

Araştırma Makalesi

Dünya Ticaret Korumacılığının Finansal Piyasalara Etkisi: Türkiye için Bir Analiz

Impact of Global Trade Protectionism on Financial Markets: An Analysis on Turkey

Derya YILMAZ Dr. Öğretim Üyesi, Bursa Uludağ Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi deray@uludag.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-2478-2305	Filiz ERYILMAZ Dr. Öğretim Üyesi, Bursa Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi filizg@uludag.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-3010-8421	
Makale Gönderme Tarihi 28.01.2020	Revizyon Tarihi 05.03.2020	Kabul Tarihi 11.03.2020

Öz

Son yıllarda dünya genelinde ticarete korumacılık giderek artış göstermektedir. Özellikle global finansal kriz sonrasında da ülkeler korumacı önlemlere daha sık başvurur hale gelmişlerdir. Dünya genelinde artan bu ticaret savaşları küresel belirsizliği artırarak finansal piyasaları da etkilemektedir. Ticaret politikası belirsizliği ya da ticaret savaşı ihtimali arttıkça sermaye gelişmekte olan piyasalardan daha gelişmiş ülke piyasalarına –güvenli piyasalara- kaçmaktadır. Bu da Türkiye gibi yabancı yatırıma ihtiyacı olan ülkeleri zor duruma sokmakta ve döviz kuru üzerinde yukarı yönlü bir baskı yapmaktadır. Bu çalışmada ticarete artan korumacılık eğilimleri sonucu oluşan politika belirsizliğinin CDS'ler üzerine olan etkisi ampirik olarak incelenecektir. Politika belirsizliği göstergesi olarak Google Trend'ten yararlanılarak ticaret politikası belirsizliği endeksi oluşturulmuştur. Bu iki seri arasındaki ilişki Johansen (1988) ve Johansen/Juselius (1990) Eşbütünleşme Analizi ile incelenmiş ve ardından söz konusu bu ilişkinin yönü Vektör Hata Düzeltme Modeline (VECM) dayalı nedensellik analizi yardımı ile ortaya koyulmuştur. Elde edilen bulgulara göre dünya genelinde ticaret belirsizliği arttığında, Türkiye bu belirsizliğin bir tarafı olmasa da, Türkiye'nin riski de artmakta, dolayısıyla Türkiye'ye yatırım çekmek zorlaşmaktadır.

Anahtar Sözcükler: Ticaret savaşları, Korumacılık, Eşbütünleşme Analizi, Hata Düzeltme Modeli (VECM)

Abstract

In recent years, trade protectionism has been increasing worldwide. Especially after the global financial crisis, nations have implemented preventive measures more frequently. The increasing worldwide trade wars exacerbated global uncertainty and affected financial markets. As the uncertainties in trade policies or the possibility of a trade war increased, capital started to escape from emerging markets to more developed nations, in other words to safer markets. This led to challenges for nations with foreign investment needs such as Turkey and exerted an upward pressure on the exchange rate. The present study aimed to empirically analyze the impact of policy uncertainty due to higher protectionism tendencies in trade on CDS. A trade policy uncertainty index was developed using Google Trend as a political uncertainty indicator. The correlation between the two series was analyzed with Johansen (1988) and Johansen/Juselius (1990) Cointegration Analysis, and then the direction of the correlation was determined with causality analysis based on the Vector Error Correction Model (VECM). Based on the study findings, it was determined that when global trade uncertainty increased worldwide, the risk of Turkey increased although Turkey was not a party to the uncertainty; and thus, it was difficult to attract further investments to Turkey.

Key Words: Trade Wars, Protectionism, Cointegration Analysis, Vector Error Correction Model (VECM)

Önerilen Atıf/Suggested Citation

Yılmaz, D. – Eryılmaz, F. 2020. Dünya Ticaret Korumacılığının Finansal Piyasalara Etkisi: Türkiye için Bir Analiz, Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, 55(1), 616-635

1. Giriş

Liberal iktisadın temellerinden serbest ticaret herkesin yararınadır görüşü her ne kadar ekonomistler ve politikacılar tarafından yaygın olarak kabul edilse de ticarette korumacılık her zaman politika aletleri arasında varlığını sürdürmüştür. Özellikle kriz dönemlerinden sonra politikacılar sıklıkla korumacı ticaret politikası önlemlerine başvurmuşlardır.

Global finansal krizden sonra da –tarihte diğer krizlerden sonra olduğu gibi- korumacı politikalar daha fazla kullanılmıştır. Ancak bu korumacı önlemler son dönemde –ABD’nin yeni Başkanı’nın Ocak 2017’de göreve başlamasıyla birlikte ivmelenmiş hatta ticaret savaşlarına evrilmiştir. ABD Hükümeti birçok malda ve özellikle Çin ile olan ticaretinde tarife düzeylerini yükseltmiştir. Bu tarife artışlarının tüm ekonomileri derinden etkileyeceği birçok ekonomist ve araştırma tarafından ortaya konmuştur. IMF Başkanı Lagarde; ABD ve Çin arasındaki bu savaşın 2020’de küresel GSYİH’yı yaklaşık %0.5 düşüreceğini tahmin ettiklerini açıklamıştır. Bu konuda yapılan çalışmaların bir kısmı gerçekleşen tarife artışlarının özellikle ABD ekonomisindeki etkileri üzerinde durmaktadır (Amiti vd., 2019; Fajgelbaum vd., 2019). Bir grup çalışmada küresel çapta bir ticaret savaşının hangi ülkeleri ne kadar etkileyeceğini simülasyonlarla ortaya koymuştur (Rutherford vd., 2018; Berthou vd., 2018; Ossa, 2019; Freund vd., 2019).

Ancak bu çalışmalarda finansal piyasalara etkiler üzerinde yeterince durulmamıştır. Özellikle ticari gerilimlerle birlikte artan belirsizlik finansal piyasaları, ülke ticaret savaşına taraf olmasa bile etkileyebilmektedir. Dünya Bankası, ticarette artan belirsizliğin bir ticaret engeli niteliğinde olduğunu altını çizmektedir. Özellikle ticari belirsizlik arttığında gelişmekte olan ülkelere fon daha gelişmiş ülkelere- güvenli limanlara- kaçabilmektedir. Bu da gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını olumsuz etkilemektedir. Bu çalışmanın da amacı ticarette artan belirsizliğin gelişmekte olan ülke örneği olan Türkiye finansal piyasalarını negatif etkileyip etkilemediğinin belirlenmesidir.

Ticarette artan belirsizliği ifade etmek üzere Google Trends’ten yararlanarak Ticaret Belirsizliği Endeksi (TBE) oluşturulmuştur. TBE ile Türkiye tahvillerinin CDS’leri arasındaki ilişki Johansen (1988) ve Johansen/Juselius (1990)’a ait eşbütünleşme testi ile araştırılmıştır.

Bu amaçla çalışmada önce korumacılığın ekonomik nedenleri üzerinde durulmuş, ardından da korumacılığın nasıl bir tarihsel süreç izlediği ve ticaret savaşlarına dönüştüğü incelenmiştir. Korumacılığın ve artan ticari gerilimlerin finansal piyasalara etkilerinin tartışıldığı dördüncü bölümden sonra beşinci bölüm data ve ekonometrik metodolojiye, altıncı bölüm ise bulgulara ayrılmıştır. Son bölümde ise elde edilen sonuçlar değerlendirilmiştir.

2. Korumacılığın Ekonomik Nedenleri

Politik karar vericiler genellikle yurtiçi istihdam piyasası üzerindeki etkisi üzerinden korumacılığı savunurlar. Serbest ticaret sonucu bazı endüstriler ithal ürünlerle rekabet edemez ve bu endüstrilerde çalışan işçilerde bu doğrultuda işsiz kalırlar. Bu görüşü savunanlara göre serbest ticaret sonucu kendi işçimiz yerine yabancı ülkenin işçisini çalıştırırız. Bu argüman kitleleri etkilese ve geniş seçmen kesimleri üzerinde etkili olsa da bir çok iktisatçı tarafından da eleştiri almaktadır. Serbest ticaret sonucu etkin olmayan endüstriler yok olacak ve etkin endüstriler gelişecektir. Bu yapısal bir transformasyondur. Etkin olmayan endüstrilerde işsiz kalan kesimleri yeniden eğitmek ve diğer endüstrilere uygun nitelikler kazandırmak sosyal politika geliştirmek vasıtasıyla hükümetin işidir (Yılmaz ve Divani, 2018; Zandi vd., 2019, s.14).

Öbür taraftan korumacılığın savunulabildiği ekonomik argümanlar da vardır. Örneğin Johnson (1953), büyük bir ülkenin tarife koyduğunda ticaret hadlerini kendi lehine çevirebileceğini göstermiştir. “Optimum tarife” olarak bilinen bu tarife ile bir ülke korumacılıkla refahını artırabilmektedir (Rodrik, 2018, 80). Ancak bu refah artışı küçük bir ülkenin aleyhine olan bir artıştır.

Korumacılık lehine savunulabilecek argümanlardan bir diğeri ise ulusal güvenlik argümanıdır. Bu görüşe göre, uluslar özellikle güvenlikleri ile ilgili endüstrilerde –savunma sanayii gibi- kendi

kendilerine yeterli olmak isterler. Zandi vd. (2019), bu kapsamda sayılabilecek mal sayısının oldukça az olduğunu ve genel anlamda artan korumacılığın bir açıklaması olamayacağını da altını çizmektedir.

Uluslararası ticarete özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından ortaya konabilecek bir diğer argüman ise “bebek sanayi argümanı”dır. Aslında bu argüman Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) tarafından da haklı bir korumacılık nedeni olarak görülmektedir. Bir endüstriyi yeni gelişmeye başladığı dönemde uluslararası rekabete açmak o endüstrinin gelişmesini engelleyebilir hatta endüstrinin yok olmasına neden olabilir. Daha yeni kurulmuş yeni gelişen endüstrilerin uluslararası olgunlaşmış rakipleri ile mücadele etmesi için biraz zamana ihtiyaçları vardır. Bu dönemde o endüstriyi geçici olarak korumak, endüstri yeterince gelişince ve rekabet edebilir düzeye ulaşınca uluslararası rekabete açmak daha doğru olacaktır. Ancak, hangi endüstrinin gelecek vaat ettiğini belirlemek de oldukça zordur. Gelişip olgunlaştığında bile uluslararası rekabete dayanamayacak bir endüstri daha yeni kurulduğunda uluslararası rekabete karşı korunabilir.

Tüm bu argümanlara rağmen korumacılık kaynakların etkin dağılımını bozar. Bu aynı zamanda daha düşük bir ekonomik refah anlamına gelmektedir. Ayrıca uluslararası rekabetin olmayışı piyasa gücünü arttırır. Bu da fiyatların artması ile sonuçlanır. Kısaca korumacılık tüm bir ekonomi pahasına bir grubun daha fazla kazanması demektir. Adam Smith’te korumacılığı; bir grup rant kollayıcı üretim grubunun lobi faaliyetlerinin başarısı olarak tanımlamaktadır (ECİPE, 2010, s.8).

3. Artan Korumacılık ve Ticaret Savaşları

Korumacılığın kökenleri Merkantilist düşünceye dayanır. Merkantilizmin hâkim olduğu 16. ve 17. Yüzyıllarda ticaretin amacı hazinenin altın stoklarının artırılmasıdır (Kindleberger, 1984). Hazinenin altın stoklarının artırılması ise ancak dış ticaret fazlası ile mümkün olabilecektir. Öyleyse ihracat mümkün olduğunca arttırılmalı, ithalat ise kısıtlanmalıdır. Bu sayede ülkeye altın girecektir. Altın stoku sabit olduğuna göre, bir ülke altın stoklarını arttırırken bir ülke de altın stoklarını kaybedecektir. Kısaca, uluslararası ticaret bir tarafın kazandığı bir tarafın kaybettiği sıfır toplamı bir oyundur.

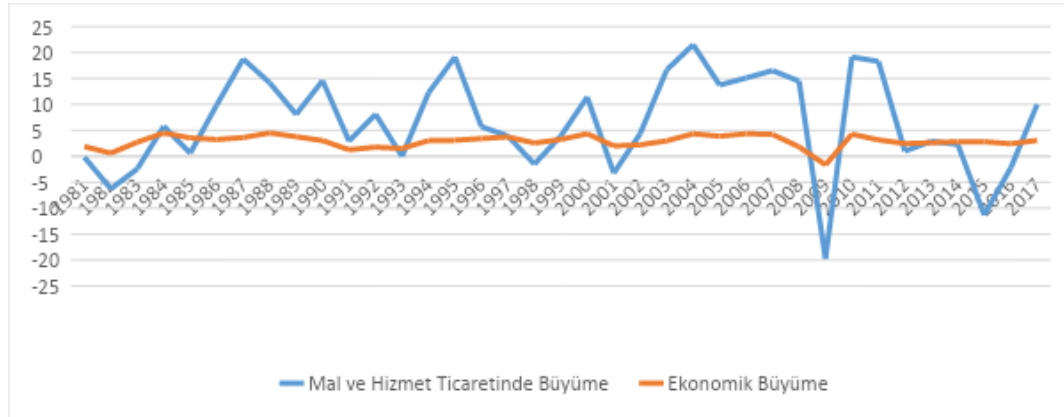
Sanayi devrimi ile birlikte üretimin artması ve kitle üretimine geçilmesi merkantilist düşüncenin de sonunu getirmiştir. Artık bu üretim yığınlarına pazar bulma gerekliliği ortaya çıkmıştır. 1776’da Adam Smith *Milletler’in Zenginliği* adlı kitabı ile ticaretin herkesin yararına olduğunu göstermiştir. Sanayi devriminin getirdiği fazla üretimi satma ihtiyacı ile birlikte İngiltere Smith’in serbest ticaret yanlısı görüşlerinin en önemli destekçisi olmuştur. Liberal iktisadi düşüncenin en temel paradigmalarından biri olan serbest ticaret zamanla geniş bir destekçi kitlesi edinmiştir.

Ancak korumacılık fikri de hiçbir zaman tam olarak ortadan kalkmamıştır. Özellikle kriz dönemlerinden sonra ülkeler sıklıkla korumacı politika aletlerinden yararlanmışlardır. Bunun ilk örneği 1929 Büyük Depresyon’dan sonra 1930 yılında yasalaşan Smooth-Hawley tarifeleridir. Önce ABD’de sonra da misilleme ile diğer ülkelerde tarifeler yaklaşık %40-48 oranında artmıştır (Galbraith, 2009). Bunun sonucunda da küresel ticaret yaklaşık %65 oranında azalmıştır. Eichengreen ve Irwin (2010)’e göre bu tarifeler Büyük Depresyon’un uzun sürmesinin en önemli nedenidir.

Ülkeler iki savaş arasındaki bu çatışma döneminin etkilerinin ağır yaşanması ile birlikte İkinci Dünya Savaşı sonrası daha kooperatif davranmaya başlamışlardır. Savaş sonrası hegomonik güç olarak ortaya çıkan ABD öncülüğünde ülkeler *Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması*’nı (*General Agreement on Tariffs and Trade, GATT*) imzalamışlardır. Bu anlaşma serbest ticareti hedef almakta ve ülkelerin birbirlerine uyguladıkları tarifelerin kademeli olarak indirilmesini takvime bağlamaktadır. GATT anlaşmalar dizini tarifeleri indirmede ve ticareti serbestleştirmede başarılı olmuştur. Dünya ticareti ve bununla birlikte Dünya GSYİH’sı da artış göstermiştir (Bkz. Şekil.1). Ancak 1970’li yıllarda ard arda gelen petrol şokları ve Bretton Woods paritelerinin terk edilip dalgalı kurlara geçilmesi ABD’de enflasyonun patlak vermesiyle sonuçlanmıştır (Kindleberger ve Aliber, 2013). Enflasyon ve doların değerlenmesiyle ABD şirketleri rekabet

avantajlarını kaybetmişlerdir. GATT anlaşması çerçevesinde tarifelerin arttırılmadığından gönüllü ihracat kısıtlamaları, teknik ve çevre standartları gibi düzenlemeler de korumacılık amaçları ile kullanılmaya başlanmıştır. Bu korumacılık önlemlerine *yeni korumacılık* önlemleri denilmektedir.

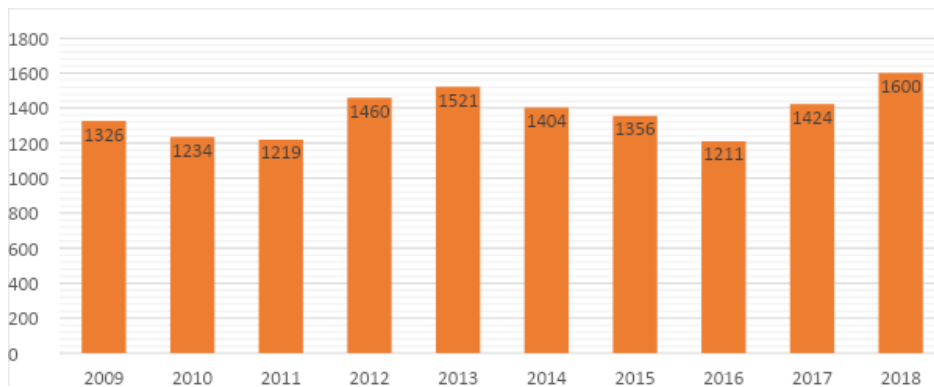
Şekil 1. Mal ve Hizmet Ticaretinde Yıllık Artış ve Ekonomik Büyüme (%)



Kaynak: UNCTAD ve kendi hesaplamalarımız

GATT anlaşmalar dizini 1994 yılında düzenli sekreteryası olan Dünya Ticaret Örgütü (World Trade Organisation, WTO)'ne dönüşmüştür. Ticaretin serbestleştirilmesi ile birlikte, 1980-2007 arasında küresel ticaret yedi kat artmıştır. Ancak 2008 krizi hem küresel ticareti hem de ekonomik büyümeyi sekteye uğratmıştır. Her kriz döneminden sonra olduğu gibi bu krizin ardında korumacı önlemler birbiri ardına uygulanmaya başlamıştır. Krize müdahale politikaları öncelikle ülke içindeki sanayileri korumaya yönelmiştir. ABD'nin Ekim 2008'de mali canlandırma paketi olarak yürürlüğe koyduğu Toparlanma ve Yeniden Yatırım 2009 Yasası (Recovery and Reinvestment Act 2009), yurtiçi malların satın alınması şartı içermektedir. Endonezya, Avusturalya ve Çin de benzer uygulamalar başlatmışlardır (UNCTAD, 2010).

Şekil 2. Küresel Finansal Kriz Sonrası Alınan Önlemler (2008-2018 Dünya Toplamı)

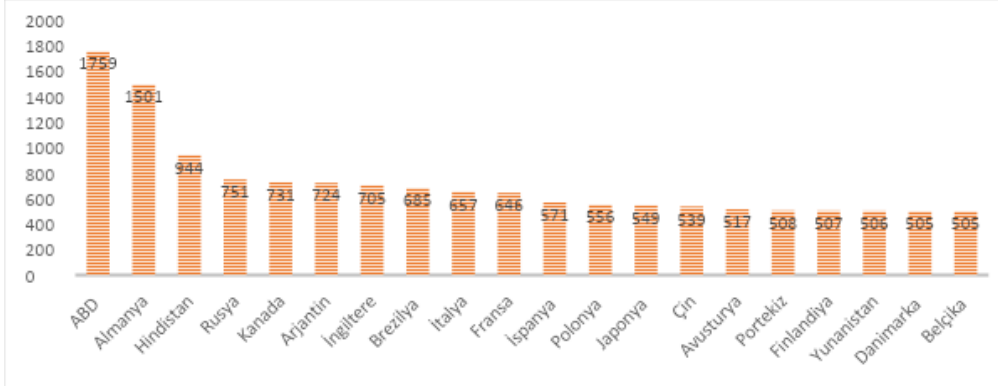


Kaynak: Global Trade Alert

Şekil 2'den de görüldüğü üzere kriz sonrasında hükümetler birçok önlem almışlardır. Bu önlemlerin ancak küçük bir kısmına son verilmiştir. 2017'den sonra Trump'ın ABD Başkanı olması ile birlikte korumacılık önlemleri de artmıştır. Kriz sonrası hükümetlerin, bazı endüstrileri

krizin etkisinden kurtarmak için yaptığı yardımlar, ihracat dışı sübvansiyon kapsamında sınıflandırılmıştır. Bu alınan önlemlerin %28.8'i ihracat dışı sübvansiyonlardan oluşmaktadır. Yaklaşık olarak %23.7'si ihracatla ilgili önlemlerdir, %16.5'i ise tarife önlemleridir.

Şekil 3. Küresel Finansal Kriz Sonrası Ülkelerin Uyguladıkları Korumacılık Önlemleri (2008-2018)



Kaynak: Global Trade Alert

Şekil 3; ülkeler özelinde uygulanan korumacılık önlemlerini göstermektedir. Görüldüğü üzere korumacılık önlemlerine en çok başvuran ABD olmuştur. ABD'yi Almanya, Hindistan ve Rusya takip etmektedir. En çok müdahaleye maruz kalan sektörler ise demir ve çelik ürünleri, motor ve motor parçaları ve diğer mamul metal ürünleridir. Artan bu korumacılık önlemleri Küresel Finansal Kriz sonrasında ülkelerin serbest piyasa ekonomisinden uzaklaşıp, müdahaleci devlet uygulamalarına daha çok yer verdiğini göstermektedir.

2017 yılında Trump'ın ABD Başkanı olarak göreve başlaması ile artık korumacılık yerini ticaret savaşlarına bırakmıştır. Seçim öncesi serbest ticaret karşıtı söylemleri kullanan Trump, seçim sonrası bu vaatleri yerine getirmeye başlamış, öncelikle Trans-Pasifik Ticaret Ortaklığı'ndan çekildiğini açıklamıştır. Ardından da NAFTA ile ilişkilerin yeniden gözden geçirileceğini duyurmuştur. 2018 başında ise ilk tarife hamleleri gelmiş, güneş panelleri ve çamaşır makineleri ithalatında tarifeler arttırılmıştır. Ancak bu ithalatın küçük bir kısmını ilgilendirdiği için çok fazla tepki çekmemiştir. Asıl tepkiyi Mart 2018'de alüminyum ve çeliğe getirilen tarife artışı ile almıştır. Bazı ülkeler bu tarife artışlarından geçici olarak muaf olsalar da bu muafiyet Haziran 2018'de sona ermiştir.

ABD bu genel tarife artışlarından sonra Temmuz 2018'de Çin'in teknoloji transferi, entelektüel mülkiyet hakları ve inovasyon konusunda ABD'nin haklarını ihlal ettiği gerekçesiyle direkt olarak Çin'i hedef almış ve Temmuz 2018'de 34 milyar dolar, Eylül 2018'de ise 16 milyar dolarlık Çin'den ithalatına vergi koyacağını açıklamıştır. Bunun yanı sıra yine aynı nedenlerle 200 milyar dolarlık ithalatında daha vergi artırımına gideceğini duyurmuştur. Tabii ki Çin'de ABD'nin her adımından sonra misillemede bulunmuştur. Çin de 121 milyar dolarlık ABD ithalatında vergileri arttırmıştır.

Özet olarak tarife artışları sonucunda; ABD'nin Çin'e uyguladığı tarifeler ortalama %3'ten, %12'ye çıkmıştır. Çin'in ABD mallarına uyguladığı tarifeler ise %10'dan %18'e yükselmiştir (Bown, 2019, 2). Devarajan vd. (2018)'e göre ticaret anlaşmazlıkları küresel ticareti % 2.5 oranında düşürmüştür.

Tarife artışları en çok ABD ekonomisine zarar vermiştir. Amiti vd. (2019), 2018 boyunca uygulanan tarife artışlarının ABD ekonomisine maliyetinin aylık olarak 1.4 milyar dolar olduğunu hesaplamışlardır. Ayrıca yazarlar küresel tedarik zinciri ve finansal piyasalar hesaba katılırsa bu maliyetin daha da artacağını eklemiştir. Fajgelbaum vd. (2019) ise elastikiyetler üzerinden

maliyetleri hesaplamışlardır. Tarife artışlarının net etkisinin yaklaşık 7.8 milyar dolar, yıllık GSYİH'nın %0.04'ü olduğunu bulmuşlardır.

Bu tarife artışlarında asıl korkulan ise 1930'lı yıllarda Smooth- Hawley tarifelerinde olduğu gibi tarife artışlarının diğer sektörler ve ülkelere sıçramasıdır. WEO(2019)'a göre bugün Dünya 1930'lı yılların Dünyasından daha entegredir ve küresel çapta yaşanabilecek ticaret savaşlarının etkisi daha yıkıcı olacaktır. Literatürde bir çok çalışmada simülasyonlarla ticaret savaşının muhtemel etkileri araştırılmıştır (Rutherford vd., 2018, Berthou vd., 2018, Freund vd., 2018, Ossa, 2019). Bu çalışmalardan elde edilecek ortak bir sonuç, ticaret savaşlarının tüm ülke ekonomilerine ciddi zarar vereceğidir.

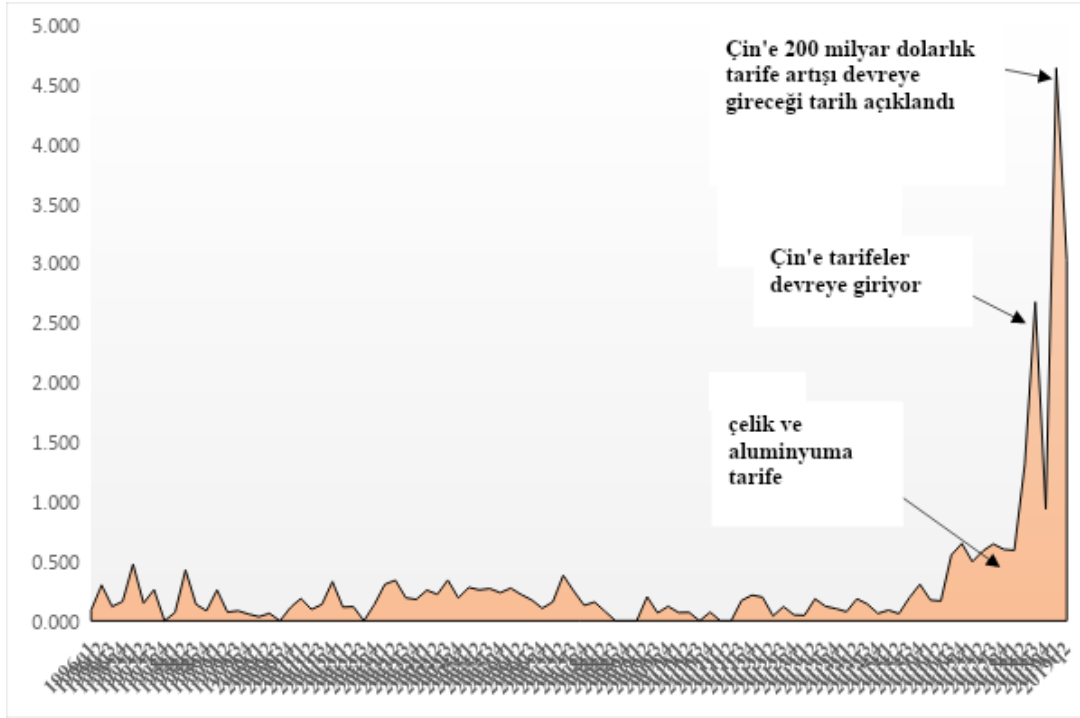
4. Finansal Piyasalara Etkisi

Korumacı politikalar –tarife artışlarından ticaret savaşlarına- ülke ekonomilerine ciddi zararlar vermektedir. Literatürde yapılan çalışmalar genellikle reel ekonomiye etkisi üzerine yoğunlaşmaktadır. Oysa finansal piyasalar üzerinden etkileri düşündüğümüzde ticari gerilimler ticaret savaşına taraf olmayan ülkeleri bile etkileyecektir.

Serbest ticaret ve küreselleşme küresel enflasyonun düşmesine neden olmuştur. Uluslararası düzeyde artan rekabet işgücü maliyelerinin düşmesini gerekli kılmıştır (Carstens, 2018, s.4). Korumacılık bu süreci tersine çevirecek ve fiyat artışlarına neden olacaktır. Handley ve Limao (2019) küresel düzeyde fiyatların %2 artacağını tahmin etmişlerdir. Özellikle sanayi için temel hammadde olan çelik ve alüminyumun fiyatının artması diğer bazı sektörlerde de fiyat artışlarına neden olacaktır. Bu sektörlerin kâr oranları da bu doğrultuda azalacaktır (Dizoli ve Van Roye, 2018). General Electric ve General Motors beklenen kârlarında bir azalma açıklamışlardır (Huang vd., 2019, s.70). Bu da hisse senedi fiyatlarının düşmesi ile sonuçlanacaktır.

Jordan (2018) ise bu tarife artışlarının arz-yanlı bir şok niteliğinde olduğunu vurgulanmaktadır. Bir yandan fiyatlar artarken bir yandan da üretim düşecektir. Bu da para politikasının uygulanmasını zorlaştıracaktır. Özellikle FED açısından para politikasını yönetmek daha problemli bir hale dönüşecektir. Genişletici politika uygulaması doların değerinin düşmesi ile ABD'li üreticilerin rekabet gücünü artırırken enflasyonu da arttıracaktır. Daraltıcı bir politika ise enflasyonu düşürürken doların değer kazanması ile birlikte rekabet kaybına neden olacaktır.

Bu saydıklarımız finansal piyasalara direkt etkilerdir. Bu etkilerin yanı sıra özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri daha çok etkileyecek dolaylı etkiler de söz konusudur. En önemli dolaylı etki ise küresel belirsizliğin artmasıdır. Şekil 4'te Baker vd. (2016) tarafından hazırlanan *Dünya Ticaret Belirsizlik Endeksi* gösterilmiştir. Bu endeks 1996'dan günümüze kadar ticarete yaşanan belirsizlikleri göstermektedir. Seri en yüksek değerini 2018'in üçüncü çeyreğinde Çin ve ABD arasındaki ticari gerilimlerin en çok arttığı dönemde almıştır.

Şekil 4. Dünya Ticaret Belirsizliği Endeksi

Kaynak: Baker vd. (2016), www.policyuncertainty.com

Ticarette artan belirsizlik ekonomilere birkaç kanaldan etki etmektedir. İlk olarak, portföyler bir ticaret savaşı ihtimali yükseldiği zaman daha güvenli gördükleri finansal piyasalara ve daha sağlam paralara –dolar, Euro, yen gibi- yönelecektir. Bu gelişmekte olan ülkelere sermaye kaçıışı anlamına gelmektedir (Dizoli ve Van Roye, 2018). Sermaye kaçıışı; paralarının değer kaybetmesine, gelişmiş ülkelerinin paralarının ise değer kazanmasına neden olacaktır. Gelişmekte olan ülkelere yükselen kurlar, bu ülkelerin ithalatını da düşürecek ve nihayetinde gelişmiş ülkelerin ihracat potansiyelleri düşecektir. Sonuçta Dünya ticareti azalacaktır. İkinci olarak, gelişmekte olan ülkelerin paralarının değer kaybetmesi bu ülkelerin yabancı para cinsinden borçlarının da artmasına neden olacaktır. Bu ülkeler daha riskli görünecek ve tahvil spreadleri de bu doğrultuda artacaktır (Carstens, 2018, s.7). Bu ülkelerde kredi kısıtına yol açacak, bu süreçte yatırım, üretim ve istihdam da azalacaktır. Gelişmekte olan ülkelerin gelirinin azalması ihracat taleplerinin düşmesi anlamına geleceğinden Dünya talebi ve geliri de bunu takiben düşecektir. Şekil 5'te Türkiye'nin CDS spreadleri gösterilmiştir. ABD ve Çin arasındaki gerilimler arttıkça CDS'lerin de arttığı şekilden izlenebilmektedir.

Şekil 5. Türkiye'nin CDS Spreadleri (5 yıllık tahvil)

Kaynak: Bloomberg

Buna ek olarak, küresel belirsizlik arttığında firmaların yatırım kararlarını erteleyeceklerdir. Sermaye malı üretimi azalacak üretim ve istihdam düşecektir (Zandi vd., 2018, s.6). Caldara, vd. (2019), 2017-2018'de artan ticaret belirsizliğinin toplam yatırımları %1 ile %2 arasında azalttığını bulmuşlardır. Üretimde ve kâr oranlarında düşüş beklentisi hisse senedi piyasalarında azalışa yol açacaktır. Hisse senedi piyasaları da ABD ve Çin arasındaki ticari gerilimler arttığında negatif etkilenmiş, hem Shanghai Composite Index hem de Standard & Poor's 500 endeksi ticari gerilimlerin doruk noktasına çıktığı Eylül 2018'de azalmıştır.

5. Data ve Ekonometrik Metodoloji

Bu çalışmada ticaret ile ilgili gerilimlerin ve ticaret savaşı ihtimalinin yükselmesinin finansal piyasalara etkisi gelişmekte olan ülke örneği olan Türkiye üzerinden incelenmiştir. Çalışmanın amacı ticaret gerilimleri arttığında Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaların etkilenip etkilenmediğinin belirlenmesidir. Bu amaçla çalışmada Türkiye için 5/3/2018-29/7/2019 dönemini kapsayan cds ve totalgoogletrend_tr verileri kullanılmış ve her iki değişken arasında uzun dönemli ilişki olup olmadığı ve eğer bir ilişki söz konusu ise söz konusu bu ilişkinin yönü anlaşılmaya çalışılmıştır. Bu amaçla öncelikle ticarete artan belirsizliği ölçmek üzere Ticaret Belirsizliği Endeksi (TBE) oluşturulmuş ve TBE Endeksi ile Türkiye'nin CDS'leri arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Ticaret Belirsizliği Endeksi (TBE)

Ekonomide belirsizlikteki artışın ekonomiyi ne kadar ve hangi kanallardan etkilediği literatürde birçok çalışmada ele alınmıştır (Caballero,1991; Bloom, 2009; Bloom, 2014; Bloom vd., 2018, Baker vd., 2016; Chari, 2018). Bu çalışmalardan ekonomik belirsizliği yakalamak için Baker vd. (2016)'ın metodolojisi ön plana çıkmıştır. Yazarlar ABD'de yayımlanan on gazetenin makalelerinde “ekonomi”, “belirsizlik”, “bütçe açığı” gibi kelimelerin toplam kelime sayısı içindeki oranını ekonomik belirsizlik endeksi olarak kullanmışlardır. Yazarlar benzer bir analizi ticaret politikası belirsizliği için de hesaplamışlardır. 1996'dan beri başlayan endeks çeyrek yıllık frekansta hazırlanmıştır (Bkz. Şekil 4). Benzer bir çalışma Caldara vd. (2019) tarafından yapılmıştır. Yazarlar Baker vd. (2016)'nın analizine benzer olarak yine belli başlı ABD gazetelerindeki “ticaret”, “korumacılık”, “tarife”, “ithalat vergisi” gibi sözcüklerin toplam sözcükler içindeki oranına bakmışlardır. Ayrıca bir diğer yöntem olarak şirketler kesimindeki şirket yöneticilerinin kamuya beyanları incelenmiş ve yine aynı sözcüklerin ne kadar yer aldığı araştırılmıştır. Ancak yine bu endekste de frekans çeyreklik olarak verilmiştir. Cebreros vd. (2018) ise ticaret belirsizliğinin Meksika'daki direkt yabancı sermaye yatırımlarını ne kadar

etkilediğini araştırdıkları çalışmalarında farklı ticaret belirsizliği endeksi hesaplamışlardır. Yazarlar daha sık bir frekans elde edebilmek için Google Trend verilerinden yararlanmışlardır. Arama kelimeleri olarak “NAFTA”, “yeniden müzakere” ve “tarife” gibi özellikle Meksika ve ABD ile ilgili ticari gerilimleri yakalamaya çalışmışlardır ve haftalık frekans kullanmışlardır.

Bu çalışmada da ticarete artan belirsizliği yakalamak üzere Ticaret Belirsizliği Endeksi (TBE) oluşturulmuş ve bu endeks oluşturulurken Cebrenos vd.(2018)’nin analizine benzer şekilde Google Trend verilerinden yararlanılmıştır. Google Trend bize girilen bir kaydın ne kadar arandığını göstermektedir. Bu doğrultuda ticaret savaşı ile ilgili gerilimlerin arttığı dönemlerde ekonomik birimler tarifelerle veya ticaret savaşı ile daha çok arama gerçekleştirmektedirler. Buradan hareketle “tarife” ve “ticaret savaşı” aramalarının serilerinin iki standart sapması ticari gerilimlerdeki artışı ifade etmek için kullanılmıştır.

Çalışmada uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığı *Johansen (1988)* ve *Johansen/Juselius (1990)*’a ait eşbütünleşme testi ile araştırılmıştır. Eğer değişkenler arasında uzun dönemli ilişki söz konusu bu ilişkinin yönü *Vektör Hata Düzeltme Modeline (VECM)* dayalı nedensellik analizi yardımı ile belirlenecektir. Bilindiği gibi eşbütünleşme analizinden önce serilerin birim kök analizinin yapılması gerekmektedir. Birim kök testleri sonucunda değişkenlerin eşbütünleşme derecelerinin aynı olduğunun yani serilerin aynı dereceden durağan olduklarının belirlenmesi ile birlikte eşbütünleşme analizi yapılacak ve böylelikle değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olup olmadığı incelenecektir. Bu çalışmada serilerin durağan olup olmadıkları iki kırılmalı Lee-Strazicich (2003) birim kök testi ile araştırılmıştır.

Bilindiği üzere durağan olmayan zaman serilerinin farkı alınarak durağan hale getirilmesi sıklıkla kullanılan bir yöntemdir. Fakat serilerin farkının alınarak analize dâhil edilmesi serilerdeki bazı bilgilerin yok olmasına neden olmaktadır. Serilerde fark almadan kaynaklanan bu bilgi kaybını önlemek için eşbütünleşme analizi kullanılmaktadır (Lebe ve Aktaş, 2004, s.65). Eşbütünleşme analizi durağan olmayan değişkenlerin doğrusal kombinasyonlarının uzun dönemde durağan olmasına dolayısıyla değişkenlerin birbirleriyle eşbütünleşmesine, zaman serileri arasındaki uzun dönem ilişkisinin modellenmesine ve tahmin edilmesine yöneliktir (Yapraklı, 2007, ss. 74-75). Bir diğer deyişle durağan olmayan iki seri arasındaki korelasyonu incelemek amacıyla geliştirilen eşbütünleşme tekniği seriler arasındaki uzun dönem denge ilişkisinin saptanması ve test edilmesinde kullanılmaktadır (Ayvaz Güven ve Uysal, 2013, s. 149). Eşbütünleşme analizinin yapılabilmesi için değişkenlerin aynı derecede bütünleşik olmaları gerekmektedir (Yıldız ve Aksoy, 2014, s. 10).

Bu çalışmada kullanılan ve bir eşbütünleşme testi olan Johansen koentegrasyon testi durağan olmayan serilerin farkları ile seviyelerini içeren VAR tahmininden oluşur. Testte eşbütünleşme ilişkisini sağlayan vektörlerin tahmini Maksimum Olabilirlik Metodolojisi ile hesaplanır.

Johansen Eşbütünleşme Testi için oluşturulan VAR modeli;

$$X_t = \Pi_1 X_{t-1} + \dots + \Pi_k X_{t-k} + e_t \quad t=1,2,\dots \quad (1)$$

Yukarıdaki (1) numaralı denklemde X geçmiş değerleri ile ifade edilen değişkenler vektörünü temsil eder. Başlangıç aşamasında I(1) durağanlık düzeyindeki değişkenlerin gecikmeli değerlerinin yer aldığı denklem sistemi VAR modeli şeklinde ifade edilebilir.

$$\Delta X_t = \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta X_{t-k} + \Pi X_{t-k} + e \quad t=1,2,\dots \quad (2)$$

$$\Gamma_i = -I + \pi_1 + \dots + \Pi_i \quad i=1,\dots,k \quad (3)$$

Yukarıdaki denklemlerde Π katsayılar matrisidir. Bu katsayılar matrisinin rankı eşbütünleşik yani kointegre sayısına dair önemli bilgiler sunar. İkinci aşamada ise değişkenler arasında en fazla r tane kointegre vektör olduğu hipotezi ($\Pi = \alpha\beta'$) araştırılır (Çelik ve Direkci, 2013, ss. 123-124). Johansen (1988) ve Johansen/Juselius (1990) yöntemine göre gerçekleştirilen kointegrasyon analizinde kointegre vektör sayılarının tahmini, İz (Trace) İstatistiği ve Maksimum Özdeğer (Max Eigen Value) İstatistiği yardımıyla yapılmaktadır. Bu testlerin hipotezleri ise şu şekildedir;

$$\lambda_{trace}(r) = -n \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \lambda_i) \quad (4)$$

$$\lambda_{max}(r, r+1) = -n \ln(1 - \lambda_{r+1}) \quad (5)$$

İlk olarak (5) numaralı denklemdeki Trace istatistik testinde boş hipotez, koentegre vektör “ r ”den az yâda “ r ” ye eşittir, alternatif hipotez ise “ r ”den azdır. Maximum Eigenvalue istatistiğinde ise boş hipotez koentegre vektör sayısı “ r ” ve alternatif hipotez ise “ $r+1$ ”dir (Erdoğan vd., 2012, s.1856).

Çalışmada eşbütünleşme testinin yapılmasından sonra değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin olup olmadığı araştırılacaktır. Granger (1988)’e göre değişkenler arasında bir koentegre vektör varsa, söz konusu değişkenler arasında en azından tek yönlü bir nedenselliğin olması gerekmektedir (Kıran, 2007, s. 273; Tayyar, 2019). Eşbütünleşme testi sonucunda değişkenlerin koentegre olmaması durumunda standart Granger ve Sims gibi nedensellik testleri yapılabilmektedir. Ancak standart Granger veya Sims testleri, söz konusu değişkenlerin eşbütünleşik olup olmadıkları konusunda yanıltıcı olabilmektedir. Bunun nedeni, bu testlerin hata düzeltme terimi içermemesidir. (Kızılgöl, 2006, s.9). Bu nedenle değişkenlerin eşbütünleşik olması durumunda nedensellik ilişkisinin standart nedensellik testleri yerine Engle-Granger tarafından ileri sürülen Hata Düzeltme Modeli (Vector Error Correction Model (VECM)) kullanılarak araştırılması gerekmektedir (İncekara vd., 2012, s. 400; Özel, 2012, s.34).

Değişkenler arasında eşbütünleşik ilişki olması durumunda VECM’e dayanan Granger nedensellik analizi, hata düzeltme katsayısı ve açıklayıcı farklılaştırılmış gecikmeli katsayıların toplamından ortaya çıkan geçici nedenselliğe izin vermesi nedeniyle standart VAR modelinden daha üstündür (Ekici ve Gül, 2007, s.177). VECM modelinin en önemli avantajı değişkenler arasında uzun dönem dengesi ve kısa dönem dinamikleri arasında ayırım yapılabilmesi ve bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında sahte ilişkilere meydan vermeden verinin kısa ve uzun dönem bilgisinin kullanılabilmesidir.

Hata düzeltme modeli aşağıdaki gibi gösterilebilmektedir;

$$\Delta X_t = \alpha + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p \psi_i \Delta Z_{t-i} + \lambda ECM_{t-1} + e_t \quad (6)$$

6 numaralı denklemde ifade edilen VECM’e dayalı nedensellikte kısa ve uzun dönemli nedensellik ilişkileri arasındaki farkı birbirinden ayırmak önemlidir (Kıran, 2007, s. 273). Hata düzeltme terimi uzun dönemli nedensel etkileri göstermektedir. Hata düzeltme mekanizmasının çalışabilmesi için bu parametrenin yani ECM_{t-1} ’in negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekir (Badurlar, 2008, s. 233). Yine hata terimlerinin katsayısının istatistikî olarak anlamlı olması ise, bağımsız değişkenin uzun dönemde bağımlı değişkenin nedeni olduğunu ifade etmektedir. Öte yandan bağımsız değişkenlerdeki gecikme değerleri ise kısa dönemli nedensel etkileri göstermektedir. Bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerinin katsayılarının bir bütün olarak anlamlı olduğu tespit edilirse, bağımsız değişkenin istatistikî olarak kısa dönemde bağımlı değişkenin nedeni olduğu kanıtlanmış olur (Çelik, 2012, s.99).

Bu durumda VECM’de nedenselliğin kaynağı;

1- Her açıklayıcı değişkenin gecikmeleri toplamına birleşik olarak uygulanan F veya

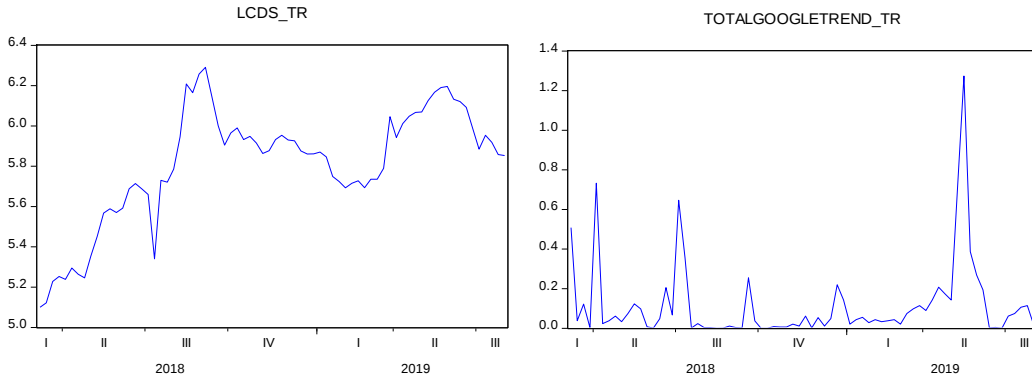
Wald χ^2 testinin,

- 2- Gecikmeli hata düzeltme terimine (ECM_{t-i}) uygulanan t-testinin,
- 3- Her açıklayıcı değişkenin gecikmeleri toplamı ve gecikmeli hata düzeltme terimine beraber uygulanan F veya Wald χ^2 testinin istatistiksel anlamlılığı ile belirlenebilir (Temiz, 2008: 11).

6. Bulgular

Birim kök testinden önce her iki seride mevsimsel etki olup olmadığı kukla değişken yöntemi ile araştırılmış ve her iki seride de mevsimsel etki olmadığı görülmüştür. cds serisinin logaritması alınarak lcds verisi elde edilmiştir. Totalgoogletrend_tr serisi ise Türkiye'ye ait toplam google trend serisinin 2 standart sapması alınarak elde edilmiştir. Bu serinin değerleri oldukça küçük olduğu için serinin logaritmasının alınmasına gerek duyulmamıştır. Serilere ait zaman yolu grafikleri aşağıda Şekil 6'da yer almaktadır.

Şekil 6. Türkiye'ye ait lcds ve totalgoogletrend_tr serilerinin zaman yolu grafikleri



Tablo 1'deki yapısal kırılmalı birim kök testi sonuçlarına göre her iki seride de birim kök olduğu anlaşılmıştır. Bunun üzerine her iki serinin de birinci dereceden farkı alınmış ve yeniden iki kırılmalı Lee and Strazicich (2003) birim kök testine tabi tutulmuşlar ve sonuç olarak her iki serinin de durağan olduğuna karar verilmiştir. Bu durumda her iki serinin I(1) yani aynı dereceden eşbütünleşik olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 1. Lee-Strazicich (2003) Birim Kök Testi Sonuçları

Seriler	Model	Gecikme	Kırılma Tarihi	λ	t ist.	Kritik Değer
lcds	Model A	0	9/7/2018, 25/3/2019	0.2, 0.8	- 2.97	- 4,54
	Model C	0	6/8/2018, 11/3/2019	0.4, 0.8	- 4,06	- 6,42
totalgoogletrend_tr	Model A	0	17/12/2018, 3/6/2019	0.6, 0.8	-4,51	-4,54
	Model C	0	22/4/2019, 20/5/2019	0.8, 0.8	-7,02	-6,32

Bu çalışmada eşbütünleşme ilişkisinin varlığı Johansen (1988) ve Johansen/Juselius (1990) yönteminde dayalı eşbütünleşme analizi ile test edilmiştir. Eşbütünleşmenin bu metod ile test edilebilmesi için öncelikle en uygun VAR modeline karar verilmesi gereklidir. VAR analizine gecikme sayısı LR, FPE, AIC, SC ve HQ kriterleri tarafından 3 olarak belirlenmiştir. Söz konusu

bu 3 gecikme istikrar koşulunu, otokorelasyonsuzluk ve sabit varyans koşulunu da sağladığı anlaşılmıştır. Bu şekilde tahmin edilen VAR denklemi kullanılarak Johansen metodolojisi ile eşbütünleşme olup olmadığı araştırılmıştır. Eşbütünleşme testine göre en uygun model Pantula Prensibine göre belirlenen *None No intercept No Trend* VAR modeli olan model 1’dir.

Eşbütünleşme testine ait sonuçlar Tablo 2’de verilmiştir.

Tablo 2. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

<u>Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)</u>				
Hypothesized	Eigenvalue	Trace	0.05	
No. of CE(s)		Statistic	Critical Value	Prob.
$r=0$	0.183535	14.84599	12.32090	0.0185
$r\leq 1$	0.006307	0.449206	4.129906	0.5661

<u>Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)</u>				
Hypothesized	Eigenvalue	Trace	0.05	
No. of CE(s)		Statistic	Critical Value	Prob.
$r=0$	0.183535	14.39678	11.22480	0.0134
$r\leq 1$	0.006307	0.449206	4.129906	0.5661

Not: r = Koentegrasyon vektörünün sayısı

Gecikme uzunluğu AIC kriterine göre 3 olarak alınmıştır.

Tablo 2’deki kointegrasyon testi sonuçlarına göre hem Trace test istatistiği hem de Maximum Eigenvalue test istatistiği sonucuna göre bir koentegre vektör olduğu kabul edilmektedir. Bir diğer deyişle eşbütünleşik vektör sayısı bire eşittir. *Bu nedenle hem Trace test istatistiği hem de Maximum Eigenvalue test istatistiği sonuçlarına göre lcds ve totalgoogletrend_tr değişkenleri arasında koentegrasyon ilişkisi vardır ve bu nedenle bu iki değişken arasında uzun dönemli ilişki söz konusudur.*

Değişkenler arasında uzun dönemli ilişki söz konusu olduğu durumda değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi VECM ile araştırmak mümkün ve daha doğrudur. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin tesbiti için VECM’e dayalı olarak ortaya çıkan nedensellik sonuçları Tablo 3’te sunulmaktadır. Her bir bağımlı değişken için açıklayıcı değişkenlerin katsayılarına beraber uygulanan Wald testinden elde edilen F istatistik değerleri ile hata düzeltme terimlerinin katsayılarının t istatistik değerleri Tablo 3’te görülmektedir.

Tablo 3. Vektör Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken	Δlcds	$\Delta \text{totalgoogletrend_tr}$	ECM_{t-1}
Δlcds	–	0.153761 (0.0022)	0.009674 [3.19]
$\Delta \text{totalgoogletrend_tr}$	-0.012930 (0.9177)	–	-0.000241 [-0.161498]

Not: () değerleri prob. değerlerini, [] değerleri ise t değerlerini temsil etmektedir.

Tablo 3'teki sonuçlar incelendiğinde ayarlanma hızını gösteren hata düzeltme katsayılarının (ECM_{t-1}) çalışmadığı görülmektedir. Çünkü bilindiği gibi hata düzeltme katsayılarının çalışması için hata düzeltme katsayısının işaretinin negatif ve aynı zamanda istatistiksel olarak da anlamlı olması gerekmektedir. *Bu sonucun anlamı seriler arasında kısa dönem ile uzun dönem arasında oluşan bir dengesizlik ortadan kalkmamaktadır. Bir diğer deyişle uzun dönemde ne lcds'ten totalgoogletrend_tr serisine ne de totalgoogletrend_tr serisinden lcds serisine doğru herhangi bir nedensellik ilişkisi mevcut değildir. Yine Tablo 3'deki kısa dönem nedensellik ilişkisi için Wald testi sonuçları incelendiğinde totalgoogletrend_tr serisinden lcds serisine doğru kısa dönemli nedensellik ilişkisi sonucu olduğu ortaya çıkmıştır.* Öte yandan Tablo 3 incelendiğinde lcds'ten totalgoogletrend_tr serisine doğru kısa dönemli nedensellik ilişkisinin bulunmadığı da görülebilmektedir. Sonuç olarak Türkiye'de kısa dönemde ticari belirsizlikten CDS'e doğru tek yönlü bir ilişkinin olduğu bulgusu; literatürde de sıklıkla dile getirilen dünyada ticaret belirsizliği arttığında, Türkiye bu belirsizliğin bir tarafı olmasa da, Türkiye'nin ülke riskinin arttığını, bu nedenle de yatırım çekmekte zorlanmaya başladığını ve bu durumun bir sonucu olarak da hem finansal piyasalarının hem de genel anlamda ülke ekonomisinin bu durumdan olumsuz etkilendiği hakim görüşünü destekler niteliktedir.

7. Sonuç ve Değerlendirme

Ticarette artan tarifelerin ekonomiler için refah kaybı meydana getirdiği literatürde birçok çalışmada ortaya konmuştur. Ancak tarife artışlarıyla başlayan ve misillemelerle devam eden ticari gerilimler tüm ekonomileri etkilemektedir. Bu ticari gerilimlerin 1930'larda yaşanan ölçüde bir ticaret savaşına dönüşme ihtimali de önemli bir tehdittir. Keza OECD'de küresel ekonomi açısından en önemli tehdidin ticaret savaşı olduğunu vurgulamaktadır. Bugün ekonomilerin daha entegre olduğu düşünülürse yaşanacak bir ticaret savaşının etkileri daha yıkıcı olacaktır.

2017'de başlayan ve 2018'de tarife artışları ile doruk noktasına ulaşan ticari gerilimler en çok ABD ekonomisine zarar vermiştir. Ancak ABD ve Çin arasında yaşanan ticari gerilimler belirsizliğin artması kanalıyla taraf olmayan ekonomileri bile etkilemektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, ticari belirsizlik artığında fonlar gelişmiş ülkelere kaçmakta ve ulusal para birimlerinin değer kaybetmesine neden olmaktadır. Türkiye gibi yabancı para cinsinden yüksek borcu olan ülkelerde bu durum borcun reel değerini arttırmaktadır. Bununla beraber, artan ticari belirsizlikte ülkeler bir kredi kısıtı ile karşı karşıya kalacaklardır. Bu iki etki beraber Türkiye'nin riskinin artmasına neden olmaktadır. Çalışmada elde edilen bulgular, dünyada ticaret belirsizliğinin artması ile ticaret savaşına taraf olmasa da Türkiye'nin CDS'lerinin bundan etkilendiğini göstermektedir. İlişki tek yönlü ve ticari belirsizlikten CDS'e doğrudur. Bu sonuç literatürde de belirtilen dünyada artan ticaret belirsizliği ile birlikte, Türkiye'nin ülke riskinin

arttığını, dolayısıyla hem finansal piyasalarının hem de makroekonominin bundan olumsuz etkilendiği hâkim görüşünü destekler niteliktedir.

Kaynakça

- Amiti, M., Redding, S. ve Weinstein, D. (2019). “The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare”. CEPR Discussion Paper. 13564.
- Ayvaz Güven, E. T. ve Uysal, D. (2013), “Türkiye’de Döviz Kurlarındaki Değişim ile Enflasyon Arasındaki İlişki”, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, c.5, s.9, ss.141-156.
- Badurlar, İ. Ö. (2008). “Türkiye’de Konut Fiyatları ile Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkinin Araştırılması”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 8(1), 223-238.
- Bagwell, K. ve Staiger, R.W. (2013). “Can the Doha Round Be a Development Round? Setting a Place at the Table”, NBER Chapters, in: Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century, 91-124.
- Bairoch, P. (1972). “Free Trade and European Economic Development in the 19th Century”, European Economic Review, 3: 211–245.
- Baker, S. R., Bloom, N. ve Davis, S.J. (2016). “Measuring Policy Uncertainty”, The Quarterly Journal of Economics, 131(4):1593.
- Baldwin, R. (2016). The Great Convergence: The Information Technology and the New Globalization, Harvard University Press.
- Baldwin, R. (2018). “Trump can’t Fix 21st Century’s Problem with 20th Century’s Thinking” Vox CPER Portal, <https://voxeu.org/content/trump-can-t-fix-21st-century-problem-20th-century-thinking> (10/03/2019).
- Berthou, A., Jarret, D. S. ve Szczerbowicz, U. (2018). “Costs and consequences of a trade war: a structural analysis”, Rue de la Banque, 72.
- Blanchard, E.J. (2019). “Trade Wars in the GVC Era”, in Trade War: The Clash of Economic Systems Threatening Global Prosperity, VoxEU Book, <https://voxeu.org/content/trade-war-clash-economic-systems-threatening-global-prosperity>, 57-64.
- Bloom, N. (2009). “The Impact of Uncertainty Shocks”, Econometrica, 77(3):623-685.
- Bown, C. P. (2019). “The 2018 US-China Trade Conflict after 40 Years of Special Protection”, Peterson Institute of International Economics (PIIE), Working Paper, 19-7.
- Caldara, D., Iocoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. ve Raffo, A. (2019). “The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty”, Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No.1256.
- Carstens, A. (2018). “Global Market Structures and High Price of Protectionism”, BIS Speech, Bank of Kansas City’s 42nd Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 25/08/2018.
- Cebreros, A., Chiquiar, D., Heffner, A. ve Salcedo, A. (2019). “Trade Policy Uncertainty an its Effect on Foreign Direct Investment and Export Participation: Evidence from Mexico”. Tenth BIS CCA Research Conference "Macro Models and Micro Data", Central Bank of Argentina, 23-24 May 2019.
- Crowley, M. (2019). “Introduction”, in Trade War: The Clash of Economic Systems Threatening Global Prosperity, VoxEU Book, <https://voxeu.org/content/trade-war-clash-economic-systems-threatening-global-prosperity>, 1-10.
- Çelik, İ. (2012). “Vadeli İşlem Piyasasında Fiyat Keşfi-İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında Ampirik Bir Uygulama”, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 1-125.

- Çelik, S. ve Direkçi, T. (2013). “Türkiye’de 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemler İçin Dış Borç Ekonomik Büyüme İlişkisi (1991–2010)”, *Turkish Studies International Periodical for The Languages, Literature And History Of Turkish Or Turkic*, 8/3, 2013, 111-135.
- Devarajan, S., Go, D.S., Lakatos, C., Robinson, S. ve Thierfelder, K. (2018). “Trader’s Dilemma: Developing Countries’ Response to Trade Disputes”, *World Bank Policy Research Working Paper* 8640.
- Dizioli, A. G. ve Van Roye, B. (2018). “The Resurgence of Protectionism: Potential Implications for Global Financial Stability”, in *Financial Stability Review*, November 2018.
- ECIPE (2010). “Trade, Global and Emerging Protectionism Since The Crisis”, *European Centre for International Economy Working Paper*, 02/2010.
- Eichengreen, B. ve Irwin, D. (2010). “The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?” *Journal of Economic History*, 70(04), 871-897.
- Eichengreen, B. (2019). “Trade Policy and the Macroeconomy,” *IMF Economic Review*, Palgrave Macmillan; International Monetary Fund, 67(1), 4-23.
- Ekinci, A. ve Gül, E. (2007). “Türkiye’de Yurtiçi Tasarruflar ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Uygulamalı Bir Analiz (1960- 2004)”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19, 167-184.
- Erdoğan, S., Yıldırım, D. Ç. ve Tosuner, Ö. (2012). “Eğitimde Cinsiyet Eşitsizliğinin Sağlık Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, *Educational sciences: Theory & practice*, 12(3), 1853-1866.
- Ertürk, E. ve Yılmaz, D. (2018). *Uluslararası İktisadi Birleşmeler ve Türkiye’nin İçinde Bulunduğu İktisadi Birleşme Hareketleri* (5. Baskı), Bursa: Alfa Aktüel.
- Fajgelbaum, P.D., Goldberg, P.K., Kennedy, P.J. ve Khandelwal, A.K. (2019). “The Return to Protectionism”, *NBER Working Paper*, No.25638.
- Freund, C. ve Ferrantino, M.J. & Maliszewksa, M. & Ruta, M. (2018). “Impacts on Global Trade and Income of Current Trade Disputes”, *MTI Practice Notes*, No:2, World Bank.
- Furceri, D., Hannan, S., Ostry, J. D. ve Rose, Andrew K, (2018). “Macroeconomic Consequences of Tariffs” *CEPR Discussion Papers*, 13389.
- Galbraith, J. K. (2009). “Büyük Kriz 1929”. çev. Elif Nihan Akbaş, İstanbul: Pegasus Yayınları.
- Handley, K ve Limao, N. (2017). “Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States”, *American Economic Review*, 107(9), 2731-83.
- Handley, K ve Limao, N. (2019). “Trade Policy and Uncertainty Aftershocks of Trade Wars and Trade Tensions”, in *Trade War: The Clash of Economic Systems Threatening Global Prosperity*, VoxEU Book, <https://voxeu.org/content/trade-war-clash-economic-systems-threatening-global-prosperity>, 95-100.
- Huang, Y., Lin, C., Liu, S. ve Tang, H. (2019). “Supply Chain Linkages and Financial Markets: Evaluating The Costs of The US- China Trade War” in *Trade War: The Clash of Economic Systems Threatening Global Prosperity*, VoxEU Book, <https://voxeu.org/content/trade-war-clash-economic-systems-threatening-global-prosperity>, 65-72.
- İncekara, A., Demez, S. ve Ustaoglu, M. (2012). “Validity of Fisher Effect for Turkish Economy: Cointegration Analysis”, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 58, 396 – 405.
- Kıran, B. (2007). “Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, XXII, 1, 269- 284.
- Kızılgöl, Ö. (2006). “Türkiye’de İhracata ve Turizme Dayalı Büyüme Hipotezinin Analizi: Eş Bütünleşme ve Nedensellik İlişkisi”, *İktisat ve Girişimcilik Üniversitesi Akademik Bakış Dergisi*, 10, 1-19.

- Lebe, Fuat ve Akbaş, Y. E. (2014). “Türkiye’nin konut talebinin analizi: 1970-2011”, Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi, 28, 1, 57-84.
- Lee, J., ve Strazicich, M. C. (2003). “Minimum Lagrange Multiplier Unit Root Test With Two Structural Breaks”, The Review of Economics and Statistics, 85 (4), 1082-1089.
- Johnson, H.G. (1953). “Optimum Tariffs and Retaliation”, Review of Economic Studies, 21(2),41-53.
- Jordan, T.J. (2018). “Protectionism Complicates Monetary Policy”, Swiss National Bank Speeches, 31 October 2018.
- Matoo, A. ve Staiger, R. W. (2019). “Trade Wars: What Do They Mean? Why are They Happening Now? What are The Costs?”, NBER Working Paper, 25762.
- Ossa, R. (2015). “Why Trade Matters After All”, Journal of International Economics, 97(2), 266-277.
- Ossa, R. (2019). “The Costs of a Trade War”, in Trade War: The Clash of Economic Systems Threatening Global Prosperity, VoxEU Book, <https://voxeu.org/content/trade-war-clash-economic-systems-threatening-global-prosperity>, 45-49.
- Özel, H. A. (2012). “Küreselleşme Sürecinde Ticari ve Finansal Açıklığın Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Yönetim Bilimleri Dergisi, 10, 19, 1-30.
- Rodrik, D. (2018). “What Do Trade Agreements Really Do?”, Journal of Economic Perspectives. 32(2), 73-90.
- Rutherford, T., Bohringer, C. ve Balistreri, E. (2018). “Quantifying Disruptive Trade Policies,” Paper presented at Purdue University, GTAP seminar series, August 23, 2018.
- Sachs, J. (2019). “The Dangerous Absurdity of America’s Trade Wars”, Project Syndicate, <https://www.project-syndicate.org/commentary/trump-dangerous-absurd-trade-wars-by-jeffrey-d-sachs-2019-03>. (14/03/2019).
- Tayyar, A.E. (2019). “Türkiye’de Sektörel Elektrik Tüketimi ile Ekonomik Büyüme İlişkisi: MWALD Temelli Nedensellik Analizlerinin Uygulanması”, Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, 54(4), 1937-1956.
- Temiz, D. (2008). Türkiye’de Vergi Gelirleri ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: 1960-2006 Dönemi. 2. Ulusal İktisat Kongresi, 20-22 Şubat, Dokuz Eylül İktisat Bölümü, İzmir-Türkiye.
- UNCTAD (2010). International “Trade After the Economic Crisis: Challenges and New Opportunities”, https://unctad.org/en/Docs/ditctab20102_en.pdf . (24/03/2019).
- WEO (2019). World Economic Outlook Report: Growth Slowdown, Precarious Recovery, April, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/03/28/world-economic-outlook-april-2019>, (20/05/2019).
- Williams, N. (2019). “Resilience of Protectionism” Boston University Law Review, 99, 683-719.
- Yalcin, E., Felbermayr, G. ve Steininger, M. (2017), “Global Impact of a Protectionist U.S. Trade Policy”. IFO Papers, 89.
- Yapraklı, S. (2007). “Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri Ve İstatistik Dergisi, 5.
- Yıldız, A. ve Aksoy, E. E. (2014). “Morgan Stanley Gelişmekte Olan Borsa Endeksi ile BİST Endeksi Arasındaki Eşbütünlük İlişkisinin Analiz Edilmesi”. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 28, 1, 1-19.

- Yılmaz, M. ve Divani, E. (2018). “Ticaret Savaşları, Ekonomik Milliyetçilik, Yeni Merkantilizm Ve Dünya Ticaret Örgütünün İşlevsizliği”, İzmir Katip Çelebi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 1(1), 10-24.
- Zandi, M., Cochrane, S., Sweet, R., Stroppiana, R. ve Ell, C. (2018). “US Trade Policy and It’s Impact on Asia”, Asian Managment Insights, 5 (10), 44-52.

Research Article

Dünya Ticaret Korumacılığının Finansal Piyasalara Etkisi: Türkiye için Bir Analiz

Impact of Global Trade Protectionism on Financial Markets: An Analysis on Turkey

Derya YILMAZ Dr. Öğretim Üyesi, Bursa Uludağ Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi deryay@uludag.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-2478-2305	Filiz ERYILMAZ Dr. Öğretim Üyesi, Bursa Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi filizg@uludag.edu.tr https://orcid.org/0000-0002-3010-8421
--	---

Extensive Summary

The origins of protectionism could be found in mercantilist thought. In the 16th and 17th centuries, where mercantilism was dominant, the aim of trade was to increase the treasury gold reserve. Increasing the treasury gold reserve was only possible with a surplus in foreign trade. Thus, exports should be increased, while are restricted. Therefore, gold influx would be possible. Since the gold reserves are constant, a nation would increase its gold reserves, while another would lose. In short, international trade is a zero-sum game where one side wins and the other side loses.

The increase in production after the industrial revolution and the transition to mass production methods ended the mercantilist approach. A requirement to find markets for mass produced commodities emerged. In 1776, Adam Smith's "The Wealth of Nations" demonstrated that trade benefits everyone. With the requirement to sell the surplus products introduced by the industrial revolution, Britain became the most important supporter of Smith's pro-free trade views. Free trade, one of the most basic paradigms in liberal economic philosophy, became popular among a significant number of scientists.

However, the idea of protectionism has never completely abolished. Nations often benefited from protectionist policy instruments, especially after crisis periods. The initial example of this was the Smooth-Hawley tariffs, which were enacted in 1930 after the Great Depression in 1929. Tariffs were increased by approximately 40-48% in the USA and other countries retaliated in return. As a result, global trade was reduced by about 65%. According to Eichengreen and Irwin (2010), these tariffs were the most important reason for the longevity of the Great Depression.

Countries started to act with a higher cooperation after the Second World War due to the heavy consequences of the period of conflict experienced between the two wars. The U.S.-led nations that emerged as a hegemonic power in the post-war period signed the General Agreement on Tariffs and Trade (GATT). This agreement aimed free trade and established a calendar for the gradual decrease of tariffs implemented by nations. The series of GATT agreements were successful in reducing tariffs and liberalizing the trade. World trade and global GDP increased as a result; however, the successive oil shocks in the 1970s and the abandonment of Bretton Woods parities and the adoption of floating exchange rates lead to an inflationary period in the USA. The US companies lost their competitive advantages due to the inflation and appreciation of the dollar. As tariffs could not be increased due to the GATT agreement, the government started to utilize

regulations such as voluntary export restrictions, technical and environmental standards for protectionist purposes. These protectionism measures were called new protectionism measures.

Politicians have often resorted to protective trade policy measures, especially after crisis periods. The use of new protectionist policies was more prevalent after the Global Financial Crisis, similar to the crises in the past. However, these protectionist measures have accelerated even more recently, after the new President of the USA took the oath in January 2017, and even evolved into trade wars. The U.S. Government increased the tariffs for several commodities, especially for Chinese imports. Several economists and studies reported that these tariff hikes would affect all world economies profoundly. IMF President Lagarde stated that the trade war between the USA and China was expected to reduce global GDP by about 0.5% in 2020. Certain studies on the topic focused on the effects of tariff hikes, especially on the US economy.

Protectionist policies that include tariff hikes and trade wars seriously damage national economies. Studies in the literature generally emphasized the impacts on the real economy. However, the analysis of these policies on financial markets would reveal that commercial tensions would even affect nations that were not parties to the trade war. Free trade and globalization lead to a reduction in global inflation. Increased international competition required the reduction of labor costs. Protectionism will reverse this process and lead to an increase in prices. Handley and Limao (2019) predicted that global prices will increase by 2%. Increased price of steel and aluminum, which are the basic industrial raw materials, will lead to price increases in certain other industries. The profitability of these industries will decrease accordingly. General Electric and General Motors announced a decrease in their projected profits. This will result in lower stock prices. Jordan (2018) emphasized that these tariff hikes were simply a supply shock. On the one hand, prices will increase, while production will decrease on the other hand. This will challenge the implementation of monetary policies. Especially, managing monetary policy will become more problematic for the FED. The implementation of expansionary policies will increase both the competitiveness of the US producers and the inflation as the value of the dollar decreases. Contractionary policies, on the other hand, will lead to a reduction in competitiveness and inflation as the dollar appreciates. These are the direct effects of these policies on financial markets. There are also indirect effects that will affect particularly the developing countries like Turkey. The most significant indirect effect will be the increase in global uncertainty.

Increasing uncertainty in trade affects the economies through several channels. Initially, investments will move to safer financial markets and currencies such as the Dollar, Euro, and Japanese yen in case of a possibility of a trade war. This translates into the flight of capital from developing countries. The flight of capital will lead to the depreciation of the local currency, and appreciation of developed country currencies. Exchange rate hikes in developing countries will also decrease the import capacity in these countries and ultimately the export potential of these countries will be decreased. As a result, there will be a reduction in world trade. Secondly, the depreciation of the local currencies in developing countries will also increase the national foreign currency debts in these countries. These countries will be perceived as riskier and bond spreads will increase accordingly. In the process that will lead to credit limitations in these countries and investment, production and employment will also decrease. Since the decrease in income in developing countries will mean a decrease in demand for export goods, the world demand and income will decrease consequently.

In a group of studies, simulations demonstrated the impacts of a global trade war on several countries (Rutherford et al., 2018; Berthou et al., 2018; Ossa 2019; Freund et al. 2019). However, in these studies, effects of a global trade war on financial markets were not adequately emphasized. Increasing uncertainty especially due to commercial tensions may affect financial markets even if the country is not a party to the trade war. The World Bank emphasized that the increasing uncertainty in trade was a trade barrier. Especially when trade uncertainty increases, funds could escape from developing countries to more developed countries that are considered as safe ports. This in turn will have negative effects on financial markets in developing countries.

The present study aimed to determine whether increasing trade uncertainty had a negative impact on the financial markets in Turkey, a developing nation. A Trade Uncertainty Index (TUI) was developed using Google Trends to reflect the increasing uncertainty in trade. The correlation between TUI and Turkish bond CDSs was investigated with Johansen (1988) and Johansen / Jeselius (1990) cointegration tests. Then, the direction of this correlation was determined with causality analysis based on the Vector Error Correction Model (VECM). Based on both the Trace test statistics and the Maximum Eigenvalue test statistics, it was considered as a cointegrated vector. In other words, the number of cointegrated vectors was equal to one. Thus, according to both Trace test statistics and Maximum Eigenvalue test statistics findings, there was a cointegration between *lcds* and *totalgoogletrend_tr* variables, and therefore there was a long-term correlation between these two variables. When a long-term correlation exists between the variables, it is possible to investigate causality between these variables with VECM. Based on the VECM findings, the imbalance between the short term and long term series could not be eliminated. In other words, there was no long-term causality from *lcds* to *totalgoogletrend_tr* series or from *totalgoogletrend_tr* to *lcds* series. The analysis of Wald test results for VECM short-term causality demonstrated a short-term causality from *totalgoogletrend_tr* to *lcds* series. On the other hand, it was observed that there was no short term causality from *lcds* to *totalgoogletrend_tr* series. The present study findings demonstrated that Turkish CDSs increased with an increase in trade uncertainty although the country was not a party to the trade war. The correlation was one-way from trade uncertainty to CDS. Especially, when trade increases, Turkish risk increases although Turkey is not a party to this uncertainty; thus, it becomes difficult for Turkey to attract investment.