnızca güvenilir olduğu sürece bir değere sahiptir. Güvenilirlik ise ancak objektif ve gerçekçi olmakla ortaya çıkmaktadır. Derecelendirmenin bir başka yönü de ekonominin geleceğine yönelik bir değerlendirme olmaması, tam tersine ekonominin geçmiş durumunun incelenmesi sonucunda mevcut durumun ortaya çıkarılmasına yardımcı olmasıdır. Diğer bir anlamıyla, ‘derecelendirme bir performans değerlendirmesidir’. Özellikle sermaye piyasasının çok gelişmiş olduğu ülkelerde bazı şirketler belirli dereceleri elde etmeyi

şirket amacı olarak seçmektedirler. Böyle bir amaç genelde derecelendirme firmalarının uyguladığı ilkelere uygun değildir (Gredil, ve ark. 2019:22).

Derecelendirme kuruluşlarının görüşü, şirketin veya ülkenin çıkarlarına en uygun olacak davranış biçiminin seçilmesidir. Derecelendirme kuruluşları genelde notladıkları yapının uzun vadeli finansal stratejisinin belirli bir derecelendirmeye uyumlu olup olmadığını araştırırlar. Bu yapıların belirli bir dereceyi elde etmek için çabalamalarını ve bu amaca yönelik davranmalarını teşvik etmezler (Huang, Kraft ve Wang, 2019:991).

Ayrıca derecelendirme kuruluşları, sermaye piyasası yapısının bir unsuru olarak; devletten veya herhangi bir resmi veya özel kuruluştan tamamıyla özerk ve bağımsız olmak zorundadırlar (Yalta, 2018: 682-694).

Derecelendirme menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda işlem görmesi bakımından önemli bir göstergedir. Bu nedenle de derecelendirme tüm yatırım kararı sürecinin yalnızca bir parçasını oluşturmaktadır. Karar sürecinde, derece tek kıstas olarak değil, diğer tüm faktörlerle birlikte dikkate alınmalıdır. Zaman içerisinde meydana gelen değişikliklere göre bir menkul kıymete verilen derece değiştirilebilir veya geri alınabilir. Derecelendirme işlemi, derecelendirme işlemini yapan kuruluşlar ile bu kuruluşların sağladığı bilgilerin kullanıcıları arasında güvene dayalı bir tür mutemetlik ilişkisi yaratmamaktadır (Yalta, 2018: 682-694).

Çünkü böyle bir ilişkinin varlığı yasal olarak düzenlenmemiştir. Diğer bir ifadeyle, derecelendirme işlemi yasal bir zorunluluk olmayıp, isteğe bağlı bir işlemdir. Ayrıca derecelendirme kuruluşları, yatırım şirketi veya mali danışmanlık gibi fonksiyonlar üstlenmemekte ve tamamen bağımsız çalışmaktadırlar (Cash, 2018:11).

Derecelendirme işleminde temel olarak, sadece ihraççının bu işlem için bir bedel ödediği ihraçlar derecelendirilir. Diğer bir ifadeyle, menkul kıymetleri derecelendirmek kanuni bir yükümlülük değilken, derecelendirme menkul kıymetin satış şansını önemli ölçüde arttırdığından ve kalitesini yansıttığından, birçok ihraççı

derecelendirme kuruluşlarına başvurmakta ve bu işlem için ücret ödemektedir (Cash, 2018:11).

Diğer taraftan, bazı ihraçlar, büyük derecelendirme şirketlerinin politikaları gereği, ihraççının bir bedel ödeyip ödemediğine bakılmaksızın otomatik olarak derecelendirilir. Moody's ve Standart & Poor's büyük miktarda halka arz edilmek üzere ihraç edilen, uzun vadeli özel sektör tahvilleri politikaları gereği otomatikman derecelendirirken, finansman bonolarını halka arz edilmeyecek menkul kıymetleri ve diğer birçok borçluluğu temsil eden menkul kıymeti yalnızca ihraççının talebi durumunda derecelendirirler (Bogdan, 2017:154).

Ayrıca derecelendirme işlemi, kreditöre (menkul kıymet satın alan yatırımcılara) şirket hakkında onun kendisine yaptığı değerlendirmelerden daha objektif bilgi sağlar. Derecelendirme yüklenim işlemi (underwriting) yanında kredi işlemlerinde bankalara yardımcı olma gibi bir özelliğe sahiptir (Bogdan, 2017:154).

Uygun şekilde yapılmış derecelendirmeler fonlama konusunda yatırımcıların daha rahat ve güvenilir bir şekilde yatırım kararı vermelerine yardımcı olur. Derecelendirmenin, yalnızca ihraççının talebi üzerine yapıldığı durumlarda, bu derecelerin yayınlanması bazen ihraççının bazen derecelendirme kuruluşunun tekelindedir. Bu, bütün derecelerin yayımlandığı anlamına gelmez. Örneğin S&P'nin ihraççının talebi üzerine derecelendirdiği aşağıdaki ihraçlarda yayın hakkı yalnızca ihraççıya aittir (Louizi ve Kammoun, 2016: 363-385).

Diğer bir ifadeyle, ihraççının izin vermemesi durumunda derece kamuya açıklanmamaktadır.

• Halka arz edilmeksizin yapılan ihraçlar

• İpotek destekli ihraçlar (ipotekli tahviller gibi) Yine ihraççının talebi üzerine derecelendirilen aşağıdaki ihraçlarda ise halka arz edilmeksizin satılacaklar hariç olmak üzere yayım hakkı S&P' a aittir.

• Endüstriyel gelir ya da kirlilik kontrolü tahvilleri

• En iyi gayret ihraçları Son olarak, S&P Amerikan ve yabancı şirketlerin kısa vadeli menkul kıymetlerini (finansman bonoları gibi) yalnızca ihraççının talebi üzerine derecelendirir (Louizi ve Kammoun, 2016: 363-385).

Bunlarda başlangıçta yayın hakkı ihraççıya aittir. Ancak, bir kez ihraççının izni ile derece yayınlanmışsa, söz konusu derecedeki değişikliklerin yayınlanması hakkı S&P'ye geçmekte, ihraççı şirketin onayı aranmamaktadır. Borç vadesi ve borçlanılan para birimi derecelendirmeyi etkilemektedir. Genellikle vade kısaldıkça not yükselme eğilimindedir; bu durum özellikle uzun vadede politik riskin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkeler için daha da etkili olmaktadır (Louizi ve Kammoun, 2016: 363-385).

Eğer borçlanma yabancı bir para birimi ile yapılıyorsa ödenmeme riski daha yüksek kabul edilmektedir. Bunun nedeni kur riskinin hesaba katılmasıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerce ihraç edilen hazine bonolarının derecelendirilmesinde, yabancı ve yerli para ile yapılan borçlanmalar arasında önemli farklılıklar gözlenmektedir.

Yerli para birimi üzerinden ihraç edilen bonoların anapara ve faizi kur riski içermediği ve gerekirse para basarak ödenebileceği düşünüldüğünden derecelendirme şirketleri yerli para ile yapılan borçlanmayı daha iyimser değerlendirmektedir. Bu görüş tartışmaya açık olmakla beraber günümüzde uygulama genellikle bu şekilde gerçekleşmektedir (Sethuraman, 2019: 299-326).

Derecelendirme kuruluşları birer denetim kuruluşları değildir. 'Denetim, iktisadi faaliyet ve olaylarla ilgili önceden saptanmış ölçütlerle uygunluk derecesini araştırmak ve sonuçları ilgi duyanlara bildirmek amacıyla tarafsızca kanıt toplayan ve bu kanıtları değerleyen sistematik bir süreçtir' (Benmelech, 2017:211).

Ancak derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme sürecinde değerlendirmeye tabi tuttukları bilgilerin doğruluğunu kanıtlama gibi bir zorunlulukları ve sorumlulukları yoktur. Firmalar tarafından kendilerine sağlanan

bilgilerin doğruluğunu araştırıp ispat etmek derecelendirme kuruluşlarının görevlerinden biri değildir.

En genel ifadeyle kredi derecelendirme notları, bir ülkenin mali ve ekonomik sorumluluklarını yerine getirme kapasitesidir. Notlama yapılırken ülkelerin cari durumu ve geçmişteki mali performansı incelenir ve ilan edilir, bu performans değerlendirmesine göre cazip hale gelen veya cazibesini kaybeden ülkeler çeşitli politikalarla bu değerlendirmeleri yüksek seviyede tutmaya çalışmaktadırlar. Kredi derecelendirme notları ülkelerin rezerv çekebilme ve biriktirebilme kabiliyetlerini doğrudan etkileyebilen faktörlerdendir.

2.6.2. Ekonomik ve Politik İstikrar

Ekonomik istikrar, finansal sistemin gidişatını bozabilecek spontane durumlar karşısında bir ekonominin dayabilme gücü olarak adlandırılabilir. Küresel ekonomik gelişmeler mali istikrarın makroekonomik istikrar için ön şart olduğunu ve bu nedenle otoritelerin finansal sistemde oluşan riskleri görmezden gelmemeleri gerektiğini göstermektedir. Ekonominin devamlı olarak tam istihdam seviyesinde dengede bulunduğunu kabul eden klasik iktisatçılara göre sadece fiyat istikrarını ifade eden ekonomik istikrar kavramı, artık çağımızda iki önemli olguyu kapsamaktadır. Bunlardan birincisi fiyat istikrarı, İkincisi de tam istihdam (tam çalışma) dır. Ekonomik istikrar kavramı, bir ekonomide tam istihdam seviyesinin ve fiyat istikrarının sağlanması ve korunması olarak ifade edilmektedir (Cox, ve Weingast, 2018: 279-303).

Ekonominin tam istihdam düzeyinden başka eksik istihdam ve aşırı istihdam düzeylerinde de dengede olması söz konusu olabilmektedir. Ekonomik istikrar arayışı içerisinde düşük üretim düzeyinde fiyat istikran kabul edilmediği gibi hızlı bir enflasyon halinde maksimum bir üretim düzeyi de istenilmemektedir. Ekonomik istikrar denilince akla gelen fiyat istikran ve tam istihdam kavramlarına da değinmek yararlı olacaktır (Krainer, 2017: 107-118).

Fiyat İstikrarı : Fiyat istikrarı, bir ekonomideki dalgalanmasız veya diğer bir tabirle durağan bir fiyatlar genel düzeyini ifade etmektedir. Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli dalgalanmalar iki şekilde görülmektedir. Birincisi enflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki sürekli ve önemli yükselmelerdir. İkincisi deflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki düşüşü ifade etmektedir. Fiyat istikran için her ikisinin de önüne geçilmesi gerekli görülmektedir. Fakat günümüzde ekonomik istikrarsızlık tabiri genelde enflasyon için kullanılmakta ve fiyat istikrarının sağlanması denilince enflasyonla mücadele akla gelmektedir (Krainer, 2017: 107-118).

Bir ekonomide fiyat istikrarsızlıklarının çok çeşitli kaynakları bulunmaktadır. Bu nedenleri şöyle sıralamak mümkündür:

Tasarruflar yoluyla nakdi akımların ekonomiden çekilmesi ve atıl fon şeklinde beklemesi durumunda, nakit akımlan ile reel akımlar (mal ve hizmet akımları) arasındaki denge bozulmaktadır. Bu durumda ekonomide üretilen mallara yetecek kadar nakit akımı bulunmadığından iktisadi mallar satın alınamamakta ve bu nedenle fiyat istikrarının bozulması ortamı oluşmaktadır. Bunu engellemek üzere toplam arzın efektif talep seviyesine indirilmesi halinde de tam istihdam gerçekleşememekte ve ekonomik istikrar sağlanamamaktadır (Gersl ve Hermanek, 2007:69-79).

Yukarıda belirtilen atıl durumdaki tasarrufların, herhangi bir nedenle ekonomiye geri dönmesi halinde nakit akımlarının reel akımlardan fazla olması sonucu fiyat istikrarı yine bozulacaktır. Bu durumda toplam arz, toplam talebi karşılayamadığından toplam üretimi arttırarak toplam arz-toplam talep dengesini sağlamak gerekecektir. Toplam arzın arttırılamaması durumunda genel fiyatlar düzeyi yükselecek ve toplam talebin kısılması yoluyla toplam arz-toplam talep dengesi sağlanabilecektir (Gersl ve Hermanek, 2007:69-79).

Toplam arz sabitken ekonomideki kredi hacmi genişlemesi, devletin para piyasasından borçlanması, toplam para arzındaki bir genişlemeye yol açmakta, bu durum dengenin parasal akımlar lehine bozulmasına ve fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine neden olmaktadır. Eğer ekonomi eksik istihdam seviyesinde ise bu

genişleme iktisadi büyüme ve kalkınmaya yol açacaktır (Nelson ve Perli, 2007: 343-372).

Böylece toplam para arzındaki artış ile toplam üretim artabilecek ve ekonomide büyüme gerçekleşecektir. Günümüz ekonomi politikalarında da ekonomiyi besleyen belli bir seviyedeki para arzı artışı iktisaden olumlu karşılanmaktadır.Ayrıca devletin çeşitli politikalarla para arzını daraltma çabaları sonucunda ekonomide bir daralma yaşanacaktır ki bu da fiyatlar genel düzeyinin düşmesi yönünde baskı yaratacaktır. Bu durumda da deflasyon yoluyla fiyat istikrarının bozulması söz konusu olmaktadır (Nelson ve Perli, 2007: 343-372).

Fiyat istikrarını bozan başka bir neden de dış ticarettir, ihracat enflasyonist, ithalat da deflasyonist etkisi nedeniyle ekonomideki dengelerin ve istikrarın bozulmasına yol açacaktır. İhracatta, yurt içi üretimin yurt dışma gönderilmesi sonucu ülkede mevcut olan mal talebini karşılayacak mal arzında düşme olmaktadır. Arzın talebe göre daha az olmasının yanında ülkeye döviz girişinin de meydana gelmesiyle birlikte enflasyonist ortam oluşarak fiyat istikrarı bozulacaktır (Gersl ve Heřmánek, 2008:127-147).

İthalatta da, mevcut olan yurtiçi talep karşısında yurtiçi arzın artmasıyla birlikte meydana gelen döviz çıkışları deflasyonist ortam yaratarak fiyat istikrarı bozulmaktadır. Böylece, bir ülkenin her türlü dış ticaret faaliyetleri fiyat istikran açısından olumsuz görülmektedir (Gersl ve Heřmánek, 2008:127-147).

Son olarak, ekonominin toplam arz-toplam talep dengesinin yanında yatırım malları arzı-yatırım malları talebi, tüketim malları arzı-tüketim malları talebi dengelerinin de sağlanması fiyat istikrarının sağlamak açısından gerekli dengeler olarak görülmektedir.

Tam İstihdam ve Ekonomik İstikrar: Tam istihdam ile ekonomik istikrar arasında da doğrudan bir ilişki bulunmakta, fiyat istikrarını sağlasa bile tam istihdamı sağlayamamış ekonomiler istikrarlı kabul edilmemektedir. Gelişmiş ülkelerde tam istihdam, çalışma isteğinde ve yeteneğinde olan 15-64 yaş işçilerin cari ücret seviyesi

üzerinden çalıştırılmalarını, söz konusu emek gücünün tam olarak kullanılmasını ifade eder (Qayyum ve Manzoor, 2018:92).

Aynı zamanda tam çalışma kavramı ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Günümüzde normal işsizlik oranı dahilindeki bir işsizlik tam istihdam kavramım bozmamakta, % 95 oranındaki bir işgücü istihdamı tam istihdam olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla % 5' lik bir işsizlik oranı iktisadi olarak normal karşılanmaktadır (Qayyum ve Manzoor, 2018:92).

Azgelişmiş ülkelerde tam istihdam, mevcut üretim kapasitesinin ve kaynakların hiç birisinin atıl bırakılmadan tam olarak kullanılmasıdır. Tam istihdam seviyesi, nüfıus artışı, teknolojik gelişmeler nedeniyle statik değil, dinamik bir seviyedir. Başka bir deyişle tam istihdam dengesi sabit veya durağan bir denge değil sürekli hareket halinde olan bir dengedir (Qayyum ve Manzoor, 2018:92).

Tam istihdam, ulusal ekonominin ana sorunlarından bir tanesidir. Gelişmiş ülkeler tam istihdamı sağlamaya çalışırken, gelişmekte olan ülkeler tam istihdamın yanında kaynakların arttırılarak tam istihdam seviyesinin yükseltilmesi için de çalışmaya mecburdurlar. Çünkü bu yolla kalkınmayı sağlayacaklardır (Adrian, 2019:339).

Yukanda açıkladığımız gibi, ekonomilerde tam istihdam ve fiyat istikrarının bulunmadığı durumlar istikrarsızlık olarak tanınmakta ve en önemli fiyat istikrarsızlığının da enflasyon olduğu kabul edilmektedir.

Ekonomik istikrar ile siyasi istikrar ilişkisi çok yakın bir ilişkidir. Ülkelerin üretimi ve büyüme seviyeleri de ekonomik istikrar için önemlidir. Ancak bu süreç uzun vadelidir.Halbuki politik gelişmeler piyasaları çok hızlı etkileyebilme imkanına sahiptir. Finansal piyasalar, faiz oranları, döviz piyasaları siyasi gelişmelerden birebir etkilenirler. Aynı zamanda siyasi gelgitler yaşanması demek hükümetlere güvenin azalmasına sebep olabilir. Hükümetlere duyulan güven kaybı ise çok daha büyük bedeller ödenmesi ile sonuçlanabilir.

Sonuç olarak hem ekonomik istikrar hem de siyasi istikrar bir ülkenin uluslararası itibarı açısından vazgeçilmez faktörlerdir. Bu iki faktör finansal aktörler tarafından yakından takip edilir ve yatırım kararları da dahil olmak üzere bir çok mali karar bu faktörlerden etkilenir. Bu iki faktörün doğru çalıştığı ekonomiler dünya ve sermaye için cazibe merkezi olmaktadırlar. Bu olumlu göstergeler hem makroekonomik verileri hem de o ülkenin kurumlarını ve kurallarını ister istemez geliştirir hem doğrudan hem de dolaylı olarak uluslararası rezervlerin gelişmesine yol açar.

2.6.3. Cds Primleri

Kredi Risk Swapları (Credit Default Swap-CDS) en dar tanımıyla, kredi riskini etkin bir biçimde yönetme amacı taşıyan bir çeşit finansal sigorta sözleşmesi, en geniş tanımıyla ise herhangi bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşı alacaklı tarafın parasını koruma altına alan, bunu da belli bir bedel karşılığında yapan kredi türev enstrümanına verilen isimdir (Kunt, 2008).

Geniş anlamda risk, belirsizlik olarak ifade edilir. Niceleme yapılamıyorsa ve gelecekteki koşullar tam olarak bilinemiyorsa, muğlaklık olacaktır. Belirsizlik olasılıklar dahilinde ölçülebiliyorsa, risk hesaplanabilir. Dolayısıyla risk genellikle beklenen değerlerden negatif sapma olasılığı olarak ifade edilir (Klingler ve Lando, 2018: 1856-1895).

Riskin tersi, pozitif sapmayı içeren şans olarak ifade edilir. Sermaye piyasalarında riskler üç kategoride sınıflandırılabilir:

- Sistematik risk,
- Sistematik olmayan risk ve
- Sistemik risk.

Sistematik riskler makroekonomik yapıdan kaynaklanmaktadır. Bu tür riskler çeşitlendirme ile ortadan kaldırılamaz. Döviz kuru ve faiz oranlarındaki oynaklık,

sistematik riske örnek olarak verilebilir. Güvenlik, firma veya sektörden sistematik olmayan riskler ortaya çıkar ve bu tür riskler çeşitlendirme ile ortadan kaldırılabilir. Firma yanması, sektördeki grev sistematik olmayan riske örnek olarak verilebilir (Doshi, Jacobs ve Zurita, 2017: 43-80).

Sistemik riskler finansal sistemin bileşenlerinden kaynaklanır ve ekonomik sistemi olumsuz etkilemek için domino etkisi ile yayılırlar. Risk iştahı ve riskten kaçınma arasında bazı temel farklar vardır. Markowitz'in portföy teorisine (1952: 77-91) göre, yatırımcılar minimum riskte maksimum getiri elde etmeye çalışır (Jansen ve Fabozzi 2017: 25-52).

Misina (2006) riskten kaçmanın yatırımcılar için zaman içinde sürekli değişen bir parametre olmadığını belirtmektedir. Risk iştahı periyodik olarak ekonomik parametrelere, finansal şoklara ve makro-ekonomik belirsizliğe bağlı olarak değişebilir (Gai ve Vause, 2004: 127). Risk iştahı, yatırımcıların risk alma istekliliği olarak da tanımlanmaktadır. Risk iştahı, değiştirilebilir formu nedeniyle bir endeksin yardımıyla ölçülebilir ve gösterge olarak kullanılabilir (Jansen ve Fabozzi 2017: 25-52).

Kayıtsızlık eğrileri yatırımcıların risk iştahını belirlemek için kullanılmaktadır. Yatırımcıların riske ilişkin tutumları üç grupta sınıflandırılabilir:

- Risk alma isteği (Risk iştahı),
- Risk alma isteksizliği ve
- Risk alma konusunda tarafsız olma.

Yatırımcının risk iştahına göre oluşturulan ilgisizlik eğrisi ne kadar yüksekse, fayda da yüksek olacaktır. Yatırımcılar, en yüksek faydayı veya en yüksek getiriyi sağlayabilecek en iyi yatırım kompozisyonunu bulmaya çalışırlar. Dolayısıyla, bir yatırımcı için en uygun portföy kompozisyonu, etkin sınır ve kayıtsızlık eğrisi arasındaki teğetlik noktasıdır (Fettahoğlu, 2016: 29-34).

Kredi temerrüt takası (CDS) primleri, uluslararası yatırımcılar tarafından yatırım kararları almak için ülke risklerini belirlemek için sıklıkla kullanılır. Ülkelerin ve işletmelerin ekonomik ve finansal göstergelerindeki değişiklikler CDS primlerine yansır. Olumsuz olaylar CDS primlerini artırır (Kılcı, 2017: 146-147).

CDS, alıcıyı, dayanak bir referans kuruluşla ilişkili bir kredi olayından kaynaklanan kayıplara karşı koruyan bir sigorta sözleşmesidir (Amato, 2005: 56). CDS Primleri ülkelerin veya işletmelerin Eurobond'larını veya yabancı bonoların kredi riskini veya iflas riskini yansıtır.

Fantona ve Scheicher'e (2010: 9) göre yatırımcılar CDS'yi esas olarak aşağıdaki amaçlarla kullanmaktadır:

- Spekülasyon,
- Ülke riskinden korunma ve
- Arbitraj.

Yatırımcılar Eurobond'u satın aldıklarında kredi riski, likidite riski ve faiz oranı riski gibi bazı riskleri de alırlar. Kredi riski CDS sözleşmeleri tarafından üçüncü bir şahsa karşı sigortalanabilir. Kredi türevi piyasalar, ülkelerin ve işletmelerin güvenilirliğinin satın alınabileceği ve satılabileceği yerlerdir. Kredi türevi piyasalarda, ülkelerin veya işletmelerin geri ödeme riskleri alınıp satılmaktadır (Kılıç, 2009:22).

CDS primleri, yatırımcıların yabancı ülke ekonomileri ve finansal piyasaları hakkındaki görüşlerini yansıtan bir kredi riski göstergesi olarak da ifade edilebilir (Bursa ve Tatlıdil, 2015: 72).

CDS sözleşmeleri Uluslararası Swap ve Türev Birliği tarafından standartlaştırılmıştır. CDS primi ile risk iştahı arasındaki ilişkinin önemi, öncelikle yabancı yatırımcıların yabancı bir ülkede yatırım kararı vermeleri ve politika yapıcıların ekonomik piyasalarını likidite koşulları ile ilgili bir finansal piyasada

uygulamaları için değerli bilgiler olacaktır. Faiz oranı riskleri ve ekonomik belirsizlik CDS'de oldukça etkilidir ve riski iştahı da taşır.

CDS Primleri ülkelerin aldıkları borçların geri ödenip ödenemeyeceğini değerlendiren bir göstergedir. Bu prim ne kadar yüksekse o ülke daha riskli bir iklime girmiş sayılmaktadır. Bunu sağlık sigortası örneği ile açıklamak istersek belirli bir yaşı geçmiş kişilerin sağlık sigortası primleri gençlerin primlerinden daha yüksek olarak hesaplanmaktadır. Buna sebep olarak yaş almış kişilerin sağlık risklerinin fazla olması gösterilir, CDS primleri de bunun ülke ekonomilerine uyarlanmış şeklidir ve bu parametrede ana belirleyici risk faktörüdür.

Yatırımcılar yatırım planlarında yatırım planladıkları ülkelerin CDS primlerini de göz önünde bulundururlar. Bu primler sadece ekonomik gelişmelerden değil o ülkede ki bölgesel risklerden, kurumların bağımsızlığından, kuralların yapısından, adalet mekanizmasından ve siyasi istikrardan da etkilenirler. Tüm bu değişkenlerin etkisi ülkenin uluslararası rekabet seviyesini etkilemekte bu da makroekonomik göstergelerini ve rezerv seviyelerini dolaylı olarak etkilemektedir.

2.6.4. Emtia Fiyatları

Emtia, ticarete konu olan altın, gümüş, petrol, doğal gaz, bakır, pamuk, mısır, buğday, şeker, kahve gibi malların tümüne verilen addır. Emtialar çoğunlukla diğer mal veya hizmetlerin üretiminde girdi olarak kullanılır (Frankel ve Hardouvelis, 1985: 425-438).

Bir borsada işlem gördüklerinde, emtialar da baz notu olarak da bilinen belirlenmiş minimum standartları karşılamalıdır. Doğrudan tarımsal ürünlere ve diğer ürünlere yatırım yapmak, yatırımcıya ülkenin üretim ve tüketiminin emtia bileşenlerinde bir pay verir. Bununla birlikte, para yöneticileri ve ortalama yatırımcılar

genellikle metaların kendileri yerine emtia türevlerini tercih ederler (Brunetti, ve ark. 2016: 1545-1574).

Ortalama bir yatırımcı tahıl, sığır, ham petrol veya metal depolamak istemez. Gelecekteki sözleşmeler, metalara yatırım yapmanın en kolay ve en ucuz yoludur. Emtialar temel olarak "ticarete konu olan mallar" anlamına gelir. Her malın belirli standartları vardır ve bu standartlar tarafından alınıp satılır. Emtia fiyatları borsalarda talep ve arzlara göre serbestçe belirlenmektedir (Bodenstein, Kamber ve Thoenissen, 2018: 170-184).

Emtia Piyasaları çiftçilerin fiyat değişikliklerinden kaçınma girişimleri sonucunda gelişmeye başlamıştır. Organize borsalarda işlem gören modern gelecekteki sözleşmelere benzer ilk uygulama 1697'de Japonya'da gerçekleşmiştir (Bodenstein, Kamber ve Thoenissen, 2018: 170-184).

Küresel pazarlarda emtia fiyatlarının oluşumunu ve dalgalanmasını etkileyen çeşitli faktörler var. Bu faktörler belirli başlıklar altında incelenebilir. Bunlar Ekonomik Konjonktür, Hükümet Politikaları, Teknolojik Gelişmeler ve Doğal Olaylar ve faiz oranları, enflasyon, döviz kurları, ekonomik büyüme, ithalat-ihracat uygulamaları, dış ticaret vergileri ve kotaları, kullanım / üretim değişiklikleri, hava koşulları, hastalıklar ve salgınlar gibi diğerlerini kapsamaktadır. Tüm bu faktörler emtialar üzerindeki arz ve talebi etkileyerek fiyat değişikliklerine neden olmaktadır (Bodenstein, Kamber ve Thoenissen, 2018: 170-184).

2.6.5. Uluslararası ve Ulusal Faiz Hareketleri

Faiz, üretim faktörlerinden sermayenin belirli bir süre için kullanılması veya alıkonulması nedeniyle ödenmesi gereken miktardır. Yani sermaye sahiplerinin belli bir dönem için paranın likiditesinden vazgeçip kredi kullandırmalarının bir karşılığıdır. Ödünç verilen tasarrufların fiyatı olan faizin oluşumunda para arzı ve talebi, vade, yatırım talebi, sermayenin marjinal etkinliği, alternatif yatırım araçları ve

bunların verimliliği, risk ve likidite derecesi, kısa ve uzun döneme ilişkin beklentiler, piyasaların yapısı gibi birçok faktör etkili olmaktadır (Sheha, Sheha, ve Petilli, 2006:87).

Faiz, borç veren için bir gelir, borç alan için bir maliyet ve oransal büyüklük olarak ekonomik kararları etkileyen bir unsurdur. Ekonomi politikalarının uygulanmasında faizin bu üç yönünün de göz önünde tutularak optimal dengenin sağlanması önemlidir (Strier, 2008:553).

1930'lara kadar birçok ekonomist faiz oranlarının klasik teorinin açıklamalarına göre oluştuğuna inanıyordu. Klasik teoriye göre faiz oranı reel faktörler olarak bilinen bireysel tasarruf arzı ve yatırım talebinin sermaye piyasalarında karşılaşmasıyla oluşmaktadır. Paranın faiz oranı üzerinde bir etkisi yoktur (Strier, 2008:553).

Sermayenin esas kaynağı tasarruflardır. Sermaye kullanımı karşılığı müteşebbislerin fazlalık vermeleri de sermayenin verimliliği ile açıklanmıştır. Müteşebbisler yatırımlardan elde edecekleri gelirleri faizle karşılaştırmaktadırlar. Eğer yatırım gelirleri faiz oranını geçerse yatırım maliyetleri üzerinde kazanç elde edilmekte, yatırımlar gerçekleşmektedir. Sermayenin marjinal etkinliği (MEI) sermaye talebini belirlemektedir (Strier, 2008:553).

Bütün izahlarını reel faktörlere göre yapan klasikler parayı sadece bir örtü olarak görmektedirler. Para miktarındaki artışlar kısa vadede sermaye talebi değişmediğinden faiz oranlarını düşürür. Fakat fiyatlar artınca nakdi sermayeye ihtiyaç artacağından faiz tekrar eski seviyesine yükselir. Yani parasal artış olsa bile uzun dönemde faiz oranı değişmeyecektir. Ancak reel faktörlerin değişmesi faiz haddini etkileyecektir (Bai, 2010:253).

Klasik ve Neo-klasiklerin faizi tasarrufa ödenen bir bedel olarak görmeleri ve tasarruf sahiplerinin şimdiki tüketimlerinden vazgeçerek özveride bulunmalarının mükafatı olarak değerlendirmeleri J. M. Keynes tarafından eleştirilmiştir. Para

kazanmanın esas amaç olduğu kapitalist toplumda paranın önemli bir değişken olmadığını ileri sürmek kabul edilemeyecek bir görüştür (Bai, 2010:253).

İnsanların tasarruf yapması ve bunu saklaması faiz ödenmesini gerektirmeyecektir. Bunun için bu tasarrufların ödünç verilmesi, paranın likiditesinden vazgeçilmesi gerekmektedir. Keynes'e göre faiz likiditeden vazgeçmenin bir bedelidir. Keynes Genel Teori'de marjinal tüketim eğilimi, likidite tercihi ve sermayenin marjinal etkinliği gibi yeni kavramları tanımlamıştır. Faiz oranının yatırım, gelir ve istihdam düzeyini etkileyen önemli bir değişken olduğunu göstermiştir (Sangiorgi ve Spatt, 2017:110).

Faiz haddini para arz ve talebine bağlı olarak açıklayan Keynes, para arzının tedavüldeki para ile kaydi para toplamından oluştuğunu söylerken para talebinin çeşitli faiz seviyelerinde insanların işlem, ihtiyat ve spekülasyon saikiyle ellerinde tutmak istedikleri para miktarından oluştuğunu anlatmaktadır. Bunlardan işlem ve ihtiyat saikiyle elde tutulmak istenen para gelire bağlı iken spekülatif amaçla tutulmak istenen para faize bağlıdır (Sangiorgi ve Spatt, 2017:110).

Faiz oranı yükseldikçe spekülatif amaçlı para talebi azalırken faiz oranı düştükçe para talebi artacaktır Keynes faiz oranının açıklanmasında gerek arz gerekse talep yönünden parayı ele alışı ile klasiklerden ayrılmaktadır.

Ödünç verilebilir fonlar yaklaşımına göre, faiz oranı ne sadece sermaye arz ve talebi ne de sadece para arz ve talebi ile belirlenemez. Bu yaklaşıma göre faiz oranının analiz ve tahmin edilmesinde kullanılan esas unsurlar fon arz ve fon talebidir. Fon talepleri ve faiz oranlan arasındaki ilişkiyi gösteren fon talep eğrisi ile fon arzları ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi gösteren fon arz eğrisinin kesiştiği noktada denge faiz oranı belirlenmektedir (Kodratoff, 2001: 265-269).

Ödünç verilebilir fonlar yaklaşımı klasik yaklaşıma benzemektedir. Ancak ödünç verilebilir fonlar yaklaşımı daha çok sayıda fon sunucusu ve talepçisini içerir. Klasik yaklaşımda fon talebi sadece iş çevrelerinden gelirken ödünç verilebilir fonlar yaklaşımında iş çevrelerine tüketiciler ve devlet eklenmektedir.

Tüketici ve devlet borçlanmalarının büyük miktarlarda olması bu eklemelerin yapılmasının daha gerçekçi olduğunu göstermektedir. Ayrıca klasik yaklaşım tasarruf arzının sadece tüketiciler tarafından gerçekleştiğini varsayarken ödünç verilebilir fonlar yaklaşımı buna iş çevrelerinin tasarruflarını ve para arzındaki artışları da ilave etmektedir. Buna göre tüketicilerin borçlanmaları, firmaların fabrika-ekipman yatırımları ve kamunun açıkları fon talebini arttırırken bireysel tüketicilerin ve firmaların tasarrufları ile para arzındaki artışlar fon arzını arttırmaktadır (Kodratoff, 2001: 265-269).

Borç almak-vermek isteyenlerin karşılaştığı ve ihtiyaçlarını giderecek olan fon arz ve talebine göre belli bir faiz oranının oluştuğu yere ödünç verilebilir fonlar piyasası denilir. Bu piyasada oluşan faiz; ticari yatırım kararlarını, hane halklarının tüketim harcama güçlerini, yerli-yabancı para talebini, kamu ve özel sektör borçlanma maliyetlerini etkilediğinden önemli bir makroekonomik değişkendir (Kodratoff, 2001: 265-269).

Burada faiz kavramı sanki alıcı ve satıcılar tarafından piyasada belirlenen tek bir oran varmış gibi kullanılmaktadır. Oysa gerçek hayatta gayrimenkullere konulan ipotek faizleri, bono ve tahvil faizleri, interbank faizleri, mevduat faizleri gibi farklı varlıklara farklı ödenen oldukça değişik ve kompleks faiz oranları vardır.

Piyasalar için önemli makroekonomik değişken olan faiz oranının belirlenmesinde etkili olan bazı önemli faktörler vardır. McKinnon ve Shaw'm 1973'te geliştirdikleri modele göre finansal liberalizasyon ve gelişme ekonomik büyüme oranını arttırmıştır. McKinnon ve Shaw kontrollü düşük faiz oranına ve finansal baskıya itiraz ederek finansal serbestliği ve ekonomik büyümenin sağlayacağı kalkınmayı savunmuşlardır (Acharya, ve ark. 2011:443).

Finansal serbestlik altında faiz oranlarındaki artış tasarruf sahiplerinin gelirlerini arttıracaktır. Tasarrufların artması daha fazla ve etkin yatırım imkanları sağlayacaktır. Yatırımların miktar ve kalite yönüyle çoğalması ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkileyecektir. McKinnon ve Shaw'a göre ekonomiyi dengede

tutabilmek için uygulanması gereken politikalar, kurumsal faizleri arttırıp enflasyon oranını düşürmektir.

Faiz oranlarındaki değişim makroekonomik dengeleri etkilediğinden ülkelerde uygulanan para politikalarının amacı bu etkilerin olumsuzluğunu gidermek, faiz oranlarının ekonomik gelişmeyi kolaylaştırmasını sağlamaktır. Bununla görevli merkez bankaları ülkenin içinde bulunduğu duruma göre daraltıcı veya genişletici para politikaları ile faiz oranlarını ve dolaylı olarak da ekonomik dengeleri etkilemektedirler (Acharya ve ark. 2011:443).

Bir ülkenin mal ve para piyasalarındaki denge düzeyini sağlayıcı faiz oranının belirlenmesi genelde Sir John Hicks'in 1937'de geliştirdiği IS-LM modeli ile yapılmaktadır. Burada IS eğrisi, mal piyasasında toplam üretimi toplam talebe eşitleyen denge hasıla ve faiz oranım gösterirken LM eğrisi para piyasasında para arz ve talebini eşitleyen faiz haddi ve gelir düzeyi bileşimlerini göstermektedir.

IS ve LM eğrilerinin kesişme noktası mal ve para piyasalarında eş zamanlı olarak dengeyi sağlayıcı faiz oranını ve gelir seviyesini vermektedir. Yani para arz ve talebini eşitleyen faiz haddi ve gelir düzeyi bileşimi ile yatırım ve tasarruf eşitliğini sağlayan faiz haddi ve gelir düzeyi bileşimi aynıdır. Genel dengeyi gösteren faiz oranının belirlenmesinde tasarruf, yatırım arz ve talebi, likidite tercihi ve para miktarı gibi faktörler önemli rol oynamaktadırlar (Acharya, ve ark. 2011:443).

Ekonomik hayatta önemli olmakla beraber henüz faiz oranının bir politika aracı olarak nasıl değerlendirilmesi gerektiği ile ilgili genel kabul görmüş bir fikir yoktur. Bu konudaki anlaşmazlık hem analitik çalışmalarda hem de uygulamalı araştırmalarda kendini göstermektedir. Analitik araştırmalarda bir politika aracı olarak faizin fiyatlar ve enflasyon üzerindeki etkileri ele alınmıştır.

Sargent ve Wallace (1975) esnek fiyatlar altında faiz oranlarının fiyat seviyesinin belirsizliğini giderici enstrüman olarak kullanılabileceğini ortaya çıkarmışlardır. Bu arada Calvo (1983) yapışkan fiyatlar altında farklı enflasyon

oranlarının oluşabileceğini göstermiştir. Benzer şekilde fiyat ve enflasyon belirsizliğine karşı faizle ilgili farklı ekonomistlerin farklı yaklaşımları olmuştur.

Uygulamalı çalışmalardaki tartışmalarda da, ekonomiye transfer edilen kısa dönemli faiz oranının nasıl değişeceği ve yakın zamanlarda önemi artan yüksek faiz oranlarının döviz kurlarını stabilize etmede kullanılışlı olup olmadığı üzerinde durulmuştur. Faizle ilgili bu doğrultuda gelişmeler olurken para politikalarının aktarma mekanizmasında politika aracı olarak faiz oranının kullanımı gelenek haline gelmiştir. Fakat Mishkin(1995- 1996) tarafından işaret edildiği gibi para politikası vasıtasıyla ekonomiyi etkileyeceken önemli kanalların neler olduğu hala araştırılmaktadır.

Faiz oranının belirlenmesi ve ekonomik etkileri ülkelerin büyüklüklerine göre de değişmektedir. Kapalı bir ekonomide reel faiz oranı tasarruf yatırım dengesinde oluşurken oranları farklı da olsa neredeyse bütün ülkelerin dışa açık olduğu günümüz dünyasında faizin oluşumu ve sonuçları farklıdır (Manso, 2013: 535-548).

Küçük ama dışa açık bir ekonomide toplam tasarruflar dünya faiz oranını etkilemeyecek kadar küçük olduğundan dünya faiz oranı veri olarak alınmaktadır. Meselâ Monako'nun tasarruflarını arttırmasının dünya tasarruf ve faiz oranlan üzerinde önemli bir etkisi olmayacaktır. Ayrıca bu ülkedeki faiz oranı dünya faiz oranları ile aynı olmalıdır. Aksi halde ya yerli tasarrufçular yatırımlarını yabancı piyasalarda gerçekleştirecekler ya da yerli yatınmcılar uluslar arası sermaye piyasalarından borçlanacaklardır (Manso, 2013: 535-548).

Buna karşılık büyük ve dışa açık ülkelerin tasarrufları miktar olarak dünya tasarruf ve faiz oranlarını etkileyecek kadar çok olduğundan bu ülkeler dünya faiz oranını veri olarak almayabilirler. ABD, Almanya, Japonya gibi ekonomisi büyük ülkelerin belirlemiş oldukları faiz oranı dünya faiz oranını etkilediğinden bu ülkelerdeki faiz oran politikaları ve bunun sonuçları küçük ülkelerden farklı olacaktır (Manso, 2013: 535-548).

Ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik koşullara ve ekonomik büyüklüğe göre oluşan faiz oranları, daha öncede belirtildiği gibi makroekonomik dengeler üzerinde etkili olmaktadır. Bu etkileme nedeniyle ülkeler uyguladıkları para politikaları ile faiz oranım değiştirerek makroekonomik dengeleri kendi hedefleri doğrultusunda etkilemektedirler.

2.7. Uluslararası Rezerv Değişimlerinin Ekonomik Etkileri

Uluslararası rezervler veya döviz rezervleri, bir ülkenin altın, Özel Çekme Hakları (SDR), döviz mevduatları ve merkez bankaları ile para otoriteleri tarafından tutulan tahvilleri içeren dış varlıklardır. Uluslararası Para Fonu'na göre ise uluslararası rezervler "Ödemeler dengesinin finansman ihtiyaçlarının karşılanması, olumsuz döviz kuru hareketlerine müdahale ve diğer ilgili amaçlar için para otoriteleri tarafından temin ve kontrol edilen dış varlıklardır" (Rahman ve Banerjee, 2017:1144).

Uluslararası rezerv değişimlerinin (pozitif anlamda) ekonomilere etkilerini özetle, karşılaşılabilecek iç ve dış şokların yarattığı olumsuzlukların giderilmesi, dış borç servisinin düzenli olarak çevrilebilmesi ve uluslararası finans çevreleri ile piyasalarda, ülkeye duyulan güvenin artması olarak sıralayabiliriz. Elbette rezerv değişimlerinin negatif olması durumunda tüm bu etkilerin tam tersinin gerçekleşmesi kaçınılmazdır.

2.7.1. Reel Piyasalar

En büyük uluslararası rezervlere sahip olan 10 ülke, dünyadaki toplam uluslararası rezervin yaklaşık üçte ikisini bulundurmaktadırlar. 2015 yılı sonunda 3,86 trilyon dolar ile Çin listenin başında yer almaktadır. İkincisi ülke ise 1.2 trilyon ABD doları ile Japonya'dır.

Büyük miktarda döviz rezervi bulundurma ihtiyacı konusunda ise tartışmalı bir alan bulunmaktadır. Uluslararası rezervler üzerine araştırmalar 1960'lı yıllarda özellikle Heller (1966)'in marjinal maliyeti marjinal fayda ile karşılaştırarak uluslararası rezervlerin optimum düzeyini tahmin ettiği çalışması ile başlamıştır (Rahman ve Banerjee, 2017:1144).

Balassa, B. (1977), örneğindeki ülkelerden biri olarak Brezilya'da istihdam ve ihracat artışının, yerli ve yabancı sermayenin katkıları üzerindeki ekonomik büyüme oranını olumlu yönde etkilediğini bulmuştur. Mendoza, R. (2004) gelişmekte olan ülkelerde rezerv yönetiminin finansal krizlere karşı önlem amaçlı olarak motive edildiğini düşünmektedir.

Chin-Hong ve diğ. (2011) Malezya'da ekonomik büyüme ile uluslararası rezervler arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Aynı sonuçlar Nijerya ekonomisi için Irefin ve Yabaa (2012) tarafından da elde edilmiştir. Gonzaga, F. (2003) Thirlwall'un BoP modelini Brezilya'daki ekonomik büyümeye uygulamış ve dış kısıtların ekonomik büyüme modelini güçlü bir şekilde etkilediğini bulmuştur (Rahman ve Banerjee, 2017:1144).

Malloy, M. (2013); Ostry ve diğ. (2011) döviz rezervlerini etkileyebilecek bir dizi faktörün, döviz kurundaki kısa vadeli dalgalanmaları yumuşatmak için üç ana belirleyici sunduğunu bulmuşlardır. Feder, G. (1982) dış ticaret ve dış sektör politikalarına dayalı ekonomik büyümenin makul olduğunu, çünkü bu politikaların ekonomiyi kaynakların optimal tahsisine yakınlaştırdığını belirtmiştir.

Bacha, E. (1977), yabancı sermayenin ekonomik büyümede kalıcı ve dinamik bir rolü olduğunu belirtmektedir. Buna ek olarak, rezerv holding modeli 1990'ların başından bu yana daha hızlı bir şekilde artmaktadır.

Dünyadaki ülkeler uluslararası rezervleri özellikle istikrarı sağlamak ve diğer ekonomik faaliyetlerin sürdürülmesi sırasında gerçekleşebilecek olumsuzluklara karşı bir güç olarak tutmaktadırlar. Ülkelerin uluslararası rezervlerinin seviyesini

yükseltmek veya bunları düzeltmek gibi bir ihtiyaçlarının olup olmadığı sürekli bir tartışma konusu olmuştur ve bu tartışma özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha önemli hale gelmiştir.

Mevcut araştırmalar, uluslararası rezerv pozisyonunun ülkenin küresel rekabetçi pazardaki puanını belirlediğini ortaya koymaktadır. Başka bir deyişle, bu savunucular güçlü bir rezerv seviyesinin ülkenin diğer ülkeler, alacaklılar ve bağışçıların gözünde finansal olarak sorumlu ve güvenilir görünmesini sağladığını savunmaktadırlar (Ford ve Huang, 1994).

Uluslararası rezerv yeterliliğinin ekonomilerde kullanılan kredi hacmini arttırdığını, şirketlerin finansa ulaşımını kolaylaştırdığını, oluşturduğu güven algısı ile hem iç hem dış yatırımları pozitif yönde etkilediğini diğer bir ifadeyle finansal gelişmenin, ekonomik büyümeyi ve reel piyasaları olumlu etkilediğini söyleyebiliriz. Finans sektörünün gelişimiyle birlikte artan rekabet, firmaların finans maliyetlerini azaltmakta ve üretimi teşvik ederek ekonomik büyüme hızının artışına katkıda bulunmaktadır. Böylece firmalar da finansal kaldıraçtan yararlanma şansı bulmakta ve özsermayelerini artırabilmektedirler.

2.7.2. Finansal Piyasalar (Para ve Sermaye Piyasaları Üzerine Etkileri)

Uluslararası rezervlerle ilgili araştırmalar ilk olarak 1960'larda başlamıştır. Bu süre zarfında, araştırmalar öncelikle Bretton Woods sisteminin etkilerini ve başarısızlığını uluslararası rezervler üzerinden incelemişlerdir. Büyük miktarda yabancı rezerv birikimi, öngörülenin aksine, araştırmacıları konuyu tekrar gözden geçirmeye ve gerçeklerin teoriyle neden çeliştiğini açıklamaya zorlamıştır.

Mevcut araştırmaların çoğu 1970'lerin ve 1980'lerin başında geliştirilen teorilerden kaynaklanmaktadır. Uluslararası rezervleri etkileyen faktörleri ölçmek için birkaç model geliştirilmiştir. IMF'ye (2009) göre, döviz rezervleri merkez bankalarının veya diğer para otoritelerinin döviz mevduatlarıdır.

Dolar, sterlin, euro, yen vb. gibi farklı rezerv para birimlerinde tutulan merkez bankalarının varlıklarıdır. Bu rezerv para birimleri, ihraç edilen yerel para birimi, çeşitli mevduat para bankalarının rezerv mevduatları gibi merkez bankasının yükümlülüklerini desteklemek için kullanılır.

Başlangıçtan itibaren, yabancı rezervler altın olarak tutulmuştur, ancak Bretton Wood sisteminin ortaya çıkmasıyla birlikte ABD doları altının yerini almış ve altın standardı terk edilmiştir. Böylece, altın yerine benimsenen dolar en önemli rezerv para birimi olmuştur. Frenkel (1981), marjinal ithalat eğiliminin (MPI) bir ekonominin dış şoklarına karşı açıklık belirlediğini ve rezervlerin ihtiyati bir sebep olarak tutulması durumunda uluslararası rezervlerle pozitif ilişkili olması gerektiğini belirtmiştir.

Gerek 1990'lı yıllarda farklı ülkelerde art arda yaşanan finansal krizlerin gerekse de 2008 yılında gerçekleşen küresel finansal krizin sonrasında, ülkelerin rezerv tutma eğilimlerinde hızlı bir artış gözlemlenmektedir. Bu davranışın arkasında, politika yapıcıların krizlerin ardından edindikleri tecrübeler doğrultusunda rezerv birikimini ülke ekonomisini döviz kuru kanalı ile gelen dışsal şoklara karşı korumak olduğu anlaşılmaktadır. Herhangi bir spesifik kriz senaryosu durumunda yatırımcıların ülke para biriminin değer kaybedeceği yönündeki korkuları yerli mevduattan kaçışa neden olarak bankalar üzerinde baskı yaratmakta ve merkez bankalarının son ödünç veren merci olma rolünü uygulamaya koymasına neden olmaktadır. Eğer ele alınan ülkenin finansal sistemi yeteri derecede gelişmiş ve yurtiçi para biriminin değerinde keskin bir düşüşe karşı bir direnç sergilenmek isteniyorsa, rezerv düzeyinin oldukça büyük olması gerekmektedir.

Ulusal para birimindeki ani değer kaybı korkusu, literatürde dalgalanma korkusu olarak tanımlanan; hızlı bir para ikamesinin ve döviz kuru geçiş etkisinin yaşanması korkusundan kaynaklanmaktadır. Bu kapsamda rezervler, yüklü sermaye çıkışları durumunda piyasaların sıkıntılı durumlarına müdahale edebilmek için para otoritelerine boş alan yaratmaktadır. Ancak madalyonun bir de diğer yüzü bulunmaktadır. Rezerv tutma bir yandan ülkeyi yerel bir krize karşı koruyabilirken, diğer taraftan uluslararası finansal sistemde istikrarsızlığı arttırarak, rezerv para

ülkesinden kaynaklanan bir global krize yol açma sonucunu doğurabilmektedir. Bu krizin bulaşıcı etkisi ile ülke yeniden bir finansal krizin eşiğine gelebilmektedir. Sonuç olarak para otoritesinin önüne bir ikilem çıkmaktadır. Rezerv birikimi bir taraftan finansal olarak globalleşen dünyada finansal istikrara yönelik kaygının önlenmesinin bir yolu iken, diğer taraftan sistemi ek bir riske ve şoka maruz bırakmaktadır.

Literatürde yer alan çalışmalara bakıldığında; Jeanne ve Ranciere (2011), Mendoza (2014), Obstfeld, Schaumbaugh ve Taylor (2009), Cheung ve Qian (2009), Dominquez vd. (2012) çalışmalarının rezerv birikiminin finansal istikrarı arttırdığı yönünündeki sonucumuzla aynı nitelik gösterdiği ve çalışmanın bir diğer sonucu olan rezerv birikiminin finansal istikrarı azalttığı bulgusunun da Saxegaard (2006), Primus (2017), Steiner (2014), Portes (2009) çalışmaları ile örtüşmekte olduğu görülmektedir. Elde edilen bulguların sonucunda; Türkiye'de de, literatürde ele alınan diğer ülkelerde olduğu gibi rezervlerin, finansal istikrarı sağlamada hem pozitif hem de negatif role sahip olduğu görülmektedir. Bunun sonucu olarak, para otoritelerinin rezerv birikimi düzeyi konusunda hassas davranmaları ve ülkedeki optimal rezerv birikim düzeyinin hangi düzeyde olması gerektiğinin hem iç finansal istikrara hem de uluslararası finansal istikrara etkisi göz önüne alındığında önem teşkil ettiği görülmektedir (Bayat ve Taş, 2019: 519-520)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI REZERV DEĞİŞİMLERİNİN YURTİÇİ FAİZ ORANLARI ÜZERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde, öncelikle uluslararası rezerv değişimleri üzerine yapılan ampirik incelemelere değinilerek zengin bir literatür taraması yapılmış olup devamında ise Türkiye'de uluslararası rezerv değişimlerinin yurtiçi faiz oranları üzerine etkisi ampirik olarak analiz edilmiş, elde edilen bulgulara yer verilmiş ve söz konusu bulgular iktisadi açıdan yorumlanmıştır.

3.1. Konuya İlişkin Literatür Taraması

Finansal ve ekonomik olarak bütünleşmiş bir dünyada, gelişmekte olan pazarlardaki küresel şokların önemi, ekonomideki politika yapıcıların dış şokların kaynaklarını ve sonuçlarını büyük ölçüde değerlendirmek ve analiz etmek dışında bir seçeneğe sahip olmadığı bir aşamaya gelmiştir. Gelişmekte olan ve gelişmiş ekonomilerin politika faizleri oranlarındaki değişimlerin gelişmekte olan ekonomilerdeki makroekonomik dinamikleri nasıl etkilediğini ortaya koymak önemli hale gelmektedir. Uluslararası rezerv değişimlerinin yurtiçin faiz oranları üzerine etkisi ilişkin son literatür, yapısal DSGE modellerinden ikili veya panel VAR modellerine kadar çeşitli yöntemler benimseyerek dış ekonomilerin bu ekonomiler üzerindeki önemini açıklığa kavuşturmaktadır.

Para politikası küresel toplam arz ve talep şoklarıyla birlikte belirlenmesi, Türkiye için nispeten daha az araştırılmış bir araştırma alanı olmaya devam etmektedir. Gelişmekte olan bir ekonomi olarak Türkiye, iç makroekonomik dinamikler dış dünyadan soyutlanamadığından küresel şokları incelemek için iyi bir örnek haline gelmektedir. Yapılan çoğu çalışma incelendiğinde uluslararası rezerv değişimleri ile ithalat, ihracat ve ekonomik büyümeye odaklandığı görülürken, sadece bu değişkenlerle yola çıkmanın Türkiye gibi kırılgan ülkelerde yeterli olmadığı sonucuna

da ulaşılmıştır, bu nedenle çalışmamızda yer verilen bağımsız değişkenlerin çokluğu ülkemizin kırılganlık düzeyi ile de örtüşmektedir.

Döviz rezervlerindeki birikim özellikle son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaygın olarak gözlenmektedir. Döviz rezervlerindeki birikim şüphesiz makroekonomide çok önemli bir değişkendir. Rodrik (2006), gelişmekte olan ülkelerin dış rezervlerinde 1990'ların başından bu yana hızlı bir artış olduğunu belirtmektedir. Ayrıca, bu rezervlerin gelişmekte olan ülkelerin GSYİH'sının yaklaşık yüzde 30'una karşılık geldiğini belirtmektedir. Antal ve Gereben (2011), 1997 Asya krizlerinden önce ve sonra döviz rezervlerini koruma stratejilerini tartışmaktadır. Moghadam ve diğ. (2011), rezervlerin temel ayırt edici özelliklerini yansıtan ihtiyati nedenler ile ilişkili çalışmalar yürütmüşlerdir. Barnichon (2009) düşük gelirli ülkeler için dış şoklara karşı en uygun rezerv seviyesi öneren bazı modeller önermiştir. Borio ve diğ. (2008) ise genel olarak yaptığı çalışmalarda döviz rezervlerini yönetmek için mevcut eğilimlere ve zorluklara odaklanmaktadır.

Döviz rezervlerindeki birikimin faydalarının yanı sıra, döviz rezervleri açısından bazı maliyetler ortaya çıkmaktadır. Bunlardan biri, iç ve dış borçlanma oranları arasındaki fark açısından fırsat maliyetidir. Diğer bir maliyet de, döviz rezervindeki değer düşüşünden kaynaklanan kayıptır. Gelişmekte olan Asya'daki merkez bankalarının rezerv birikimini araştıran Gosselin ve Parent (2005), rezervlerin aşırı birikiminin döviz kurunun yanlış ayarlaması, parasal kontrol kaybı ve sterilizasyon maliyetleri gibi yurtiçi maliyetleri gerektirdiğini ileri sürmektedir. Bu maliyetlerin hesaba katılması, uluslararası rezerv seviyesini düşürecektir. Yeyati (2008), bunları satın almak için ihraç edilen borcun ödenmemiş rezervlerinin risksiz geri dönüşüne yayılmış olarak tahmin edilen rezervleri tutmanın maliyetini sayısal olarak göstermektedir.

Rodrik (2006) döviz rezervlerinin sosyal maliyetini vurgulamaktadır. Çoğu gelişmekte olan ülkeye gelir kaybının GSYİH'nın yüzde 1'ine yakın olduğunu belirtmektedir. Fukuda ve Kon (2010) döviz rezervlerindeki artışın dış borcu artırdığını ve borç vadesini kısalttığını tespit etmiştir. Ayrıca, artan döviz rezervlerinin tüketimde düşüşe yol açabileceğini, aynı zamanda yatırım ve ekonomik büyümeyi

artırabileceğini öne sürmüşleridir. Chaudry ve diğ. (2011) Pakistan'da yaptıkları ampirik bir araştırmada döviz rezervleri ve enflasyon arasındaki ilişkileri araştırmış ve döviz rezervlerinin artışın Pakistan'daki enflasyon oranını düşürdüğünü bulmuşlardır.

Sultan (2011) Hindistan için toplam ithalat talebi fonksiyonunu Johansen'in eşbütünleşme yöntemini kullanarak araştırmıştır. Reel ithalat ile reel döviz rezervleri arasında uzun dönemli bir denge ilişkisi olduğunu ve ithalatın döviz rezervine göre esnek olmadığını tespit etmiştir. Friedman (1985:4-12) merkez bankasının toplam para miktarının düzeyine karar vermenin yanında, para miktarını değiştirme imkanını veren para politikası ve araçlarının ekonomide "ince ayar" yapmak için oldukça etkin şekilde kullanılabileceğine vurgu yapmıştır.

Akdoğan (2010)'a göre kısa vadeli veya brüt borç seviyesiyle ölçeklendirilen rezervler, ihtiyatlı çerçevenin yeni ölçütüdür (Akdoğan, 2010:34-44). Bu aynı zamanda rezervlerin bir ülkenin kısa vadeli borcuna eşit olduğunu öne süren Greenspan-Guidotti kuralı ile örtüşmektedir. Ancak, rezerv birikimi maliyetli bir politikadır. Rodrik (2006) bu tür geçici rezerv birikiminin maliyetini GSYİH'nın % 1'i olarak hesaplamakta ve bu ülkeler için borç azaltma politikalarına daha fazla önem verilmesini önermektedir. Son yıllarda uluslararası rezerv birikiminin hızlanması için alternatif bir yaklaşım Calvo ve Reinhart (2002) tarafından öne sürülmüştür.

Gelişmekte olan birçok piyasa ekonomisinin 1990'ların sonundaki mali krizlerden sonra resmi olarak dalgalı döviz kuru rejimleri benimsemiş olmasına rağmen, döviz piyasasına ihtiyari müdahalelerde bulunmak için belirli miktarda rezerv bulundurduklarını savunmaktadır. Eğer bu müdahaleler, yurtiçi para biriminin amortismanıyla karşılaştırmalı üstünlük elde etmek için yapılırsa, merkez bankası döviz rezervlerinin aşırı birikmesiyle sonuçlanabilmektedir. Dooley ve ark. (2004), bu mercantalist görüşün, Çin'in yüksek döviz rezerv varlıklarına ihracata dayalı bir büyüme stratejisi izleyen bir açıklama sağladığını savunmaktadırlar.

1990'lardan sonra rezerv yönetimi uygulamaları için cazip bir diğer temel, paranın yanı sıra diğer finansal varlıkları da dikkate alan ödemeler dengesi ve döviz

kuru için portföy yaklaşımıdır. Bu görüşe göre, yerli ve yabancı varlıklara olan talep, yatırımcıları en üst düzeye çıkaran kar portföyü düzeltmeleri ile belirlenmektedir. Benzer şekilde, merkez bankası rezervleri bir ülkenin varlık portföyünün bir parçasıdır. Bu nedenle, rezerv yönetiminin gelişimi 1970'lerin "artık kalem" perspektifinden "portföy ve risk yönetimi" çerçevesine doğru değişmiştir. İhtiyati politikalar ile rezerv yönetimi birlikte ele alınmaktadır. Riske maruz değer modelleri ve stres testleri, basit kıyaslama kurallarına ek olarak bugün birçok merkez bankası tarafından yaygın olarak uygulanmaktadır.

Bu kapsamda Akdoğan (2010) Arjantin, Brezilya, Kore ve Türkiye gibi gelişmekte olan dört piyasa ülkesinde döviz rezervlerinin hareketlerini tahmin etmek için GSYİH, tüketim, ihracat, ithalat, faiz oranları ve enflasyon değişkenlerinden potansiyel olarak yararlı bilgilerin çıkarıp çıkarılamayacağını araştırmıştır (Akdoğan, 2010:34-44). Granger nedensellik testleri sonucunda Arjantin ve Türkiye için ABD ile olan faiz farkları döviz rezerv birikimi için potansiyel olarak yararlı bilgiler içermektedir. Bu, portföy düzeltme güdüsünün, rezervlerdeki oynaklığın ve ihtiyati güdünün ana belirleyicisi olduğunu göstermektedir. Kore için ABD ve net ihracattaki tüketim farkı, döviz rezervi hareketleri için, birikimli tasarruf açıklamasını, rezerv birikimini açıklamaya yönelik portföy düzeltmelerinden nispeten daha güçlü bir motivasyon olarak düşündüren bilgiler içermektedir (Akdoğan, 2010:34-44).

Küresel finansal krizler, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik politikaları ve finansal sistemleri için olduğu kadar döviz rezerv politikaları için de bir zorluk oluşturmuştur. Bu, birçok ülkeyi döviz rezervleri ile ilgili stratejilerini yeniden düşünmeye itmiştir. Antal ve Gereben, (2011) çalışmalarında, merkez bankaları tarafından rezerv birikiminin arkasındaki temel hedefleri sunmuşlar ve hedeflenen yabancı rezervlerin seviyesini belirlerken genel olarak dikkate alınan hususları incelemişlerdir. Krizden önceki dönemde gelişmekte olan ülkelerin çoğunun büyük ölçekli rezerv biriktirmesine neden olan gerekçeler incelenen diğer bir konu olmuştur (Antal ve Gereben, 2011:7-19).

Antal ve Gereben, (2011) elde ettiği bulgulara dayanarak, ilerleyen yıllarda uluslararası rezervlerin daha da artması muhtemeldir. Bu artış, tek tek ülkeler

düzeyinde daha yüksek rezerv seviyelerinin rasyonel bir seçim olabilmesine rağmen, küresel finansal sistemde daha fazla gerilim oluşturabilmektedir. Küresel dengesizliklerden kaçınmak için, uluslararası koordinasyon ve merkez bankası swap hatları, yeni IMF araçları ve kriz dönemlerinde hayati önem taşıyan bölgesel finansal çözümler gibi döviz likiditesinin alternatif kaynakları güçlendirilmelidir (Antal ve Gereben, 2011:7-19)

Kriz dönemlerinde bile şişmeye devam eden döviz rezervleri, küresel rezervlerde daha fazla birikim olduğunu göstermektedir. Rezervlerdeki bu artış birçok faktör tarafından teşvik edilmektedir. Rezervleri yüksek olan ülkeler krizde daha dirençli olduklarını kanıtlamaktadırlar. Parasal merkantilizmin yanı sıra, döviz müdahalesiyle niceliksel genişleme uzun vadede artan bir rol kazanabilir ve rezervlerdeki büyüme, gelişmekte olan ülkeler arasında rezervleri toplama yarışında bir dengesizliğe yol açabilir. Yüksek rezerv seviyelerinin korunması genellikle belirgin açık ve örtük maliyetlere neden olmaktadır. Merkez bankaları döviz rezervlerini genellikle güvenli ve likit, yani düşük getirili araçlara yatırmaktadır. Finansman genellikle rezervlerde elde edilen getiriden daha maliyetli olduğundan, artan rezervler merkez bankası kârını azaltır ve mali maliyetlere katlanır. Bu doğrudan maliyetlerin yanı sıra, dolaylı maliyetler de vardır.

Gelişmekte olan ülkelerin rezervlerindeki artışlar, gelişmiş ülkelere sürekli küresel sermaye dengesini daha da derinleştirerek sürekli sermaye akımları yaratmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki tasarruf açığının artmasının devam etmesi küresel finansal istikrarı tehdit edebilir ve gelecekteki finansal türbülansı kolayca tetikleyebilir. Hem bireysel ülkeler hem de dünya için en uygun çözümü elde etmek için uluslararası koordinasyon gerekli olacaktır.

Barnichon, (2009) çalışmasında doğal afetler ve ticaret haddi şokları kapsamında uluslararası rezerv değişimlerinin yurt içi faiz oranları üzerine etkisini incelemiştir. Büyük dış şoklara karşı rezerv seviyesinin ölçülmesine yardımcı olan analitik bir çerçeve geliştiren Barnichon, R. (2009)'a göre üç aylık ithalata karşılık gelen rezervlerin korunması gibi temel kurallar yalnızca kesin ölçütler verebilmektedir. Bu kapsamda bir ülkeye isabet eden şokların büyüklüğü ve

sürekliliği, ihracat sektörünün önemi veya riskten kaçınma derecesi gibi önemli parametrelerde yapılan küçük değişikliklerin optimal rezervler düzeyinde büyük sonuçları olabileceği sonucuna varmaktadır. Her ne kadar doğal kaynaklardan sağlanan gelir büyük döviz girişleri sağlayabilirse de, fiyat oynaklığı ve mevcut doğal kaynakların kesin miktarı hakkında belirsizlik, fiyat dalgalanmalarını düzeltmek ve alternatif bir gelir kaynağı sağlamak için rezerv birikimini gerektirmektedir (Barnichon, 2009: 852-875).

Marc-André Gosselin ve Nicolas Paren (2005)'a göre teorik olarak, bir ülke tüketim oynaklığının tamamını veya bir kısmını ortadan kaldırmak için döviz rezervleri biriktirmeye karar verebilir. Bu durumda, rezerv seviyesi bir ülkenin riskten kaçınma ve çıktı oynaklığı ile artacaktır (Heller ve Khan 1978; Edwards 1985; Lizondo ve Mathieson 1987; Landell-Mills 1989; Lane ve Burke 2001).

Uluslararası finansal işlemlerin hacmi ve dolayısıyla rezerv birikimleri ekonomik boyutla birlikte artmalıdır. Literatürde ekonomik büyüklüğün göstergesi olarak kişi başına GSYİH ve GSYİH kullanılmaktadır. Cari hesabın kırılganlığı, ticaretin açıklığı ve ihracat oynaklığı gibi tedbirlerle yakalanabilir. Uzun vadede merkez bankaları dış şoklara daha fazla maruz kalmaya karşılık rezervlerini artıracaktır.

Bu nedenle, rezervlerin seviyesi hem ihracat hem de ithalattaki artış ile pozitif bir şekilde ilişkilendirilmelidir. Sermaye hesabı kırılganlığı finansal açıklık ve yerli para biriminden yerleşik bazlı sermaye uçuşu potansiyeli ile artar.

Sonuç olarak, rezervler sermaye akımlarının GSYİH'ye oranı ve geniş paranın GSYİH'ye oranı (yerli kaynaklardan gelen yabancı varlıklar için potansiyel talebi işaret eder) gibi değişkenlerle pozitif bir şekilde ilişkilendirilmelidir. Döviz kuru esnekliği genellikle önemlidir. Merkez bankalarının sabitlenmiş bir döviz kurunu yönetmek için artık büyük bir rezerv stokuna ihtiyacı olmadığı için rezerv talebini azaltır. Rezerv bulundurmanın fırsat maliyeti vardır, çünkü para otoritesi düşük getirili yabancı varlıklar için yüksek getirili yerli varlıkları değiştirir. Rezerv getirisi ile alternatif bir yatırımın marjinal verimliliği arasındaki farka karşılık gelir. Bununla

birlikte, bu değişken, muhtemelen ölçüm problemlerini yansıtan ampirik literatürde önemsizdir (Edwards 1985).

Mendoza'nın (2004) gösterdiği gibi, Asya ülkelerinin çoğunun Asya mali krizinden sonra kendi kendini sigortalama amaçlı rezerv seviyelerini arttırmıştır.

Aizenman ve Marion (2002, 2004), gelişmekte olan Asya'daki ülkelerin rezervlere nispeten yüksek talebinin ve diğer bazı gelişmekte olan ülkelerin (ör. Latin Amerika) nispeten düşük talebini araştırmıştır. Aizenman ve Marion (2002, 2004), rezervlerin belirleyicisi olarak siyasi belirsizlik ve yolsuzluğun rolünü ele almışlardır. Teorik bir model kullanarak, egemen riskin, mali yükümlülükleri karşılamak için maliyetli vergi tahsilatının ve ekonominin tüketimdeki azalmaya artışlardan daha duyarlı olması) uluslararası rezervler için nispeten büyük bir ihtiyati ihtiyaca yol açmaktadır.

Dooley, Folkerts-Landau ve Garber (2004) rezerv birikiminin, ihracata dayalı büyümeyi teşvik etmek için para birimlerinin ABD doları karşısında değer kazanmasını önlemek isteyen Asya merkez bankalarının müdahalesini yansıttığını savunmuşlardır. Bununla birlikte, Aizenman ve Lee (2005) standart belirleyicilere ek olarak gecikmeli ihracat büyümesi ve öngörülen satın alma gücü paritesinden sapmalar kullanarak, merkantilist güdü için sınırlı destek aramışlardır.

Aizenman ve Lee (2005), Diamond ve Dybvig (1983) rezervler için ihtiyati ihtiyacın mikro temellerini araştırmışlardır. Ayrıca Velasco (1987), döviz rezervlerinin başarısız bankaları ve diğer finansal kurumları desteklemek için kullanılabileceğini savunmaktadır. Bu, ortalama takipteki krediler veya banka kapama / birleşme sayısı gibi bazı finansal değişkenlerin rezervler için tahmin gücüne sahip olabileceğini düşündürmektedir.

Chowdhury, Uddin ve Islam, (2014) , döviz rezervlerinin belirleyicilerinin ekonometrik bir analizini yapmışlardır. Yıllık zaman serisi verileri, döviz rezervlerinin belirleyicileri için çok önemli olan ilgili değişkenlerin türünü belirlemek için kullanılmıştır. Durağanlığı incelemek için Artırılmış Dicky Fuller (ADF) birim kök testi kullanılarak Bangladeş'teki döviz rezervlerinin kilit belirleyicileri, değişkenler

arasındaki ortak entegrasyon ilişkisini göstermek için Engle Granger artık temelli ortak entegrasyon yaklaşımı kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar döviz rezervleri, döviz kuru, konut faiz oranı,politika faizi,ihracat ve ithalat UPI'si ile kişi başına GSYİH arasında güçlü bir ilişki olduğunu teyit etmektedir. Katsayıların, altı değişkenin istatistiksel olarak anlamlı olduğu dokuz adaydan yedi eşik değişkeninin bir fonksiyonu olarak sorunsuz bir şekilde değiştiği bulunmuştur. Elde ettikleri bulgular, döviz kuru, güçlü bir faiz politikası, kaliteli ihracat kalemleri ve sürdürülebilir GSYİH sağlıklı bir döviz rezervi oluşturmak için önemli faktörler olduğunu göstermektedir.

Heller ve Khan (1978), Edwards (1985), Lizondo ve Mathieson (1987), Landell-Mills (1989) ve Lane ve Burke (2001) Uluslararası rezerv belirleyicileri olarak bazı açıklayıcı değişkenler elde etmişlerdir. Literatürde rapor edilen rezervlerin belirleyicileri ekonomik büyüklük, cari hesap açığı, sermaye hesabı kırılganlığı, döviz kuru esnekliği ve fırsat maliyeti olmak üzere beş kategoriye ayrılabilir. GSYİH, ekonomik büyüklüğün göstergesi olarak kullanılmaktadır. Chowdhury, Uddin ve Islam, (2014) 'a göre uzun vadede merkez bankası dış şoklara daha fazla maruz kalmaya karşılık rezervlerini artıracaktır. Bu nedenle, rezervlerin seviyesi hem ihracatta hem de ithalatta artış ile pozitif korelasyon göstermelidir. Sermaye açıkları, finansal açıklık ve yurt içi yerleşiklerden yerleşik yerleşik sermaye uçuşu potansiyeli ile artmaktadır. Sonuç olarak rezervler bu değişkenlerle pozitif korelasyon içinde olmalıdır.

Mendoza (2004) ihtiyati analitik çerçeveyi önceki tüm teorilerin doğal bir açılımı olarak görmüştür. Çalışmalarında, çoğu Asya ülkesinin Asya mali krizi sonrasında kendini güvenceye almak için rezerv seviyelerini artırdığını göstermektedir. Benzer şekilde, Lizondo ve Matheieson (1987) Latin Amerika'daki 1980'lerin başındaki borç krizinin rezerv talebinde yapısal bir kırılma yarattığını bulmuşlardır. Frenkel, 1978 tarihli makalesinde, marjinal ithalat eğiliminin (MPI) bir ekonominin dışsal şoklara karşı açıklığını ölçtüğünü ve bu nedenle rezervler ihtiyati tedbir olarak tutulsaydı yabancı para rezervleriyle pozitif ilişkili olacağını savunmuştur. Batten (1982), kısmen Frankel'in modeline dayanan, sabit ve dalgalı döviz kurları altında yabancı rezervlere olan talebi belirlemek için ampirik bir çalışma

yürütmüştür. Eichengreen ve Mathieson (2000) bu tür verileri yayınlayan ülkeler için döviz rezervleri portföy kompozisyonunun belirleyicileri teorisini ortaya koymuştur. Teori, hem rezervlerin para birimi bileşiminde hem de rezerv talebi ile bu temel belirleyiciler arasındaki ilişkide zaman içinde "çarpıcı" bir istikrar olduğunu bulmuştur.

Distayat (2001) çalışmaları üzerine kurulmuş ve 2. nesil finansal krizle uyumlu bir rezerv talep modeli geliştirmiştir. Aizenman ve Marion (2002), Uzak Doğu ülkelerinde 1980-1996 dönemleri arasındaki rezervlerin, uluslararası işlemler, uluslararası işlem oynaklığı, döviz kuru düzenlemesi, siyasi belirsizlik ve yolsuzluk gibi çeşitli faktörlerin sonucu olduğunu bulmuşlardır. IMF (2003) rezervlerin çeşitli belirleyicilerini içeren basit bir ampirik model üzerinde çalışmıştır. Model, 1980-1996 yılları arasında yıllık verileri olan 122 gelişmekte olan piyasa ekonomisini kapsayan büyük bir panel kullanılarak tahmin edilmektedir. Çalışmada kişi başına düşen GSYİH, nüfus seviyesi, ithalatın GSYH'ye oranı ve döviz kurundaki oynaklık bulunmuştur.

1992-2002 dönemlerinde bu modelden öngörülen değerler, Latin Amerika'daki döviz rezervlerinin aşırı olmadığını, gelişmekte olan Asya'daki rezervlerin 2001'den beri belirleyiciler tarafından garanti edilenden daha fazla arttığını ortaya koymaktadır. IMF, gelişmekte olan Asya'daki döviz rezervlerinin birikim oranında bir miktar yavaşlamanın gerekli olduğu bir noktaya ulaştığı sonucuna varmaktadır.

Aizenman, Lee ve Rhee (2004) Kore üzerinde çalışmışlar ve 1997 sonrası dönemde dış rezerv tutma düzeninde bir kırılma olduğuna dair kanıt bulmuşlardır. Yazarlar kriz sonrasında öz güvence güdüsünün güçlendiğini iddia ettiler. Daha spesifik olarak, ticaret açıklığının kriz öncesi dış rezervleri açıklamada önemli olduğunu, ancak krizden sonra önemini yitirdiğini söylediler. Bunun finansal açıklığın artan nispi önemi ile tutarlı olduğunu iddia ettiler. Artan dış finansal riskin kriz sonrası dönemde birikmiş rezervlerin arkasında itici bir faktör olup olmadığını incelemek için, yabancıların fsequity pozisyonlarını ve kısa vadeli dış borçları ilave açıklayıcı değişkenler olarak gördüler. Krizden sonra bu değişkenler üzerindeki katsayıların,

Kore'nin sermaye akışlarının ani durmasına karşı sigortalarını artırmak için rezerv seviyesini yükselttiği görüşünü desteklediğini tespit ettiler.

Bununla birlikte, Aizenman ve Lee (2005), gecikmeli ihracat büyümesi ve standart belirleyicilere ek olarak öngörülen satın alma gücü paritesinden sapmalar kullanarak merkantilist güdüler için sınırlı destek bulmuşlardır. Romero (2005) Çin ve Hindistan'ın rezervlerini ve hangi değişkenlerin bir ülkeyi diğerinden daha fazla etkilediğini incelemiştir. Çin hükümetinin rezervler ve döviz kurları da dahil olmak üzere ekonomiyi sıkı bir şekilde kontrol altında tuttuğunu ve dolayısıyla, piyasaya yönelik değişkenlerin Çin'in rezerv birikimini açıklamadığını öne sürmüştür. Buna rağmen bu değişkenlerin Hindistan bağlamında çok önemli olduğunu iddia etmiştir.

Prabhesh, Malathy ve Madhumati (2007) 1983- 2005 arası Hindistan döviz rezervlerinin belirleyicilerini analiz etmişlerdir. Hindistan'ın uzun vadeli yabancı rezervlerinin cari hesap açığı, sermaye hesabı kırılganlığı, döviz kuru esnekliği ve fırsat maliyetinin bir işlevi olduğunu buldular. Ayrıca rezervlerin temel olarak konut bazında sermaye kaçışına karşı özsermaye güvencesini gösteren ve fırsat maliyetine daha az duyarlı olan sermaye hesabı kırılganlığından etkilendiğini belirtmişlerdir.

Delatte ve Fouquau (2009), yabancı rezervlerin dinamiklerini incelemek için doğrusal olmayan bir yaklaşım benimsemiş ve yabancı rezerv talebinde doğrusal olmayan bir davranışın varlığına dair kanıt bulmuşlardır. Obstfeld ve diğ. (2008) ve Obstfeld ve diğ. (2009) politika faizinin döviz rezervlerinin güçlü bir öngörücüsü olduğunu iddia etmiştir. Dünyanın 50 ülkesinde araştırma yapan Gantt (2010), döviz rezervlerinin seviyesinin, ticaret değişkenleri (ithalat, ihracat), parasal toplam (Para arzı,) ve politika faizi özelliklerinin bir kombinasyonu ile belirlendiğini bulmuştur.

Ali ve Medhekar (2010), Bangladeş bağlamında 1971'den 2010'a kadar olan verileri incelemiş ve uluslararası rezerv değişimlerinin faiz oranları üzerine bir çalışma yapmıştır. Döviz rezervinin doğrudan GSYİH ile ilişkili olduğunu ve Bangladeş ekonomisi bağlamında ihracata, ithalata, dış yardımlara ve havaleye bağlı olduğunu tespit etmiştir (Ali ve Medhekar 2010). Rezaulk (2011), Bangladeş'teki çeşitli hükümetlerin rejimleri sırasında yeterli düzeyde döviz rezervinin

sürdürülmesine ilişkin performansını analiz etmiştir. Bu amaçla, Erashad, AL ve BNP rejimindeki döviz rezervlerinin belirleyicilerinin performansını ölçmüştür. Rezerv oluşumunun, ilgili hükümet tarafından ekonominin dış sektöründe benimsenen politikalara ve elde edilen performanslar ile ilişkili olduğunu bulunmuştur.

Chowdhury, Uddin ve Islam, (2014) çalışmasında uluslararası rezervlerin doğrusal olarak döviz kuru, yurtiçi faiz oranı, havale, geniş para arzı ithalat ve ihracat UPI'sı ve kişi başına GSYİH'ye bağlı olduğunu belirtmektedir. Çalışma aynı zamanda dış yardımın, örnek veriler için dış rezervlerin önemli bir belirleyicisi olmadığını da bulmuştur. Çünkü son yıllarda, birçok gelişmiş ve uluslararası kuruluş küresel ekonomik durgunluk, bağışçı ülkelerin çeşitli olanaksız durumları, ülkenin istenmeyen mevcut yolsuzlukları gibi çeşitli nedenlerle önemli miktarda yardımlarını azaltmıştır. Döviz rezerv pozisyonu ve politika faizi döviz kurunun davranışı ile önemli ölçüde ilişkilidir. Bu kapsamda Chowdhury, Uddin ve Islam, (2014) dış ticaret açığı ve cari işlemler dengesinin azaltılmasına yönelik tedbirlerin alınmasını önermiştir.

Sula (2011), uluslararası rezervlere olan talebin belirleyicilerini kantil regresyonlar kullanarak tahmin etmeye çalışmıştır. Gelişmekte olan ülkeler için veri kullanan yazar, rezervlerin koşullu dağılımının farklı noktalarında önemli farklılıklar bulmuş ve rezerv seviyesinin, rezerv talebinin diğer belirleyicileri kadar önemli olduğunu ortaya koymuştur. Ford ve Huang (1993), parasal dengesizlik nedeniyle hata düzeltme modelini kullanarak Çin'deki uluslararası rezervlere olan talebi araştırmış ve Çin'in rezerv talebinin belirleyicileri ile istikrarlı bir uzun vadeli ilişki sürdürdüğünü ve parasal dengesizliğin ters yönde kısa vadeli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Uluslararası rezervlerin biriktirilmesi, hükümetlerin ticaretin rekabet gücünü arttırmak için kasten takdir etmesini engellediği sanayi politikalarının bir sonucu da olabilir. Bu açıklama 1990'larda Çin'in rezerv talepleri ile motive edilmektedir (Dooley ve ark. 2003). Ancak Aizenman ve Lee (2007), uluslararası rezervlere karşı ihtiyati talebin, gelişmekte olan piyasaların davranışını Asya finansal krizinden sonraki dönemde merkantilist görüşten daha iyi açıkladığını savunmaktadır.

Obstfeld ve diğ. (2010) rezerv varlıklarını açıklamak için finansal istikrar ve finansal açıklığa dayalı bir model önermiştir. Potansiyel olarak yabancı para birimine dönüştürülebilen yurtiçi finansal borçların büyüklüğü, finansal açıklık, borç piyasaları üzerinden yabancı paraya erişim kabiliyeti ve döviz kuru politikası rezerv rezervlerinin önemli göstergeleridir. Yazarlar, bu finansal istikrar modelinin hem geleneksel modellerden hem de dış kısa vadeli borçlara dayalı son açıklamalardan daha iyi performans gösterdiğini iddia etmektedir.

Romero (2005), Çin ve Hindistan için rezerv talebinin yordayıcılarını incelemek için bir müdahale modeli kullanmıştır. Yazar, cari hesabın Çin'in rezerv rezervleri üzerinde modele dahil olan diğer öngörücülerden daha fazla etkiye sahip olduğunu bulmaktadır, çünkü cari hesap dengesi ülkelerin resmi rezerv elde ettiği ana mekanizmadır. Bildiğimiz kadarıyla, bu konunun Çin'e ve daha önce açıklandığı gibi Rusya, Kore, Singapur vb. Gibi diğer önemli ülkeler için önemine rağmen, Çin (veya diğer ülkeler) için bu rezervlerin öngörücüleriyle ilgilenen bir çalışma yoktur.

Sidaoui, (2005) çalışmasında 1995-2003 arası Meksika mali yetkilileri tarafından kabul edilen uluslararası rezerv birikimi politikalarını ele almaktadır. Özellikle, yetkililerin, maruz kaldıkları kısıtlamaları dikkate alarak, marjinal olarak artan uluslararası rezervlerin faydalarını ve maliyetlerini değerlendirerek kararlar aldıklarını göstermektedir. Merkez bankasının döviz piyasasına katılımının, dalgalı döviz kuru rejiminin normal işleyişini bozmamak için daha önce açıklanan kurallara uymasını sağlamıştır (Sidaoui, 2005: 216-29).

Sidaoui (2005). çalışmasında dalgalı döviz kuru rejimi benimseme ve döviz piyasasını serbest bırakma kararının ardındaki nedenleri, 1996-2001 döneminde uluslararası rezerv biriktirmek için kullanılan mekanizmaları , hem para politikasının oluşturulması hem de merkez bankasının mali durumu için uluslararası rezerv birikiminin sonuçlarını ve Meksika Merkez Bankası'nın büyük miktarda yabancı varlık satın almasından sonra, 2001-03 döneminde uygulanan uluslararası rezerv birikimi politikalarına odaklanmaktadır (Sidaoui, 2005: 216-29)

Sidaoui, (2005) çalışmasında Meksika Merkez Bankası tarafından uygulanan uluslararası rezerv birikimi politikasını incelemiş ve söz konusu politikanın dalgalı döviz kuru rejiminin doğasına müdahale etmemek amacıyla tasarlandığı vurgulanmıştır. Bu, döviz kurunun herhangi bir seviyesini önceden belirlemeyen daha önce açıklanan kurallara dayanan otomatik mekanizmalara güvenerek elde edilir. Ayrıca, birikim politikası, merkez bankasına beklenmedik şoklarla karşılaşma özgürlüğü dereceleri sağlayarak, yüzen rejimin işleyişini destekleyen bir unsur olarak uygulanmıştır. Bu politika, hüküm süren ortamın getirdiği kısıtlamaları ve merkez bankasının kamu sektörü kuruluşları ile işlem yaptığı kurumsal düzenlemeleri de dikkate almıştır. Meksika finans yetkilileri, ek akışların fayda ve maliyetlerinin dikkatli bir şekilde analizinden sonra, optimal veya istenen bir hisse senedi seçmek yerine, uluslararası rezervlerin birikmesine ilişkin kararlar almıştır. Bu bağlamda, uluslararası rezerv birikimi özel bir ekonomik politika hedefi olarak seçilmiştir. Bu politika, merkez bankasının mali durumunu olumsuz etkileyen taşıma maliyetleri getirmiştir (Sidaoui, 2005: 216-29)

Mundell, R. A. (1963) çalışmasında politika faizi ile ilgili olarak bir ülkenin yurtdışında geçerli olan genel seviyeden farklı bir faiz oranını koruyamaması durumunda aşırı hareketlilik derecesi olacağını iddia etmektedir. Çalışmanın sonuçları sabit döviz kurları altındaki para politikasının rezerv seviyelerini değiştirmek için bir araç haline gelmesi, esnek döviz kurları altındaki maliye politikasının ise ticaret dengesini değiştirmek için bir araç haline gelmesidir. Sabit kurlar altında, merkez bankasının açık piyasa işlemleri altın stokunda eşit değişikliklere, açık piyasa alımlarının azalmasına ve açık piyasa satışlarının artmasına neden olmaktadır. Esnek döviz kurları altında, vergilerdeki veya devlet harcamalarındaki değişikliklerin neden olduğu bütçe açıkları veya fazlaları, ticaret dengesinde ilgili değişikliklere neden olur. Altın sterilizasyon politikaları, sabit döviz kurları ve mükemmel sermaye hareketliliği dünyasında bir anlam ifade etmemektedir ve sonuçta sabit döviz sisteminin bozulmasına yol açacaktır (Mundell, 1963: 216-229).

Redrado, ve ask. (2006) halihazırda çok sayıda ülke tarafından takip edilen önemli miktarda yabancı rezerv birikiminin altında yatan nedenleri belirlemeye

çalışmışlardır. Bu amaçla, öncelikle uluslararası likidite koşullarını ve bireysel rezerv rezervlerini incelemişlerdir. Daha sonra farklı ülke gruplarının rezerv biriktirmeleri ile politika faizleri arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmada, genel bir moment tahmini yöntemi (Sistem GMM) kullanılmış ve 139 ülkeden oluşan bir panelde rezerv belirleyicileri tahmin edilmiştir. Asimetrik finansal entegrasyon bağlamında, uluslararası likiditeye güvenmenin, reel ve finansal şokların bir ekonomiyi etkilediğinde para ve döviz kuru politikalarının istikrarını garanti etmenin uygulanabilir bir yolu olduğu sonucuna varılmıştır (Redrado, ve ark. 2006:87).

Dominguez, K. M., Hashimoto, Y., & Ito, T. (2012) çalışmasında, küresel mali kriz sırasında alınan kriz öncesi uluslararası rezerv birikimlerinin yanı sıra döviz kuru ve rezerv politikası kararlarının kriz sonrası ekonomik performanstaki ülkeler arası farklılıkları açıklamaya yardımcı olup olamayacağını incelemişlerdir. Ayrıca çalışmada sadece ülkelerin resmi rezervlerinin toplam stokuna değil, aynı zamanda hükümetlerin kriz döneminde rezerv varlık satın alma veya satma kararlarına da odaklanılmaktadır (Dominguez, Hashimoto ve Ito, 2012: 388-406).

Ekonomistler merkez bankasının banka rezervlerini mi yoksa faiz oranını politika aracı olarak mı kullanması gerektiği konusunda farklı görüşlere sahiptir. Faiz oranı politikasına odaklanma, para politikasının analizinde Taylor kuralının her yerde kullanılmasına yansımıştır. Ekonomistler, özellikle Friedman (1959), rezervlerdeki vergiyle ilgili çarpıklıkları ortadan kaldırmak için rezervlere faiz ödemesini bir piyasa faiz oranıyla savunmuştur. Bazı ekonomistler rezervlere faiz ödemesini merkez bankasının para politikasını yürütme yeteneğini bozabileceğini öne sürmektedir. Ancak son zamanlarda, Rezerv ve para talebini tamamen görmezden gelen modellerde bile para politikası faiz oranı kurallarının fiyat seviyesi ve reel değişkenler için tutarlı sonuçlar verdiği görümektedir. Bu son bulgular, faiz oranı kurallarının, rezervlere faiz ödenip ödenmediğine bakılmaksızın, aynı şekilde daha geniş makroekonomik hedeflere ulaşabileceğini göstermektedir. Merkez bankasının faiz oranları üzerindeki kaldıracı, rezervlere faiz uygulanarak para politikası aracı olarak tamamen korunabilir. Rezervler üzerindeki piyasa faiz oranını ödemek, merkez bankasından Hazine'ye olan net faiz transferlerini artırabilir. Ancak bunun, hükümet maliyesi üzerinde nispeten

küçük bir olumsuz etkisi olacaktır. Rezervlere olan faiz, zaman zaman para politikası için nakit akışı sorunları yaratabilir, ancak bunlar yönetilebilir olabilmektedir.

Gonçalo Pina (2017) yaptığı çalışmada faiz artırımlarının uluslararası rezervlerdeki değişim olarak tanımlanan rezerv transferlerini artırdığını bulgulamıştır. 2000-2013 yılları arasında 75 ülke için üç aylık veriler kullanarak gerçekleştirdiği çalışmasında faiz oranı değişiklikleri ile rezerv transferleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne sürmektedir.

Wohar ve Burkett, P. (1989: 921-929) çalışmasında merkez bankası para talebindeki artışın üzerinde kredi büyümesinin 1960-83 döneminde Honduras'taki uluslararası rezerv kayıplarının ana kaynağı olduğunu bulmuşlardır. Diğer 3-SLS tahminleri, merkez bankası kredi büyümesindeki artışların büyük ölçüde dış faiz oranlarının yükselmesine ve ticaretin gelirlerindeki düşüşlere tepki olduğunu göstermektedir. Buna ek olarak, gelir artışı dolayısıyla para talebindeki artış gelir ticaret haddine güçlü bir olumlu tepki vermektedir. Mali açığın merkez bankası kredi büyümesi üzerinde önemsiz bir etkisi olduğu tespit edilmiştir Wohar ve Burkett, P. (1989: 921-929).

3.2. Veri Seti

Uluslararası rezervlerdeki değişimlerin politika faizi üzerine etkilerinin incelendiği çalışmada bağımlı değişken olarak politika faizi (PF) ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) serilerinin yanı sıra bağımlı değişken olarak resmi rezervler (REZ), reel efektif döviz kuru endeksi (REDK), tüketici fiyatları endeksi (TUFE), yurtdışı üretici fiyatları endeksi (YUFE), cari işlemler hesabı (CH), finans hesabı (FH), Borsa İstanbul BIST100 endeksi (BIST100) ve CDS primi (CDS) serileri seçilmiştir. Analiz dönemi, 2011 yılından başlayıp 2021 yılının ilk dört ayını kapsamaktadır. Buna göre analizde kullanılan değişkenlere ilişkin veriler aylık olup 2011-01 ile 2021-04 dönemini içermektedir. Analizde kullanılan değişkenler ve gösterimleri şu şekilde sıralanabilir:

PF (Politika Faizi): Merkez Bankasının kullandığı politika faiz oranı, bir hafta vadeli repo işlemlerinde uygulanan faiz oranıdır.

AOFM (Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti): TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi, piyasadaki likidite ihtiyacının karşılanması için Merkez Bankası tarafından, çeşitli enstrümanlarla (repo, depo vb.) farklı vadelerde (gecelik, haftalık vb.) yapılan fonlamanın faizlerinin ağırlıklı ortalamasıdır.

REZ (Resmi Rezervler): Ödemeler dengesi istatistiklerinden faydalanılarak, ödemeler dengesindeki temel hesaplardan rezerv varlıkların alt kalemlerinden olan rezerv varlıklar değerleri milyon ABD doları cinsinden aylık veriler olarak kullanılmıştır. Söz konusu serideki pozitif değerler resmi rezervlerdeki artışı ifade ederken, negatif değerler azalmayı ifade etmektedir.

REDK (Reel Efektif Döviz Kuru): Nominal efektif döviz kurunun ülkeler arasındaki göreli fiyat ve maliyet unsurlarıyla düzeltilmiş halini ifade etmektedir. Bu açıdan ekonomilerin rekabet güçlerinin değerlendirilmesinde kullanılan anahtar makroekonomik göstergelerden biri olarak kabul edilmektedir. Analizde TÜFE bazlı (2003=100) aylık reel efektif döviz kuru değerleri kullanılmıştır. Reel döviz kuru serisine logaritmik dönüşüm uygulanmış ve oluşturulan seri LREDK ile gösterilmiştir.

TUFE (Tüketici Fiyatları Endeksi): TÜFE, Tüketici Fiyat Endeksi demektir. Tüketici Fiyat Endeksi, bireylerin ortalama tüketim alışkanlıklarını yansıtacak şekilde seçilen mal ve hizmetlerden oluşan bir sepetin belirli bir zaman aralığındaki fiyat değişimini ölçer. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından hesaplanan TÜFE değişim oranı, perakende fiyat değişimlerini gösteren enflasyon oranıdır**.** TUFE serisine logaritmik dönüşüm uygulanmış ve oluşturulan seri LTUFE ile gösterilmiştir.

YUFE (Yurtdışı Üretici Fiyatları Endeksi): Yurt dışına ihraç edilmek üzere üretilen tüketim, ara ve sermaye malları ile enerji sektöründeki fiyat değişimlerini

ölçen endekstir. Yurtdışı üretici fiyat endeksi serisine logaritmik dönüşüm uygulanmış ve oluşturulan seri LUFE ile gösterilmiştir.

CH (Cari İşlemler Hesabı): Ödemeler dengesi istatistiklerinden faydalanılarak, cari işlemler dengesi net değerleri milyon ABD doları cinsinden aylık veriler olarak kullanılmıştır.

FH (Finans Hesabı): Ödemeler dengesi istatistiklerinden faydalanılarak, finans hesabı net değerleri milyon ABD doları cinsinden aylık veriler olarak kullanılmıştır.

BIST100 (Borsa İstanbul BIST100 Endeksi): Borsa İstanbul'da işlem gören piyasa ve işlem hacmi açısından en yüksek 100 hisse senedinin performansını ölçmek için kullanılan temel göstergedir. Borsa İstanbul BIST100 endeksi sersine logaritmik dönüşüm uygulanmış ve oluşturulan seri LBIST100 ile gösterilmiştir.

CDS (Credit Default Swap-Kredi Temerrüt Takası): Elinde tahvil vb. finansal araçlar bulunduran bir kişinin, vade sonundaki alacağının belirli bir bedel karşılığında ödenmeme riskinin ortadan kaldırılmasına yarayan bir finansal enstrümandır. Ülke CDS'lerinde ise sigorta konusu, ülkenin dış piyasalarda sattığı tahvillerin ve bonoların ana paralarını veya faizlerini ödeyememesi riskidir. CDS şirketleri ülkenin borçlarını ödeyememesi riskine karşı yani iflas riskine karşı alacaklının alacaklarını sigortalayan bir sözleşme satar ve bu sözleşmenin fiyatı da ülkenin CDS primidir. Bir ülkenin ya da şirketin CDS primi ne kadar yüksekse borçlanma maliyeti de o kadar yüksek demektir. Çünkü bu prim faiz oranlarına yansımaktadır. CDS serisine logaritmik dönüşüm uygulanmış ve oluşturulan seri LCDS ile gösterilmiştir.

3.3. Yöntem ve Bulgular

Makroekonomik zaman serilerinin incelenmesi, analiz edilmesi ve bu analizlere dayalı olarak öngörü yapılabilmesi aşamasında kullanılan ekonometrik birisi olan vektör otoregresif (VAR) modeller, makroekonomik zaman serilerinin açıklanmasında normal dağılmış hatalara dayanan ve makroekonomik çalışmalarda sıklıkla tercih edilen bir model olarak karşımıza çıkmaktadır. VAR modellerinin sıklıkla tercih edilmesinin sebepleri arasında modelin esnek olması, kestirimin kolay olması ve modelin makroekonomik verilere uygunluk sağlaması sayılabilmektedir. Bu özelliklerin yanı sıra koentegrasyon özelliği ile veriler içerisinde uzun ve kısa dönem bilgilerinin birleştirilerek kullanılmasını sağlaması VAR modellerinin tercih edilmesinin en önemli sebebi olmaktadır (Juselius, 2006: 14).

Bu doğrultuda, uluslararası rezerv değişimlerinin yurtiçi faiz oranlari üzerindeki etkisi VAR modelleri yardımıyla incelenecektir. Ancak VAR analizine geçilmeden önce kullanılacak olan serilere ilişkin durağanlık analizi ve eş bütünleşme analizi gibi ön testlerin yapılması gerekmektedir. Çalışmaya ilişkin analizin ilk aşamasında, analize dâhil olacak değişkenlere ait serilerin durağanlıkları birim kök testleri yardımıyla incelenecek ve durağanlık mertebeleri belirlenecektir.

Belirli bir dönem için gözlemlenen seriyi ortaya çıkaran stokastik sürecin durağan olmasının birtakım şartları bulunmaktadır. Eğer stokastik sürecin niteliği zaman boyunca değişiyorsa serinin durağan olmadığı ifade edilmektedir. Yani incelenen zaman dönemi boyunca serinin ortalaması ve varyansı sistematik bir değişme göstermiyorsa veya seri periyodik dalgalanmalar içermiyorsa serinin durağan olduğu kabul edilmektedir. Buna göre stokastik bir Y_t sürecinin ortalamasının ve varyansının zaman içinde değişmemesi yani sabit olması, bu sürece ait kovaryansın da geçmişten bağımsız olması durumunda sürecin durağan olduğu varsayımı yapılmaktadır (Granger ve Newbold, 1977: 257). Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi için analize dahil edilen serilerin güçlü bir trend taşımaması gerekmektedir. Birçok analizde ele alınan serilerin güçlü genel

eğilimler (trend) taşıması nedeniyle değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olmasa dahi yüksek bir belirlilik katsayısıyla (R^2) karşılaşılmaktadır. Bu durum iki değişken arasındaki ilişkinin gerçek bir ilişki olmasından değil, sahte regresyon eğiliminden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle regresyonun ifade ettiği ilişkinin gerçek mi yoksa sahte mi olduğu, zaman serilerinin durağanlığıyla yakından alakalıdır (Gujarati, 2006: 709).

Değişkenler arasında bir ortak stokastik trend mevcut ise bu durum değişkenlerin koentegre (eşbütünleşik) olduklarını göstermektedir. Değişkenler sisteminde eğer koentegre ilişkiler bulunmakta ise VAR modelleri en uygun modeller olmamakta, bu noktada koentegrasyon yapısının analizini desteklemek üzere spesifik parametreleştirmenin göz önünde bulundurulması uygun olmaktadır. VAR modellerinin koentegre olması durumu ile elde edilen bu modeller ise vektör hata düzeltme (VECM) modelleri olarak tanımlanmaktadır (Lütkepohl, 2004: 86-87). Serilerin aynı mertebeden durağan olmaması veya aynı mertebeden durağan olan serilerin eş bütünleşik olmaması durumunda ise standart VAR modelleri ile analize devam edilmektedir.

Bu doğrultuda, öncelikle serilerin durağanlıkları farklı birim kök incelenerek bütünleşme dereceleri belirlenecektir. Sonrasında ise değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler VAR modelleri yardımıyla analiz edilerek, Granger nedensellik testi, etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma analizi sonuçları yorumlanacaktır.

3.3.1. Durağanlık Analizi

Serilerin durağanlıklarının araştırılmasında çeşitli yöntemler geliştirilmiş olmakla birlikte, literatürde sıklıkla Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen ve Genişletilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey Fuller - ADF) testi olarak adlandırılan birim kök analizi yöntemi kullanılmaktadır. Dolayısıyla bu çalışmada da serilere ilişkin durağanlıkların incelenmesinde kullanılacak birim kök testlerinden

birisi ADF Birim Kök Testidir. Dickey ve Fuller (1979)'da zaman serisi değişkenlerinin otoregresif (AR) süreçle ifade edilip edilmeyeceği gösterilmektedir.

Zaman serileri analizinde, bir seri birim köke sahipse genelde onun bir rassal yürüyüş (random walk) süreci gösterdiği belirtilmektedir. Zira rassal yürüyüş süreci durağan-dışı bir zaman serisi örneğidir. Bir zaman serisinin nasıl bir süreçten geçtiğini anlamak için serinin t dönemindeki değeri ile t-1 dönemindeki değeri arasında bir regresyon modeli oluşturulduğunda, söz konusu model birinci dereceden otoregresif model olup AR(1) şeklinde ifade edilmektedir (Enders, 2003: 211-221).

$$Y_t = \rho . Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (1)$$

Yukarıdaki modelde ε_t stokastik bir hata terimidir. Y_t zaman serisi $t \to \infty$'a yakınsarken, $|\rho| < 1$ ise seri durağan, $|\rho| = 1$ ise seri durağan değildir ve Y_t'nin varyansı $t.\sigma^2$'dir. Genel olarak bu süreç rassal yürüyüş süreci olarak adlandırılmaktadır ve rassal yürüyüş sürecinin birinci farkları durağandır. Burada hipotezler; $H_0: \rho = 1$ ve $H_1: \rho < 1$ şeklindedir (Dickey, 1979: 427). Temel hipotez serinin durağan olmadığını ve birim köke sahip olduğunu, buna karşın alternatif hipotez serinin durağan olduğunu ifade etmektedir. (1) nolu denklemde, bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin (Y_{t-1}) denklemin sağ tarafında yer alması nedeniyle denklem otoregresif bir denklemdir. Ayrıca DF(79) şeklinde adlandırılan bu testte ρ'nun en küçük kareler tahmincisi normal dağılıma uymamaktadır. Bu nedenle *t* dağılımından ve *F* dağılımından faydalanılamamaktadır. Bu sebeple Dickey ve Fuller yapmış oldukları Monte Carlo simülasyonlarında geleneksel yolla hesaplanan *t* istatistiğini kullanmayıp $\tau(tau)$ istatistiğini kullanmışlardır.

Denklemdeki otoregresifliği ortadan kaldırmak için Dickey ve Fuller denklemin her iki tarafından Y_{t-1} 'in çıkarılmasını önermişlerdir. (1) nolu denklemin her iki tarafından Y_{t-1} çıkarıldığında;

$$\Delta Y_t = (\rho - 1). Y_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (2)$$

denklemi elde edilecektir. Bu denklemde ΔY_t ifadesi Y_t serisinin birinci farkını ($\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$) ifade etmektedir. Burada $\delta = \rho - 1$ ise model yeniden şu şekilde yazılacaktır:

$$\Delta Y_t = \delta . Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Bu model değişikliği hipotezlerin de değişmesine neden olacaktır. $\delta = \rho - 1$ olduğunda hipotezler aşağıdaki gibi olacaktır:

$H_0: \delta = 0$
$H_0: \delta < 0$

$\delta = 0$ olması veya $\rho = 1$ olması durumunda model;

$$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} = \varepsilon_t \quad (4)$$

halini alacaktır. (4) nolu denklemde Y_t serisinin birinci farkı durağan olacak, yani düzeyde durağan olmayan seri birinci farkı alındıktan sonra durağan hale gelecektir. Bu durumda Y_t serisi birinci dereceden entegre bir seri olarak I(1) şeklinde gösterilecektir. Genel olarak, bir zaman serisinin d kez farkının alınması sonucu durağan hale geliyorsa, söz konusu zaman serisi d'inci dereceden entegre olmakta ve I(d) şeklinde gösterilmektedir.

DF(79) testi birim kökün varlığının araştırılması amacıyla üç farklı model belirlemişlerdir:

$$\Delta Y_t = \delta . Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$
$$\Delta Y_t = \alpha + \delta . Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (6)$$
$$\Delta Y_t = \alpha + \beta T + \delta . Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (7)$$

DF(79) testi, bu denklemlerin en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilerek δ'nin tahmin değeri ve standart hatasının bulunmasına dayanmakta ve buradan τ test istatistiği hesaplanmaktadır. Karar aşamasında τ test istatistiği, Dickey ve Fuller (1979)'da üç farklı regresyon denklemi için çeşitli örnek büyüklüklerine göre düzenlenen tablolardaki kritik değerlerle karşılaştırılmaktadır. Buna göre τ test istatistiğinin mutlak değeri ($|\tau|$), kritik değerden büyükse, söz konusu zaman serisinin durağan olmadığını öne süren temel hipotez reddedilmekte ve serinin durağan olduğu ortaya çıkmaktadır.

Ancak DF(79) birim kök testinin temel varsayımlarından birisi hata terimlerinin otokorelasyonsuz olmasıdır. Bu varsayımdan sapma söz konusu olduğunda DF(79) testi geçersiz kılınacaktır. Bu sorunu ortadan kaldırmak için, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin modelde bağımsız değişken olarak kullanıldığı Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi geliştirilmiştir. Burada bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin bağımsız değişken olarak kullanılmasındaki amaç otokorelasyonun ortadan kaldırılmasıdır. Buna göre modeller aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\Delta Y_t = \delta . Y_{t-1} + \sum_{i=2}^{p} \beta_i \Delta Y_{t-j+1} + \varepsilon_t \quad (8)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \delta . Y_{t-1} + \sum_{i=2}^{p} \beta_i \Delta Y_{t-j+1} + \varepsilon_t \quad (9)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta T + \delta . Y_{t-1} + \sum_{i=2}^{p} \beta_i \Delta Y_{t-j+1} + \varepsilon_t \quad (10)$$

ADF testinde karar aşaması DF(79) ile aynı olup bağımlı değişkenin hangi gecikmelerinin modelde yer alacağına karar verirken Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criteria - AIC) ve Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Information Criteria - SIC) gibi bilgi kriterlerinden yararlanılmaktadır.

ADF birim kök testinden elde edilen sonuçları karşılaştırabilmek ve teyit edebilmek, bu sayede de analizin sonraki aşamalarını daha sağlıklı yürütebilmek amacıyla serilerin durağanlıkları Phillips-Perron (PP) birim kök testi ile de incelenecektir. PP birim kök testinde de ADF birim kök testinde yer alan temel denklemler kullanılmaktadır. Ancak ADF birim kök testinin yüksek mertebeli otokorelasyon problemi, PP birim kök testinde, gecikmeli terimlerin çeşitli varyasyonlarını modele ekleyerek yapılan düzeltmelerle ele alınmaktadır. Bununla birlikte PP birim kök testinin temel avantajı, t-istatistiğinde değişiklik yapmasıdır (Awan, Anjum ve Rahim, 2015: 386).

Bu bağlamda, değişkenlere ait serilerin stokastik özelliklerini belirlemek amacıyla standart birim kök testlerinden ADF (Dickey ve Fuller, 1981), PP (Phillips ve Perron, 1988) testleri uygulanmıştır. ADF birim kök testinde maksimum gecikme uzunluğu 12 alınarak optimal gecikme uzunlukları Akaike Bilgi Kriteri (AIC)'ne göre belirlenmiş ve ADF test istatistiğinin yanında parantez içerisinde gösterilmiştir. PP birim kök testinde ise band genişliği Newey-West metodu ile belirlenmiştir. Birim kök testlerine ilişkin sonuçlar Tablo 1'de gösterilmiştir.

Birim kök testleri sonuçlarına bakıldığında; resmi rezervler (REZ), cari işlemler hesabı (CH) ve finans hesabı (FH) değişkenlerinin düzey değerlerinin durağan olduğu (I(0)), diğer tüm değişkenlerin birinci farkları alındıktan sonra durağan hale geldikleri, yani fark durağan (I(1)) oldukları görülmektedir. Bu doğrultuda, analize değişkenlerin durağan biçimlerinin yer aldığı VAR modellerinin tahmini ile devam edilecektir. Tahmin edilen VAR modeli üzerinden seriler arasındaki nedensellik ilişkileri tespit edilecek, sonrasında etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma analizi ile değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler incelenecektir.

Tablo 1. Birim Kök Test Sonuçları

	ADF		PP	
	C	C/T	C	C/T
AOFM	-2,26 (3)	-3,48[b] (6)	-1,62 (7)	-2,50 (7)
PF	-2,44 (3)	-3,72[b] (3)	-1,67 (7)	-2,60 (7)
REZ	-4,96[a] (3)	-5,35[a] (3)	-10,58[a] (3)	-10,91[a] (0)
LREDK	-0,20 (2)	-2,37 (2)	-0,72 (4)	-2,68 (2)
LTUFE	1,98 (5)	-0,94 (5)	1,82 (8)	-1,14 (6)
LUFE	1,61 (2)	-1,74 (2)	0,88 (3)	-1,97 (2)
LBIST100	-0,58 (5)	-3,83[b] (7)	-0,52 (20)	-3,61[b] (8)
CH	-2,63[c] (12)	-3,18[c] (12)	-4,44[a] (0)	-5,12[a] (1)
FH	-4,89[a] (1)	-5,76[a] (3)	-8,21[a] (4)	-9,65[a] (2)
LCDS	-2,25 (0)	-3,21[c] (0)	-2,26 (5)	-3,33[c] (2)
∆AOFM	-3,61[a] (2)	-3,61[b] (2)	-9,04[a] (6)	-9,03[a] (6)
∆PF	-3,63[a] (2)	-3,63[b] (2)	-9,99[a] (6)	-9,98[a] (6)
∆LREDK	-8,79[a] (1)	-8,80[a] (1)	-7,56[a] (10)	-7,60[a] (10)
∆LTUFE	-4,36[a] (4)	-4,88[a] (4)	-8,32[a] (7)	-8,64[a] (12)
∆LUFE	-8,39[a] (1)	-8,73[a] (1)	-6,82[a] (6)	-6,94[a] (8)
∆LBIST100	-4,92[a] (4)	-4,95[a] (4)	-15,18[a] (32)	-15,96[a] (34)
∆LCDS	-11,44[a] (0)	-11,39[a] (0)	-11,63[a] (5)	-11,58[a] (9)
Kritik değerler	%1 -3,49	%1 -4,04	%1 -3,49	%1 -4,04
	%5 -2,88	%5 -3,45	%5 -2,88	%5 -3,45
	%10 -2,58	%10 -3,15	%10 -2,58	%10 -3,15

Açıklama: [a, b] ve [c] sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. N: trendsiz ve sabitsiz model; C: sabitli model; C/T: trendli ve sabitli model.

3.3.2. Vektör Otoregresif (VAR) Modeller

İktisadi hayatta özellikle makroekonomik değişkenlerin sıklıkla karşılıklı olarak birbirlerini etkiledikleri görülmektedir. Bu nedenle değişkenlerin içsel/dışsal ayrımına tabi tutulması zorlaşmakta, bu da analizin tutarlılığını önemli ölçüde etkilemektedir. Bu nedenle eşanlı denklem sistemlerinde belirlenme probleminin üstesinden gelebilmek için bazen yapısal model üzerinde birtakım kısıtlamalar yapılması gerekmektedir (Darnell, 1990: 114-116). Eşanlı denklem sistemlerinin içerdiği bu değişkenler arasındaki etkileşim karmaşıklığının giderilmesine yönelik olarak Sims (1980) tarafından geliştirilen Vektör Otoregresif (VAR) Modeller ile söz konusu sorun ortadan kalkmaktadır. Buna göre bir değişken kümesi içerisinde gerçekten eşanlılık varsa hepsi eşit biçimde ele alınmalı, içsel ve dışsal değişkenler arasında önsel bir ayrım yapılmamalıdır (Gujarati, 2006: 747).

VAR modelleri farklı zaman serileri arasındaki ilişkilerin analizi için faydalı bir başlangıç noktası kabul edilmektedir. Amacı değişkenler arası önemli ilişkilerin bulunması olarak özetlense de öngörü amacıyla kullanıldığı da görülmektedir. Söz konusu değişkenlerden hangilerinin içsel, hangilerinin dışsal olduğunun bilinmediği durumlarda bu değişkenlere eşit şekilde yaklaşılması gerekmektedir. y_t'nin, z_t 'nin şimdiki ve geçmiş değerlerinden etkilendiği, z_t'nin de y_t 'nin şimdiki ve geçmiş değerlerinden etkilendiği varsayıldığında aşağıdaki iki değişkenli sistem elde edilmektedir (Enders, 2003:297):

$$y_t = b_{10} - b_{12}z_t + \gamma_{11}\, y_{t-1} + \gamma_{12}\, z_{t-1} + \varepsilon_{y_t} \quad (11)$$

$$z_t = b_{20} - b_{21}y_t + \gamma_{21}\, y_{t-1} + \gamma_{22}\, z_{t-1} + \varepsilon_{z_t} \quad (12)$$

Model durağan seriler için geçerlidir. Modelin hata terimleri ε_{y_t} ve ε_{z_t} saf hata terimi (SHT) özelliği taşımakta ve şok olarak adlandırılmaktadır. ε_{y_t} ve ε_{z_t} 'nin saf hata terimi olabilmesi için otokorelasyonsuz olması ve sabit varyanslılık varsayımını sağlamış olması gerekmektedir. ε_{y_t} ve ε_{z_t} terimleri, y_t ve z_t değişkenlerine olan şokları, $-b_{12}\, z_t$'deki değişikliğin y_t'deki eş zamanlı etkisini ve $-b_{21}$ ise y_t'deki değişmenin z_t'deki eş zamanlı etkisini ifade etmektedir. Dolayısıyla sistemde yer alan iki değişken arasında geri dönüşlü bir yapı söz konusudur. Bu tip denklemler "Yapısal VAR" denklemleri şeklinde ifade edilmektedir. VAR analizinde değişkenlerde meydana gelen şokların diğer değişkenlere etkisi ölçülmektedir. İfade edilen bu yapıda geri dönüşlü VAR katsayılarının tahmin edilmesi, VAR sisteminin indirgenmiş biçiminin tahmini anlamına gelmektedir. Sistemi indirgenmiş forma dönüştürebilmek için aşağıdaki eşitlikler elde edilmektedir:

$$y_t + b_{12}z_t = b_{10} + \gamma_{11}\, y_{t-1} + \gamma_{12}\, z_{t-1} + \varepsilon_{y_t} \quad (13)$$

$$z_t + b_{21}y_t = b_{20} + \gamma_{21}\, y_{t-1} + \gamma_{22}\, z_{t-1} + \varepsilon_{z_t} \quad (14)$$

Bu model indirgenmiş biçim katsayılarıyla ifade edildiğinde;

$$y_t = b_{10} + \gamma_{11}\, y_{t-1} + b_{12}(b_{20} + \gamma_{21}\, y_{t-1} + \gamma_{22}\, z_{t-1}) + \varepsilon_{y_t} \quad (15)$$

$$z_t = b_{20} + b_{21}\left(b_{10} + \gamma_{11}\, y_{t-1} + b_{12} z_t + \varepsilon_{y_t}\right) + \gamma_{22}\, z_{t-1} + \varepsilon_{z_t} \quad (16)$$

denklemleri elde edilmekte ve buradan;

$$y_t = a_{10} + a_{11}\, y_{t-1} + a_{12}\, z_{t-1} + e_{1t} \quad (17)$$

$$z_t = a_{20} + a_{21} y_{t-1} + a_{22}\, z_{t-1} + e_{2t} \quad (18)$$

sonucuna ulaşılmaktadır. Bu eşitliklerden elde edilecek e_{1t} ve e_{2t}, bağımlı değişkenlerin bir dönem sonrasına ilişkin tahmin hatalarıdır. VAR modeli kullanılarak tahmin yapmak istendiğinde tahmin hatalarının bileşenleri önem arz etmemektedir (Bozkurt, 2003: 82). Yani amaç sadece ileriye dönük tahmin yapmak ise;

$$\begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} = \frac{1}{1 - b_{12} b_{21}} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix} \quad (19)$$

matris formunda, tahmin hatalarının (e_{1t} , e_{2t}) bileşenlerinin neler olduğu önemini kaybetmektedir. Ancak etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırma teknikleri ile ekonomik analiz yapılmak isteniyorsa, ε_{y_t} ve ε_{z_t} yapısal şokların ne olduğu önem kazanmaktadır (Enders, 2003: 320-322). İndirgenmiş formda yer alan e_{1t} ve e_{2t} hata terimleri, ε_{y_t} ve ε_{z_t} şoklarının her ikisini de içermektedir.

Yapısal VAR modeli parametreleri uygun şekilde kısıtlanmadıkça, yapısal biçimden indirgenmiş biçime geçilerek parametre tahmini yapmak mümkün olmamaktadır. Çünkü yapısal VAR modeli, standart VAR modellerinden farklı olarak ekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri teorik bir çerçeveye oturtmaya çalışmaktadır. Bu amaçla hata terimlerinin dizilimleri ekonomik olarak belirlenmektedir. Buradaki temel hedef dışsal şokları önceliğe alıp, içsel şokları son aşamada dikkate almaktır. Bu dizilim *"Cholesky Ayrıştırması"* olarak bilinmektedir. Söz konusu ayrıştırmanın temelinde de bilinmeyen yapısal parametreler üzerine kısıtlar konulması yatmaktadır (Seyüktekin ve Çınar, 2014: 509). Daha önce ifade edilen yapısal VAR(1) modelinin n değişken için genellenmiş biçimi ve matris notasyonu ile gösterimi aşağıdaki gibi olacaktır.

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} & \dots & b_{1n} \\ . & . & & . \\ b_{n1} & b_{n2} & \dots & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{1t} \\ . \\ x_{nt} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ . \\ b_{n0} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} & \cdots & \gamma_{1n} \\ . & . & & . \\ \gamma_{n1} & \gamma_{n2} & \cdots & \gamma_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{1t-1} \\ . \\ x_{nt-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ . \\ \varepsilon_{nt} \end{bmatrix} \quad (20)$$

Bu eşitlik kapalı formda şu şekilde yazılabilmekte ve sonrasındaki dönüşümler aşağıdaki gibi olmaktadır.

$$\beta x_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (21)$$

$$x_t = \beta^{-1}\Gamma_0 + \beta^{-1}\Gamma_1 x_{t-1} + \beta^{-1}\varepsilon_t \quad (22)$$

Denklem (22)'de $\beta^{-1}\Gamma_0 = A_0$, $\beta^{-1}\Gamma_1 = A_1$ ve $\beta^{-1}\varepsilon_t = u_t$ yazıldığında indirgenmiş biçim parametreleri elde edilmektedir. Buna göre yapısal formdan indirgenmiş forma geçişin ifadesi aşağıdaki gibi olacaktır.

$$x_t = A_0 + A_1 x_{t-1} + u_t \quad (23)$$

Böylelikle standart VAR modelinden tahmin edilen parametreler ile yapısal VAR modeli parametreleri tahmin edilecektir. Model kurulduktan sonra değişkenler ve sabit varyansa sahip hata terimleri birbirleriyle ilişkili olmadığından her bir eşitlik en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilebilmekte, bu tahminler tutarlı ve asimptotik olarak etkin olmaktadır (Enders, 2003: 303).

Diğer taraftan, VAR modelinin tahmini ile elde edilen parametreleri yorumlamak yerine, sistemin tahmini sonucu elde edilen artıkların analizine geçilerek geleceğe yönelik yorumlamalar yapılması daha uygun düşmektedir. Buna göre VAR modelleri üç temel işlevi yerine getirmek için sıklıkla kullanılmaktadır. Bu işlevler Granger nedensellik testi, etki-tepki fonksiyonlarının incelenmesi ve varyans ayrıştırması olarak sıralanmaktadır (Greene, 1997: 815-816). VAR modeli parametrelerinin doğrudan yorumu pek anlamlı olmamakla birlikte etki-tepki (impulse-response) ve varyans ayrıştırması (variance decomposition) analizleri

yapılarak birtakım sonuçlar çıkarılmaya çalışılmaktadır. Politik analiz yapmak için kriz ekonomilerinde sıklıkla kullanılan VAR analizinde, değişkenlerde meydana gelen şokların diğer değişkenlere etkisi ölçümlenmekte ve şoklarla ilgilenilmektedir. Zaman serisi modellerinde hata terimi genellikle şokları temsil etmek için kullanıldığından, sistemdeki her bir değişkenin kendi ve diğer değişkenlerin hatalarına karşı reaksiyonu etki-tepkiler olarak adlandırılmaktadır.

$$Y_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \varphi_i \varepsilon_{t-i} \qquad (24)$$

Denklem (24)'de $\varphi_{jk}(i)$ katsayıları etki-tepki fonksiyonu olarak tanımlanmaktadırlar. Bu fonksiyon *y* değişkenine bir dönem önce verilen şokun yine *y* değişkeni üzerindeki etkisini göstermektedir. Daha genel bir ifadeyle etki-tepki fonksiyonları, şokların değişkenler üzerindeki etkilerini ve zaman içerisinde etkisinin ne olduğunu tablolar ya da grafikler yardımıyla ortaya koymaktadır. Etki-tepki fonksiyonlarının geçerli olabilmesi için kararlı olması, diğer bir ifade ile karakteristik denklem köklerinin 1'den küçük olması gerekmektedir. t zamanında bir değişkendeki değişmenin diğer değişkene olan etkisini gösteren denkleme *etki çarpanı*, bu çarpanlar arasındaki zaman ilişkisini açıklayan fonksiyonlara ise *etki-tepki fonksiyonu* adı verilmektedir (Enders, 2003: 23-24). Buna göre etki-tepki analizi her bir değişkene verilen şoklar karşısında VAR modelindeki bağımlı değişkenlerin tepkilerini modellemektedir. Bu şekilde her bir model için ayrı ayrı olmak üzere her bir değişken için hata terimine bir birimlik şok verilerek bu şokun VAR modeli üzerindeki etkisi izlenmektedir. Modelin durağan olması koşulu ile verilen şokun etkisi gittikçe azalacak ve zamanla yok olacaktır (Brooks, 2008: 299). Ayrıca etki-tepki fonksiyonları elde edilirken değişkenlerin sıralamasının değişmesi sonuçların da değişmesine neden olabilmektedir. Peseran ve Shin (1998) bu sorunu gidermek amacıyla "*Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları*"nı geliştirmişlerdir. Koop vd. (1996)'da genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonlarında modelin varyans-kovaryans matrisinden elde edilen standart hatalar ile katsayı matrisinin çarpılmasını önermişler,

böylece değişkenlerin sıralamasından bağımsız sonuçlar elde edilebileceğini belirtmişlerdir.

Varyans ayrıştırması ise değişkenlerin her birinin varyansında meydana gelen değişmelerin yüzde kaçının kendi gecikmesi, yüzde kaçının diğer değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Böylece değişkenlerin içsel ya da dışsal olup olmadıkları hakkında da bilgi vermektedir. Diğer bir ifadeyle "varyans ayrıştırması, her bir değişkenin öngörü hata varyansını değişkenlerin her birine paylaştırarak şokların değişkenler üzerindeki etkilerini oransal olarak ölçmede kullanılmaktadır." Varyans ayrıştırmasının etki-tepki analizinden farkı, şokların göreceli önemlerini ortaya koyması olarak ifade edilmektedir. Yani etki-tepki analizinde şoklar karşısında dışsal değişkenlerin tepkileri, varyans ayrıştırmasında ise şokların nispi önemi ortaya çıkarılmaya çalışılmaktadır (Warne, 2015; www.bseu.by).

VAR modelleri sahip oldukları avantajların yanında bazı dezavantajlara da sahiptirler. Örneğin durağan olmayan değişkenlerin durağanlaştırılarak analize dâhil edilmesi bilgi kaybına yol açmaktadır. Ayrıca, VAR modellerinde uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi de oldukça önemlidir. Örneğin m denklemli bir VAR modelinde m değişken ve her değişkenin k gecikmeli değeri söz konusu olduğunda toplamda ($m+km^2$) adet bilinmeyen katsayı olacaktır. Örneklem büyüklüğünün yeterli olmaması durumunda çok fazla serbestlik derecesi yitirilecek ve modelin katsayı tahmini zorlaşacaktır (Gujarati, 2006: 749).

Bu bağlamda; durağan serilerle oluşturulan VAR modelleri üzerinden analizler gerçekleştirilmiş ve değişkenler arasındaki ilişkiler bu şekilde incelenmiştir. Söz konusu VAR modellerinde uygun gecikme uzunluğu tespit edilirken, farklı gecikme uzunlukları karşısında bilgi kriterlerinin aldığı değerler dikkate alınmış, optimum gecikme uzunluğu Akaike (AIC) bilgi kriterine göre belirlenmiştir. Diğer taraftan yapılan testlerle modelin uyumu da incelenmiş, analizler en başarılı modellerle gerçekleştirilmiştir. Modelin uyumu ile ilgili analizler çerçevesinde modelin durağanlığıyla ilgili AR karakteristik polinomunun ters köklerinin birim çember içerisinde olup olmadığı ve LM Otokorelasyon Testi ile modelde otokorelasyon olup

olmadığına bakılmıştır. Devamında uyum açısından en başarılı modeller üzerinden öncelikle Granger Nedensellik Testi uygulanmış, sonrasında genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması ile değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler incelenmiş ve elde edilen bulgular ortaya konulmuştur.

3.3.3. VAR Granger Nedensellik Testi

Granger nedensellik testi iki değişkenin arasında bir ilişkinin olup olmadığını, eğer varsa ilişkinin yönünü belirlemek için kullanılmaktadır. Değişkenlerden biri ile ilgili geçmiş ve şimdiki bilgiler diğer değişken ile ilgili ileriye yönelik tahminin iyileşmesine neden oluyorsa, iyileşme sağlayan değişken diğer değişkenin nedeni olarak adlandırılmaktadır (Grifiths, Carter ve Judge, 1993: 695).

Granger (1969) ve Sims (1972), değişkenler arasında karşılıklı olabileceği düşünülen içsellik ya da dışsallık ilişkilerinden yola çıkarak nedensellik ilişkilerini ele almışlardır. Analizde kullanılan değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığı durumda ilişkinin yönünü tespit etmek amacıyla durağan serilere Granger Nedensellik Testi uygulanabilmektedir. Buna göre x ve y gibi iki değişken olduğu varsayımı altında, eğer x değişkenine ait bilgilerin modele eklenmesi y değişkeninin öngörüsüne katkı sağlıyorsa, x değişkeni y değişkeninin nedeni olarak ifade edilmekte ve nedenselliğin yönü x değişkeninden y değişkenine doğru belirlenmektedir. Granger nedensellik analizi için aşağıdaki regresyon ilişkileri tahmin edilmektedir (Tarı, 437).

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{2i} X_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (25)$$

$$X_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{p} \beta_{1i} X_{t-i} + \sum_{i=1}^{p} \beta_{2i} Y_{t-i} + \varepsilon_{2t} \quad (26)$$

Burada p gecikme uzunluğu, değişkenler arasında tahmin edilen standart VAR modeli içinde yer alan bilgi kriterleri kullanılarak tespit edilmektedir. Granger nedensellik testinde analize dâhil edilecek değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Buna göre, modelde yer alan bağımsız değişkenin gecikmeli

değerlerinin katsayılarının, belirli bir anlamlılık düzeyinde grup halinde sıfıra eşit olup olmadığı test edilmektedir. Bu süreçte modelde yer alan değişkenlerin grup halinde F-istatistiğine bakılarak karar verilmektedir (Granger, 1969: 428-429).

Diğer taraftan değişkenlerden hangisinin içsel hangisinin dışsal olduğunun belirlenmesine gerek kalmadan uygulanan VAR analizi, değişkenler arasındaki karşılıklı etkileşimin ve nedenselliğin belirlenmesinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Makroekonomik modellemede özellikle değişkenler arasındaki gerçek yapısal ilişkinin bilinmediği durumlarda tüm değişkenlerin içsel kabul edilmesiyle oluşturulan VAR modeli üzerinden "Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi" ile değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi incelenebilmektedir. VAR temelli Granger nedensellik testinde, VAR modelinin uygun gecikme uzunluğu alınarak her bir eşitlik için $\chi^2(wald)$ istatistiği hesaplanmakta ve bu da kısıt vektörün boyutları *nxm* olmak üzere (n-m) serbeslik dereceli ki-kare dağılımına sahip olmaktadır.

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri serilerin durağan hallerinin kullanıldığı VAR modeli üzerinden gerçekleştirilen "Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Wald Testi" kullanılarak belirlenmiştir. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike (AIC) bilgi kriteri kullanılmış, modelin kararlı ve otokorelasyonsuz olmasına dikkat edilmiştir. Bu doğrultuda elde edilen bulgular ilerleyen kısımda sıralanacaktır.

3.4. VAR Analizine İlişkin Bulgular

Çalışmanın bu bölümünde analize konu olan değişkenlerle oluşturulan VAR modelleri üzerinden gerçekleştirilen Granger nedensellik analizi sonuçları ile genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizlerine ilişkin bulgulara yer verilecek ve söz konusu bulguların teknik ve iktisadi yorumları sıralanacaktır.

Çalışmanın ampirik kısmında iki ayrı analiz süreci yürütülmüştür. Bu süreçlerin birincisinde, resmi rezervler (REZ) ile politika faizi (PF) ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) arasındaki ikili ilişkiler incelenmiştir. Bu amaçla iki farklı VAR modeli oluşturulmuştur. ΔPF ve REZ değişkenleri ile kurulan ilk modelde uygun gecikme uzunluğu 3 olarak belirlenmiştir. VAR(6) modelinin durağanlık ve kararlılık koşullarını sağladığı, ayrıca otokorelasyon probleminin olmadığı Ek-1'den görülmektedir. Diğer taraftan; ΔAOFM ve REZ değişkenleri ile kurulan ikinci modelde ise, uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriteri (AIC) yardımıyla 3 olarak belirlenmiştir. Bu modelin de durağanlık ve kararlılık koşullarını sağladığı ve otokorelasyondan arındığı Ek-2'den görülmektedir. Oluşturulan bu iki VAR modeli kullanılarak gerçekleştirilen Granger Nedensellik Testi bulguları Tablo 2'da gösterilmektedir.

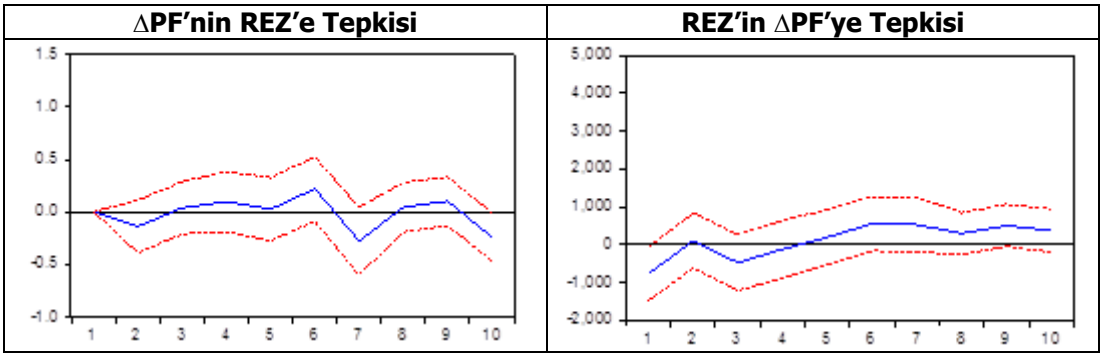
Tablo 2. VAR Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Değişkenler: REZ, PF ve AOFM)

Temel Hipotez			Gecikme Uzunluğu	F-istatistiği	Olasılık Değeri
REZ	$\not\Longrightarrow$	**ΔPF**	3	9,1476[c]	0,0764
ΔPF	$\not\Longrightarrow$	**REZ**	3	3,8319	0,2802
REZ	$\not\Longrightarrow$	**ΔAOFM**	3	4,0689	0,2541
ΔAOFM	$\not\Longrightarrow$	**REZ**	3	4,0195	0,2594

Açıklama: [a, b] ve [c] sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 2'de yer alan Granger nedensellik testi sonuçlarına göre, sadece "REZ değişkeni, ΔPF değişkeninin nedeni değildir" temel hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Buna göre, resmi rezervlerden (REZ) politika faizi (PF) değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmakta, resmi rezervler ile ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) arasında ise herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığı görülmektedir.

Oluşturulan iki farklı VAR modeli üzerinden yapılan Granger Nedensellik Testi'nin ardından yine aynı modeller kullanılarak gerçekleştirilen genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizlerine ilişkin bulgular aşağıda yer almaktadır.



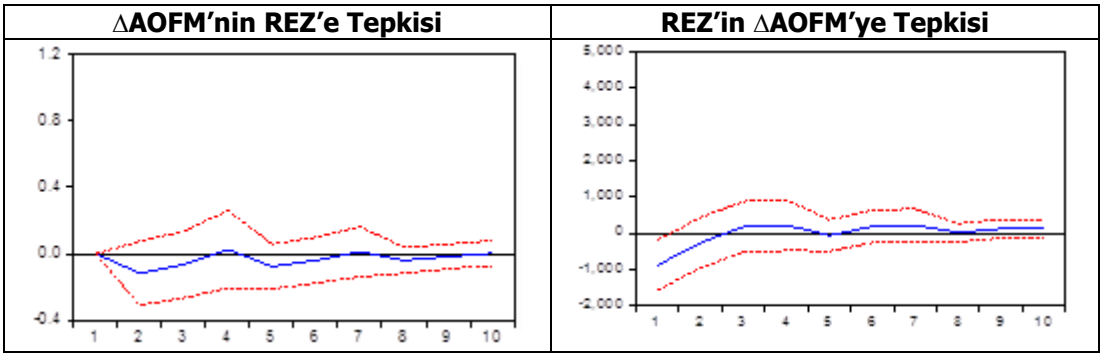
Grafik 1. Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları (Değişkenler: PF ve REZ)

Resmi rezervlerde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık politika faizi değişkeninin verdiği tepkinin ve politika faizinde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık resmi rezervlerin verdiği tepkinin tüm dönemlerde istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir.

Tablo 3. Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Değişkenler: PF ve REZ)

Periyod	ΔPF'nin Varyans Ayrıştırması		REZ'in Varyans Ayrıştırması	
	ΔPF	REZ	ΔPF	REZ
1	95.49229	4.507709	0.000000	100.0000
2	93.84729	6.152712	1.704731	98.29527
3	93.87342	6.126579	1.720494	98.27951
4	91.39025	8.609748	2.603117	97.39688
5	90.83818	9.161825	3.205899	96.79410
6	90.79290	9.207102	3.211699	96.78830
7	90.13818	9.861824	3.576882	96.42312
8	90.02749	9.972513	3.693409	96.30659
9	89.99829	10.00171	3.702171	96.29783
10	89.88016	10.11984	3.779523	96.22048

Varyans ayrıştırma sonuçlarına göre de, hem politika faizi hem de resmi rezervler değişkenlerindeki değişimler büyük oranda, yine kendisinde meydana gelen değişimler tarafından açıklanmaktadır. Ancak, politika faizinin varyans ayrıştırma sonuçlarına bakıldığında, bu değişkendeki değişimlerin yaklaşık %10'unun resmi rezervlerdeki değişimler tarafından açıklandığı görülmektedir. Dolayısıyla bu sonuç, kısmen de olsa Granger nedensellik testi sonuçlarını desteklemektedir.



Grafik 2. Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları (Değişkenler: AOFM ve REZ)

Resmi rezervlerde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti değişkeninin verdiği tepkinin ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık resmi rezervlerin verdiği tepkinin tüm dönemlerde istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir.

Tablo 4. Varyans Ayrıştırması Sonuçları (Değişkenler: AOFM ve REZ)

Periyod	ΔAOFM'nin Varyans Ayrıştırması		REZ'in Varyans Ayrıştırması	
	ΔAOFM	REZ	ΔAOFM	REZ
1	94.17734	5.822660	0.000000	100.0000
2	91.42015	8.579854	0.226387	99.77361
3	89.34396	10.65604	1.588503	98.41150
4	89.43964	10.56036	2.575584	97.42442
5	88.43495	11.56505	2.581216	97.41878
6	87.85229	12.14771	3.237315	96.76269
7	87.78250	12.21750	3.593629	96.40637
8	87.56017	12.43983	3.618132	96.38187
9	87.45644	12.54356	3.784881	96.21512
10	87.43548	12.56452	3.854185	96.14581

Varyans ayrıştırma sonuçlarına göre, hem ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti hem de resmi rezervler değişkenlerindeki değişimler büyük oranda, yine kendisinde meydana gelen değişimler tarafından açıklanmaktadır. Diğer yandan, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin varyans ayrıştırma sonuçlarına bakıldığında da, bu değişkendeki değişimlerin yaklaşık %12,5'inin resmi rezervlerdeki değişimler tarafından açıklandığı görülmektedir ve bu sonuç, resmi rezervlerin ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti üzerinde kısmi etkisinin olduğunu ifade etmektedir.

Çalışmanın ampirik kısmındaki ikinci analiz sürecinde de yine iki ayrı VAR modeli oluşturulmuştur. Bu VAR modellerinden birincisinde, daha önce açıklanan değişkenlerin politika faizi üzerindeki etkisi incelenmiş, ikincisinde ise aynı değişkenlerin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine etkileri analiz edilmiştir.

Buna göre; ΔPF, REZ, ΔLREDK, ΔLTUFE, ΔLUFE, ΔLBIST100, CH, FH ve ΔLCDS değişkenleri ile kurulan ilk modelde uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriteri (AIC) yardımıyla 7 olarak belirlenmiştir. VAR(7) modelinin durağanlık ve kararlılık koşullarını sağladığı, ayrıca otokorelasyon probleminin olmadığı Ek-3'den görülmektedir. Bu model üzerinden yapılan Granger Nedensellik Testi bulguları Tablo 5 'de verilmiştir.

Tablo 5. VAR Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken: ΔPF)

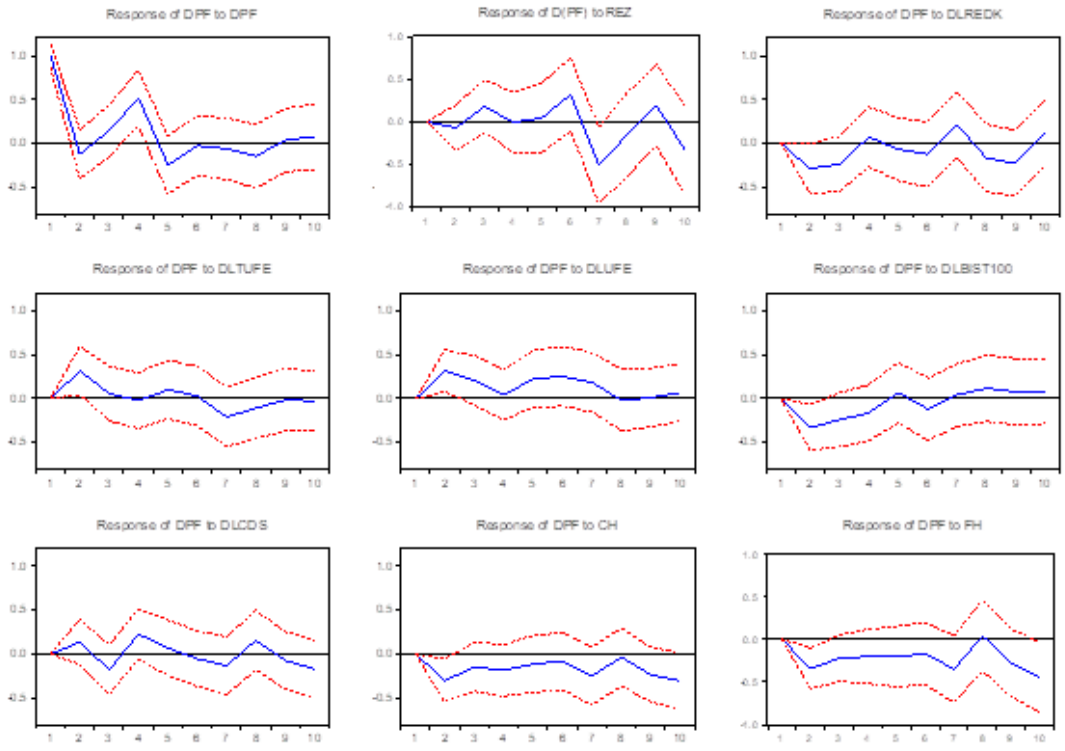
	Ki-Kare	**sd**	**Olasılık**
$\boldsymbol{REZ} \rightarrow \Delta\mathbf{PF}$	6.675140	7	0.4635
$\Delta\boldsymbol{LREDK} \rightarrow \Delta\mathbf{PF}$	12.04431[c]	7	0.0991
$\Delta\mathbf{LTUFE} \rightarrow \Delta\mathbf{PF}$	9.193120	7	0.2391
$\Delta\mathbf{LUFE} \rightarrow \Delta\mathbf{PF}$	11.80421	7	0.1072
$\Delta\mathbf{LBIST100} \rightarrow \Delta\mathbf{PF}$	12.26920[c]	7	0.0920
$\boldsymbol{CH} \rightarrow \Delta\mathbf{PF}$	9.657033	7	0.2089
$\boldsymbol{FH} \rightarrow \Delta\mathbf{PF}$	14.35745[b]	7	0.0452
$\Delta\boldsymbol{LCDS} \rightarrow \Delta\mathbf{PF}$	11.83008[c]	7	0.0863
Açıklama: a, b ve c sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. sd serbestlik derecesi ve aynı zamanda modellerin optimum gecikme uzunluğunu ifade etmektedir.			

Tablo 5'de gösterilen VAR Granger Nedensellik testi sonuçlarından istatistiksel olarak anlamlı olanlar şu şekilde özetlenebilir:

- "$\Delta LREDK$, ΔPF'nin Granger nedeni değildir" temel hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Buna göre reel efektif döviz kuru politika faizinin nedenidir.
- "$\Delta LBIST100$, ΔPF'nin Granger nedeni değildir" temel hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Buna göre BIST100 endeksi politika faizinin nedenidir.

- "FH, ΔPF'nin Granger nedeni değildir" temel hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Buna göre finans hesabındaki değişimler politika faizinin nedenidir.
- "$\Delta LCDS$, ΔPF'nin Granger nedeni değildir" temel hipotezi %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Buna göre CDS primi politika faizinin nedenidir.

Granger Nedensellik Testi'nin ardından yine aynı model kullanılarak gerçekleştirilen genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizlerine ilişkin bulgular aşağıda sıralanmaktadır. Dolayısıyla politika faizi ile diğer değişkenler arasındaki dinamik ilişkilere bu kısımda yer verilmektedir.



Grafik 3. Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları (Bağımlı Değişken: ΔPF)

Yukarıdaki genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonlarında, VAR modelinde yer alan politika faizi dışındaki diğer değişkenlerde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık, politika faizi değişkeninin verdiği tepkiler gösterilmiştir. Bunlar arasından istatistiksel olarak anlamlı ve yorumlanabilir bulgular şu şekildedir:

- Resmi rezervlerde meydana gelen bir standart sapmalık şoka, politika faizi değişkeni gecikmeli olarak yedinci dönemde negatif tepki vermiş, sonra bu tepki ortadan kalkmıştır.
- Reel efektif döviz kurunda meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık, politika faizinin ilk iki dönemde şok ile ters yönde, yani negatif tepki verdiği, daha sonra bu tepkinin söndüğü görülmektedir.
- Yurtdışı üretici fiyatları endeksinde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık, politika faizinin ilk iki dönemde şok ile aynı yönde tepki verdiği, daha sonra bu tepkinin söndüğü görülmektedir.
- BIST100 endeksinde meydana gelen bir standart sapmalık şoka, politika faizi değişkeni ilk üç dönemde negatif tepki vermiş, sonra bu tepki ortadan kalkmıştır.
- Cari işlemler hesabı ve finans hesabında meydana gelen bir standart sapmalık şoklara karşılık, politika faizinin ilk iki dönemde şok ile ters yönde yani negatif tepki verdiği, daha sonra bu tepkinin ortadan kalktığı görülmektedir.

Tablo 6. Politika Faizi Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Periyot	ΔPF	REZ	ΔLREDK	ΔLTUFE	ΔLUFE
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	65.98870	1.587933	5.371486	6.483387	6.461948
3	57.96152	1.850347	7.740173	5.774320	8.007758
4	58.21444	4.306794	6.412820	4.632680	6.483156
5	56.85433	4.342647	6.186531	4.746164	8.109374
6	53.78032	4.566805	6.478439	4.522254	10.18140
7	47.58765	7.099323	7.332825	5.481169	10.18995
8	46.30770	7.051047	7.990405	5.641772	9.772262
9	43.85084	7.258242	9.174178	5.343083	9.246483
10	41.57175	7.568785	9.072651	5.065532	8.869840
Periyot	**ΔLBIST100**	**CH**	**FH**	**ΔLCDS**	
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	
2	6.952338	5.950637	0.025590	1.177982	
3	9.208042	6.331518	0.303794	2.822526	
4	8.505920	6.602593	0.328389	4.513205	
5	8.131436	6.708124	0.516621	4.404776	
6	8.249473	6.619346	1.317255	4.284701	
7	7.335945	8.074527	2.507499	4.391116	
8	7.476160	7.777616	2.983138	4.999903	
9	7.272561	9.084926	3.871565	4.898118	
10	7.062017	11.40043	3.897090	5.491903	

Politika faizi değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarına bakıldığında; politika faizindeki değişimler üzerinde görece olarak daha fazla etkisi olan değişkenlerin resmi rezervler, reel döviz kuru, BIST100 endeksi ve cari işlemler hesabı olduğu görülmektedir.

Resmi rezervlerin ve diğer değişkenlerin ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti üzerindeki etkisinin araştırıldığı ikinci VAR modeli ise ΔAOFM, REZ, ΔLREDK, ΔLTUFE, ΔLUFE, ΔLBIST100, CH, FH ve ΔLCDS değişkenleri ile oluşturulmuştur. Bu modelin uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriteri (AIC) yardımıyla 3 olarak belirlenmiştir. Oluşturulan VAR(3) modelinin durağanlık ve kararlılık koşullarını sağladığı ve otokorelasyon sorununun olmadığı Ek-4'den görülmektedir. Bu model üzerinden yapılan Granger Nedensellik Testi bulguları Tablo 7 'de verilmiştir.

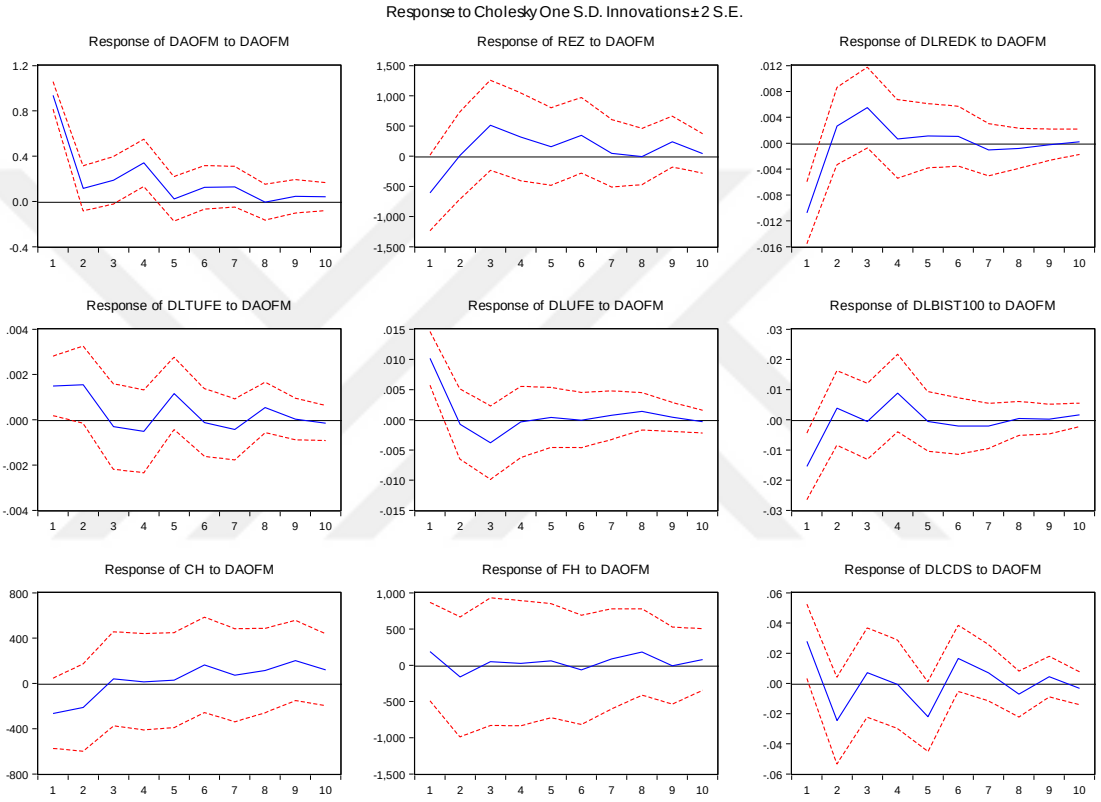
Tablo 7. VAR Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Bağımlı Değişken: ΔAOFM)

	Ki-Kare	sd	Olasılık
$REZ \rightarrow \Delta$AOFM	0.968258	3	0.8089
$\Delta LREDK \rightarrow \Delta$AOFM	8.276101[b]	3	0.0406
ΔLTUFE $\rightarrow \Delta$AOFM	2.956261	3	0.3984
ΔLUFE $\rightarrow \Delta$AOFM	10.69322[b]	3	0.0135
ΔLBIST100 $\rightarrow \Delta$AOFM	2.160988	3	0.5397
$CH \rightarrow \Delta$AOFM	2.518053	3	0.4720
$FH \rightarrow \Delta$AOFM	0.702991	3	0.8725
$\Delta LCDS \rightarrow \Delta$AOFM	0.661838	3	0.8821
Açıklama: a, b ve c sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeylerinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. sd serbestlik derecesi ve aynı zamanda modellerin optimum gecikme uzunluğunu ifade etmektedir.			

Tablo 7'de gösterilen VAR Granger Nedensellik testi sonuçlarından istatistiksel olarak anlamlı olanlar şu şekilde özetlenebilir:

- "$\Delta LREDK$, ΔAOFM'nin Granger nedeni değildir" temel hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Buna göre reel efektif döviz kuru ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin nedenidir.
- "$\Delta LUFE$, ΔAOFM'nin Granger nedeni değildir" temel hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Buna göre yurtdışı üretici fiyatları endeksi ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin nedenidir.

Granger Nedensellik Testi'nin ardından yine aynı model kullanılarak yapılan genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması analizlerinden yola çıkarak, ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ile diğer değişkenler arasındaki dinamik ilişkiler ilerleyen kısımda ortaya konulacaktır.



Grafik 4. Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları (Bağımlı Değişken: ΔPF)

Grafik 4'de yer alan genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonlarında, VAR modelinde yer alan ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti dışındaki diğer değişkenlerde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık, ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti değişkeninin verdiği tepkiler gösterilmiştir. Bunlar arasından istatistiksel olarak anlamlı ve yorumlanabilir bulgular aşağıdaki gibidir:

- Reel efektif döviz kurunda meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin ilk iki dönemde şok ile ters yönde tepki verdiği, daha sonra bu tepkinin söndüğü görülmektedir.
- Yurtdışı üretici fiyatları endeksinde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin ilk iki dönemde şok ile aynı yönde tepki vermekte, daha sonra bu tepki ortadan kalkmaktadır.
- BIST100 endeksinde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin ilk iki dönemde şok ile ters yönde yani negatif tepki verdiği, daha sonra bu tepkinin ortadan kalktığı görülmektedir.
- CDS priminde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşılık, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin birinci dönemde şok ile aynı yönde yani pozitif tepki verdiği, daha sonra bu tepkinin ortadan kalktığı görülmektedir.

Tablo 8. Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Periyot	ΔAOFM	REZ	ΔLREDK	ΔLTUFE	ΔLUFE
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	80.31520	2.375059	9.422507	2.189910	2.766826
3	72.17297	4.262682	9.183996	2.010071	8.102815
4	71.30985	4.888613	8.170319	2.301386	7.894909
5	69.36503	5.049257	8.046364	2.457364	8.076098
6	68.45986	5.290947	7.826380	2.390149	7.912180
7	68.19998	5.219260	7.898286	2.351996	7.829165
8	67.77375	5.426111	7.873815	2.345514	7.797252
9	67.58430	5.447988	7.837707	2.373057	7.780447
10	67.48466	5.449844	7.840137	2.375225	7.777679
Periyot	**ΔLBIST100**	**CH**	**FH**	**ΔLCDS**	
1	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	
2	0.175693	2.577741	0.157148	0.019917	
3	0.520749	2.604931	1.120484	0.021298	
4	0.484184	3.269767	1.037295	0.643676	
5	1.126140	4.126341	1.071506	0.681897	
6	1.405886	4.728649	1.086343	0.899609	
7	1.445719	4.864463	1.079740	1.111394	
8	1.437245	5.005668	1.096653	1.243988	
9	1.461676	5.157112	1.105126	1.252584	
10	1.477083	5.230383	1.101892	1.263097	

Tablo 8'de verilen ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin varyans ayrıştırma sonuçlarına göre, genel olarak bu değişkendeki değişimler büyük oranda yine kendisi tarafından açıklanmaktadır. Ağırlıklı ortalama fonlama maliyetindeki değişimlerin başlangıçta yaklaşık %80'inin kendisi tarafından açıklandığı, sonradan bu oranın %67'lere gerilediği Tablo 8'deki bulgulardan görülmektedir. Diğer yandan; ağırlıklı ortalama fonlama maliyetindeki değişimler üzerinde görece olarak daha fazla etkisi olan diğer değişkenlerin reel efektif döviz kuru, yurtdışı üretici fiyatları endeksi ve cari işlemler hesabı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.5. Ekonometrik Analize İlişkin Bulguların Değerlendirilmesi

Yapılan çalışmada, iki ayrı analiz süreci yürütülmüştür. Bu süreçlerin birincisinde, resmi rezervler ile politika faizi ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) arasındaki ikili ilişkiler incelenmiştir. Bu kısımda elde edilen sonuçlara göre, resmi rezervlerden politika faizi değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu, yani resmi rezervlerdeki değişimlerin politika faizini etkilediği görülmüştür. Ayrıca varynas ayrıştırma analizi sonuçlarının da bu bulguyu desteklediği görülmektedir. Ancak etki-tepki fonksiyonları istatistiksel olarak anlamsız olduğundan, bu ilişkinin yönü ile ilgili bir bilgiye ulaşılamamıştır, diğer bir ifade ile ilişkinin pozitif veya negatif bir etki meydana getirip getirmediği belirsizdir. Daha önce ifade edildiği gibi, etki-tepki fonksiyonları, bir değişkende meydana gelen herhangi bir şoka karşılık diğer değişkendeki değişimleri göstermektedir. Dolayısı ile elde edilen bu sonuç incelenen dönem içerisinde değişkenlerde ekonomik etki yapabilecek nitelikte şokların görülmemesidir. Diğer taraftan ise, resmi rezervler ile ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti arasında herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Nedensellik ilişkisinin görülmemesi Granger Nedensellik Analizinin göre değişkenlerin birbirinin nedeni olarak görmemesidir. Ancak politika faizinde bir nedensellik ilişkisi görülmesine karşın, politika faizini de içeren ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinde böyle bir ilişkinin görülmemesi, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinde gecelik fonlama miktarının ağırlığının daha fazla olduğu düşüncesini akla getirmektedir. Özellikle gün içinde likidite sıkışıklığı yaşanması halinde veya likidite

fazlalığı oluşması halinde, bankalar merkez bankasından borçlanabilmekte ya da merkez bankasına borç verebilmektedirler. Bu durumda da bankalararası para piyasasında TCMB gecelik borç verme ve TCMB gecelik borçlanma faiz oranları, politika faizine göre daha çok ön plana çıkmaktadır. Bu bağlamda elde edilen bulgu, para piyasasında günlük işlemlerin yoğunluğunun daha fazla olduğunun da göstergesidir. Böylece ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti daha çok iç piyasa dinamiği olarak karşımıza çıkarken politika faizi iç piyasa dışında rezervleri de etkileyebilen bir gösterge faizi niteliğinde olduğu gözükmektedir.

İkinci analiz sürecinde ise, yine iki ayrı model oluşturulmuştur. Bu modellerinden birincisinde, daha önce açıklanan bağımsız değişkenlerin politika faizi üzerindeki etkisi incelenmiş, ikincisinde ise aynı bağımsız değişkenlerin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine etkileri araştırılmıştır. Birinci modelin sonuçlarına göre; reel efektif döviz kuru, BIST100 endeksi, finans hesabı ve CDS primi değişkenleri politika faizinin nedenidir. Ayrıca; resmi rezervler, reel döviz kuru, BIST100 endeksi, cari işlemler hesabı ve finans hesabındaki değişiklikler politika faizini negatif etkilerken, yurtdışı üretici fiyatları endeksindeki değişimlerin politika faizini pozitif etkilediği görülmüştür.

İkinci modelin sonuçlarına göre ise; reel efektif döviz kuru ve yurtdışı üretici fiyatları endeksi değişkenleri ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin nedenidir. Ayrıca; reel efektif döviz kuru ve BIST100 endeksindeki değişiklikler ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini negatif etkilerken, yurtdışı üretici fiyatları endeksi ve CDS primindeki değişimlerin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini pozitif etkilediği görülmüştür. Diğer bir ifade ile reel efektif döviz kuru artarken (yani TL değer kazanırken) ve borsa endeksi yükselirken ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin düştüğü, CDS primi artarken de ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin yükseldiği ortaya konmuştur. Buna ilaveten, yurtdışı üretici fiyatlarındaki artışların da ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini yükselttiği sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ

Finansal ve ekonomik olarak bütünleşmiş bir dünyada, gelişmekte olan pazarlardaki küresel şokların önemi, ekonomideki politika yapıcıların dış şokların kaynaklarını ve sonuçlarını büyük ölçüde değerlendirmek ve analiz etmek dışında bir seçeneğe sahip olmadığı bir aşamaya gelmiştir. Gelişmekte olan ve gelişmiş ekonomilerin politika faizleri oranlarındaki değişimlerin gelişmekte olan ekonomilerdeki makroekonomik dinamikleri nasıl etkilediğini ortaya koymak önemli hale gelmektedir.

Para politikası küresel toplam arz ve talep şoklarıyla birlikte belirlenmesi, Türkiye için nispeten daha az araştırılmış bir araştırma alanı olmaya devam etmektedir. Gelişmekte olan bir ekonomi olarak Türkiye, iç makroekonomik dinamikler dış dünyadan soyutlanamadığından küresel şokları incelemek için iyi bir örnek haline gelmektedir. Yapılan çoğu çalışma incelendiğinde uluslararası rezerv değişimleri ile ithalat, ihracat ve ekonomik büyümeye odaklandığı görülürken, sadece bu değişkenlerle yola çıkmanın Türkiye gibi kırılgan ülkelerde yeterli olmadığı sonucuna da ulaşılmıştır, bu nedenle çalışmamızda yer verilen bağımsız değişkenlerin çokluğu ülkemizin kırılganlık düzeyi ile de örtüşmektedir.

Çalışmada ilk olarak, resmi rezervlerden politika faizi değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu, yani resmi rezervlerdeki değişimlerin politika faizini etkilediği görülmüş, buna ilaveten varyans ayrıştırma analizinde de buna paralel bulgular elde edilmiştir. Ancak etki-tepki fonksiyonları istatistiksel olarak anlamsız olduğundan, resmi rezervlerin politika faizi üzerindeki etkisinin yönü ile ilgili bir bilgiye ulaşılamamıştır.

İkinci analiz sürecinde ise, yine iki ayrı model oluşturulmuştur. Bu modellerinden birincisinde, daha önce açıklanan bağımsız değişkenlerin politika faizi üzerindeki etkisi incelenmiş, ikincisinde ise aynı bağımsız değişkenlerin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine etkileri araştırılmıştır. Birinci modelin sonuçlarına göre; reel efektif döviz kuru, BIST100 endeksi, finans hesabı ve CDS primi değişkenleri

politika faizinin nedenidir. Ayrıca; resmi rezervler, reel döviz kuru, BIST100 endeksi, cari işlemler hesabı ve finans hesabındaki değişiklikler politika faizini negatif etkilerken, yurtdışı üretici fiyatları endeksindeki değişimlerin politika faizini pozitif etkilediği görülmüştür

İkinci modelin sonuçlarına göre ise; reel efektif döviz kuru ve yurtdışı üretici fiyatları endeksi değişkenleri ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin nedenidir. Ayrıca; reel efektif döviz kuru ve BIST100 endeksindeki değişiklikler ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini negatif etkilerken, yurtdışı üretici fiyatları endeksi ve CDS primindeki değişimlerin ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini pozitif etkilediği görülmüştür.

Tüm çalışma sonuç olarak değerlendirildiğinde; Türkiye'de, resmi rezervler, reel döviz kuru, borsa endeksi, cari işlemler hesabı, finans hesabı ve ülkenin CDS priminin, politika fazi üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Literatüre göre incelendiğinde ise, politika faizi yoluyla uluslararası sermaye akımlarının etkilendiği bunun da uluslararası rezervler üzerinde bir etkisinin olabileceği kabul edilmektedir. Bu çalışmada elde edilen analiz sonuçları ise, uluslararası sermaye hareketlerindeki değişimlere bağlı olarak, Türkiye'de döviz kuru, borsa endeksi ve ödemeler dengesi gibi değişkenlerle birlikte, resmi rezervlerin de değiştiğini, tüm bu sürecin ise politika faizi ve genel olarak yurt içi faiz oranlarını etkilediğini göstermektedir. Buna ilaveten; CDS primi ile uluslararası sermaye akımları arasındaki karşılıklı ilişki, CDS priminin, sermaye akımlarını etkilemesi kanalıyla politika faizi üzerinde de bir etkisiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu açıdan çalışma, konuyla ilgili yapılmış önceki çalışmalardan farklı bir bakış açısıyla yürütülen analiz süreciyle birlikte, temelde resmi rezervlerin ve resmi rezervleri etkileyebilecek değişkenlerin politika faizi üzerindeki etkilerine odaklanmıştır.

Tüm bu ekonomik göstergelerin yanında Türkiye'nin sahip olduğu politik istikrarın da önemli olduğu unutulmamalıdır. Her ne kadar politika faizini yükseltseniz dahi özellikle politik istikrar ve uluslararası hukuk normları ülke içinde sağlanmadığı taktirde uluslararası rezervlerde kalıcı iyileşmenin olabilmesi de pek mümkün

görülmemektedir. Benzer şekilde ülkenin sanayi altyapısı ar-ge ile iyileştirlmedikçe, yüksek teknoloji üretimine geçilmedikçe, üretimde markalaşma sağlanamadıkça Türkiye'nin sermaye hareketleri konusundaki kırılganlığını devam ettirip, uluslararası rezerv problemini kalıcı olarak çözemeyeceğini öngörmek hiç de zor olmayacaktır.

KAYNAKÇA

Acharya, V. V., Cooley, T. F., Richardson, M., & Walter, I. (2011). Regulation of rating agencies. *Regulating wall street*, *443*.

Adabalı Mesut Murat ve Özcan, Ceyhun Can (2016), "Turizmin Ekonomi Politiği", Bölüm adı: (Küreselleşme ve Turizm). Paradigma Akademi, Editör: Özcan Ceyhun Can, Basım sayısı:1, Ss.361.

Adrian, T. (2019). Assessing Global Financial Stability. *Cato J.*, *39*, 339.

Ahmed, A. D., Cheng, E., & Messinis, G. (2011). The role of exports, FDI and imports in development: evidence from Sub-Saharan African countries. *Applied Economics*, *43*(26), 3719-3731.

Aizenman, J., & Marion, N. (2004). International reserve holdings with sovereign risk and costly tax collection. *The Economic Journal*, *114*(497), 569-591.

Alberola, E., Erce, A., & Serena, J. M. (2016). International reserves and gross capital flows dynamics. *Journal of International Money and Finance*, *60*, 151-171.

Alper, B., & Oktayer, A. (2019). Globalızatıon And Poverty: A Panel Evıdence From Worldwıde Countrıes. *Economıc Growth Publıc Fınance & Game Theory*, 11.

Amato, Jeffery (2005), "Risk Aversion and Risk Premia in the CDS Market", BIS Quarterly Review, December, pp.55-68.

Arslan, Yavuz, and Carlos Cantú. "The size of foreign exchange reserves." *BIS Paper* 104a (2019).

Awan, R. U., Anjum, A. & Rahim, S. (2015). An Econometric Analysis of Determinants of External Debt in Pakistan. *British Journal of Economics, Management & Trade*, 5(4), 382-391.

Baddeley, M. (2006). Convergence or divergence. *The Impact of Globalisation on Growth*.

Bai, L. (2010). On regulating conflicts of interest in the credit rating industry. *NYUJ Legis. & Pub. Pol'y*, *13*, 253.

Ball, L. M. (2006). *Has globalization changed inflation?* (No. w12687). National Bureau of Economic Research.

Ball, C. P., & Reyes, J. (2009). International reserve holdings: interest rates matter!. *Applied Economics Letters*, *16*(4), 343-348.

Baldwin, R. (2004). *Challenges to globalization: Analyzing the economics*. University of Chicago Press.

Basu, P., Chakraborty, C., & Reagle, D. (2003). Liberalization, FDI, and growth in developing countries: A panel cointegration approach. *Economic Inquiry*, *41*(3), 510-516.

Beer, L., & Boswell, T. (2001). The effects of globalization on inequality: a cross-national analysis. *Halle Institut Occasional Paper*.

Benecká, S., & Komarek, L. (2018). International reserves: Facing model uncertainty. *Economic Systems*, *42*(3), 523-531.

Benmelech, E. (2017). Credit Ratings: Qualitative Versus Quantitative Information. *Available at SSRN 2987211*.

Berry, A., Culpeper, R., & Stewart, F. (Eds.). (2016). *Global Development Fifty Years after Bretton Woods*. Springer.

Bitar, J. (2019). International Reserves, Net Foreign Assets and Interest Rates.

Bhagwati, J. (2004). *In defense of globalization: With a new afterword*. Oxford University Press.

Bianchi, J., Hatchondo, J. C., & Martinez, L. (2018). International reserves and rollover risk. *American Economic Review*, *108*(9), 2629-70.

Bloom, P. (2016). *Authoritarian capitalism in the age of globalization*. Edward Elgar Publishing.

Bodenstein, M., Kamber, G., & Thoenissen, C. (2018). Commodity prices and labour market dynamics in small open economies. *Journal of International Economics*, *115*, 170-184.

Borensztein, E., De Gregorio, J., & Lee, J. W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth?. *Journal of international Economics*, *45*(1), 115-135.

Bordo, M. D. (2017). *The second era of globalization is not yet over: An historical perspective* (No. w23786). National Bureau of Economic Research.

Bozkurt, H. (2003). *Zaman Serileri Analizi*, 2. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.

Brooks, Chris (2008). *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge University Press.

Brunetti, C., Büyükşahin, B., & Harris, J. H. (2016). Speculators, prices, and market volatility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *51*(5), 1545-1574.

Bogdan, C. (2017). The role of credit rating agencies in the European sovereign debt crisis.

Bourguignon, F. (2017). *The globalization of inequality*. Princeton University Press.

Bursa, N. Tatlıdil, H. (2015), "Risk Göstergelerine Çok Değişkenli Analiz Yaklaşımı", Bankacılar Dergisi, 92, ss.71-88.

Cash, D. (2018). *Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services*. Routledge.

Cesarano, F. (2017). The Bretton Woods agreements: a monetary theory perspective. In *From the Athenian Tetradrachm to the Euro* (pp. 113-135). Routledge.

Cullenberg, S., & Pattanaik, P. K. (2004). Globalization, Culture, and the Limits of the Market Essays in Economics and Philosophy.

Cox, G. W., & Weingast, B. R. (2018). Executive constraint, political stability, and economic growth. *Comparative Political Studies*, *51*(3), 279-303.

Darnell, Adrian C. (1990). *Dictionary of Econometrics*, England: Edward Elgar Pub.

Decker, S., Elsner, W., & Flechtner, S. (2019). 1 The multiple crisis of globalization and the need for a pluralist economics. *Principles and Pluralist Approaches in Teaching Economics: Towards a Transformative Science*, *41*.

Delatte, Anne-Laure, and Julien Fouquau. "The determinants of international reserves in the emerging countries: a nonlinear approach." *Applied Economics* 43.28 (2011): 4179-4192.

Diaz, E. M., Molero, J. C., & de Gracia, F. P. (2016). Oil price volatility and stock returns in the G7 economies. *Energy Economics*, *54*, 417-430.

Dickey, D. A. & Fuller W. A. (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 74, No. 366.

Doshi, H., Jacobs, K., & Zurita, V. (2017). Economic and financial determinants of credit risk premiums in the sovereign CDS market. *The Review of Asset Pricing Studies*, *7*(1), 43-80.

Driss, H., Massoud, N., & Roberts, G. S. (2019). Are credit rating agencies still relevant? Evidence on certification from Moody's credit watches. *Journal of Corporate Finance*, *59*, 119-141.

Dooley, M. P., Folkerts- Landau, D., & Garber, P. (2004). The revived bretton woods system. *International Journal of Finance & Economics*, *9*(4), 307-313.

Enders, W. (2003). *Applied Econometric Time Series*, Second Edition, John Willey&Sons Inc.

Faustino, H. C., & Vali, C. (2013). The effects of globalization and economic growth on income inequality: Evidence for 24 OECD countries. *Argumenta Oeconomica*, *1*(30), 13-31.

Fettahoğlu, A. (2016). Portföy Yönetimi, Umuttepe Yayınevi.

Fontana, Alessandro – Scheicher, Martin (2010), An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and Their Relation with Government Bonds. European Central Bank Working Paper Series, No:1271.

Frankel, J. A., & Hardouvelis, G. A. (1985). Commodity prices, money surprises and fed credibilit. *Journal of Money, Credit and Banking*, *17*(4), 425-438.

Frieden, J. (2019). The Political Economy of the Bretton Woods Agreements. *The Political Economy of the Bretton Woods Agreements," in The Bretton Woods Agreements, ed. Naomi Lamoreaux and Ian Shapiro (New Haven: Yale University Press, forthcoming).*

Gallagher, M. E. (2011). *Contagious capitalism: Globalization and the politics of labor in China*. Princeton University Press.

Gersl, A., & Hermanek, J. (2007). Financial stability indicators: advantages and disadvantages of their use in the assessment of financial system stability. *Occasional Publications-Chapters in Edited Volumes*, 69-79.

Gersl, A., & Heřmánek, J. (2008). Indicators of financial system stability: towards an aggregate financial stability indicator?. *Prague Economic Papers*, *2008*(2), 127-142.

Georgantzas, N. C., Katsamakas, E., & Solowiej, D. (2009). Giddens' globalization: Exploring dynamic implications. In *27th International Conference of the System Dynamics Society, USA*.

Goldberg, P. K., & Pavcnik, N. (2007). Distributional effects of globalization in developing countries. *Journal of economic Literature*, *45*(1), 39-82.

Granger, C. W. J.& Newbold P. (1977). *Forecasting Economic Time Series*, New York: Academic Press.

Granger, C. W. J. (1969). "Ivestigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods", *Econometrica*, Vol. 37, No. 3.

Gredil, O., Kapadia, N., & Lee, J. H. (2019). Do rating agencies deserve some credit? Evidence from transitory shocks to credit risk. *Evidence from Transitory Shocks to Credit Risk (May 15, 2019)*.

Greene, W. H. (1997). *Econometric Analysis*, 3rd Edition, Prentice Hall Internation, New Jersey.

Grifiths, W. E., Carter, H. R. & Judge, G. C. (1993). *Learning and Practicing Econometrics*, John Willey&Sons Inc., New York.

Grube, R. C., Joy, O. M., & Panton, D. B. (1979). Market responses to federal reserve changes in the initial margin requirement. *The Journal of Finance*, *34*(3), 659-674.

Grugel, J. (Ed.). (2002). *Democracy without borders: Transnationalisation and conditionality in new democracies*. Routledge.

Gujarati, D. N. (2006). *Temel Ekonometri*, Çev. Ümit Şenesen ve Gülay G. Şenesen, 4. Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul.

Gurgul, H., & Lach, Ł. (2014). Globalization and economic growth: Evidence from two decades of transition in CEE. *Economic Modelling*, *36*, 99-107.

Gygli, S., Haelg, F., Potrafke, N., & Sturm, J. E. (2018). The KOF globalisation index-revisited.

Hartmann, P., & Detken, C. (2000). The Euro and International Capital Markets.

Helleiner, E. (2017). Incremental Origins of Bretton Woods. *International Politics and Institutions in Time*, *214*.

Heywood, A. (2015). *Political theory: An introduction*. Macmillan International Higher Education.

Hsueh, R. (2016). State capitalism, Chinese- style: Strategic value of sectors, sectoral characteristics, and globalization. *Governance*, *29*(1), 85-102.

Herkenrath, M., & Bornschier, V. (2003). Transnational Corporations in World Development Still the Same Harmful Effects in an Increasingly Globalized World Economy?. *Journal of world-systems research*, *9*(1), 105-139.

Hirst, P., Thompson, G., & Bromley, S. (2015). *Globalization in question*. John Wiley & Sons.

Hirst, P., & Thompson, G. (2019). The future of globalisation. In *The Handbook of Globalisation, Third Edition*. Edward Elgar Publishing.

Hung, M., Kraft, P., Wang, S., & Yu, G. (2019). Market Power and Credit Rating Standards: Global Evidence.

Huang, A., Kraft, P., & Wang, S. (2019). Credit Rating Agencies and Accounting Fraud Detection. *Available at SSRN 3438846*.

Irwin, D. A. (2017). *The missing Bretton Woods debate over flexible exchange rates* (No. w23037). National Bureau of Economic Research.

IMF Data - Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve - At a Glance". International Monetary Fund. Retrieved 28 June 2019.

İncekara, A., & SAVRUL, A. G. M. (2011). Küreselleşme, Büyüme Ve Ekonomik Entegrasyonlar: Türkiye Açisindan Bir Değerlendirme. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, *61*(2), 3-22.

Jansen, J., & Fabozzi, F. J. (2017). CDS implied credit ratings. *The Journal of Fixed Income*, *26*(4), 25-52.

James, H. D., James, H., & Harold, J. (1996). *International monetary cooperation since Bretton Woods*. International Monetary Fund.

Juselius, K. (2006). *The Cointegrated VAR Model - Methodology and Applications*, Oxford University Press, Oxford.

Klingler, S., & Lando, D. (2018). Safe haven CDS premiums. *The Review of Financial Studies*, *31*(5), 1856-1895.

Kılcı, E. N. (2017). CDS Primleri ile Ülke Kredi Riski Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi; Türkiye Örneği. *Maliye Finans Yazilari*, (108).

Kılıç, Çağlar (2009), Kredi Temerrüt Swap Primini Etkileyen Faktörler ve Türkiye Üzerine Uygulamalar, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Kodratoff, Y. (2001). Rating the interest of rules induced from data and within texts. In *12th International Workshop on Database and Expert Systems Applications* (pp. 265-269). IEEE.

Krainer, R. E. (2017). Economic stability under alternative banking systems: Theory and policy. *Journal of Financial Stability*, *31*, 107-118.

Lee, J. D., & Heshmati, A. (Eds.). (2009). *Productivity, efficiency, and economic growth in the Asia-Pacific region*. Heidelberg and New York, NY: Physica-Verlag.

Lee, J. E. (2016). International reserves for emerging economies. In *Macroprudential Regulation of International Finance*. Edward Elgar Publishing.

Levy-Livermore, A. (Ed.). (1998). *Handbook on the Globalization of the World Economy*. Edward Elgar Publishing.

Lorusso, M., & Pieroni, L. (2018). Causes and consequences of oil price shocks on the UK economy. *Economic Modelling*, *72*, 223-236.

Iordachi, V., Ţîrlea, M. R., & Petrova, T. (2017). International reserves management in the Republic of Moldova.

Louizi, A., & Kammoun, R. (2016). Evaluation of corporate governance systems by credit rating agencies. *Journal of Management & Governance*, *20*(2), 363-385.

Lozano Fernández, Jesús, and Ramón Sánchez Vila. "The credit rating agencies, institutional strengths and methodological weaknesses: the banks' ratings case"." (2015).

Lowe, S. (2018). International Reserves, External Debt and Sovereign Bond Spreads.

Lütkepohl, H. (2004). *Applied Time Series Econometrics*, Eds. Helmut Lükepohl & Markus Krätzig, Cambridge University Press, Cambridge.

Lyons, J. L. (2019). The Washington Consensus as Foundational Policy for the Global Neoliberal Schoolhouse. In *Globalization and the Neoliberal Schoolhouse* (pp. 76-91). Brill Sense.

Makki, S. S., & Somwaru, A. (2004). Impact of foreign direct investment and trade on economic growth: Evidence from developing countries. *American journal of agricultural economics*, *86*(3), 795-801.

Mallick, H., Mahalik, M. K., & Sahoo, M. (2018). Is crude oil price detrimental to domestic private investment for an emerging economy? The role of public sector investment and financial sector development in an era of globalization. *Energy Economics*, *69*, 307-324.

Martell, L. (2016). *The sociology of globalization*. John Wiley & Sons.

Mason, E. S., & Asher, R. E. (2010). *The world bank since Bretton Woods*. Brookings Institution Press.

Mutascu, M., & Fleischer, A. M. (2011). Economic growth and globalization in Romania. *World Applied Sciences Journal*, *12*(10), 1691-1697.

Maesse, J. (2018). Globalization strategies and the economics dispositif: Insights from Germany and the UK. *Historical Social Research/Historische Sozialforschung*, *43*(3 (165), 120-146.

Mamedov, O., Movchan, I., Ishchenko-Padukova, O., & Grabowska, M. (2016). Traditional economy: innovations, efficiency and globalization. *Economics & Sociology*, *9*(2), 61.

Manso, G. (2013). Feedback effects of credit ratings. *Journal of Financial Economics*, *109*(2), 535-548.

Mishkin, F. S. (2009). Globalization, macroeconomic performance, and monetary policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, *41*, 187-196.

Morrison, K. M. (2018). Washington Consensus and the New Political Economy of Economic Reform. *The Oxford Handbook of the Politics of Development*, 73.

Naciri, A. (2018). *The Governance Structures of the Bretton Woods Financial Institutions*. Springer.

Nayyar, D. (Ed.). (2002). *Governing globalization: Issues and institutions*. Oxford University Press on Demand.

Nelson, W. R., & Perli, R. (2007). Selected indicators of financial stability. *Risk Measurement and Systemic Risk*, *4*, 343-372.

Oduwaye, L. (2006). Effects of globalization on cities in developing countries. *Journal of Social Sciences*, *12*(3), 199-205.

Qayyum, A., & Manzoor, S. (2018). Dynamism in Economic Policies to Achieve Economic Stability: Evidence from Pakistan. *History*, *87*, 92.

Pieterse, J. N. (2017). Neoliberal globalization and the Washington consensus. In *International development governance* (pp. 91-104). Routledge.

Portes, R., & Rey, H. (1998). The emergence of the euro as an international currency.

Potrafke, N. (2015). The evidence on globalisation. *The World Economy*, *38*(3), 509-552.

Rahman, M., & Banerjee, P. K. (2017). Effects of Changes in Foreign Exchange Reserves and Real Effective Exchange Rate on Industrial Output Growths in Bangladesh. *Asian Economic and Financial Review*, *7*(12), 1144.

Rao, B. B., & Vadlamannati, K. C. (2011). Globalization and growth in the low income African countries with the extreme bounds analysis. *Economic Modelling*, *28*(3), 795-805.

Robinson, W. I. (2010). Globalization and Social Movements: Islamism, Feminism, and the Global Justice Movement. *Contemporary Sociology*, *39*(2), 187.

Rodrik, D. (2018). Populism and the Economics of Globalization. *Journal of international business policy*, *1*(1-2), 12-33.

Rodrik, D. (2018). Populism and the Economics of Globalization. *Journal of international business policy*, *1*(1-2), 12-33.

Sabbadini, R. (2019). *International Reserves Management in a Model of Partial Sovereign Default* (No. 496).

Samimi, P., & Jenatabadi, H. S. (2014). Globalization and economic growth: Empirical evidence on the role of complementarities. *PloS one*, *9*(4).

Sangiorgi, F., & Spatt, C. S. (2017). The economics of credit rating agencies. *Foundations and Trends in Finance*, *12*, 1-116.

Scholte, J. A. (2005). *Globalization: A critical introduction*. Macmillan International Higher Education.

Schumpeter, J. A. (2013). *Capitalism, socialism and democracy*. routledge.

Sethuraman, M. (2019). The effect of reputation shocks to rating agencies on corporate disclosures. *The Accounting Review*, *94*(1), 299-326.

Sevüktekin, M. & Çınar, M. (2014). *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi*, 4. Baskı, Dora Yayıncılık, İstanbul.

Shrestha, P. K. (2016). Macroeconomic Impact of International Reserves: Empirical Evidence from South Asia. *Economic Review*, 28-1.

Sheha, M. A., Sheha, A., & Petilli, S. (2006). *U.S. Patent No. 7,082,365*. Washington, DC: U.S. Patent and Trademark Office.

Shousha, S. (2017). International Reserves, Credit Constraints, and Systemic Sudden Stops. *FRB International Finance Discussion Paper*, (1205).

Shrum, W., & Shenhav, Y. (1995). Science and technology in less developed countries. *Handbook of science and technology studies*, *2455*, 627-51.

Sims, C. A. (1980), "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, 48(1), pp. 1-48.

Stiglitz, J. E. (2017). The overselling of globalization. *Business Economics*, *52*(3), 129-137.

Stiglitz, J. E. (2002). *Globalization and its Discontents* (Vol. 500). Norton: New York.

Stua, M. (2017). From the Paris agreement to a low-carbon bretton woods. *Cham: Springer*.

Strier, F. (2008). Rating the raters: Conflicts of interest in the credit rating firms. *Business and Society Review*, *113*(4), 533-553.

Tağraf, H. (2002). Küreselleşme süreci ve çokuluslu işletmelerin küreselleşme sürecine etkisi. *CÜ iktisadi ve idari Bilimler Dergisi*, *3*(2), 33-47.

Tomlinson, J. (1999). *Globalization and culture*. University of Chicago Press.

Taylor, M. (2017). Relating Theories of Geopolitics and Globalization. *Journal of Politics and Governance*, *7*(2), 16-32.

Thoumrungroje, A., & Tansuhaj, P. (2007). Globalization effects and firm performance. *Journal of International Business Research*, *6*(2), 43-58.

Tiwari, A. K., & Kyophilavong, P. (2017). Exchange rates and international reserves in India: A frequency domain analysis. *South Asia Economic Journal*, *18*(1), 76-93.

Tsai, P. L. (1994). Determinants of foreign direct investment and its impact on economic growth. *Journal of economic development*, *19*(1), 137-163.

Xin, W. (2019). International Reserves, Risk Tolerance, and Crisis Risk.

Van Dormael, A. (1978). *Bretton Woods: birth of a monetary system*. Springer.

Verde, A. (2017). Globalization: Definition and Phases. In *Is Globalisation Doomed?* (pp. 3-12). Palgrave Macmillan, Cham.

Vertova, G. (2006). *The changing economic geography of globalization*. Taylor & Francis.

Wacziarg, R., & Welch, K. H. (2008). Trade liberalization and growth: New evidence. *The World Bank Economic Review*, *22*(2), 187-231.

Wallerstein, I. M. (2011). *Historical capitalism: with Capitalist civilization*. Verso Trade.

Wang, G. Y. (2019). *Globalization*. IntechOpen.

Warne, A. "Lecture Notes on Structural Vector Autoregression", s. 5 (Çevrimiçi), http://www.bseu.by/russian/faculty5/stat/docs/4/lecture_notes.pdf (14.11.2015)

White, L. J. (2018). The credit rating agencies and their role in the financial system.

Yalta, A. T., & Yalta, A. Y. (2018). Are credit rating agencies regionally biased?. *Economic Systems*, *42*(4), 682-694.

Yurttançıkmaz, Z. Ç., Azgün, S., Gencer, A. H., & Emsen, Ö. S. Giderek Gelişen Hizmet Ticareti ve Rekabet Gücü: Türkiye Ekonomisinde Gelişmeler (1980-2015)

Dramatically Rising Service Trade and Competitiveness Power: Developments in Turkish Economy (1980-2015).

Aizenman, M. J., & Lee, M. J. (2005). *International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory, and Evidence (EPub)* (No. 5-198). International Monetary Fund.

Akdoğan, K. (2010). Foreign Exchange Reserve Demand: An Information Value Approach. *Central Bank Review*, *10*(2), 33-44.

Ali, M. M., & Medhekar, A. (2013). Role of financial intermediaries in creating international financial shock with special reference to Bangladesh: a critical review. *Banks & bank systems*, (8, Iss. 1), 8-22.

Alper, K., Kara, H. & Yörükoğlu, M., 2012. Sermaye Akımlarının Etkilerini Yumuşatmaya Yönelik Yeni Bir Para Politikası Aracı: Rezerv Opsiyonu Mekanizması. *İktisat ve Toplum Dergisi*, (25), 9-19.

Antal, J., & Gereben, Á. (2011). Foreign reserve strategies for emerging economies-before and after the crisis. *MNB Bulletin (discontinued)*, *6*(1), 7-19.

Arıkan, C., Görgün, S. & Yalçın, Y., 2018. Parasal Aktarım Sürecinde Faiz Koridorunun Yeri. *Maliye Dergisi*, (174), 1-25.

Borio, C., Galati, G., & Heath, A. (2008). FX reserve management: trends and challenges. *BIS papers*.

Barnichon, R. (2009). The optimal level of reserves for low-income countries: Self-insurance against external shocks. *IMF staff Papers*, *56*(4), 852-875.

Binici, M., Erol, H., Kara, A. K., Özlü, P. & Ünalmış, D., 2013. Interest Rate Corridor : A New Macroprudential Tool?," CBT Research Notes in Economics 1320, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey.

Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly journal of economics*, *117*(2), 379-408.

Chaudhry, I. S., Akhtar, M. H., Mahmood, K., & Faridi, M. Z. (2011). Foreign exchange reserves and inflation in Pakistan: Evidence from ARDL modelling approach. *International Journal of Economics and Finance*, *3*(1), 69-76.

Chowdhury, M. N. M., Uddin, M. J., & Islam, M. S. (2014). An econometric analysis of the determinants of foreign exchange reserves in Bangladesh. *Journal of World Economic Research*, *3*(6), 72-82.

Delatte, A. L., & Fouquau, J. (2009). The Determinants of International Reserves in the Emerging Countries: a Non-Linear Approach [Electronic resource].

Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of political economy*, *91*(3), 401-419.

Dominguez, K. M., Hashimoto, Y., & Ito, T. (2012). International reserves and the global financial crisis. *Journal of International Economics*, *88*(2), 388-406.

Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. M. (2004). *The US current account deficit and economic development: collateral for a total return swap* (No. w10727). National Bureau of Economic Research.

Dooley, M. P., Folkerts- Landau, D., & Garber, P. (2004). The revived bretton woods system. *International Journal of Finance & Economics*, *9*(4), 307-313.

Edwards, S. (1985). On the interest-rate elasticity of the demand for international reserves: some evidence from developing countries. *Journal of international Money and Finance*, *4*(2), 287-295.

Ford, J. L., & Huang, G. (1994). The demand for international reserves in china: an ecm model with domestic monetary disequilibrium. *Economica*, 379-397.

Friedman, M. (1985). The case for overhauling the Federal Reserve. *Challenge*, *28*(3), 4-12.

Fukuda, S. I., & Kon, Y. (2010). ADBI Working Paper Series.

Gosselin, M. A., & Parent, N. (2005). *An empirical analysis of foreign exchange reserves in emerging Asia* (No. 2005-38). Montreal, Quebec: Bank of Canada.

Gupta, R., Hammoudeh, S., Kim, W. J., & Simo-Kengne, B. D. (2014). Forecasting China's foreign exchange reserves using dynamic model averaging: The roles of macroeconomic fundamentals, financial stress and economic uncertainty. *The North American Journal of Economics and Finance*, *28*, 170-189.

Heller, H. R., & Khan, M. S. (1978). The demand for international reserves under fixed and floating exchange rates. *Staff Papers*, *25*(4), 623-649.

Kara, H., 2012. Küresel kriz sonrası para politikası. *TCMB Çalışma Tebliği*, *12*(17), 1-25.

Kurum, M. E. & Oktar, S., 2019. Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, *41*(1), 223-246.

Landell-Mills, J. (1989). The Financial Costs of Holding Reserves. *Finance and Development*, *26*(4), 17.

Lane, P. R., & Burke, D. (2001). The empirics of foreign reserves. *Open Economies Review*, *12*(4), 423-434.

Lizondo, J., & Mathieson, D. J. (1987). The stability of the demand for international reserves. *Journal of international Money and Finance*, *6*(3), 251-282.

Marc-André Gosselin and Nicolas Paren (2005). Bank of CanadaBanque du CanadaWorking Paper 2005-38

Mendoza, R. U. (2004). International reserve-holding in the developing world: self insurance in a crisis-prone era?. *Emerging Markets Review*, *5*(1), 61-82.

Moghadam, R., Ostry, J. D., & Sheehy, R. (2011). Assessing reserve adequacy. *IMF Policy Papers*, *14*.

Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne d'Economique et de Science politique*, *29*(4), 475-485.

Obstfeld, M., & Shambaugh, J. Taylor. A.(2008). Financial Stability, the Trilemma and International Reserves. *NBER Working paper*, *14217*, 134.

Redrado, M., Carrera, J., Bastourre, D., & Ibarlucia, J. (2006). *The economic policy of foreign reserve accumulation: new international evidence* (No. 200614). Central Bank of Argentina, Economic Research Department.

Rey, H. (2015). *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence* (No. w21162). National Bureau of Economic Research.

Rodrik, D. (2006). The social cost of foreign exchange reserves. *International Economic Journal*, *20*(3), 253-266.

Sidaoui, J. J. (2005). Policies for international reserve accumulation under a floating exchange rate regime: the experience of Mexico (1995-2003). *BIS Papers*, *23*, 216-29.

Sultan, Z. A. (2011). Foreign exchange reserves and India's import demand: A cointegration and vector error correction analysis. *International Journal of Business and Management*, *6*(7), 69.

Velasco, A. (1987). Financial crises and balance of payments crises: a simple model of the Southern Cone experience. *Journal of development Economics*, *27*(1-2), 263-283.

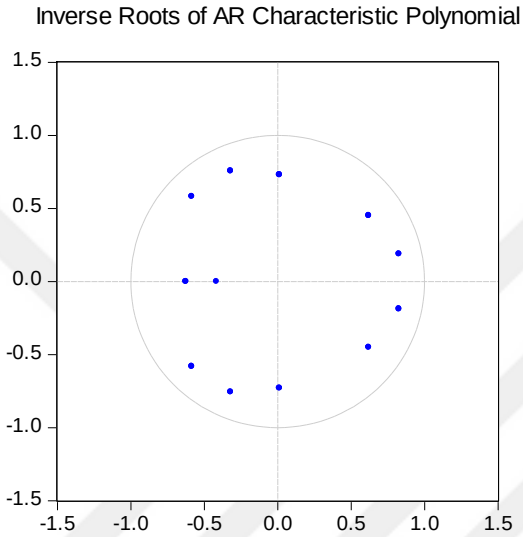
Wohar, M., & Burkett, P. (1989). External shocks and fiscal deficits in a monetary model of international reserve determination: Honduras, 1960-83. *Applied Economics*, *21*(7), 921-929.

Yeyati, E. L. (2008). The cost of reserves. *Economics Letters*, *100*(1), 39-42.

Yücememiş, B. T., Alkan, U., & Dağıdır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, *7*(13), 449-478.

EKLER

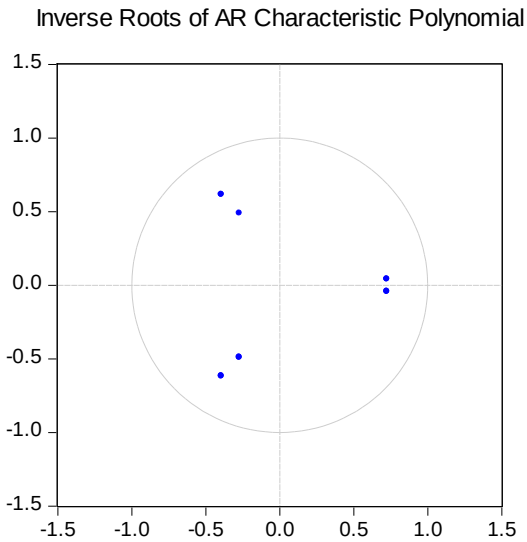
Ek-1:



VAR Modeli Hata Terimleri Otokorelasyon LM Testi

Lags	LM-Stat	Prob
1	1.030972	0.9051
2	3.433750	0.4880
3	5.880472	0.2083
4	3.006876	0.5567
5	3.395509	0.4939
6	6.862354	0.1433
7	5.823329	0.2127
8	8.181575	0.0851
9	1.640405	0.8015
10	3.442835	0.4866
11	3.405178	0.4924
12	8.566827	0.0729

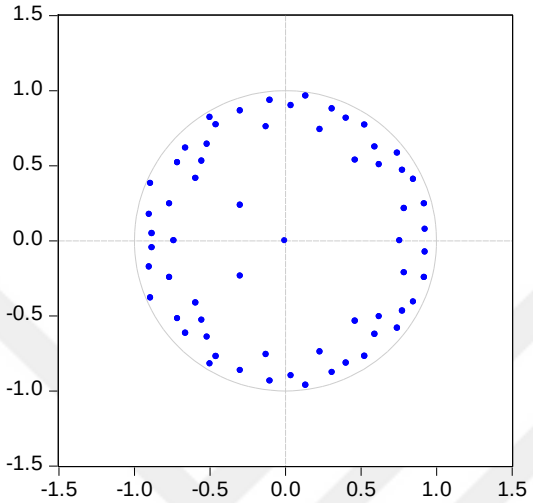
Ek-2:



VAR Modeli Hata Terimleri Otokorelasyon LM Testi

Lags	LM-Stat	Prob
1	1.503033	0.8261
2	3.568016	0.4676
3	4.751496	0.3138
4	1.601110	0.8086
5	0.837164	0.9334
6	2.527875	0.6397
7	3.304683	0.5082
8	1.631438	0.8031
9	5.711791	0.2217
10	3.152240	0.5327
11	9.709587	0.0456
12	12.27439	0.0154

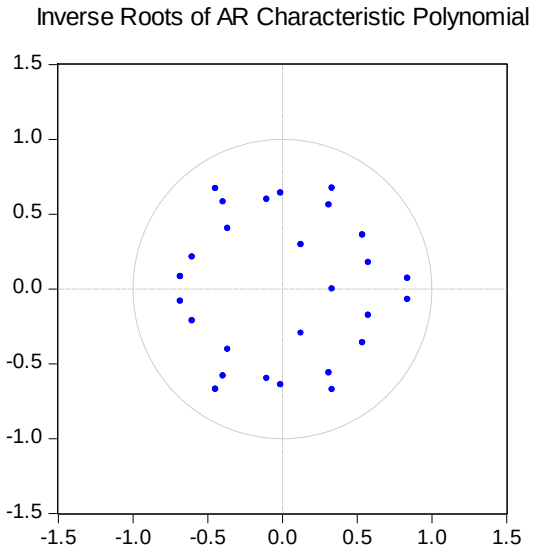
Ek-3:



VAR Modeli Hata Terimleri Otokorelasyon LM Testi

Lags	LM-Stat	Prob
1	77.03245	0.6042
2	73.11812	0.7216
3	67.67136	0.8549
4	86.43882	0.3191
5	78.78317	0.5490
6	73.25995	0.7176
7	89.56528	0.2412
8	89.01373	0.2540
9	67.25525	0.8632
10	81.51404	0.4631
11	66.59711	0.8756
12	95.67801	0.1268

Ek-4:



VAR Modeli Hata Terimleri Otokorelasyon LM Testi

Lags	LM-Stat	Prob
1	82.50213	0.4327
2	86.17203	0.3263
3	73.90150	0.6992
4	91.03281	0.2090
5	82.54068	0.4315
6	88.22848	0.2730
7	86.59521	0.3149
8	76.37846	0.6246
9	84.55242	0.3717
10	73.09155	0.7224
11	71.78303	0.7582
12	86.81014	0.3092