

**SERMAYE HAREKETLERİ İLE ARTAN
MERKEZ BANKASI REZERVLERİNİN
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER
ÜZERİNE ETKİLERİ**

**Nagihan Özlü
Yüksek Lisans Tezi
Eskişehir, 2011**

**SERMAYE HAREKETLERİ İLE ARTAN MERKEZ BANKASI REZERVLERİNİN
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ÜZERİNE ETKİLERİ**

Nagihan ÖZLÜ

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İktisat Anabilim Dalı
Danışman: Yar.Doç.Dr. Nilgün ÇAĞLARIRMAK USLU**

**Eskişehir
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Mart 2011**

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

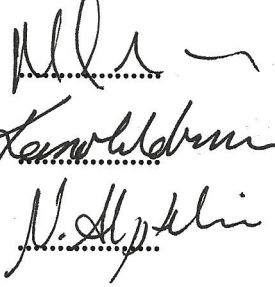
Nagihan ÖZLÜ'nün "Sermaye Hareketleri ile Artan Merkez Bankası Rezervlerinin Makroekonomik Göstergeler Üzerine Etkileri" başlıklı tezi 15 Mart 2011 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İktisat Anabilim Dalında, **yüksek lisans tezi** olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı) : Yard.Doç.Dr.Nilgün ÇAĞLARIRMAK USLU

Üye : Prof.Dr.Kemal YILDIRIM

Üye : Yard.Doç.Dr.Nesrin ESEN ALPTEKİN

İmza




Prof.Dr.Ramazan GEYLAN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Yüksek Lisans Tez Özü

SERMAYE HAREKETLERİ ile ARTAN MERKEZ BANKASI REZERVLERİNİN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ÜZERİNE ETKİLERİ

Nagihan ÖZLÜ

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 2010

Danışman: Yar.Doç.Dr.Nilgün Çağlarırnak Uslu

1980li yılların başından itibaren, artan finansal küreselleşme tüm dünya ekonomilerini etkilemiştir. Finansal serbestleşme ile artan sermaye akımları Merkez Bankalarının Yabancı Döviz Rezervlerini artış eğilimine sokmuştur. Güçlü rezervler, bir yandan finansal şoklara karşı önemli bir istikrar aracı olarak görülürken, bir yandan da bu rezervlerin reel fiziksel yatırımlara ayrılabilen kaynakları daralttığı düşünülmektedir.

Bu çalışmada; finansal küreselleşme olgusu olumlu ve olumsuz yönleriyle incelenmiştir. 2000li yılların başından itibaren, Dünyada ve Türkiye’de sermaye hareketlerinin seyri ve ekonomik konjonktürdeki etkileri analiz edilmiştir. 2002 yılı sonrasında TCMB rezervlerinde yaşanan artışın makroekonomik göstergeler üzerine olan etkileri, yabancı döviz rezervi, para arzı, GSYİH ve enflasyon zaman serileri kullanılarak VAR modeli ile tahmin edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Küreselleşme, Merkez Bankası Döviz Rezervi,
Finansal Kriz, VAR Modeli

Abstract

THE EFFECTS OF INCREASING CENTRAL BANK RESERVES with CAPITAL FLOWS ON MAKROECONOMIC INDICATOR

Nagihan ÖZLÜ

Department of Economics

Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, September 2010

Adviser: Ass.Prof. Nilgün Çağlarırnak USLU

Financial globalization, beginning from early years of 1980s, has affected all of the world economies. Increasing capital flows with financial liberalization, has put an upward trend on the Foreign Currency Reserves of Central Banks. Strong reserves are, in one sense, perceived as a stable tool against financial crisis, but in other sense, they are considered as narrowing down the resources that could limit the real physical investments.

In this paper, financial globalization is investigated in both positive and negative ways. Moreover, the progress of capital flows beginning from 2000s and their effects on economic conjuncture are analyzed. In this analysis, the impact of the increase in Central Bank reserves on macroeconomic indicators after the year 2002 is estimated with VAR model using foreign currency reserves, money supply, GDP and inflation time series.

Key words: Financial globalization, Foreign Reserve, Financial Crisis, VAR Model

Önsöz

Bu çalışmanın ortaya çıkmasında iktisadi ve teknik bilgisiyle bana desteğini esirgemeyen ablam Neslihan'a teşekkürü bir borç bilirim. Sevgili anneme, babama ve canım kardeşim Göksu'ya destekleri için sevgilerimi sunuyorum. İktisat Bilimini bana bir kez daha sevdiren değerli hocam Prof.Dr.Kemal Yıldırım'a şükranlarımı sunuyorum.

Özgeçmiş

Nagihan ÖZLÜ

İktisat Anabilim Dalı
Yüksek Lisans

Eğitim

Ls: 2003 Hacettepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü

Lise: 1999 Ankara Fen Lisesi

Kişisel Bilgiler

Doğum yeri/yılı:21.09.1981/Gümüşhane Cinsiyet : Bayan Yabancı dil: İngilizce

İçindekiler

	Sayfa
Jüri ve Enstitü Onayı.....	i
Öz.....	ii
Abstract.....	iii
Önsöz.....	iv
Özgeçmiş.....	v
Tablolar Listesi.....	vi
Grafikler Listesi.....	vii
Kısaltmalar Listesi.....	viii
Giriş.....	1

Birinci Bölüm

Küreselleşme

1. Küreselleşmenin Yakın Tarihi	3
2. Finansal Küreselleşmenin Avantajları ve Dezavantajları.....	6
2.1. Finansal küreselleşmenin avantajları.....	7
2.1.1. Finansal piyasaların serbestleşmesi ve gelişmesi	7
2.1.2. Uzmanlaşma ve rekabetin artması	8
2.1.3. Sermaye maliyetinin azalması	9
2.1.4. Tüketim ve Yatırım Kanalıyla Büyüme Üzerine Etkileri.....	9
2.1.5. Ödemeler Dengesi Üzerinde Sermaye Girişlerinin Etkisi	10
2.2. Finansal Küreselleşmenin Dezavantajları.....	11
2.2.1. Döviz Kuru Krizi.....	12
2.2.2. Yerli Finansal Piyasaların Kırılganlığının Artması	13
2.2.3. Makroekonomik Göstergelere Etkisi.....	13
2.2.4. Sermaye Akımlarının Ani Çıkışının Etkisi	14
2.2.5. Yabancı Döviz Rezervine Etkisi	15

İkinci Bölüm

2000li Yıllar Sonrası Ekonomik Görünüm

3. Sermaye Hareketleri Çerçevesinde Dünya Ekonomisine Genel Bakış.....	16
3.1. 1997-2001 Dönemi.....	16

3.2. 2002-2007 Dönemi.....	17
3.3. 2007 Sonrası Global Finansal Kriz.....	17
3.3.1. Global finansal krizin nedenleri	18
3.3.1.1. Riskin yanlış algılanması	18
3.3.1.1.1. Gevşek para politikası.....	18
3.3.1.1.2. Kriz öncesinde yaşanan büyük bir istikrar dönemi	19
3.3.1.1.3. Alan Greenspan faktörü.....	19
3.3.1.1.4. Yeni finansal yapı.....	21
3.4. Kriz Sonrası Dönemde Yaşanan Gelişmeler.....	22
4. Sermaye Hareketleri Çerçevesinde Türkiye Ekonomisine Genel Bakış	24
4.1. Kriz Dönemlerinde Türkiye’de Sermaye Girişinin Seyri.....	30
4.2. Sermaye Hareketlerinin Temel Bileşenleri.....	34
4.3. Sermaye Hareketleri ile Birlikte Uluslararası Rezerv Değişimleri.....	36
4.4. Merkez Bankası Bilançosu ve Yabancı Döviz Rezervi.....	40
4.5. Sterilizasyon Katsayısının Hesaplanması.....	44

Üçüncü Bölüm

Model

5. Ekonometrik Model.....	47
5.1. VAR Modeli.....	47
5.1.1. Granger nedensellik analizi	48
5.1.2. Eşbütünleşme analizi	48
5.1.3. Etki tepki fonksiyonları	49
5.2. Model.....	49
5.2.1. Veriler ve değişkenler	49
5.2.2. Durağanlık testi.....	50
5.2.3. Değişkenlerin sıralanması	53
5.2.4. Etki tepki fonksiyonlarının sonuçları	53
5.2.5. Varyans ayrıştırması	57
5.2.6. Granger nedensellik testi sonuçları	59
5.2.7. Eşbütünleşme testi sonuçları.....	60
6. Sonuç ve Değerlendirme	61
Kaynakça	63

Tablolar Listesi

Tablo 1. 1994-2001 Yılları Arası Kriz Tablosu.....	7
Tablo 2. Büyüme Oranları.....	17
Tablo 3. Türkiye Ekonomisinde Bazı Makroekonomik Göstergeler	25
Tablo 4. Gerçekleşen Enflasyon Oranları	30
Tablo 5. TCMB Rezervlerinin Alt Bileşenleri	38
Tablo 6. TCMB Bilançosu.....	42
Tablo 7. En Küçük Kareler Test Sonuçları.....	45
Tablo 8. ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	51
Tablo 9. Para Arzının Varyans Ayırıştırması.....	57
Tablo 10. GSYİH'nın Varyans Ayırıştırması.....	58
Tablo 11. Enflasyonun Varyans Ayırıştırması.....	58
Tablo 12. MB Yabancı Döviz Rezervinin Varyans Ayırıştırması.....	59
Tablo 13. Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	59
Tablo 14. Kısıtsız Eşbütünleşme Rankı Testi (iz istatistiği) Sonuçları.....	60
Tablo 15. Kısıtsız Eşbütünleşme Rankı Testi (Maksimum Özdeğer İstatistiği) Sonuçları.....	60

Grafikler Listesi

Grafik 1. Toplam Sermaye Akımlarının Gelişimi.....	6
Grafik 2. Dünyada Politika Faizleri	23
Grafik 3. Dünyada Büyüme Oranları	24
Grafik 4. Kriz Dönemlerinde Sermayenin Seyri	31
Grafik 5. TCMB Politika Faiz Oranı	32
Grafik 6. Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyon \$).....	34
Grafik 7. Portföy Yatırımlar (Milyon	35
Grafik 8. Net Hata Noksan (Milyon \$).....	36
Grafik 9. MB Rezervlerinin Alt-Bileşenleri	37
Grafik 10. Merkez Bankası Döviz Rezervleri.....	38
Grafik 11. Cari Açık (Milyon \$)	39
Grafik 12. Reel Döviz Kuru ve Yabancı Döviz Rezervlerinin Değişimi.....	40
Grafik 13 GSYİH Serisi –Mevsimsellikten Arındırılmış GSYİH Serisi.....	52
Grafik 14 Etki-Tepki Grafikleri.....	54

Kısaltmalar Listesi

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	: Federal Reserve Bank
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
M2Y	: M2+ Döviz Tevdiat Hesabı
NDV	: Net Dış Varlıklar
NİV	: Net İç Varlıklar
P	: Fiyat Endeksi
RM	: Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Giriş

Dünya ekonomisinde finansal bütünleşmenin sağlanması amacıyla bir çok adım atılmıştır. 1970 yılı sonrasında sermaye hareketlerinin fiat kağıt paraların nominal değişim hareketlerine bağlı olarak değişmesi, 1980 yılı sonrasında ortaya çıkan neoliberal politikalar, sermayenin spekülatif yatırımlardan elde ettiği karların yüksek olması sermaye akımlarının son yirmi yılda artarak devam etmesine neden olmuştur. Sermaye akımlarının artması, finansal piyasaların gelişmesini, rekabetin ve uzmanlaşmanın artmasını, tüketim ve yatırım kanalıyla büyümenin artmasını sağlayacaktır. Bunun yanında finansal küreselleşme dünyada finansal piyasaların kırılganlaşmasına ve döviz krizlerinin olmasına neden olmaktadır. Uluslararası likidite koşullarına ve risk algılarına bağlı olarak, borçlanma maliyetleri ve mevduat yapılarını değiştirerek kamu, reel, bankacılık ve hanehalkı için içsel kırılganlıkların oluşmasına neden olmaktadır. (Özmen,Yalçın, 2007: 2)

Finansal serbestleşme ile artan sermaye akımları Merkez Bankalarının Yabancı Döviz Rezervlerini artış eğilimine sokmuştur. Güçlü rezervler, bir yandan finansal şoklara karşılık önemli bir istikrar aracı olarak görülürken, bir yandan da reel fiziksel yatırımlara ayrılabilen kaynakları daralttığı düşünülmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı, küreselleşme ile birlikte artan sermaye akımlarının Merkez Bankası Yabancı Döviz Rezervleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. 2002 sonrası dönemde Merkez Bankası Yabancı Döviz Rezervlerinde üç kat artış yaşanmıştır. Bu artışın makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde küreselleşme olgusu ve tarihsel gelişimi, ikinci bölümde sermaye hareketlerinin olumlu ve olumsuz yönleri ele alınmıştır. Üçüncü ve dördüncü bölümlerde 2000

yıllı sonrasında dünyadaki ve Türkiye'deki ekonomik konjonktür sermaye hareketleri çerçevesinde ele alınmıştır. Beşinci bölümde Türkiye'de artan yabancı döviz rezervlerinin makroekonomik göstergeler üzerine etkileri incelenmiştir.

Birinci Bölüm

Küreselleşme

1. Küreselleşmenin Yakın Tarihi

1980li yılların başından itibaren neoliberal politikalar ile birlikte küreselleşme kavramı sıkça kullanılmaya başlanmıştır. Küreselleşme, dünya ekonomisini oluşturan sosyal ve iktisadi parçaların birbiriyle ve giderek tüm dünya ekonomisiyle eklemlenmesidir (Yeldan, 2007:2). Ekonomik alanda yaşanan küreselleşme ulusal ekonomilerin dünya ile bütünleşmesi anlamına gelmekte ve üretim, tüketim ve finansman piyasalarını kapsamaktadır. Yani, işgücünün, sermayenin, teknolojinin, mal piyasalarının uluslararası nitelik kazanması ve ülke pazarlarının birbirine açılmasıdır (Karluk, 2008:1). En basit şekliyle küreselleşme, yerli piyasaların yabancı mallara, yabancı yatırımlara ve yabancı sermayeye açılması şeklinde özetlenebilir.

Küreselleşme kavramının tarihsel gelişimi incelendiğinde; 18nci yüzyıl Sanayi Devrimini takiben 1870-1914 arasındaki dönem ilk olarak ele alınabilir. Bu ilk dönemin temel özelliği, para piyasalarında ve ticaret ilişkilerinde altın standardını kullanmalarıdır. Altın standardı sisteminde ülkelerin para arzı, altın rezervlerine bağlanmıştır. Ülkelerin para birimleri arasındaki değişim oranları altına göre saptanmıştır ve değiştirilmemektedir. Altın standardının geçerli olduğu dönem itibarıyla her ülkenin para birimi altına dönüştürülmekte ve para arzı sıkı bir şekilde altın rezervlerine bağlanmıştır. Ancak daha sonra altın arzının gittikçe

kıtlaşması 1914 sonrasında ülkelerin altın standardı sistemini terk etmesine neden olmuştur.¹ Bu sistem ile orta vadede para arzı ekonomik aktivitelerden bağımsız olarak belirlenmektedir. Altın rezervlerinde meydana gelen değişimler, ülke fiyatlar genel seviyesini değiştirmekte idi. Fiyatlar genel düzeyi bu dönemde son derece esnektir. Uluslararası ticarete altına dayalı olarak yapılmaktaydı.

20. yüzyılda yaşanan iki dünya savaşı finansal küreselleşmenin gelişimini olumsuz etkilemiştir. Özellikle de Birinci Dünya Savaşı sonrasında A.B.D.'de ortaya çıkan Büyük Bunalım, ülkeyi ciddi bir resesyona sokmuş, borsa çökmüş ve oluşan belirsizlik ortamı bütün dünyaya yayılmıştır. Bu durum, uluslararası ticaretin ve aynı zamanda sermaye akımlarının da gerilemesine neden olmuştur. Bu gerileme dönemlerinin ardından İkinci Dünya Savaşından sonra finansal bütünleşmeyi sağlamak için birçok adım atılmıştır. Bunların en önemlisi yeni bir finansal sistem kurmak ve global parasal birliği oluşturmak amacıyla kurulan International Monetary Fund (IMF)'dir. Buna ek olarak Bretton-Woods rejimine geçiş yapılmıştır. Bu rejimde, özellikle kısa dönemli dalgalanmalara karşı sabit kurların korunabilmesini sağlayacak kurallar oluşturulmuştur. ABD dışındaki ülkeler kendi paralarını dolara karşı sabitlemiş, dolar ise altına bağlanmış ve 1 ons altın 35 \$ olarak belirlenmiştir.

Artan dünya ticareti ve azalan altın rezervleri karşısında 1 ons altının değerinin değişmemesi ve ABD bilançosundaki açıklar nedeniyle devalüasyon beklentisinin oluşması 1971 yılına gelindiğinde sistemin çökmesine neden olmuştur. Bretton-Woods sistemini, daha esnek döviz kuru rejiminin ve daha liberal sermaye

¹ İngiltere, standardı terk eden ilk ülke olmuştur.

hareketlerin ortaya çıktığı bir dönem takip etmiştir. Altın standardı ve Bretton-Woods rejiminde sermaye hareketlerinin reel bir mal ile düzenlenmesi söz konusu iken, 1970 sonrası dönem, fiat kağıt paraların nominal değişim hareketlerine bağlı olarak değişmesidir. Bunun anlamı, ulusal paraların değişim değerlerinin altın ve benzer reel varlıklara bağlı olmaması, nominal birer büyüklük olmasıdır. Ulusal paraların değişim oranlarındaki belirsizlik, finansal sistemin risklerini ve spekülatif kazançları artırmaktadır (Yeldan, 2007:3-4).

Sabit döviz kuru sisteminin terk edilmesi ve finansal piyasaların serbestleştirilerek sermaye getiri sağlayacak yeni finansal araçların geliştirilmesi ile yeni bir küreselleşme dalgasına girilmiş olmaktadır. Bu yeni döneme yön veren dinamikleri aşağıdaki başlıklar halinde özetleyebiliriz (Yeldan, 2007:4):

- 1) *Kapitalizmin altın çağı boyunca süren yüksek birikim temposunun yarattığı aşırı üretime dayalı kriz,*
- 2) *Sermayeleme çelişkisine damgasını vuran Fordist endüstriyel ilişkilerin beslediği kar sıkışması,*
- 3) *Uluslararası rekabetin yoğunlaşması,*
- 4) *Finansal sistemin serbestleşmesi sonucu yükselen finansal sermaye ve spekülatif birikim tercihlerinin sanayi yatırımlarının önüne geçmesi.*

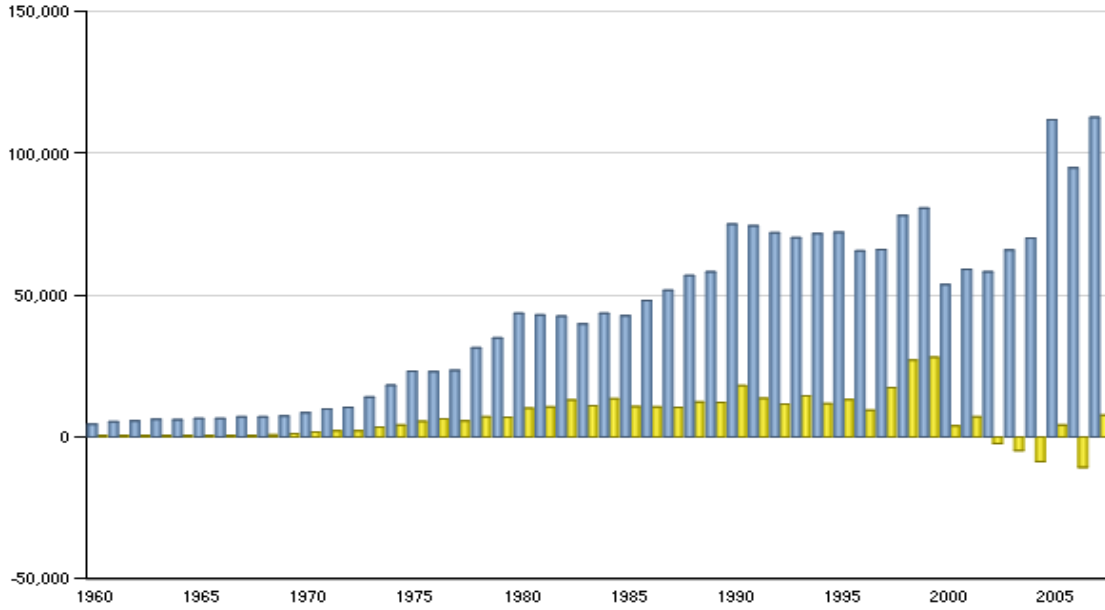
Bu dönem içinde yaşanan teknolojik gelişmeler, bilgi akışının hızlanmasına ve yeni finansal araçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu yapı içerisinde geline nokta, gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarında yaşanan düşüş, sermayenin ulusal sınırlar içerisinde çıkarak uluslararası alana çıkmasına neden olmuştur. Böylece dünya büyük bir mal ve varlık piyasası haline gelmiştir. Bu piyasa içerisinde sermaye çok küçük getiri farklarını bile kullanarak kazanç elde etmeyi amaçlamaktadır. Ulusal faiz ve döviz kurları, ülkelerin reel ekonomisinden

bağımsız olarak, sermaye akımlarının ezici etkisi altında şekillenmeye başlamıştır.

2. Finansal Küreselleşmenin Avantajları ve Dezavantajları

Grafik-1’de görüldüğü gibi, Bretton-Woods sisteminin çökmesi ve 1980 sonrasında tüm dünyada Neoliberal politikaların hakim olması sonucunda; özellikle son on yıllık dönemde finansal hareketlerin arttığı görülmektedir. Bu duruma literatürde ilgi duyulmuş ve bu konu bir çok kez tartışılmıştır. Sermaye hareketlerinin arttığı yıllarda, krizlerin başlaması bu ilgiyi daha da artırmaktadır. 1994-2001 yılları arasında yaşanan krizler Tablo-1’de gösterilmektedir. Küreselleşme üzerine olan görüşler farklılık göstermektedir. Bir grup, küreselleşmeyi krizlere neden olmakla suçlarken, diğer bir grup ise küreselleşmeyi yararlı olarak görmektedir.

Grafik-1 Toplam Sermaye Akımının Gelişimi



- Toplam Sermaye Akımları
- Toplam Diğer Sermaye Akımları

Kaynak: UNCTAD Handbook of Statistics

Tablo-1 1994-2001 arası kriz tablosu

Kriz Yılı	Ülke
1994	Türkiye, Meksika
1997	Asya Kaplanları
1998	Rusya
2001	Arjantin, Türkiye

2.1. Finansal Küreselleşmenin Avantajları

Ekonominin en büyük sorunu olan kaynakların kıt olması durumu, küreselleşmenin beraberinde getirdiği serbest piyasalar ve ekonomilerin belirli konularda uzmanlaşmasıyla toplumun her kesiminin bu kaynaklara erişimini kolaylaştırması sayesinde bir sorun olmaktan çıkma eğilimindedir. Bunun yanı sıra firmaların rekabetinin artması, finansal sektörde yatırım araçlarının çoğalması ve çeşitlenmesi ile daha fazla kredi seçeneğinin ve esnek faiz oranlarının ortaya çıkması küreselleşmenin faydaları arasında sıralanabilir. Bu başlıklar aşağıda detaylı olarak incelenmiştir.

2.1.1. Finansal piyasaların serbestleşmesi ve gelişmesi

Yerli tasarrufların yetersizliği ve zayıf finansal piyasaların varlığı ekonomik büyümenin önündeki engellerden biri olarak görülmektedir. Sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ile birlikte uluslararası sermayenin yurt içine girmesi sağlanmaktadır. Yabancı sermayenin yerel banka sistemini satın alması vb. yollarla uluslararası sermaye ülke içerisine girmektedir. Bu sayede hem bankaların uluslararası sermayeye erişimi sağlanmakta hem de finansal fonlara ulaşılabilirliği

artmaktadır. (Eryar, 2009:11) İkinci faydası, bankacılık sisteminde düzenleme ve denetleme kurumlarının gelişmesine yol açmasıdır. Finansal piyasaların gelişmesi ile orta düzeyde yaşanan krizlerin şiddetinin azalması sağlanmaktadır. Bunun nedeni ülke içinde yaşanacak bir krizde, mevduat sahiplerinin yatırımlarını ülke dışına çıkarmak yerine yabancı bankalara yönlendirmesi ile sermaye akımlarının oynaklığını azaltacak olması ve yaşanacak krizde ülkenin ihtiyacı olan kaynağın uluslararası bankalar aracılığıyla finansal alana sokulmasıdır.

Bankacılık sisteminin asıl amacı, tasarruf sahiplerinin fonları ile yatırımcıların kaynak ihtiyacının karşılanmasıdır. Uluslararası sermayenin ülke içine girmesi finansal piyasaların derinleşmesini sağlayarak, tasarruf sahiplerinin daha yüksek getiri elde etmesini, yatırımcıların borçlanma maliyetinin azalmasını sağlamaktadır. Borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki fark azalmakta, sektörün monopolist karı düşmüş olmaktadır.

2.1.2. Uzmanlaşma ve rekabetin artması

Ülke içine giren sermaye yalnızca parasal olarak değil, aynı zamanda yönetsel deneyim, teknolojik gelişme ve bilgi girişi olarak da fayda sağlamaktadır. Böylece toplam verimlilikte bir artış olacağı ileri sürülmektedir. Sağlanan beşeri sermaye girişi uluslararası firmaların uzmanlaşmasını kolaylaştıracaktır. Doğrudan sermaye girişi bu faydanın sağlanmasında en önemli paya sahiptir. Ülke içine giren uluslararası firmalar yeni iş alanları yaratarak, Gayri Safi Milli Hasıla'nın (GSMH) artmasını sağlayacaktır.

Sadece sermaye hareketlerinin serbestleşmesi değil aynı zamanda, dış ticarete yaşanan serbestleşme, hem uluslararası firmaların hem de yerli firmaların, dünya

piyasalarına yönelik üretim yapmasına olanak sağlamakta ve rekabeti artırıcı etkisi gözlenmektedir.

2.1.3. Sermaye maliyetinin azalması

Finansal küreselleşme ile birlikte risk, uluslar arasında paylaşılacaktır. Uluslararası sermaye, ülke seçiminde en yüksek getiriye ve en az risk düzeyini arayacaktır. Sermaye girişi, ulusal borsada bir likidite fazlası ortaya çıkararak risk düzeyini azaltacaktır ve sermaye maliyetinin azalmasını sağlayacaktır. Sermayenin maliyetinin azalması, firmanın yatırımını ve üretimini artırarak, toplam çıktıyı artıracaktır.

2.1.4. Tüketim ve yatırım kanalıyla büyüme üzerine etkileri

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, ülke gelirini, hane halkı ve firmaların tüketim ve yatırım düzeyleri üzerinden etkileyecektir. Borçlanma olanaklarına ulaşmak tüm ekonomik ajanlar için önemlidir. Hane halkı borçlanma imkanlarının gelişmesi ile tüketim harcamalarını artıracaktır, firmalar ise borçlanma imkanlarının gelişmesi ile yatırım harcamalarını artıracaklardır.

Bu durumu makroekonominin temel özdeşliği üzerinden gösterecek olursak;

$$C + I + G + NX = Y \quad (1)$$

Eşitlik 1’de (C) Tüketim Harcamalarını, (I) Yatırım Harcamalarını, (G) Kamu Kesimi Harcamalarını, (NX) Ticaret Dengesini, Y ise reel gelir düzeyini temsil etmektedir. C ve I’de yaşanan artışlar, gelir düzeyini artıracaktır. Bunun yanı sıra ülkede yaşanacak bir genişleme döneminde, ekonomik ajanlar dışarıya borç vererek, daralma dönemlerinde ise dışarıdan borçlanarak tüketim düzeyinin dalgalanmasını engellemektedir. Böylece konjonktür hareketleri önlenmiş olacaktır.

2.1.5. Ödemeler dengesi üzerinde sermaye girişlerinin etkisi

Finansal serbestleşmenin ödemeler bilançosu üzerinde de etkilerini görmek mümkündür. Ödemeler bilançosunda yer alan Cari İşlemler Hesabı ile Sermaye Hesabı arasında kapalı bir ilişki mevcuttur. Cari İşlemler Hesabı (CA), mal ve hizmet ticaretinin gösterildiği Sermaye Hesabı (KA) ise, sermaye hareketlerinin muhasebeleştiği kalemi oluşturmaktadır. Net Hata ve Noksanları hariç tutarsak, bu iki hesabın toplamının sıfır olması gerekmektedir. İlgili formül Eşitlik-2’de görülmektedir.

$$CA + KA = 0 \quad (2)$$

Ülke, yurt dışına sattığı mal ve hizmetten daha fazlasını yurt dışından alıyorsa, cari işlemler hesabı açık verecektir. Bu açık, sermaye hesabındaki fazla ile karşılanacaktır. Sermaye ve Finans Hesabı ise; Doğrudan Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Diğer Yatırımlar (Krediler) ve Rezerv Varlıklar hesaplarından oluşmaktadır.

Cari Açık, Net Sermaye Girişi (NKI) ya da Rezerv Azalışı (ΔR) ile finansa edilmelidir. Ekonomik denklikler ile açıklayacak olursak,

$$CA = NKI - \Delta R \quad (3)$$

Bir ülkede Cari Açığın varlığı; ülkenin gelirinden daha fazla yatırım ve tüketim yaptığını göstermektedir.

$$CA = I - C - GNP \quad (4)$$

İki denklemi biraraya getirirsek,

$$NKI= I+C-GNP+\Delta R \quad (5)$$

Geliri tasarruf ve tüketim ile birlikte ifade edersek,

$$NKI= I-S+\Delta R \quad (6)$$

Eşitlik-6 sağlanmış olur. Bu eşitlikle, net sermaye girişinin, yatırım finansmanında ya da rezerv para artışında kullandığı gösterilmektedir. 2000’li yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları yabancı döviz rezervi birikimlerinin en önemli kaynağı olmuştur.

Çin Halk Cumhuriyetinde son on yılda yaşanan sermaye girişleriyle, döviz rezervleri 2002 – 2007 yılları arasında yaklaşık on kat artış göstermiştir (Glick-Hutchison, 2009:207-208). Türkiye’de döviz rezervleri anılan dönemde yaklaşık üç kat artış göstermiştir. Türkiye’de sermaye hesabı aynı zamanda cari açığın finansmanında da kullanılmaktadır.

2.2. Finansal Küreselleşmenin Dezavantajları

Finansal küreselleşmenin ülke ekonomisine sağladığı faydaları ileri sürenlerin yanında, serbestleşmenin ülke ekonomi açısından birçok maliyetlere neden olduğu savını öne sürenler de bulunmaktadır. Finansal serbestleşmenin oluşmasından sonra ülkelerin kısa vadeli spekülative sermaye ile karşı karşıya kalarak finansal istikrarsızlığa ve krizlere sürüklediği düşünülmektedir.

2.2.1. D v z kuru krizi

Finansal serbestleşme ile birlikte ortaya çıkan krizlerin önemli bir kısmı d v z kuru krizi şeklinde ortaya çıkmaktadır. D v z kuru krizlerinin ortaya çıkmasının nedeni; borçlanma olanaklarının artması sonucu kamu kesimi ve özel kesimin borç yükünün ve bilançolarında açık pozisyonlarının artmasıdır. Yatırımcılar, başta kur riski olmak üzere karşılaşabilecekleri riskler karşısında yüksek faiz oranları almak istemektedirler. D v z kuru ile beklenen d v z kuru arasındaki fark açıldıkça yatırımcının üstlendiği risk primi de artacak ve sermayenin geri dönüşü başlayacak, d v z talebi artacaktır. Kamu kesiminin borçlanma senetlerine olan talebi azalacak, ülke borçlarının çevrilebilmesi için faiz oranları yükselecektir. Faiz oranlarındaki artış sonsuza kadar olamayacağından, sonuç genellikle ülke parasının ciddi bir devalüasyon geçirmesi olacaktır. 2001 yılında Türkiye’de yaşanan kriz buna bir örnektir. Aynı yılda Arjantin’de yaşanan krizde, h k met devalüasyonu geciktirmiş ve borçlanma gereksinimini ihraç edilen senetlerin ticari bankalar tarafından satın alınmasını zorlayarak sağlamaya çalışmıştır. H k met bankacılık rezervlerini kullanmıştır. Ancak bu durum krizin tüm bankacılık s kt r n  etkilemesine ve finansal sistemin çökmesine neden olmuştur.

D v z kuru krizlerinin diğer nedeni ise, sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde kurun değerlenmesidir. Aşırı değerlenmiş d v z kuru, reel ekonomi açısından sorun teşkil edecektir. İhracat rakamları gerilerken, ithalat rakamlarını ve tüketimi artıracak ve cari açığın giderek büyümesine neden olacaktır. Değerlenmiş d v z kuru, ülkede yaşanacak bir istikrarsızlık ortamında, sermaye girişlerinin tersine dönmesine ve yurt içi d v z talebinin artmasına neden olacaktır. Bu durumda yerli paranın değeri hızla düşecek ve ülke d v z krizi içerisine girecektir.

2.2.2. Yerli finansal piyasaların kırılganlığının artması

Finansal serbestleşmenin ülke politikası olarak seçilmesinden sonra ülkelerin gerekli düzenlemeleri yapmadan piyasalarını dünya piyasaları ile bütünleştirmesi sorunları da beraberinde getirmektedir (Banyte-Raistye, 2009:13-14). bütünleşmesinin başlamasıyla, piyasaların derinleşeceği ve gelişeceği düşünülse de; finansal serbestleşmeye geçen ülkelerde düşüldüğünün aksine, kamu kesiminin hâkimiyeti devam etmektedir. Kamunun özellikle de Hazinesin borçlanma senetlerinin payı oldukça yüksek düzeylerini korumaktadır. Bankacılık sistemi bu kâğıtların önemli alıcıları arasında yer almaktadır. Finansal araçlarda çeşitlenme ve derinleşme sağlanamamaktadır. Bankacılık kesimi kaynak tahsisi görevinden uzaklaşarak, yüksek arbitraj karı elde eden, döviz kuru riskleri taşıyan kırılgan bir hal almaktadır. Yüksek faiz oranına sahip Devlet Borçlanma Senetleri finans sektörüne egemen olarak, reel sektörün tasarruflardan yeterince pay almasını engellemektedir. Borçlanmanın devamı için ekonomik göstergelerin aksine reel faiz oranları yüksek, yerli para ise aşırı değerli tutulmaktadır.

2.2.3. Makroekonomik göstergelere etkisi

Sermaye akımlarının makroekonomik göstergeler üzerindeki olumsuz etkileri arasında;

- Toplam talepte aşırı genişleme,
- Hızlı parasal genişleme,
- Enflasyonist baskı,
- Reel döviz kurunda değerlenme,
- İthalatın artması ve büyümenin ithalata bağımlı hale gelmesi,

- İthalat önderliğinde büyüme,
- Cari açığın artması,
- Yaşanabilecek krizler karşısında önlem alabilmek adına MB'larının rezerv biriktirmesi ve kaynakların bu şekilde atıl olarak tutulması sayılmaktadır.

2.2.4. Sermaye akımlarının ani çıkışının etkisi

Sisteme giren sermaye akımı dışsal bir faktör olarak, çoğaltan etkisiyle iç talebin genişlemesine neden olmaktadır. Bu durumun kalıcı olması için sermaye akımlarının artarak devam etmesi gerekmektedir (Boratav, 2010:5-6). Sermaye akımlarının net çıkış olmadan sadece azalması bile, ekonomiyi durgunlaşma/gerileme doğrultusunda bir şoka uğratacaktır. Sermaye akımları, yurt içi politikalarına olan güven, ülke ekonomisine ait genel ekonomik göstergeler, dünya faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak hareket etmektedir. Sermaye çıkışlarıyla oluşan krizler (Bkz. Tablo-1) sonunda Milli Gelirde ciddi düşüşler yaşanmıştır.

Sermayenin çıkışı ülkeye giren sermayenin niteliğine de bağlıdır. Doğrudan yabancı yatırımların daha güvenli ve uzun vadeli olması bu yatırımların ani çıkışlarını azaltmaktadır. Portföy yatırımlarının ise daha kısa vadeli ve sürü psikolojisine açık olması nedeniyle daha istikrarsız ve ekonomik kırılganlığı artıracak niteliktedir. Aynı zamanda Doğrudan Yabancı Yatırımlar haricindeki yatırımlarda döviz ve vade uyumsuzluğu ekonomik kırılganlığı artırmaktadır (Babaoğlu, 2005:18-25).

2.2.5. Yabancı döviz rezervine etkisi

Sermaye akımlarının kontrol altında tutulduğu ekonomilerde, yapılan ithalat ve ihracat tutarları arasındaki ödeme farklarını ve cari hesaplarda ortaya çıkacak eşitsizliği dengelemek için rezerv tutulmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yabancı döviz rezervlerinin tutulma amacını değiştirmiştir.

Kısa dönem dış borçların çevrilebilirliği, kısa vadeli portföy yükümlülüklerinin çıkış riski açısından yabancı döviz rezervlerinin yeterli seviyede tutulması gerekliliği savunulmaktadır. Bu gereklilik ülkeleri artan oranda rezerv biriktirme sürecine sokmuştur. Ülkeye girişiyle fayda sağlanması beklenen sermaye akımlarının bir kısmı, rezerv birikimine ayrılarak, reel fiziksel yatırımlara ayrılacak kaynaklar daraltılmış olmaktadır.

İkinci Bölüm

2000li Yıllar Sonrası Ekonomik Görünüm

3. Sermaye Hareketleri Çerçevesinde Dünya Ekonomisine Genel Bakış

Dünya ekonomisi 1980 yılı başından itibaren neoliberal sistemin² etkisine girmiştir. Bu tarihten itibaren dünya ekonomisi kabaca onar yıllık üç dönemden geçmiştir (Boratav, 2009:1). Bu dönemlerin sonuncusu yaklaşık olarak 1997-2007 yıllarına rastlamaktadır.

3.1. 1997-2001 Dönemi

Gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ekonomilere dönük olan sermaye hareketleri ve dünya ekonomilerinin büyüme hızları dikkate alındığında, 1998-2001 arası dünya genelinde bir durgunluk sürecinin yaşandığı yıllar olmuştur (Boratav, 2009:1). Meksika, Asya ve Rusya krizleri mali piyasalarda hızlı dalgalanmalar yaratmış ve çoğu ülkede finansal krizlere yol açmıştır. Söz konusu ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde ani bir durma ve geri dönüş başlatmıştır. Gelişmekte olan ekonomilerde yaşanan krizlerin yanı sıra, 2000 yılı içinde ABD’de uygulanan sıkı para politikası, yükselen petrol fiyatları, bilgisayar, yazılım ve telekomünikasyon fiyatlarındaki hızlı düşüş (teknoloji krizi) ekonomide daralmayı beraberinde getirmiş ve Amerika’daki büyüme oranını yüzde 1’e kadar düşürmüştür. Bu konjonktürel durum 11 Eylül saldırıları ile daha da derinleşmiş ve dünya büyüme oranı 1998-2001 yılları arasında yüzde 3.2 olarak gerçekleşmiştir.

²

Neoliberal politikalar; 1979 yılında, Dünyada Thatcher and Reagan, Türkiye’de de Özal dönemiyle başlamaktadır.

3.2. 2002-2007 Dönemi

Dünya genelinde durgunluğun yaşandığı 1997-2001 döneminde başta petrol ürünleri olmak üzere temel mal fiyatlarında düşüş gözlenmiş ve Merkez Bankaları durgunluktan çıkış için gevşek para politikalarını uygulamaya almışlardır. 2002 yılından itibaren dünya ekonomisinde tekrar canlanma başlamıştır.

Neoliberal politikaların gittikçe derinleşmesi ve uluslararası dönemde gözlenen artış sonucunda finansal piyasalarda hızlı bir gelişme meydana gelmiştir. Gelişmiş ekonomilerde uygulanan gevşek para politikaları sonucu, faiz oranları düşük seviyelerde tutulmuştur. Bu durum likidite fazlasına neden olmuş ve gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye hareketlerini ve uluslararası ticaret hacmini artırmıştır. 2002-2007 yılları arası dünya büyüme oranı yüzde 4.3 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo-2 Büyüme Oranları

Büyüme Hızı	1989-1997	1998-2007	1998-2001	2002-2007
Dünya	3	3.9	3.2	4.3
16 gelişmekte olan ülke	5.3	4.3	2.6	5.7
Türkiye	4.3	3.6	-1.3	7.2

Kaynak: Boratav, 2009:2 Bir Çevrimin Yükseliş Aşamasında Türkiye Ekonomisi

3.3. 2007 Sonrası Global Finansal Kriz

2007 yılı Ağustos ayında ABD emlak piyasasındaki “sub-prime mortgage” kredilerinin tetiklemesiyle başlayan global finansal kriz, 2008 yılı ikinci çeyreğinde

başta ABD olmak üzere büyük mali kuruluşların iflas etmesi sonucunda gittikçe derinleşmiş ve tüm dünyaya yayılmıştır. Aşağıdaki bölümde krizin temel nedenleri üzerinde durulmuştur³.

3.3.1. Global finansal krizin nedenleri

3.3.1.1. Riskin yanlış algılanması

Krizin nedenleri incelendiğinde birçok açıdan önceden öngörülmüş olduğu anlaşılmaktadır. BIS ve IMF gibi kuruluşlar 2007 ortasından itibaren riskin ciddi seviyede düşük algılandığını ifade etmişlerdir. Bu durum, tarihin en düşük risk seviyeleri ve kırılganlık ile kendini göstermiştir. Çok düşük faiz oranları eşliğinde yüksek getiri kazanmayı amaçlayan kuruluşların kaldıraç etkisi yüksekti. Bu amacı gerçekleştirmek için yüksek riskli ürünlere yönelmişlerdir. Ağustos 2007 öncesi krizin başlarında, bu ürünlere yönelik düşük riskli algıların oluştuğu anlaşılmaya başlamıştır. Bu durumun ortaya çıkmasının nedenlerine aşağıda verilmiştir:

3.3.1.1.1. Gevşek Para Politikası

Teknoloji balonunun patlaması⁴ ile birlikte, krizden çıkış politikası olarak gevşek para politikası araçlarını kullanan FED, nominal ve reel faiz oranlarını oldukça düşük seviyelerde tutmuştur.

FED'in bu genişletici politikayı izlemesinin nedeni; teknoloji balonu sonrasında ABD'de deflasyonist açık olacağı yönündeki kaygıların artmış olmasıdır. Bu durgunluk kaygıları bütün dünyada tasarrufların artmasını tetiklemiştir. (Bernanke, 2005:) . Deflasyon korkusu, tasarruf bolluğu ve nominal faiz oranın

³

Bu bölümde C.A.E.Goodhart'ın 'The Background to the 2007 Financial Crisis' isimli makalesinden faydalanılmıştır.

⁴

Yüksek seyreden bilgisayar, yazılım ve telekomünikasyon fiyatlarındaki hızlı düşüş ile birlikte Amerika'da başlayan resesyon.

düşük seviyelerde olduğu bu dönemde para balansları yüksek düzeylerde seyretmiştir. Bu dönemde Türkiye yoğun miktarda sermaye girişi sağlamıştır.

3.3.1.1.2. Kriz öncesinde yaşanan büyük bir istikrar dönemi

Dünyada, parasal genişleme ve düşük faiz oranı süreci mal ve hizmetlerin fiyatlarında bir artışa yol açmamış aksine enflasyon riskinin olmadığı istikrarlı bir ortamının oluşmasını sağlamıştır. Japonya hariç gelişmiş ülkelerde neoliberal sistemin altın çağı yaşanmaktaydı. Parasal otoritelerin düşük enflasyon hedefleri tutturulmuştur. Enflasyonun düşük seviyesi çıktının kırılganlığı pahasına yaşanan bir durum değil üretim artışı ile birlikte ortaya çıkmaktaydı. Dünya çapında özellikle Asya'da güçlü bir büyüme ortaya çıkmıştı (Bu dönem Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ve büyümenin yüksek olduğu bir dönemdir). 2000li yıllarda krizlerin azaldığı ve makro ekonomik istikrarın sağlandığı yönünde iktisat yazınında söylemler ortaya konulmuştur. Sağlanan bu makro istikrar, yatırımların ve finansal pozisyonların daha az riske maruz kalmasına neden olmuştur.

3.3.1.1.3. Alan Greenspan Faktörü

1929 bunalımından sonra dünyada Keynesyen politikalar egemen olmaya başlamıştır. Kamu müdahaleleri ve düzenlemeleri ortaya çıkmıştır. 1980li yıllar sonrasında ise yeni klasik politikalarla liberalizasyon politikaları Keynesyen politikaların yerini almaya başlamıştır. Serbest piyasanın dengeli ve istikrarlı bir ekonomi yaratacağı ve her türlü devlet müdahalesinin kaynak israfına yol açacağını öngören teoriler geçerlilik kazanmıştır. Devlet, finansal sistemin işleyişi

içinde sadece kuralların şeffaf ve güvenilir bir biçimde belirlenmesini ve sistemin kendi kendini denetlemesini sağlamaktadır (Yeldan, 2009:). Ancak neoliberal politikaların uygulandığı dönemlerde ortaya çıkan krizlerin üstesinden gelebilmek için yine devlet müdahaleleri ön plana çıkmaktadır. Bu durum “müdahale - kriz – müdahale” sarmalını ortaya çıkararak finansal piyasaların karmaşıklaşmasına neden olmaktadır (Crotty 2009:564).

ABD’nin finansal piyasalarına baktığımızda; finansal bir türbülansın ortaya çıktığı dönemlerde (1997 Asya krizi, 2001 teknoloji balonunun patlaması vb.), Alan Greenspan yönetimindeki FED’in finansal durgunlaşmanın yaşanmaması için önlem aldığını görmekteyiz. Greenspan’ın piyasaların riskli durumunu göz ardı edip faiz oranlarına müdahale ederek, faizleri olması gerekenden daha da düşürmesi, finansal yatırım araçlarının değerlerinin yüksek kalmasına ve bu şekilde işlem görmesine neden olmuştur. Piyasadaki bu koruyucu mekanizmanın varlığı, risk düzeyinin daha düşük algılanmasını sağlamaktadır.

Greenspan ise böyle bir olgunun varlığını reddederek (Konh, 2007) faiz oranlarının düşürülmesinde piyasaların korunması amacı güdülmeyeceği ve kriz dönemlerinde piyasaların çok hızlı bir şekilde etkilendiğini ifade etmektedir. Piyasalarda istikrar hakim olduğunda faiz oranlarının uyum sürecinin yavaş işlediğini ancak kriz zamanında faiz oranlarının çok daha hızlı bir şekilde arttığını, bu nedenle 2001-2005 döneminde yapılan faiz indirimleriyle faiz oranlarının olması gereken düzeyde tutulduğunu söylemektedir.

3.3.1.1.4. Yeni finansal yapı

Finansal piyasalar oldukça yenilikçidir. Son on yılda menkul kıymetleştirmede büyük genişlemeler yaşanmış, türev ürünlerin kullanımı artmıştır. Özellikle ABD’de ve daha sonrasında gelişmiş piyasalara sahip ülkelerde bu yaygınlaşma yeni banka stratejilerini doğurmuştur. Bu mekanizmanın işleyişi aşağıdaki şekilde olmuştur:

- Bankalar mortgage kredileri dağıtıyor,
- Kredi gelirlerini bir havuzda topluyor,
- Daha sonra bunları menkul kıymetleştiriyor,
- Krediler yeni bir türev ürününe bürünüyor ve bankaların bilânçolarından çıkıyor,
- Bankaların sahip olduğu yan kuruluşlar bu menkul kıymetleri satın alıyor,
- Yakın ilişkilerde bulundukları bu yan kuruluşlar için bir nevi arbitraj ortaya çıkıyor. Basel-1’e göre bu yan kuruluşlara sermaye koyma yükümlülüğü bulunmuyor.
- Dolayısı ile yan kuruluşlar borçlarını ticari kağıtlarla finanse edebiliyor. Finansal kağıtlar genellikle uzun vadeli olmakla birlikte bu kuruluşların kağıtlarının 1-3 ay vadeli olması, yüksek fon riskini beraberinde getiriyor. Bu riskten kurtulmak için ana bankalar ile dinamik ayarlamalara gidiliyor.
- Ticari kağıtları çevirmek mümkün olmayınca sponsor bankalardan fon transfer ediliyor.
- Krediyi veren bankalar kredinin dönüşü ve kredi veren kişinin risk durumu ile ilgilenmiyor. Aslında bu, kredi derecelendirme kuruluşlarının ilgilenmesi gereken bir konu iken kredi alan ajanların bu havuzu kontrol etmeleri mümkün değildir.

- Kredi Derecelendirme Kuruluşları, temel olarak belli bir rating vererek varlıkların risklerini belirlemektedir.
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar önem kazanmakla birlikte kriz sonrasında bu kuruluşların vermiş olduğu notların bu hususları dikkate almadığı da krizle birlikte ortaya çıkmıştır.
- Bunun yanı sıra kuruluşların değerlendirmeleri ile ilgili yanlış algılamalar da oluşmaktadır. Borç verenler kuruluşların, piyasa ve likidite riskini de derecelendirdiğini düşünüyor.

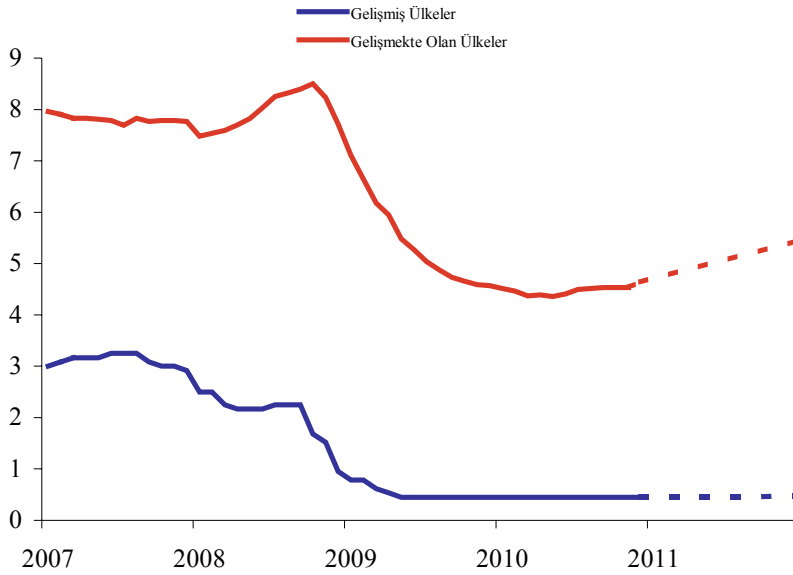
Finansal ürünlerin fiyatları 'sermaye piyasalarında' getiri ve risk oranlarına göre belirlenmektedir. Ancak yukarıda belirttiğimiz gibi yeni çıkarılan türev ürünlerin risk algılamasındaki düşüklük fiyat balonunun oluşmasına neden olmuştur.

3.4. Kriz Sonrası Dönemde Yaşanan Gelişmeler

2008 yılının ikinci çeyreğiyle birlikte küresel kriz tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Krizden çıkış stratejisi olarak gelişmiş ülkeler likitide desteğini artıracak parasal politikalar ile talebi canlandıracak mali paketler açıklamışlardı. Gelişmiş ülke Merkez Bankaları piyasalara sağladıkları likiditeyle birlikte politika faizlerinde indirimlere gitmişlerdir (Grafik-2).

Grafikteki gelişmiş ülkeler; ABD, Avrupa Birliği, Japonya, gelişmekte olan ülkeler; Çin, Hindistan, Brezilya, Kore, Meksika, Rusya, Türkiye, Polonya, Endonezya, G.Afrika, Tayland, Malezya, İsrail, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Kolombiya, Filipinler'dir. Grafikte de görüldüğü gibi faiz oranı 1 puanın altına düşmüştür.

Grafik-2 Dünyada Politika Faizleri*



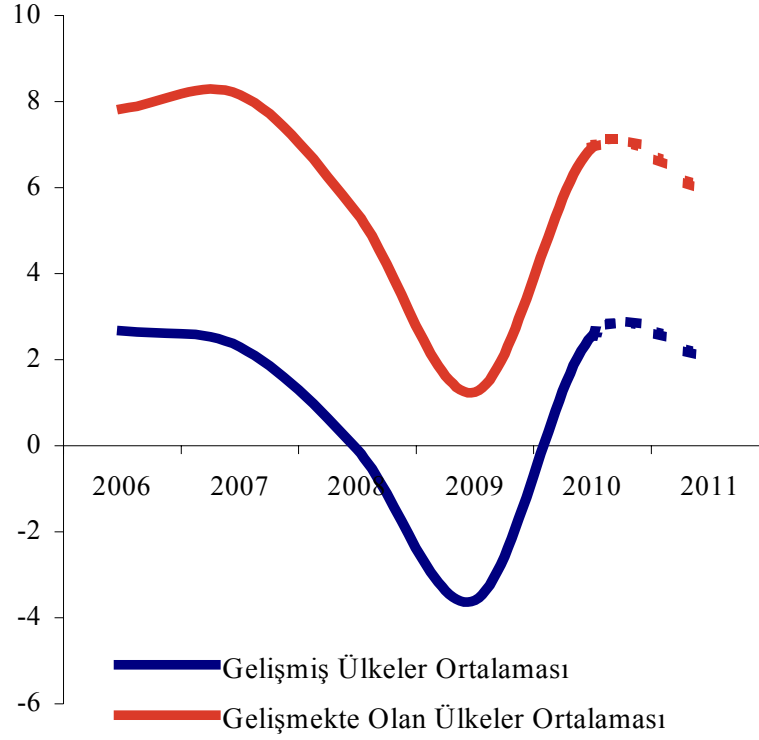
Kaynak: Bloomberg, TCMB, Consensus Forecasts.

*Merkez Bankalarının Politika Faiz Oranları

Gelişmekte olan ülkelere ise krizin etkisi daha gecikmeli olarak ortaya çıkmış, politika faizleri gelişmiş ülkelere göre daha geç düşürülmeye başlamıştır. Bunun nedeni krizin gelişmekte olan piyasalarda etkisini geç göstermesi, bu süreçte artan likidite nedeniyle ortaya çıkan enflasyonist baskı ve sermaye ani çıkışını ortadan kaldırma stratejisi yatmaktadır. Alınan önlemler beklenen toparlanmayı oluşturmamış, kriz 2009 yılında dip noktasını görmüş ve bu dalga gelişmekte olan ülkelere de yayılmıştır. Bu durum, Grafik-3'te büyüme oranları ile gösterilmektedir. Yaşanan resesyon tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Bu

gelişmeler gelişmiş ülkelerde ikinci niceliksel genişleme sürecine geçilmesine neden olmuştur. 2010 yılında büyüme rakamlarında daha iyimser bir bekleyiş ortaya çıkmaya başlamıştır.

Grafik-3 Dünyada Büyüme Oranları



Kaynak:TCMB Enflasyon Raporu 2011-1

4. Sermaye Hareketleri Çerçevesinde Türkiye Ekonomisine Genel Bakış

Dünyadaki bu neoliberal sistem, Türkiye’de de 24 Ocak 1980 kararları ile etkisini göstermiştir. 24 Ocak kararları öncesi uluslararası sermaye hareketleri ve döviz kuru rejimi sıkı kontrol altındaydı. Söz konusu kararlar ile Türkiye hem dış ticarete hem de finansal alanda serbestleşmeye başlamıştır.

Liberalleşme sürecinin ikinci ayağı, 1989 yılında kabul edilen 32 sayılı karar ile

başlamıştır. Bu karar ile TL konvertible hale getirilerek sermaye hareketleri önündeki tüm engeller ortadan kaldırılmıştır. Ekonominin dışa açıldığı bu süreçte, finansal kaynak ihtiyacı sağlanırken, ekonomi dış şoklara açık hale gelmiştir. Küresel finansal hareketler yapısal sorunlar ile birleşerek 1990'lı yıllarda birçok krize neden olmuştur. 1990'lı yılların başından 2000'li yılların başına kadar geçen bu döneme ait makroekonomik göstergeler Tablo-3'te gösterilmiştir.

Tablo-3 Türkiye Ekonomisinde Bazı Makroekonomik Göstergeler

Yıllar	TÜFE	Gecelik Faiz (en yüksek)	KBG/GSMH	Mali varlık stokunda kamu kağıtları payı (%)	İç Borç Anapara ve Faiz Ödemeleri/Vergi Gelirleri (%)
1990	60,26	225	5,50	20	45,6
1991	66,08	180	7,60	19,1	60,6
1992	70,10	109	7,90	29,1	72,6
1993	66,39	80	7,70	33,6	104,5
1994	106,26	720	4,60	31,5	120,5
1995	93,18	210	3,70	32,5	144,1
1996	79,38	130	6,50	32,70	183,3
1997	85,33	80	5,80	34	95,3
1998	83,58	85	7,10	34,5	141,1
1999	63,61	79	11,70	34,7	161
2000	53,93	1950	8,90	36,9	133,1
2001	53,91	6200	12,10	51,8	230,3
2002	44,83	62	10,00	50,9	209,6
2003	25,25	51	7,30	53,9	182,5

Kaynak: TCMB-EVDS (Tablo Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003) başlıklı doktora tezinden alınmıştır.) – TCMB EVDS

Başarısız ekonomik reformlarla ve kötüleşen makroekonomik performansla geçirilen on yıllık süre sonunda, Aralık 1999'da IMF ile enflasyonu düşürmeyi hedefleyen yeni bir program imzalanmıştır. Programın amacı, enflasyonu tek

haneli rakamlara indirmektir. Programın en zayıf noktası ise likidite düzeyini kısa dönem sermaye hareketlerine bağlamasıdır. 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleriyle program terkedilmiştir. Yaşanan ekonomik kriz, Türkiye'nin ekonomi politikalarını yeniden gözden geçirmesine neden olmuştur. Kriz sonrası sermaye hareketlerindeki kaçış sabit döviz kuru uygulamasının sürdürülebilirliğini ortadan kaldırmıştır.

Türkiye ekonomisi bu dönemde "imkânsız üçlü" olarak adlandırılan; döviz kurunda istikrar, bağımsız para politikası ve serbest sermaye hareketleri hedeflerinin her biri ile başa çıkmak durumunda kalmıştır. Bu hedeflerin sürdürülemez olması ve yaşanan ekonomik kriz nedeniyle 2001 Şubat ayında döviz kurunda istikrar hedefinden vazgeçilerek dalgalı döviz kuru sistemine geçiş yapılmıştır.

2001 yılında başlatılan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile ve daha sonrasında IMF ile yapılan programların ana konuları hemen hemen aynıydı. Bunlar; mali disiplin, fiyat istikrarını amaçlayan bağımsız merkez bankası ve özelleştirmelerdi. Uygulanmaya başlayan yeni programın temel olarak iki ana hedefi ön plana çıkmaktaydı. Birincisi GSYİH'ye oranla % 6,5'lik bir fazla hedefi, ikincisi fiyat istikrarını amaçlayan daraltıcı para politikasıdır.⁵ (Yeldan, 2005:20-22). Bu durum Merkez Bankası bağımsızlığı ve şeffaflığı kavramlarını ortaya çıkarmıştır. Enflasyon hedeflemesi ile birlikte para politikası araçlarını kullanarak enflasyon hedeflemesi yapan Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur.

Enflasyon hedeflemesine ait bilgiler kamuoyu ile düzenli olarak paylaşılmaya

⁵ Ortadoks yaklaşımın sonucu olarak ortaya çıkan enflasyon hedeflemesi ilk kez 1990larda Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından uygulanmaya başlanmıştır.

başlanmış ve hedefin gerçekleşme durumu ve gerekçeleri şeffaflık ilkesi çerçevesinde ele alınmıştır. Para politikası aracı olarak kısa dönem faiz oranlarını kullanan sadece enflasyon hedeflemesi üzerine odaklanmış bir Merkez Bankası oluşturulmuştur. Gerekli kurumsal alt yapı sağlayıncaya kadar örtük enflasyon hedeflemesi yürüten Merkez Bankası Ocak 2006'dan itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Bu çerçevede Merkez Bankası parasal kontrol için kullandığı araçlarından vazgeçerek küresel piyasalardaki spekülasyon koşullardan doğrudan sorumlu olmaktadır.

Mali ve parasal hedeflere ulaşılması, izleyen dönemlerde Türkiye'nin kredibilitesini artırmış, risk primini azaltmıştır. Bu durum faiz oranlarını bir miktar düşürerek, özel tüketimin ve yatırımın artmasını sağlamıştır. 2002-2005 döneminde en başarılı olunan alanlardan biri enflasyonun kontrol altına alınması idi. 1999'da % 60 olan enflasyon oranı, 2002 yılında % 29,7 olmuş, 2004'te ise tek haneli rakamlara inerek % 9,3 olmuştur. 2005 yılına gelindiğinde hedeflenen enflasyon oranı olan % 8'e çok yaklaşmıştır. Bu dönemde TL nin değer kazanması ve reel ücretlerin artmaması enflasyonun düşmesindeki önemli etkenlerdendir. TL'nin değerlenmesi sermaye akımları ile doğrudan ilişkilidir. Bu çalışmada, sermaye akımlarının artışıyla birlikte net rezervlerde bir değişiklik olup olmadığı ve bunun makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri ele alınacaktır.

2002-2005 arasında büyüme oranları hedeflenenin üzerinde ve kısmen düzensiz bir seyir izlemiştir. Büyüme oranları sermaye hareketlerinden büyük ölçüde etkilenmiştir. Söz konusu dönem Dünya Ekonomisine Bakış bölümünde bahsedilen 2002-2007 yılları arasında Dünyada yaşanan canlanma dönemine

rastlamaktadır. 1990lar ve 2000lerin başındaki krizli yıllardan sonra, Türkiye ekonomisi 2002'den 2007 ortalarına kadar daha yüksek ve durağan bir büyüme içine girmiştir. 2002-2006 yılları arasındaki ortalama büyüme oranı % 7,2 olmuştur. Bu durum sadece Türkiye'de değil, diğer gelişmekte olan ülkelerde de görülmektedir. Türkiye'nin bu dönemdeki büyüme performansı Çin ve Hindistan'ın ardından üçüncü sırada gelmekteydi. 2007'nin ortasından itibaren pozitif büyüme seyri devam ederken, 2008 yılının üçüncü çeyrek dönem arasındaki ortalaması % 3,7'ye düşmüştür. Küresel krizin GSMH üzerindeki etkisi 2008'in son çeyreğindeki -% 6,5 oranındaki küçülme ile istatistiklere yansırken, bu küçülme artarak devam etmiş ve 2009 yılı başında -% 14,3 ulaşmıştır. Büyüme oranı 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren -% 7 olarak toparlanmaya başlamıştır. 2007-2009 arasındaki bu gerilemede de sermaye akımlarının durmasının ve geri çıkışının etkisi yüksektir.

Yukarıda bahsedilen sermaye akımlarının TL üzerindeki etkisinin kriz sonrası dönemde sermayenin geri çıkışı ile kendini tersi bir etki ile ortaya çıkarmaktadır. 2007-2008 küresel krizinde de sermaye çıkışı ile birlikte TL değer kaybetmiştir ancak iç talebin, petrol ve hammadde fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle enflasyon oranı düşük değerini korumuştur.

Yaşanan son küresel krizin diğer krizlerden bir farkı da reel sektör üzerindeki yıkıcı etkisi olmuştur. 2009 yılının birinci çeyreğinde Türkiye tarihinin en derin resesyon halini yaşamaktaydı. Reel sektör bu halden çok derin ve hızlı bir şekilde etkilenmiştir. Krizin etkilerinin azaldığı 2010 yılı başında, büyümede bir düzelme gerçekleşmesine rağmen işsizlik oranları için yüksek seviyelerini korumuştur. 2009

yılının birinci çeyreğinde % 16lara ulaşmıştı. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sonrası % 10lara çıkan işsizlik oranı inatçı bir seyir izlemiş, büyüme oranlarıyla çok örtüşmeyen ve spekülatif büyüme olarak adlandırılan bir ekonomik durum ortaya çıkarmıştır.

Son kriz ile diğerleri arasındaki en önemli farklardan biri; diğer krizlerde döviz kurunun değerlenmesi ile birlikte TL'nin rekabet gücünün artması sonucunda ihracatta hızlı bir artış meydana gelmiştir. Ancak son krizde ihracat çok farklı bir seyir izlemiştir. İhracat miktarı azalmış ve izleyen dönemlerde bir artış kaydetmemiştir. Bu düşüşün en önemli nedeni küresel talepteki düşüş ve bu düşüş ile dünya ticaretinin bir hayli azalmış olmasıdır. Bir diğer nedeni ise TL'nin değer kaybının kısa bir zamanda ortadan kalkması olmuştur.

Yukarıda da değindiğimiz gibi küresel kriz 2009 yılının ilk yarısında etkisini göstermeye devam etmiş, yılın ikinci çeyreğinde etkisini hafifletmeye başlamıştır. Krizin ortaya çıktığı dönemde açıklanan parasal önlemlerden sonra bir çok ülkenin yürürlüğe koyduğu kamu paketleriyle kriz etkisini dünya çapında azaltmaya başlamış, toparlanma sürecine girmiştir. Alınan bu önlemler büyüme rakamlarında ve risk algılamalarında gerilemeye neden olsa da; bankacılık sistemindeki risklerin ve kırılganlıkların azalmasına yetmemiştir. Bu konjonktür Türkiye'de de etkisini göstermiş; 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009 yılının ilk yarısında küçülmenin belirginleşmesiyle ortaya çıkmış, işsizlik oranları yüksek rakamlara ulaşmış ve ortaya çıkan belirsizlik tüketimi azaltarak ihtiyati tasarruf eğilimini artırmıştır. Bu dönemde iç talepteki azalışla birlikte ithalat miktarı azalmış ve dış ticaret açığı ve cari açık gerilemiştir.

Kamu maliyesinde uygulanan mali teşvik programları ve vergi gelirlerindeki azalış bütçe açığının artmasına neden olmuştur.

Enflasyon dünyadaki talep gelişmelerine bağlı olarak küresel anlamda gerilemiştir. Bu gelişmeler, emtia fiyatlarındaki düşüş, mali tedbirler kapsamında artırılan vergi indirimleriydi. 2009 yılında enflasyon hedeflenen yüzde 7,5'un altında yüzde 6,53 düzeyinde gerçekleşmiştir. TCMB bu süreçte enflasyon riskinden çok iktisadi gerilemenin varlığına karşın faiz indirimlerine gitmiştir. Bu süreçte faiz 850 puan düşürülmüştür. Bu tedbirler ile iktisadi faaliyetin canlandırılmasını sağlanmaya çalışılmıştır. Aynı zamanda bir nedeni sermaye girişlerinin duraksaması ile ortaya çıkan kredi piyasasındaki tıkanıklığı azaltmak üzere dengeleyici likidite politikası izlemiştir.

Tablo-4 Gerçekleşen Enflasyon Oranları

2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
29,7	18,4	9,3	7,7	9,7	8,4	10,1	6,5	6,4

Kaynak: TCMB

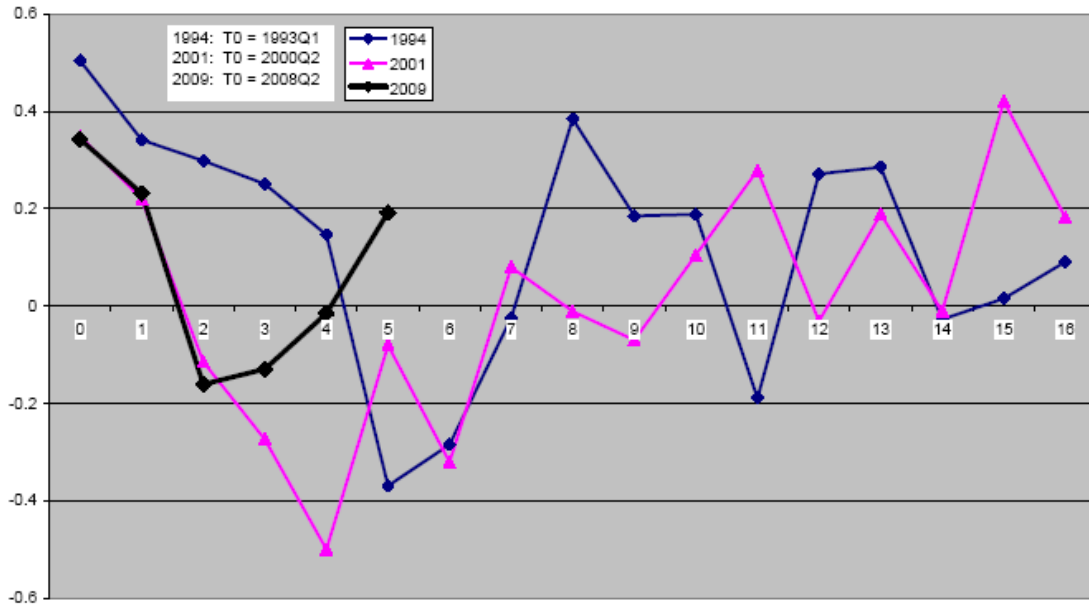
4.1. Kriz Dönemlerinde Türkiye’de Sermaye Girişinin Seyri

Bu bölümde yukarıda belirtilen diğer kalemler üzerinde etkisi olduğunu değerlendirdiğimiz sermaye akımlarının 2002 güçlü ekonomiye geçiş programı döneminden itibaren değişimi üzerinde durulacaktır.

Sermaye akımlarında meydana gelen artışın, tasarruf fazlası oluşturarak yüksek ve durağan bir yatırım ve büyüme düzeyi oluşturduğu kabul edilmektedir. Ancak sermaye girişlerinde (capital inflows) meydana gelen dalgalanmalar (azalışlar) ekonomiyi çeşitli mekanizmalar ile etkileyerek nihai olarak özel tüketim ve yatırım harcamalarının azalmasına neden olmaktadır. 1994, 2001 ve son finansal kriz de

sermayenin çıkışıyla başlamıştır⁶. Krizlerin genel sonuçları benzerken, krizin başlama nedeni olan sermaye kaçışının nedenleri farklılık göstermektedir. 1994 krizinde faiz oranının düşük seviyede tutulmaya çalışılması, 2001 krizinde ise döviz kurunun aynı seviyede tutulma çalışılması sermaye çıkışına neden olmuştur. 2008’de ise krizin çıkış nedeninin U.S. sub-prime mortgage krizi olması nedeniyle (kriz nedenleri önceki bölümlerde tartışıldı) küresel çapta ortaya çıkan belirsizlik ve güven bunalımı olarak belirginleşiyor. (Rodrik, 2009:4) Bütün krizlerde sermaye çıkışı önemli bir etken olduğundan sermaye çıkışını sunan grafik aşağıda yer almaktadır. Sermaye girişinin en yüksek olduğu dönemler başlangıç noktası olarak alınarak anılan kriz dönemlerinde sermayenin seyri incelenmiştir. (Rodrik, 2009:4)

Grafik-4 Kriz Dönemlerinde Sermayenin Seyri



Kaynak: Rodrik, 2009:4 The Turkish Economy after the Crisis

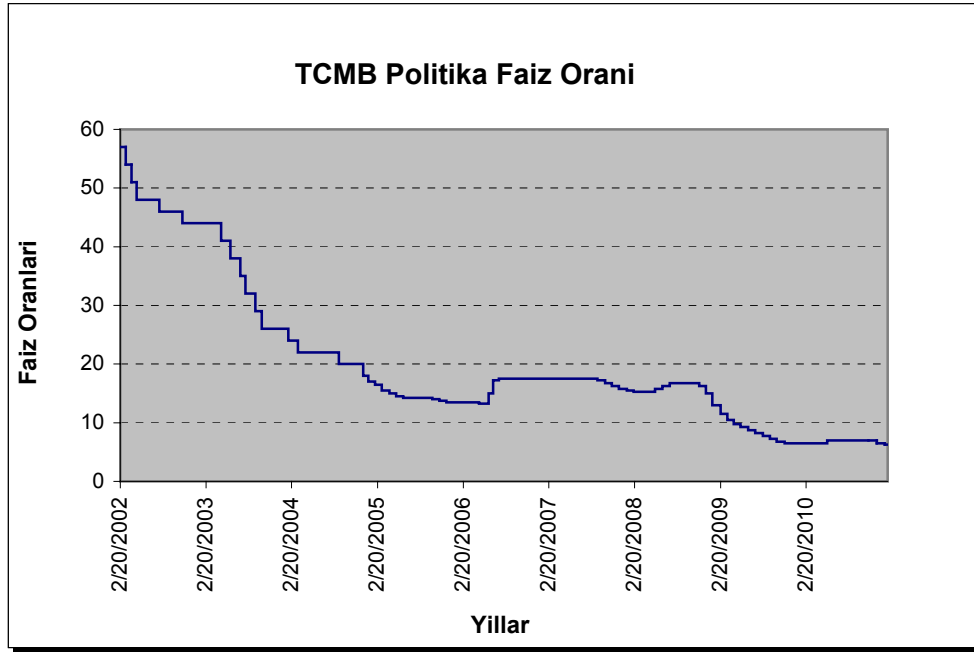
Sermaye çıkışı; TL’nin değer kaybetmesine, yerli bankaların likidite sıkıntısı içine girmesine, kredi verme koşullarının zorlaşmasına neden olmuştur. Reel sektör

⁶ Guillermo Calvo sermayenin tersine dönüşünü “sudden stop” olarak adlandırmaktadır.

açısından da benzer sonuçlar ortaya çıkmakta, iç talebin düşmesine bağlı olarak firmaların işten çıkarma sayısı ve işsizlik oranları artmaktadır (Rodrik,2009:3). Sermaye hareketlerinin dalgalanmasının başlıca etkilerini dört başlık halinde özetleyebiliriz. Bu bölümde Ercan Uygur'un "The Global Crisis and the Turkish Economy" isimli makalesinden faydalanılmıştır.

Birincisi; sermaye akımlarının durması ya da ülke dışına çıkması faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır. Bu durumu Türkiye örneği üzerinde görebiliriz. 2002 sonrası dönemde Türkiye'ye artan oranda sermaye girişi olurken, ilk olarak 2006 Mayıs ayında finansal bir türbülans ortaya çıktığında sermaye çıkışına neden olmaması için, Merkez Bankası faiz oranlarını artırmaya başlamış ve bunu diğer faiz oranları izlemiştir.

Grafik-5 TCMB Politika Faiz Oranı*



*18 Mayıs 2010 tarihli Kurul toplantısı ile teknik faiz ayarlamasına gidilmiş bir hafta vadeli repo faiz oranı politika faiz oranı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu tarihten önce Bankalararası Para Piyasası ve IMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanmakta olan gecelik faiz oranı politika faiz oranı olarak kullanılmaktaydı.

İkincisi; kredilerin temel kaynağını oluşturan yabancı sermayenin azalmasına bağlı olarak piyasada büyük ölçüde finans kaynağı olarak kullanılan kredilerin azalmasıdır. Bunun sonucunda da nihai yatırım ve tüketim harcamaları azalmaktadır.

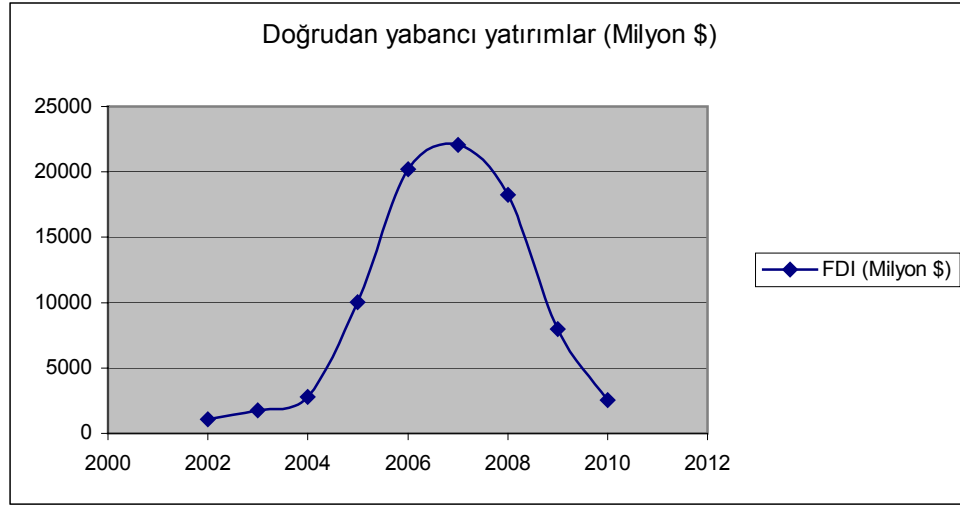
Üçüncüsü; sermaye hareketlerine bağlı olarak, döviz kurundaki dalgalanmalardır. Döviz piyasasındaki arz-talep dengesinden etkilenen döviz kuru, sermaye girişinin azalmasıyla döviz arzındaki azalış sonucu artmaktadır. Döviz kurunda meydana gelen dalgalanmanın artacağı beklentisi döviz talebini de artırarak döngüsel bir şekilde dalgalanmaları daha da artırmaktadır. Her kriz sonrası döviz kurları yükselişe geçmiştir. 1994 ve 2001 krizlerinde TL yaklaşık %35-40 değer kaybetmiştir. 2006'nın ikinci çeyreği, 2006'nın üçüncü çeyreği, 2008'in üçüncü çeyreği, 2008'in dördüncü çeyreği ve 2009'un birinci çeyreği dönemlerinde açıkça gözlenmiştir. Son krizin etkisiyle de döviz kuru yükselmiş ancak kısa bir süre sonra (2009 yılının ikinci çeyreğinde) tekrar değer kazanmaya başlamıştır. Bunun en önemli nedeni son krizde sermaye girişinin aynı dönemlerde tekrar pozitif olmasıdır. Aslında son krize girdiğinde TL aşırı değerli durumdaydı ve TL'deki erken toparlanma başka sorunlara yol açmıştır. ⁷

Dördüncü etki ise; ortaya çıkardığı belirsizlik durumudur. Yatırım kararlarının bu belirsizlikten etkilenmesi ekonomiyi de etkileyecektir. Sermaye girişinin ve büyümenin yüksek olduğu 2005 yılının birinci çeyreği ile 2006 yılının ikinci çeyreği arasındaki dönemlerde özel yatırım harcamalarındaki büyüme % 20'nin

⁷ Bu kısımda Rodrik, 2009 "The Turkish Economy after the Crisis" isimli Makaleden faydalanılmıştır.

üzerindeyken, 2006 yılının üçüncü çeyreği ile 2007 yılının son çeyreği arasındaki dönemlerde sermaye girişlerindeki azalışın etkisiyle % 6'lara düşmüş, krizin etkilerinin iyice ortaya çıktığı 2008 yılı başından 2009 yılına kadar geçen sürede artış sona ermiş ve % 16 civarında küçülme kaydedilmiştir.

Grafik-6 Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Milyon \$)



Kaynak: TCMB EVDS

4.2. Sermaye Hareketlerinin Temel Bileşenleri

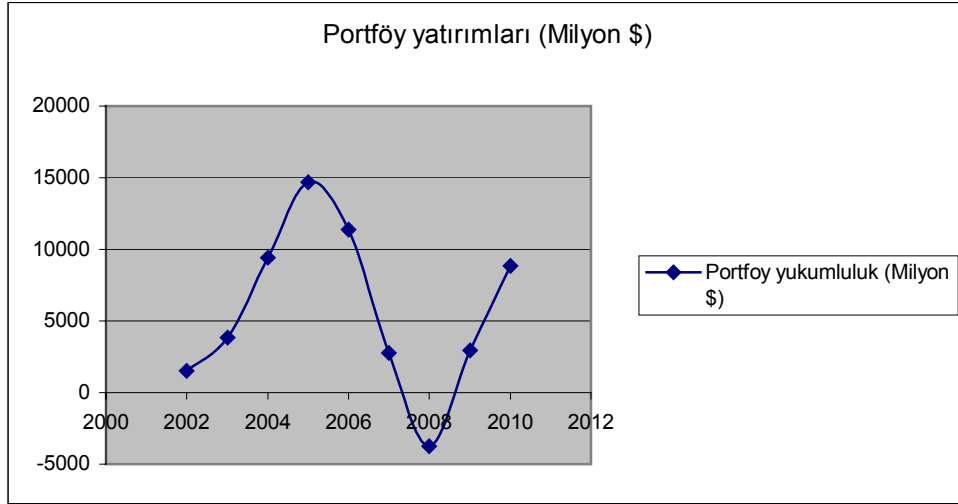
Türkiye'ye giren sermaye akımlarını ayrıştırarak incelersek, temel başlıkları doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, yurtdışı krediler ve net hata ve noksanlar olarak belirleyebiliriz. Doğrudan yabancı yatırımlar özellikle 2004 sonrasında artmaya başlamıştır. Bunun temel nedenleri; enflasyon oranının düşük olması, bütçe açığının küçülmesi, yüksek ve stabil büyüme oranının sağlanması ve belki de hepsinden önemlisi 2002 IMF programı ile başlayan özelleştirme politikalarıdır. Doğrudan yabancı yatırımların 2006 küresel turbulansından fazla etkilenmediği görülmektedir. Bunun sebebi, yabancı yatırımların küresel koşullara uyum sürecinin daha yavaş olmasıdır. Ancak küresel krizin Türkiye'yi en fazla

etkilediği 2008 yılında doğrudan yatırımlar ciddi bir düşüş göstermiştir. Doğrudan yatırımların 2002 yılı sonrası değişimi Grafik-6 'da gösterilmiştir.

Portföy yatırımları ise hisse senedi, borç senedi ve diğer yatırımlardan oluşmaktadır. 2006 yılının ikinci çeyreğine kadar pozitif rakamlarda olurken, 2006 küresel türbülans ile azalmış ancak daha sonrasında pozitif değerlerini korumuştur. Küresel krizin yaygınlaşmasıyla 2007'nin ikinci çeyreği ile birlikte portföy yatırımları çıkış durumunu sürdürmüştür.

2002 yılında reel faiz oranları düşmüş olsa da, 2003-2008 yılında reel faiz oranları %10nun üzerinde olmuştur. Reel faiz oranlarının yüksek oluşu portföy yatırımlarının ülkeye gelmesinde rol oynarken aynı zamanda bankaların ve finansal şirketlerin ucuza finansman bulmasına neden olmuştur. Portföy yatırımlarının 2002 yılı sonrası seyri Grafik - 7'de gösterilmiştir.

Grafik-7 Portföy Yatırımlar (Milyon \$)

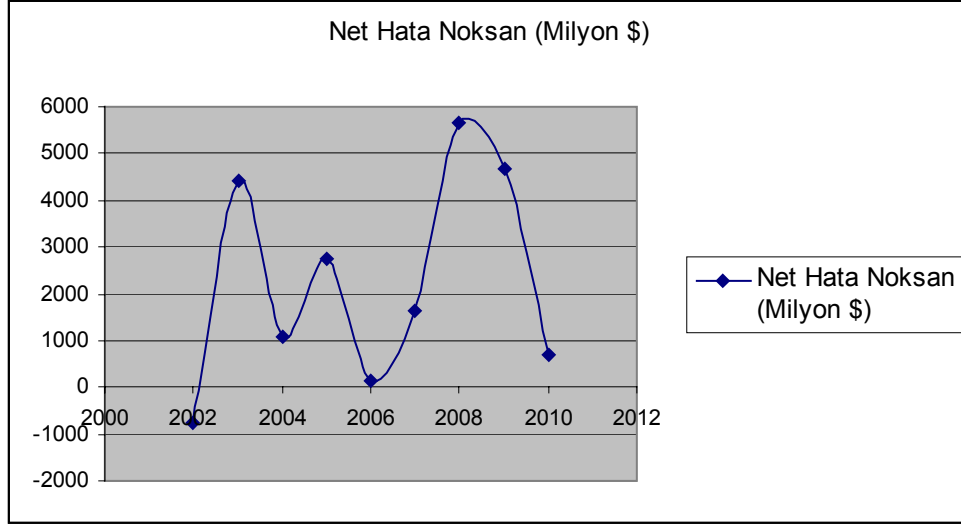


Kaynak: TCMB EVDS

Net Hata ve Noksan kalemi ise, Finansman hesabındaki kalemlere göre daha küçük değerler almış olsa da diğer ülkelere kıyasla daha yüksek paya sahiptir.

Özellikle 2008 yılındaki rakamlar portföy yatırımlarındaki çıkışın etkisini azaltmıştır. Grafik 8’de gösterilmiştir.

Grafik-8 Net Hata Noksan (Milyon \$)



Kaynak: TCMB - EVDS

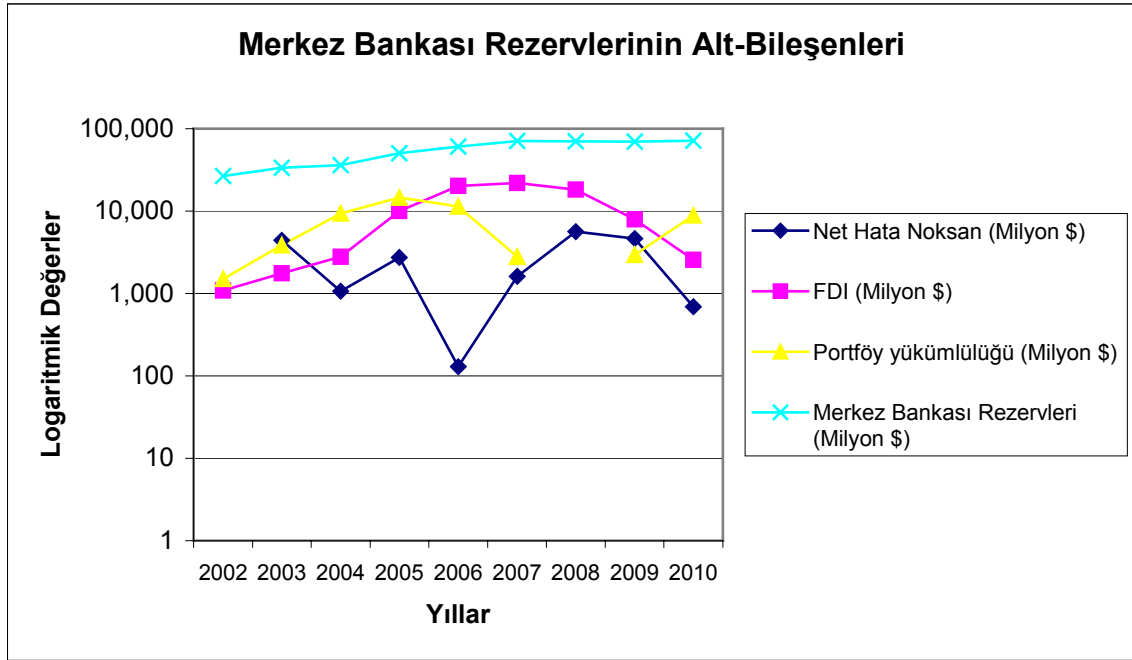
4.3. Sermaye Hareketleri İle Birlikte Uluslararası Rezerv Değişimleri

Bu bölümde 2001 krizi sonrası sermaye girişiyle birlikte; uluslararası rezervin bileşenleri incelenmektedir. Yabancı rezerv talebi birçok nedenden kaynaklanmaktadır. Merkez Bankasının Rezerv biriktirmesinde, portföy yatırımları ve yabancı krediler en önemli kalemler olmuştur. Merkez Bankalarının rezerv biriktirme amacının ülkelerin seçmiş olduğu döviz kuru politikalarına göre farklılık göstereceği düşünülüyordu. Dalgalı döviz kurunda ülkelerin güçlü rezerv para biriktirmelerine gerek yoktur görüşü mevcuttur. Ancak sabit döviz kurunda yaşanan dalgalanmaları önlemek adına Merkez Bankalarının güçlü döviz rezervi tutması gerekir. Bu aynı zamanda sermaye hareketlerinde yaşanabilecek ani

çıkışların maliyetini azaltabilmektir. Özellikle Asya krizi sonrası ülkeler dalgalı kur rejimini benimsemiş olsalar dahi döviz rezervlerini artırma yönüne gitmişlerdir. Bunun nedeni, dalgalı kur rejiminde de olsa ülkeler kuru tamamen dalgalanmaya bırakmayıp yaşanan aşırı dalgalanmalarda piyasaya müdahale edebileceği rezervleri oluştururlar.

2003 yılında başlayan bu süreç 2008 in 3.çeyreğine kadar sürmüştür.

Grafik-9 MB Rezervlerinin Alt-Bileşenleri



Kaynak: TCMB-EVDS

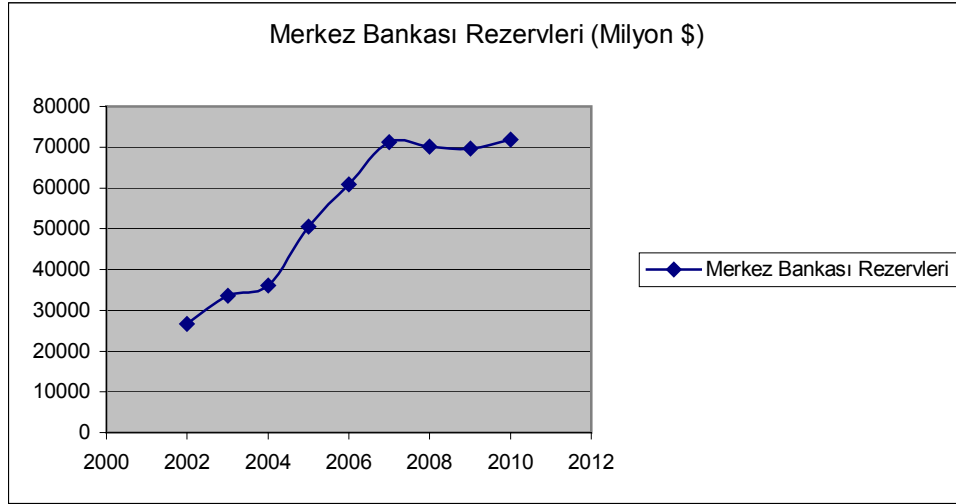
Merkez Bankası'nın artan rezervlerinde 2002-2005 döneminde artan özelleştirme gelirlerinin etkisiyle doğrudan yatırımların payı yüksektir. 2006 yılında yaşanan finansl türbülans ile portföy hareketlerinde geri çıkış olarak adlandırılan kısa vadeli sermayenin olumsuz etkisi görülmektedir.

Tablo-5 TCMB RezervlerininAlt Bileşenleri

Yıllar	Net Hata Noksan (Milyon \$)	FDI (Milyon \$)	Portföy yükümlülüğü (Milyon \$)	Merkez Bankası Rezervleri (Milyon \$)
2002	-758	1,082	1,503	26,725
2003	4,420	1,751	3,851	33,639
2004	1,071	2,785	9,411	36,006
2005	2,738	10,031	14,670	50,518
2006	129	20,185	11,402	60,845
2007	1,619	22,047	2,780	71,263
2008	5,641	18,269	-3,770	70,075
2009	4,653	7,955	2,938	69,631
2010	694	2,562	8,849	71,861

Kaynak: TCMB

Grafik-10 Merkez Bankası Döviz Rezervleri

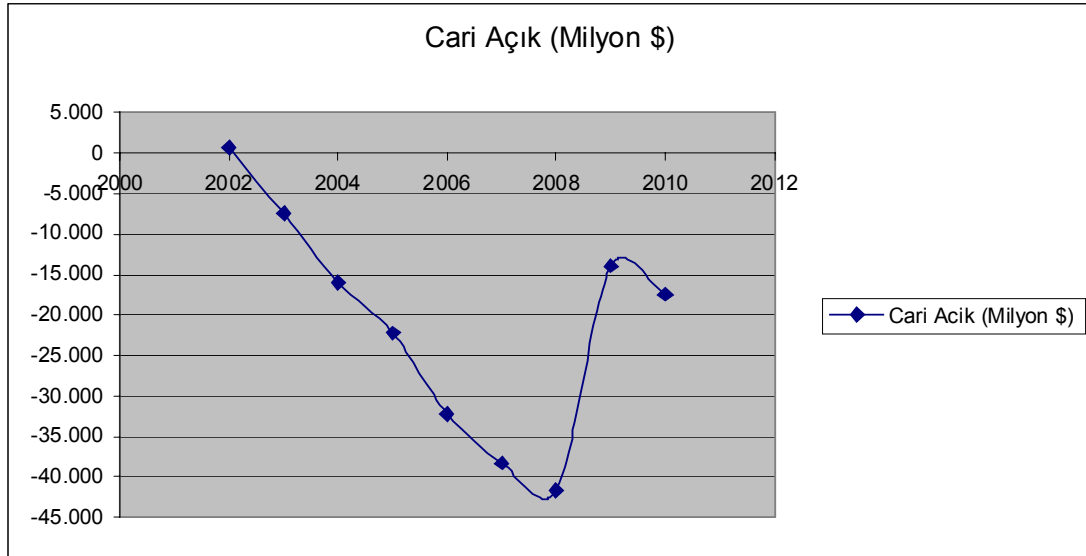


Kaynak: TCMB

Uluslararası rezervleri temel olarak iki başlık altında toplamak mümkündür. Bunlar cari işlemler hesabı ve finans hesabıdır. Cari işlemler, reel kaynaklarla (mal, hizmet, gelir) ilgili işlemleri ve cari transferleri; sermaye ve finans hesapları da reel kaynak akımlarının finansmanını (genellikle sermaye transferi ya da finansal araçlara ilişkin işlemler aracılığıyla) gösterir. (TCMB Ödemeler Dengesi Raporu

2010-2). Finans hesabı ödemeler dengesinin diğer önemli bölümü olan sermaye hareketlerini oluşturur. Finans hesabı sermayenin şekline göre; doğrudan yatırımlar, Portföy yatırımları, Finansal Türevler, Diğer yatırımlar, Rezerv varlıklardan oluşur. Portföy yatırımları temel olarak iki bileşenden oluşur, hisse senedi ve borç senetleri. Portföy yatırımları, giriş çıkış serbestlisi fazla olması nedeniyle sıcak para olarak nitelendirilir. Diğer yatırımlar, mevduat ve kredilerde oluşmaktadır.

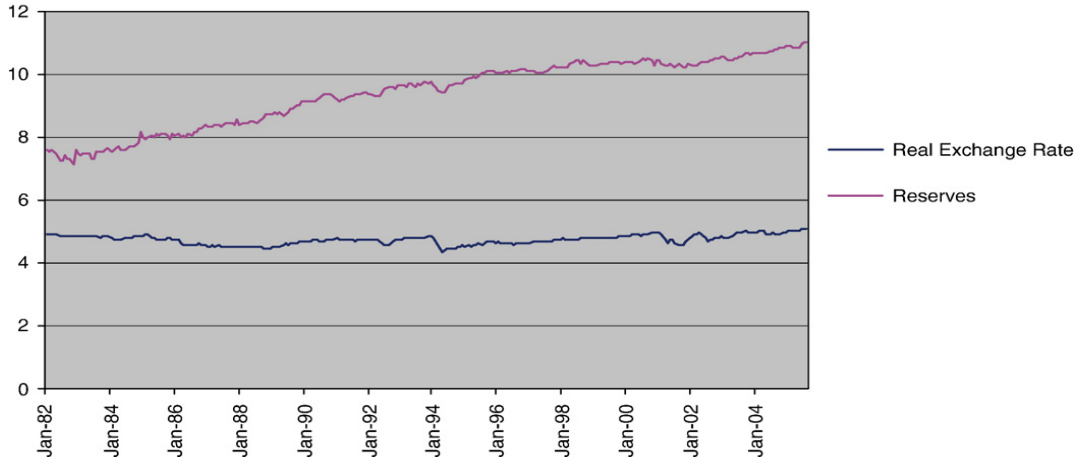
Grafik-11 Cari Açık (Milyon \$)



Kaynak: TCMB

Türkiye’de 2002’nin başında 20 Milyar \$ olan uluslararası rezervler, 2010 yılında yaklaşık 72 Milyar \$ olmuştur. Arada geçen yıllar içinde uluslararası rezervler artış eğiliminde olmuştur. Ancak finansal türbülans ile 2007 sonrası biraz daha dalgalı bir durum sergilemiştir. Hisse senetleri piyasasındaki yabancı varlığının artması ve uluslararası piyasalardan edinilen kredi miktarındaki artış en önemli nedenleri arasındadır. 2002 yılında 1,161 milyon dolar olan Ödemeler Bilançosu sermaye hesabı, 2003 yılında 7,091 milyon dolar ve 2004 yılında 16,848 milyon dolar olmuştur (Yeldan, 2005:12-13).

Grafik-12 Reel Döviz Kuru ve Yabancı Döviz Rezervlerinin Değişimi



Kaynak: Kasman, A.ve Ayhan D. (2007). Foreign exchange reserves and exchange rates in Turkey: Structural Breaks, unit roots and cointegration, Economic Modelling. 25, 84.

Uluslararası rezerv biriktirme davranışlarını inceleyen Akdoğan, 2010:1-12, Türkiye’de rezerv artışının ülke faizlerinin ABD faizleri ile olan farkı ile ilgili olduğunu göstermektedir. Sermayenin liberalizasyonu ile birlikte yabancı döviz rezervi artmaktadır. Bunun yanı sıra sermaye girişlerinin kırılgan ve kısa-vadeli yapısı döviz piyasasının dalgalanmasına neden olmaktadır. Sabit döviz kuru uygulanan ülkelerde yabancı döviz rezervlerinin artışı kurun istikrarı için kaçınılmazken, sermayenin ani giriş-çıkışı, yaşanan döviz krizleri dalgalı döviz kuru uygulanan ülkelerde yabancı döviz rezervi gerekliliğini artırmıştır. Yabancı döviz rezervlerinin gerekliliği yanında ülke ekonomisine olan maliyetleri de tartışılmıştır (Akdoğan, 2010:3).

4.4. Merkez Bankası Bilançosu ve Yabancı Döviz Rezervi

Uluslararası döviz rezervi biriktirmenin, Merkez Bankası parası üzerinde etkileri vardır. Bu etkileri Merkez Bankası Bilançosu yardımıyla açıklayabiliriz.(Tablo-6) Merkez Bankası bilançosunun aktif kısmında Net Dış Varlıklar (NDV) ve Net İç

Varlıklar (NİV), pasif tarafının da Para Tabanının olduğu şeklinde basitleştirecek olursak; Merkez Bankası Uluslararası Döviz rezervlerini arttırdığında,

$$NDV+NİV= PT \quad (7)$$

formülü gereği, NİV azaltılmadığında NDV artışının para tabanını artırarak parasal genişlemeye neden olduğu görülüyor. Merkez Bankası uluslararası rezervlerini artırmaya karar verdiğinde ya bu artış yukarıda gösterildiği gibi para tabanını artıracak ya da net iç varlıklarını azaltarak para tabanını değiştirmeyecektir. Böylece piyasadaki likiditeyi çekilmiş olacaktır. Buna sterilizasyon denilmektedir (Glick, 2009:207-210). Diğer bir deyişle sterilizasyon; parasal otorite tarafından yabancı para karşılığında yerli varlıklarını azaltarak, yabancı varlıklarını artırarak, yani para arzında bir değişiklik yapmadan likidite ayarlaması yapmasıdır. Sterilizasyon politikalarının en önemli nedenleri, likidite artışının ekonomide aşırı ısınmaya neden olarak enflasyona neden olmasıdır. Bir diğer nedeni yerli bankaların bu fazla likiditeyi etkin bir şekilde yönetememeleri korkusudur (Glick, 2009:212-213). Merkez Bankası likiditeyi azaltmak için, iç varlıklar olarak elinde tuttuğu, kendi adına çıkardığı senetleri veya Devlet İç Borçlanma senetlerini satar.

Tablo 6 TCMB Bilançosu

VARLIKLAR	YÜKÜMLÜLÜKLER
1 - Net Dış Varlıklar Para Tabanı	
Net Uluslararası Rezervler	Para Tabanı
Orta Vadeli Dış Krediler TL Zorunlu Karşılıklar	Emisyon
Diğer Serbest Tevdiat	TL Zorunlu Karşılıklar
2 - Net İç Varlıklar	Serbest Tevdiat Hesabi
Hazine Borçları	
Kamu'nun YTL Mevduatı	
Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat	
Fonlar	
Banka Dışı Kesimin Mevduatı	
Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler	
Açık Piyasa İşlemleri	
Diğer Kalemler	
Değerleme Hesabı	
IMF Acil Yardım Takip Hesabı, Bankalara Verilen Depolar	

Kaynak: TCMB

Merkez Bankasının kullandığı Sterilizasyon araçları döviz swapları, döviz alım-satım işlemleri, açık piyasa işlemleri, Merkez Bankası senetleri olarak sıralanabilir. Sterilizasyonun tam olarak yapılıp yapılmadığını saptamak mümkündür. Bir sonraki bölümde Türkiye için hesaplama yapılacaktır. Ancak rezerv artışı ile operasyonel çerçevenin zamanlamasını tespit etmek oldukça zordur. Sterilizasyon çeşitli soruları da beraberinde getirmektedir. (Genberg, 2005:22) Bunlar;

- Sterilizasyon parasal kontrolün azalmasına neden olur mu?
- Azalan parasal kontrol faiz oranlarının artmasına neden olur mu?
- Diğer bir soru da; enflasyon hedeflemesi yaparken, enflasyon görünümünün Merkez Bankasının politika faiz oranını artırması gerektiği durumda, sermaye akımlarının faizler üzerinde bir baskı oluşturup oluşturmadığıdır.

İlk sorunun ortaya çıkışı parasal stoğu hedefleyen ekonomilerin sermaye girişleri ile birlikte parasal kontrolün Merkez Bankalarının hedefleri doğrultusunda kullanılmaktan çok sermaye hareketleriyle şekillenmesine neden olmasıdır.

İkinci soruya neden olan mekanizma ise Şekil-1’de özetlenmeye çalışılmıştır. Parasal taban, yabancı döviz alımının artmasıyla artar. Bu artış banka rezervlerine olan talepten fazla ise, bu durumda eğilim faiz oranının sıfıra yaklaşması yolunda olmalıdır. Bununla birlikte enflasyonist baskı, ve para arzındaki artış sterilizasyonun artmasına, azalan para stoğu faizlerin yükselmesine, bu durum daha fazla sermaye girişinin olmasına, daha fazla yabancı döviz alımının olmasına ve yeniden daha yüksek sterilizasyon ve yeniden faiz artışına neden olur ve aynı döngü devam eder. (Genberg,2005:23-24)

Şekil-1 Sterilizasyon Döngüsü



Son soruda, artan sermaye akımlarının getirdiği sorunlarla ilgili görünmektedir. Sterilizasyon ile artan faiz döngüsü ve sermaye artışının kurlar üzerindeki değerlendirici etkisi, cari açığın artmasına ve finansal istikrar açısından olumsuz sonuçlar doğuracaktır.

4.5. Sterilizasyon Katsayısının Hesaplanması

Sterilizasyon katsayısı hesaplamasında Glick ve Hutchison tarafından yazılmış olan 2009 tarihli “Navigating the Trilemma” makalesinde kullanılan denklem çerçevesinde Türkiye örneği ele alınmaktadır.

$$\Delta NIV/RM_{-4} = \alpha + \beta \Delta NDV/RM_{-4} + Z \quad (8)$$

Bu fonksiyonda Net İç Varlıklar, Net Dış Varlıklara ve tüm diğer değişkenleri içeren Cari Gayri Safi Yurt İçi büyüme oranına bağımlı olarak hareket etmektedir. Standby anlaşmasına göre belirlenmiş Merkez Bankası bilançosunda Net İç Varlıklar, Hazine Borçları, Kamunun YTL mevduatı, döviz olarak takip olunan mevduat, fonlar, banka dışı kesimin mevduatı, bankacılık sektörüne açılan krediler, açık piyasa işlemleri, diğer kalemler ve değerlendirme hesabı, IMF acil yardım takip hesabı, bankalara verilen depolar kalemlerinden oluşmaktadır.

Net dış varlıklar net uluslararası rezervler, orta vadeli dış krediler ve diğer kalemlerinden oluşmaktadır. Rezerv para ise emisyon, bankalar mevduatı, fon hesapları ve banka dışı kesimin mevduatından oluşmaktadır.

NDV'daki değişimin Rezerv paraya oranının katsayısı olan β 'nın -1'e eşit olması tam sterilizasyona işaret eder. Tam sterilizasyon yabancı döviz rezervindeki artışın NIV'daki aynı tutardaki azalışla dengelendiğini gösterir. β 'nın 0'a eşit olması ise, sterilizasyonun olmadığını gösterir.

Bu çalışmada TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nde (EVDS) yer alan 2002 tarihli niyet mektubu Stand-by anlaşması çerçevesinde belirlenmiş Bilanço verileri

kullanılarak NİV, NDV ve Rezerv para elde edilmiştir. Bu hesaplamada; Rezerv para sterilizasyon süreci dikkate alınarak dört çeyrek dönem gecikmeli olarak hesaba katılmıştır.

Tezin konusu olan 2002-2010 dönemini kapsayan çeyrek dönemlik 36 veri kullanılmıştır. Basit en küçük kareler yöntemi kullanılarak hesaplama yapılmıştır. Sermaye girişlerinin dışsal olduğu varsayılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre sterilizasyon katsayısı -1.08 olarak bulunmuştur.

Tablo-7 En Küçük Kareler Test Sonuçları

Bağımsız Değişken	Katsayı	T istatistiği	P Değeri
Net Dış Varlıklar	-1.08	-41.70	0.0000
C	1.42	41.37	0.0000

Bağımlı değişken: Net İç Varlıklar

R ²	0.98
F-istatistiği	1739

Sonuçlara göre β istatistiksel olarak anlamlıdır. Dışsal değişkenlerin içsel değişkeni açıklama gücü olan R² 0,98 çıkmıştır.

Türkiye’de 2002 sonrasındaki fazla likiditenin sterilize edildiğini göstermektedir. Bu sonuca paralel olarak, incelenen dönemde yabancı sermaye girişi ile artan yabancı döviz rezervinin piyasada oluşturduğu likidite fazlasının Merkez Bankası tarafından piyasadan çekildiği sonucuna varılabilir.

Bu çalışma ile hesapladığımız sterilizasyon katsayısının mutlak değerinin 1’den büyük olması Türkiye’deki enflasyonist baskı nedeniyle⁸ sıkı para politikası

⁸ 2002-2005 arası örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 yılında ise açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir.

uygulandığını teyit etmektedir. Bu sonuç Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesi rejimi ile paralellik göstermektedir. Ancak para arzını sıkılaştırırken, küresel olarak artan para arzının etkisiyle artırdığı yabancı döviz rezervlerinin ortaya çıkardığı likiditeyi piyasadan çekerken, sterilizasyon politikasının maliyeti ile de karşı karşıya kalmaktadır. Bu durum Merkez Bankasının para arzını artırma kontrolünü bir ölçüde azaltmaktadır.

Merkez Bankası fazla likiditeyi açık piyasa işlemleri ile sterilize ettiği durumda yurt dışı ve yurt içi faiz oranlarının yakınsamasını geciktirmektedir. Döviz rezervinin kazancı açık piyasa işlemlerinde ödediği faizden daha azsa bir maliyet ortaya çıkacaktır.

Üçüncü Bölüm

Model

5. Ekonometrik Model

5.1. VAR Modeli

Sims tarafından geliştirilen VAR Modelinde, değişkenler arasında eş zamanlılık olduğundan, içsel ve dışsal ayrımı yapma zorunluluğu bulunmamaktadır. Ancak VAR modelinin uygulanabilmesi için tüm değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Durağan olmayan değişkenler uygun yöntemlerle durağan hale getirilmelidir. VAR modeli, sistem içindeki her değişkenin, kendi değeri ve sistemdeki diğer bütün değişkenlerin geçmişteki değerleri arasındaki ilişkilerin yer aldığı dinamik bir sistemdir. Genellikle, sistem içindeki değişkenlerdeki değişmelerin diğer değişkenlerde yarattığı dinamik etkinin analizinde kullanılmaktadır (Kasapoğlu, 2007:40).

İki değişkenli bir modelde; y ve z değişkenlerinin zaman serileri ile oluşturulan, y değişkeninin hem kendisinin hem de z'nin şimdiki ve gecikmeli değerlerinden etkilendiği ve aynı şekilde z değişkeninin hem kendisinin hem de y değişkenin şimdiki ve gecikmeli değerlerinden oluştuğu VAR modeli aşağıdaki şekilde oluşturulmaktadır. (Kasapoğlu-Enders, 2003:40)

$$y_t = b_{10} - b_{12}Z_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}Z_{t-1} + \varepsilon_{yt} \quad (9)$$

$$z_t = b_{20} - b_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}Z_{t-1} + \varepsilon_{zt} \quad (10)$$

Bu eşitliklerde; y ve z serilerinin durağan olduğu ve hata terimlerinin birbiriyle korelasyonu olmadığı varsayılmıştır.

5.1.1. Granger nedensellik analizi

Zaman serileri arasındaki nedensellik ilişkisi Granger Nedensellik Testi ile Analiz edilir. Granger Nedensellik Testi aşağıdaki eşitlikler ile tahmin edilir.

$$y_t = \sum \alpha_i z_{t-i} + \sum \beta_j y_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad (11)$$

$$z_t = \sum \lambda_i y_{t-i} + \sum \delta_j z_{t-j} + \varepsilon_{2t} \quad (12)$$

11 no.lu eşitlikteki α katsayıları istatistiki olarak sıfırdan farklıysa ve β katsayıları istatistiki olarak sıfırdan farklı değilse, z değişkeninden y değişkenine doğru tek yönlü nedensellik mevcuttur. 12 no.lu eşitlikteki λ katsayıları istatistiki olarak sıfırdan farklıysa ve δ katsayıları istatistiki olarak sıfırdan farklı değilse, y değişkeninden z değişkenine doğru tek yönlü nedensellik mevcuttur. Her iki eşitlikteki tüm katsayılar sıfırdan farklı ise değişkenler arasında çift yönlü nedensellik mevcuttur. (Gujarati, 2001:620)

Granger nedelleselliği; $H_0 : \sum \alpha_i = 0$ boş hipotezi ile standart F-testi ile sınanır. Boş hipotezin kabul edilmesi, z_t 'nin y_t 'nin nedeni olmadığını gösterir.

5.1.2. Eşbütünleşme analizi

Eşbütünleşme testleri düzeyde durağan olmayan zaman serilerinin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediklerini sınamaktadır. Seriler uzun dönemde birlikte hareket ediyorsa, yani aralarında eşbütünleşik ilişki varsa, düzey değerleriyle yapılacak analizde sahte regresyon problemiyle karşılaşılacaktır.

Johansen eş bütünleşme testinde, VAR denklemi aşağıdaki şekilde yazılmaktadır. (Brooks, 2008:350)

$$\Delta y_t = \Pi y_{t-k} + \Gamma_1 \Delta y_{t-1} + \Gamma_2 \Delta y_{t-2} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta y_{t-(k-1)} + u_t \quad (13)$$

$$\Pi = (\sum_{i=1}^k \beta_i) - I_g \quad \text{ve} \quad \Gamma_i = (\sum_{j=1}^i \beta_j) - I_g \quad (14)$$

VAR modeli g değişkene sahiptir. Johansen testi Π matrisi etrafında şekillenir. Π katsayılar matrisi değişkenlerin uzun dönem ilişkileri hakkında bilgi verir. r eşbütünleşik vektör sayısını göstermektedir. Hipotezler;

$$\begin{array}{lll} H_0: r=0 & \text{ve} & H_1: 0 < r < g \\ H_0: r=1 & \text{ve} & H_1: 1 < r < g \\ H_0: r=2 & \text{ve} & H_1: 2 < r < g \text{ ve böylece devam eder.} \end{array}$$

5.1.3. Etki tepki fonksiyonları

Etki tepki fonksiyonları serilerin çeşitli şoklara tepkileri göstermek üzere kullanılır. VAR modelinin katsayılarının karmaşıklığı nedeniyle, etki tepki fonksiyonları tercih edilmektedir. “Sistemdeki değişkenlerden birisine gelen şokun, sistemdeki diğer değişkenler üzerindeki etkileri incelemek için kullanılır. Bir başka deyişle, VAR modelindeki her bir değişkenin, yapısal şoklar ortaya çıktığında, bu şoklara karşı dinamik tepkisini gösterirler. Etki tepki katsayılarının istatistiksel belirsizliğini azaltmak için, güven aralıklarının kullanılması oldukça yaygın bir uygulamadır. Böylelikle belirli bir olasılıkla etki tepki katsayılarının anakütle değerleri belirli bir aralık içinde bulunacaktır” (Güloğlu:1). Bu durum güven aralığında geçerli olan değişken değerlerinin yorumlanmasını olanaklı kılar.

5.2. Model

5.2.1. Veriler ve değişkenler

VAR modelinin değişkenler arasındaki ilişkiyi, içsel ve dışsal değişken ayrımı yapmadan, incelemesi ve çalışmada VAR modelinin kullanılmasının nedenidir.

Çalışmada Ocak 2002 - Eylül 2010 dönemini kapsayan aylık zaman serileri kullanılmıştır. Çalışma döneminin 2002 yılından başlamasının nedeni; Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı sonrasında, içsel nedenlerle kaynaklanan krizlerin yaşanmadığı bir döneme girilmesi ve sermaye girişleriyle Yabancı Döviz Rezervlerinin artmaya başlamış olmasıdır.

Kullanılan değişkenler;

- Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri (RM); Altın Mevcudu+Efektif Deposu+Muhabir Hesap Bakiyeleri+IMF'deki Rezerv Pozisyonu + Yerleşik Olmayanlardan kısa dönemli döviz cinsi alacaklardan oluşmaktadır.
- Para Arzı ($M2 + \text{Döviz Tevdiat Hesabı}$) M2Y
- Gayri Safi Yurt İçi Hasıla GSYİH; (Harcamalar Yöntemiyle Sabit Fiyatlarla)
- Fiyat Endeksi (P)

Değişkenlere ait veriler TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir. Yapılan Testlerde *Eviews 6.1* programı kullanılmıştır.

5.2.2. Durağanlık testi

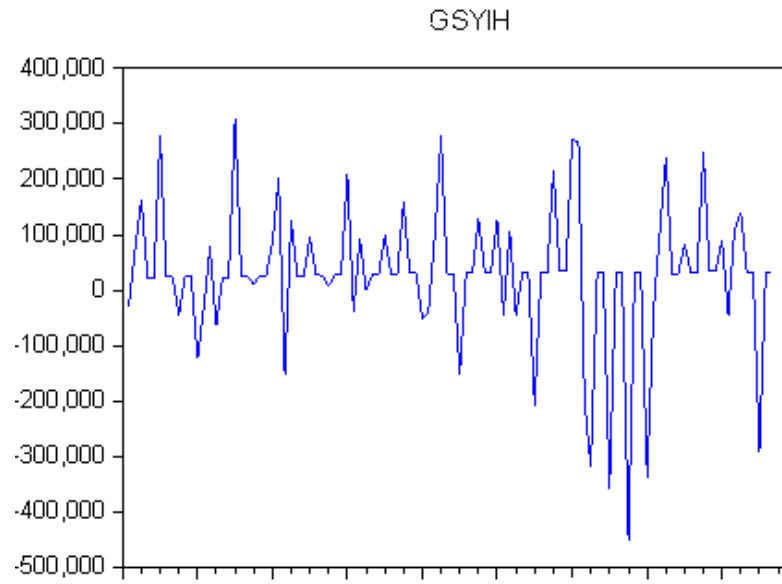
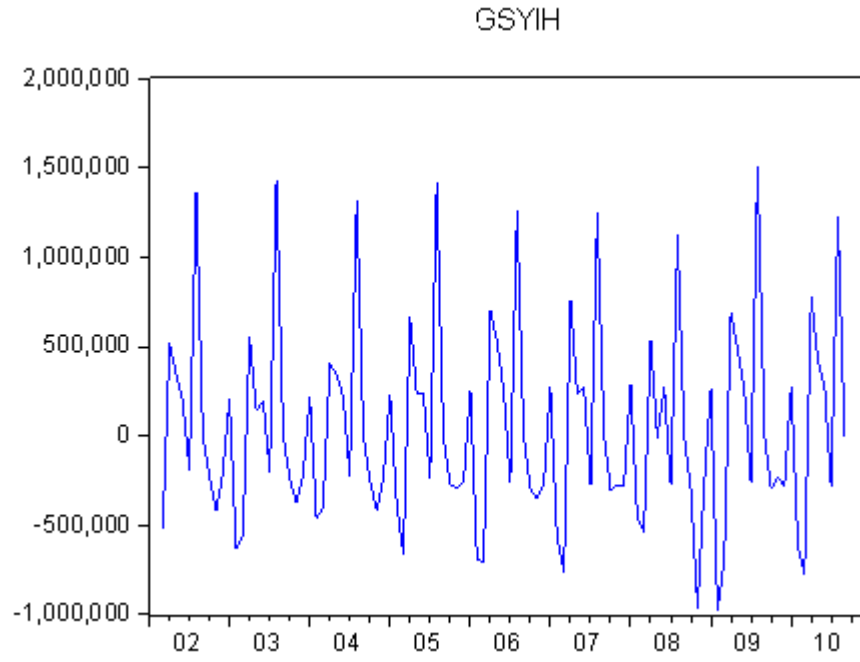
VAR modelinin uygulanabilmesi için tüm değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Kullanılan serilerin durağan olup olmadığı Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Testi kullanılarak belirlenmiştir.

Tablo 8- ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Test Biçimi	ADF Değeri	Test Kritik Değerleri
RM	Düzey	-1.041147	%1 seviyesinde -3.495021
	Birinci Derece	-10.27756	
M2Y	Düzey	2.223197	
	Birinci Derece	-7.346514	
GSYIH	Düzey	-1.7475	%5 seviyesinde -2.889753
	Birinci Derece	-9.7385	
P	Düzey	-1.052636	
	Birinci Derece	-6.836419	
			%10 seviyesinde -2.581890

ADF sonuçları Tablo 8’de verilmiştir. Değişkenlerin düzeyde durağan olmadığı tespit edilmiş, birinci derece farkları alınmış ve tüm değişkenler durağanlaştırılmıştır. Değişkenlerin grafikleri incelendiğinde GSYIH verilerin mevsimsellik taşıdığı tespit edilmiş (Grafik-13), mevsimsellikten arındırmak için hareketli ortalama methodu kullanılmıştır. Bunun sonucunda GSYIH verilerindeki mevsimsel etkiler ortadan kalkmıştır.

Grafik –13 GSYİH Serisi – Mevsimsellikten Arındırılmış GSYİH Serisi



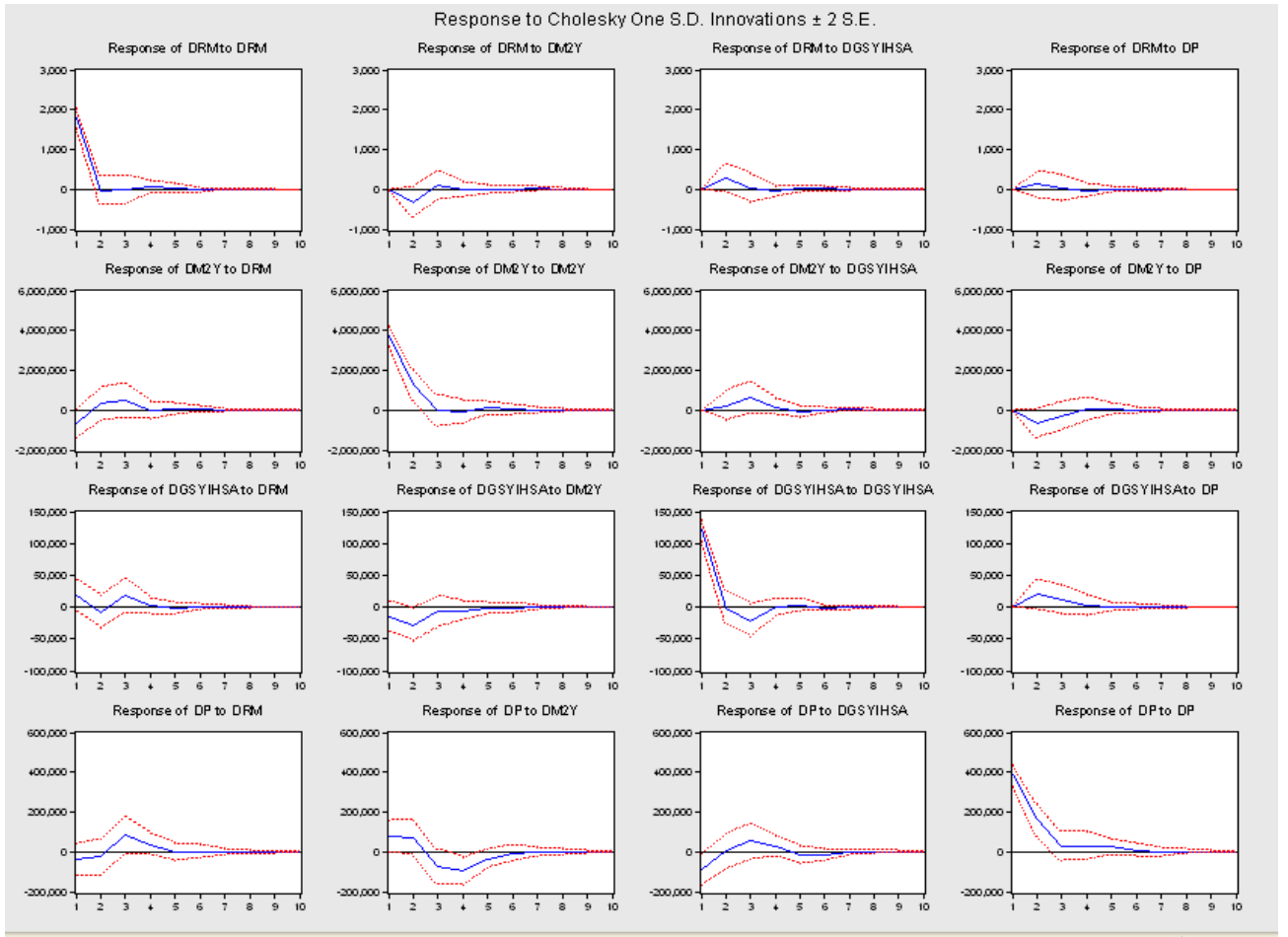
5.2.3. Değişkenlerin sıralanması

VAR modeli değişkenlerin sıralanmasına duyarlıdır. Genellikle değişkenler dışsaldan içsele doğru sıralanmaktadır. Sistemdeki ilk değişkenin en dışsal oluşu, bu değişkenin sistemdeki diğer değişkenlere gelen şoklara tepki vermediği, son değişkenin en içsel oluşu ise, söz konusu değişkenin hem kendi şoklarına hem de diğer değişkenlere gelen şoklara tepki verdiği anlamı taşımaktadır (Çiçek,2005, Kasapoğlu,2007:57). Bu çerçevede,değişkenler, RM, M2Y, GSYİH, P olarak sıralanmıştır. Aynı şekilde VAR modelinin oluşturulması ile varyans ayrıştırılmasında Cholesky sıralaması da sıralama olarak aynı sırayı önermektedir.

5.2.4. Etki tepki fonksiyonlarının sonuçları

Model Sonucu elde edilen etki-tepki fonksiyonu grafikleri Grafik-13'te gösterilmiştir. Etki Tepki Fonksiyonlarında dikey ekseninde, ilgili değişkene verilen bir standart sapmalılık artış şokuna, diğer değişkenlerin verdiği tepkinin yönü ve büyüklüğünü, yatay ekseninde ise ay ölçeğinde, şokun verilmesinden sonra geçen 10 aylık süre gösterilmektedir. Kesik çizgiler, değişkenlerin tepkisi için 2 standart hatalık güven aralığını temsil etmekte sonuçların istatistiksel olarak anlamlılığının tespitinde önemli rol oynamaktadır. Her üç çizginin 0 ekseninin altında ve üstünde toplanmaması anlamlı bir tepki vermediğini göstermektedir. Bu çalışmada standart sapmaların genel eğilimi gösterdiği düşünülerek dikkate alınmamıştır. Tüm etki tepki fonksiyonu grafiklerinde etkinin ortadan kalkarak sıfır ekseninde birleşmesi serilerinin durağan olduğunun bir göstergesidir.

Grafik-14 Etki-Tepki Grafikleri



Grafikler incelendiğinde ;

- *Yabancı Döviz Rezervine verilen 1 standart sapmalık şoka karşı para arzının tepkisi* ikinci dönemden sonra artış yönünde olmaktadır. 7.dönemden sonra şokun etkisi ortadan kalkmaktadır. Para talebindeki bu artış beklentiler yönündedir. Kullanılan M2Y değişkeni, dolaşımdaki para, vadesiz mevduat, vadeli mevduat ve döviz cinsi vadeli mevduatı kapsamaktadır. Merkez Bankasının yabancı döviz rezervlerini artırması, piyasadaki Türk lirasını arttıracaktır, aynı zamanda yabancı döviz rezervinin artan sermaye girişleriyle, özellikle portföy yatırımları, birlikte hareket ettiği

varsayıldığında, vadeli döviz mevduatında da artış olması beklenmektedir. Beşinci dönemden sonra azalarak 7. dönemden sonra tepki ortadan kaybolmaktadır. Sterilizasyon politikasının etkisi ile para arzının azalışı, sterilizasyon katsayısını hesapladığımız bölümde de bahsettiğimiz gibi, gecikmeli olarak ortaya çıkmaktadır.

- *Yabancı Döviz Rezervine verilen 1 standart sapmalık şoka karşı Gayri Safi Yurt İci Hasılanın tepkisi* dördüncü döneme kadar artış şeklinde ortaya çıkmaktadır. Dördüncü dönemden sonra şokun etkisi ortadan kalkmaktadır. Ülke ekonomisi açısından önemli bir gösterge olan GSYİH'nin tepkisi dikkate değerdir. Bu sonuçla Merkez Bankasının 2002 yılından itibaren uygulamaya çalıştığı güçlü rezerv politikasının finansal istikrara katkı sağladığı söylenebilir. Merkez Bankasının rezervlerinin ülkenin kısa vadeli borç miktarı kadar olması gerektiği ve bu miktarı aşan artışların kaynakların tam ve etkin olarak kullanılmasının önüne geçtiğini öne süren görüşün aksine bir sonuçtur. Yani artan döviz rezervi ile birlikte sermaye hareketlerine bağlı olarak yaşanan döviz ve borç çalkantılarına karşı bir savunma mekanizması oluşturulabileceği değerlendirilmektedir.
- *Yabancı Döviz Rezervine verilen 1 standart sapmalık şoka karşı enflasyonun tepki*, ilk dönemde azalış olarak ortaya çıkmıştır. Daha sonraki dört dönemde artış olarak tepki vermektedir. Bu artışın nedeni, Merkez Bankası tarafından döviz rezervlerini artırmak üzere yaptığı döviz alımlar sonucu piyasadaki likidite artışının ortaya çıkardığı enflasyonist baskıyı göstermektedir. Dördüncü dönemden sonra şoka verilen tepki sona ermektedir. Bu durumun sterilizasyon politikası sonucu, sıkı para politikası uygulamasını işaret ettiği düşünülmektedir.

- *Para arzına verilen 1 standart sapmalık şoka karşı yabancı döviz rezervinin verdiği tepki*, ilk üç dönem azalış olarak ortaya çıkmış, dördüncü dönemden sonra ise etki ortadan kalkmıştır. Granger nedensellik testinde de ortaya çıkan çift yönlü nedensellik ilişkisi etki-tepki fonksiyonları ile de ortaya çıkmıştır.
- *Para arzına verilen 1 standart sapmalık şoka karşı GSYİH'nın verdiği tepki*, ilk beş dönem negatif olarak tepki vermektedir. Para arzında meydana gelen bir artışın ekonomiyi canlandırması beklenir. Ancak etki-tepki grafiği beklenen sonucun dışında olmuştur. Finansal serbestleşme ile finansal piyasaların gelişmesi, finansal varlık ve getiri oranlarının artması para talebinde finansal sektörün reel sektöre göre ağırlığını oldukça artırmıştır. Finansal ve spekülatif bir piyasa yaratılmakta, artan para arzı GSYİH'yı uyarmamaktadır. Bu incelenmesi gereken bir konudur.
- *Para arzına verilen 1 standart sapmalık şoka karşı enflasyonun verdiği tepki*, ilk üç dönem artış, sonraki dönemlerde ise negatif tepki vermiştir.
- *GSYİH'ya verilen 1 standart sapmalık şoka karşı yabancı döviz rezervinin verdiği tepki*, ilk üç dönem artış, daha sonraki dönemlerde belirsizleşerek ortadan kalkmıştır.
- *GSYİH'ya verilen 1 standart sapmalık şoka karşı para arzının verdiği tepki*, dört dönem artış olarak tepki vermektedir.
- *GSYİH'ya verilen 1 standart sapmalık şoka karşı enflasyonun verdiği tepki*, ilk iki dönem negatif, daha sonraki üç dönem pozitif olarak tepki vererek belirsizleşip ortadan kalkmaktadır.

5.2.5. Varyans ayrıştırması

VAR sisteminin sonuçlarını ortaya çıkarmak için bir başka metot ise varyans ayrıştırmasıdır. Değişkenlerin kendilerinde ve diğer değişkenlerde meydana gelen şokların kaynağına ve önemine ilişkin bilgi verir. Sistemde yer alan değişkenlerden birinde meydana gelen değişimin kaynağını yüzde olarak olarak gösterir. Değişimin yüzde kaçının kendisinden yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir.

Tablo-9 Para Arzının Varyans Ayrıştırması

	MB Döviz Rezervi	Para Arzı	GSYİH	Enflasyon
1	3.154311	96.84569	0.000000	0.000000
2	3.345708	93.56417	0.325792	2.764336
3	4.594672	89.65585	2.526452	3.223023
4	4.588606	89.51713	2.658562	3.235697
5	4.586234	89.44827	2.719397	3.246098
6	4.597547	89.43654	2.719654	3.246262
7	4.597230	89.42738	2.728746	3.246646
8	4.597291	89.42720	2.728864	3.246642
9	4.597322	89.42676	2.729277	3.246642
10	4.597327	89.42675	2.729277	3.246643

Para arzında meydana gelen değişimin yaklaşık % 89'u kendisinden, % 4,5 yabancı döviz rezervlerinden, yüzde % 2,5 GSYİH'dan, % 3,2 ise enflasyondan kaynaklanmaktadır. Birinci dönemde para arzının şok üzerindeki etkisi % 96 iken üçüncü dönemde bu etki % 89'a düşmektedir. GSYİH ve enflasyonun birinci dönemde değişme üzerindeki etkisi sıfırdır.

Tablo-10 GSYİH'nın Varyans Ayrıştırması

	MB Döviz Rezervi	Para Arzı	GSYİH	Enflasyon
1	2.105513	1.505683	96.38880	0.000000
2	2.330178	6.429792	88.85181	2.388216
3	4.073170	6.338502	86.62612	2.962206
4	4.075956	6.516547	86.41894	2.988561
5	4.094874	6.529731	86.38959	2.985801
6	4.094388	6.534497	86.38565	2.985461
7	4.094735	6.534682	86.38525	2.985332
8	4.095272	6.534693	86.38472	2.985316
9	4.095390	6.534783	86.38449	2.985340
10	4.095392	6.534784	86.38448	2.985347

GSYİH'da yaşanan bir şokun kaynağı birinci dönemde %96 kendisinden, daha sonraki dönemlerde de ortalama % 90 kendisinden kaynaklanmaktadır. Yabancı döviz rezervinin bu değişime katkısı % 4, para arzının ise % 6 düzeyindedir.

Tablo-11 Enflasyonun Varyans Ayrıştırması

	MB Döviz Rezervi	Para Arzı	GSYİH	Enflasyon
1	0.820139	3.655871	4.688004	90.83599
2	1.058288	5.722403	3.930410	89.28890
3	4.330787	7.972749	4.986126	82.71034
4	4.690489	11.80419	5.015508	78.48981
5	4.647982	12.25213	5.072321	78.02757
6	4.641592	12.25047	5.169673	77.93826
7	4.641345	12.25370	5.169712	77.93525
8	4.642568	12.25475	5.170519	77.93216
9	4.642958	12.25466	5.170826	77.93156
10	4.642954	12.25471	5.171051	77.93128

Enflasyon, model içindeki en içsel değişken olduğundan, değişimde diğer değişkenlerin katkısı daha yüksektir. Kendisinin katkısı ortalama % 80 düzeyindedir. Para arzı % 10, GSYİH % 5 düzeyindedir. Yabancı Döviz rezervinin etkisi ilk dönemlerde sınırlı olsada sonraki dönemlerde % 4 düzeyine çıkmaktadır.

Yabancı döviz rezervi modelde dışsal olarak tanımladığımız bir değişken olup, şokun kaynağı birinci dönemde tamamen kendisinden kaynaklanmaktadır. Sonraki dönemlerde para arzı ve GSYİH'nın yüzdesi artmakta ve sırasıyla % 3 ve %2 düzeyine çıkmaktadır.

Tablo-12 MB Yabancı Döviz Rezervinin Varyans Ayrıştırması

	MB Döviz Rezervi	Para Arzı	GSYİH	Enflasyon
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	94.37368	2.930426	2.259236	0.436655
3	94.14020	3.143052	2.270504	0.446241
4	94.01906	3.135758	2.378756	0.466425
5	93.99744	3.140342	2.389013	0.473208
6	93.99493	3.140392	2.391403	0.473271
7	93.99037	3.143216	2.392997	0.473416
8	93.99009	3.143344	2.392997	0.473567
9	93.98987	3.143341	2.393208	0.473579
10	93.98986	3.143352	2.393208	0.473579

5.2.6. Granger nedensellik testi sonuçları

Test sonuçlarına göre modeldeki tüm değişkenler arasında çift yönlü nedensellik mevcuttur. Granger nedensellik testi gecikme sayısına çok duyarlıdır. Gecikme sayısının artırılmasının daha fazla önerilen bir durumdur.

Tablo-13 Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DM2Y does not Granger Cause DRM	94	1.14057	0.3449
DRM does not Granger Cause DM2Y		0.55630	0.8438
DGSYIHSA does not Granger Cause DRM	94	0.56954	0.8335
DRM does not Granger Cause DGSYIHSA		1.07811	0.3901
DP does not Granger Cause DRM	94	0.15676	0.9985
DRM does not Granger Cause DP		0.83078	0.6006
DGSYIHSA does not Granger Cause DM2Y	94	0.63235	0.7815
DM2Y does not Granger Cause DGSYIHSA		1.61966	0.1180
DP does not Granger Cause DM2Y	94	1.76441	0.0827
DM2Y does not Granger Cause DP		1.88277	0.0614
DP does not Granger Cause DGSYIHSA	94	1.10797	0.3680
DGSYIHSA does not Granger Cause DP		0.98125	0.4673

5.2.7. Eşbütünleşme testi sonuçları

Deterministik doğrusal trend varsayımı altında durağan olmayan serilere Johansen tekniği uygulanarak aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo-14 Kısıtsız Eşbütünleşme Rankı Testi (İz İstatistiği) Sonuçları

Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	Prob.**
None	79.95804	0.0000
At most 1	21.75117	0.3125
At most 2	7.111402	0.5647
At most 3	0.919705	0.3376

Tablo-15 Kısıtsız Eşbütünleşme Rankı Testi (Maksimum Özdeğer İstatistiği) Sonuçları

Hypothesized No. of CE(s)	Max-Eigen Statistic	Prob.**
None *	58.20686	0.0000
At most 1	14.63977	0.3149
At most 2	6.191696	0.5887
At most 3	0.919705	0.3376

Test sonuçlarına göre H_0 hipotezi reddedilmekte yani seriler arasında eş bütünleşmenin olmadığı reddedilmektedir. Sonuca göre eşbütünleşik vektör sayısı artırılarak yapılan test sonuçları ise reddedilememektedir.

6. Sonuç ve Değerlendirme

1980li yılların başından itibaren artan finansal küreselleşme tüm dünya ekonomilerini etkilemiştir. Finansal serbestleşme ile artan sermaye akımları Merkez Bankalarının Yabancı Döviz Rezervlerini artış eğilimine sokmuştur. Güçlü rezervler, bir yandan finansal şoklara karşı önemli bir istikrar aracı olarak görülürken, bir yandan da bu rezervlerin reel fiziksel yatırımlara ayrılacak kaynakları daralttığı düşünülmektedir.

İncelenen 2002 sonrası dönemde öne çıkan küresel likidite fazlası gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişini artırmıştır. Bu artış Merkez Bankası döviz rezervlerinin 2002 yılı başından küresel krizin etkisini gösterdiği 2009 yılına kadar üç kattan fazla bir artış göstermiştir. Finansal krizin etkisini derinleştirdiği 2009 yılında MB döviz rezervlerinde azalışlar gözlenmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki niceliksel genişleme politikalarına bağlı olarak artan küresel sermaye 2010 yılı başından itibaren Türkiye'deki sermaye akımlarını artırmıştır. Yabancı rezervler tekrar kriz öncesi seviyesine ulaşmıştır.

Teze konu olan 2002-2010 dönemde Merkez Bankası döviz rezervleri ile makro ekonomik göstergeler arasındaki ilişki incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar, döviz rezervlerinin modeldeki değişkenler içinde en dışsal değişken olduğunu göstermektedir. Döviz rezervlerinin makro ekonomik göstergelerden GSYİH'ı olumlu yönde etkilediğini göstermiştir. Bu sonuç döviz rezervlerinin atıl kaynak oluşturmadığı şeklinde değerlendirebilir. Para arzının ise ilk dönem sonrasında artırdığı tespit edilmiştir. Para arzındaki bu artış, sterilizasyon politikasının

yapılmasının nedenini göstermektedir. Sterilizasyon katsayısını hesapladığımızda tam bir sterilizasyon yapıldığını ortaya çıkarmıştır. Sterilizasyonun operasyonel çerçevesinin tam olarak zamanlamasını tespit etmek güç olduğundan katsayı hesaplamamızda dört çeyrek dönem gecikmeli olarak rezerv para değişkenleri kullanılmıştır. Para arzındaki artış tepkisi yedi dönem sonra ortadan kalkmıştır.

Merkez Bankasının sermaye hareketlerine bağlı olarak artırdığı döviz rezervleri sonucunda yaptığı sterilizasyon işlemleri, para politikasının operasyonel çerçevesinin sermaye hareketlerine bağlı olduğunu göstermektedir.

Kaynakça

- Abel, A. ve Bernanke, B. (2005). *Macroeconomics* (5.baskı). Pearson Addison Wesley.
- Aizenman, J.;Chinn,M. ve Ito,H. (2010). The emerging global financial architecture: tracing and evaluating new patterns of the trilemma configuration. *Journal of International Money and Finance*, 30, 1-27.
- Babaoğlu, D. (2005). Sermaye akımlarının yönetimi. *Uzmanlık Tezi*, Ankara: TCMB.
- Banyte, J. ve Raisyte, V. (2009). Global financial crisis reason effect and solution. Öğrenci Tebliği. İzmir. TCMB.
- Beningno,P. (2009). New Keynesian economic: an as-ad view. *NBER Working Paper Series*, 14824. <http://www.nber.org/papers/w14824>.
- Bond, J.T. (1998). Capital flows to asia: the role of monetary policy. *Empirica*. Netherlands
- Boratav, K. (2009). Bir çevrimin yükseliş aşamasında Türkiye ekonomisi, küreselleşme, kriz ve Türkiye’de neoliberal dönüşüm. *Küreselleşme kriz ve Türkiye’de neoliberal dönüşüm*. 1-24
- Boratav, K. (2009). A comparison of the two cycles in the world economy: 1989-2007, *The Ideas Working Paper Series*. 07/2009.
- Boratav,K. (2010). Üç krizde dış kaynak. *Bağımsız Sosyal Bilimciler*. www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Uye/BoratavMayis10.pdf.
- Bretschger, L. (2010). Taxes, mobile capital and economic dynamics in a globalizing world. *Journal of Macroeconomics*,1-12.
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge University Press
- Crotty, J. (2009). Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the new financial architecture, *Cambridge Journal of Economics*.33, 563-80

- Çiçek, M. (2005).Türkiye’de parasal aktarım mekanizması: VAR yaklaşımıyla bir analiz. *İktisat İşletme ve Finans*.20, 233
- Çulha, A. (2006). A structural var analysis of the determinants of capital flows into Turkey. *TCMB Working Paper*,06 (05).
- Devereux, M. ve Sutherland, A. (2008). Financial globalization and monetary policy. *Journal of Monetary Economics*. 55, 1363-1375.
- Duarte, M. ve Obstfeld, M. (2008). Monetary policy in the open economy revisited: the case for exchange-rate flexibility restored. *Journal of International Money and Finance*, 27, 949-957.
- Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2006). Global financial transmission of monetary policy shocks, *European Central Bank Working Paper*, Germany.
- Eichengreen, B.(2001).Capital account liberalization: what do cross-country studies tell us?.*The World Bank Economic Review*,Vol.15, 341-365.
- Enders, W. (2003). *Applied Econometric Time Series*, Wiley, USA
- Eryar, D.(2009).Essays on investment,real exchange rate and central bank in a financially liberalized Turkey, *UMI, Proquest*.
- Genberg, H; McCauley, R.;Park,Y. ve Persaud, A. (2005). Official reserve and currency management in Asia: Myth, reality and the future. *Centre for Economic Policy Research*. London.
- Glick, R., Hutchison, M. (2009). Navigating the trilemma: capital flows and monetary policy in China. *Journal of Asian Economics*, 20. 205-224.
- Goodhart, C.A.E. (2008). The background to the 2007 financial crisis, *Springer-Verlag*. 4:331-346.
- Goodhart, C.A.E.,Mahadeva,L.Spicer,J. (2003). Monetary policy’s effects during the

- financial crisis in Brasil and Korea, *International Journal of Economics and Finance* 8, 55-79.
- Goodhart, C.; Hofmann B. ve Segoviano M. (2004). Bank regulation and macroeconomic fluctuations. *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (4), 591-614
- Göğebakan-Önder, A. (2008). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Temel Bilanço Büyüklükleri ve Enflasyonun Açıklanmasındaki Görelî Önemi, 1990-2007. *Uzmanlık Tezi*. Ankara. TCMB.
- Gujarati, N.D. (1999). *Temel Ekonometri*, Literatür Yayıncılık, İstanbul
- Karluk, R. (2007). *Uluslararası Kuruluşlar*, Beta Yayınları, İstanbul
- Kasapoğlu, Ö. (2007). Parasal aktarım mekanizmaları: Türkiye için bir uygulama, *Uzmanlık Tezi*, TCMBAnkara.
- Kasman, A., Ayhan D. (2007). Foreign exchange reserves and exchange rates in Turkey: Structural Breaks, unit roots and cointegration, *Economic Modelling*. 25, 83-92.
- Keyder, N. (2008). *Para*, Seçkin Yayıncılık, Ankara
- Mishkin, F. (2009). Globalization and financial development, *Journal of Development Economics* 89, 164-169
- Neumann R.; Penl R. ve Tanku A. (2009). Volatility of capital flows and financial liberalization: do specific flow respond diffeantly?. *International Review of Economics and Finance*, 18, 488-501.
- Özdemir, A. (2009). Para politikası, parasal büyüklükler ve küresel mali kriz sonrası gelişmeler. TCMB Çalışma Tebliği, 09/5.
- Özmen, E, Yalçın C. (2007) Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye’de Reel Sektör Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu, *TCMB Çalışma Tebliği*, 07/06.
- Parasız, İ. (2000). *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*, Ezgi Kitabevi, Bursa

- Rodrik, D. (2009). The Turkish economy after the crisis, *Turkish Economic Association*. Discussion Paper 2009/9. www.tek.org.tr.
- Sanchez-Fung, J. (2008). Measuring infaltion targeting's impact on the macroeconomy. *Applied Economics Letters*, 15(13), 1027-1035.
- Stiglitz, J. (2004). Capital-market liberalization, globalization and the IMF, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.20, No.1
- Stiglitz, J. (2008). Making globalization work-the 2006 geary lecture, *The Economic and Social Review*, Vol.39, No.3, Winter, 171-190.
- Taner, E. (2008). Globalleşen dünyada merkez bankalarının fazla likidite yönetimi ve Türkiye Örneği. *Uzmanlık Tezi*. Ankara TCMB
- TCMB. (2006). TCMB Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları, Ankara.
- Ugur, M. (2002). An open economy macroeconomics reader. London and Newyork. Rourledge.
- Uygun, E.(2010). The global crisis and the turkish economy, *Turkish Ecomonic Association*. Discussion Paper 2010/3. www.tek.org.tr
- Yeldan, E.ve Boratav, K. (2001). Turkey,1980-2000: financial liberalization, macroeconomic (in) stability, and patterns of distribution.www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.pdf
- Yeldan, E. (2007). Neoliberal küreselleşme ideolojisinin kalkınma söylemi üzerine değerlendirmeler. www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Praksis-2002.pdf
- Yeldan, E. (2009). On the nature and causes of the collapse of the wealth of nations 2007/2008: the end of a façade called globalization.www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan2009_GlobalCrisis.pdf
- Yeldan, E. (2009). Finans Çağında Eklemlenme Kalıpları: Liberal Küreselleşmenin

Çevresel Bir Ekonomisi Olarak Türkiye Örneği, *Küreselleşme, Kriz ve Türkiye’de Neoliberal Dönüşüm*, 129-157

Yeldan, E. (2009). Patterns of adjustment in the age of finance: the case of turkey as a peripheral agent of neoliberal globalization. The Ideas Working Paper Series, 01/2009.

Yeldan, E., Pamukcu, T. (2005). Country Profile: Turkey Macroeconomic Policy and Recent Economic Performance, Ankara.

Yeldan, E. ve Cömert, H. (2008). Interest rate smoothing and macroeconomic instability under post-capital account liberalization Turkey. *Political Economy Research Institute, Working Paper Series*, 173.

Yıldırım, K., Karaman, D., Taşdemir, M. (2007). *Makroekonomi*, Seçkin Yayınları, Eskişehir

Yükseler, Z. (2009). Türkiye’de kriz dönemlerinde ekonomik gelişmeler ve ödemeler dengesi uyumu, Ankara. TCMB, Temmuz.

Wolf, M. (2004). Globalization and global economics governance. *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (1), 72-84.