

T.C.
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS VE BANKACILIK BİLİM DALI

AYRIŞMA HİPOTEZİ
VE
YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE
ABD ETKİSİ

Doktora Tezi

GÖKÇE KOSOVA

İstanbul, 2011

T.C.
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS VE BANKACILIK BİLİM DALI

AYRIŞMA HİPOTEZİ
VE
YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİNDE
ABD ETKİSİ

Doktora Tezi

GÖKÇE KOSOVA

Danışman: PROF. DR. SUDİ APAK

İstanbul, 2011

ÖZET

ABD ekonomisinde, 2006 yılının ikinci yarısından sonra görülmeye başlayan yavaşlama ve yükselen piyasa ekonomilerinde sürmekte olan büyüme gücü, ‘ayrışma’ olarak adlandırılan tartışmayı başlatmıştır. ABD subprime mortgage krizinin ilk zamanlarında yükselen piyasalar, gelişmiş ekonomilere göre gerek ticari gerek finansal anlamda daha iyi bir performans ortaya koymuşlardır. Ayrışma tartışmalarının arkasında da bu olgu yatmaktadır. Ayrışma hipotezi, ülkeler arasındaki artan ticari ve finansal bağların, ülkelere özgü şokların uluslararası iletimini kolaylaştırarak ülkeler arasında daha büyük iş döngüsü senkronizasyonuna neden olduğunu savunan küreselleşmeye karşıt görüş geliştirmektedir. Bu çalışmanın amacı, ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ekonomik ve finansal anlamda ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediğini araştırmaktır. Ayrışmanın ekonomik açıdan analiz edilmesinde, öncelikle ABD’nin iş döngüsü ile seçilen yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngüleri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği test edilmiştir. Ayrışma hipotezi, son yıllarda yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin gelişmiş ekonomilerin iş döngülerinden daha bağımsız hale geldiği fikridir. Bu bağlamda, çalışma bir kademe daha ileri götürülüp gelişmiş ekonomileri temsilen G7’nin iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngüleri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği test edilmiştir. Ayrışmanın finansal açıdan analiz edilmesinde ise ABD S&P 500 endeksi ile seçilen yükselen ve gelişmiş ekonomilerin hisse senedi endeksleri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği test edilmiştir. Ekonomik ve finansal anlamda ayrışmanın analiz edilmesi, uzun dönemli ilişkiler bağlamında Johansen Eşbütünleşme Testi ile, kısa dönemli ilişkiler bağlamında VECM ile, değişkenler arasındaki nedensellikler bağlamında VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi ile ve değişkenlerin varyanslarındaki değişimlerin kaynakları bağlamında VAR varyans ayrıştırması tekniği ile gerçekleştirilmiştir. Gerek ekonomik gerekse finansal ayrışma konusunda uygulanan analizler, ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşmediğine işaret etmektedir.

Anahtar Kelimeler: Ayrışma, ABD Subprime Mortgage Krizi, Yükselen Piyasa Ekonomileri, Küreselleşme, Çok Değişkenli Zaman Serileri Analizi.

ABSTRACT

After the second half of 2006 the slowdown seen in the USA economy and the ongoing growth power in emerging market economies initiated the discussion named ‘decoupling’. During the beginning of the USA subprime mortgage crisis emerging economies put in a better performance in terms of trade and financial compared to developed economies. This is the fact which lies behind decoupling discussions. The decoupling hypothesis is developing an opposing view to the globalization which defends stronger trade and financial linkages across countries, facilitates the international transmission of country-specific shocks, thus leading to greater business cycle synchronization. The purpose of this study is to investigate whether economical and financial decoupling between the USA and emerging market economies occurred or not. In the economical analysis of the decoupling, primarily, was tested whether decoupling between the business cycle of the USA and the business cycles of the selected emerging market economies occurred or not. The decoupling hypothesis is the idea that, business cycles of emerging market economies became more independent of business cycles of developed economies in recent years. Within this context, the study was taken a stage further and whether decoupling occurred between the business cycle of developed economies represented in G7 and the business cycles of emerging market economies was tested. In the financial analysis of decoupling whether decoupling occurred between the USA S&P 500 index and the stock indexes of the selected developed and emerging economies was tested. The analysis of economical and financial decoupling was performed with Johansen Cointegration Test in the context of long term relationships; with VECM in the context of short term relationships; with VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Test in the context of causality between variables; and with VAR variance decomposition technique in the context of the sources of changes in variances of variables. The analysis performed on both economical and financial decoupling indicates that decoupling between the USA and the emerging market economies haven’t occurred.

Keywords: Decoupling, The USA Subprime Mortgage Crisis, Emerging Market Economies, Globalization, Multivariate Time Series Analysis.

ÖNSÖZ

Son on yılda, gelişmiş sanayi ekonomilerinin büyüme hızlarında yavaşlama görülürken yükselen ekonomiler dikkate değer bir büyüme performansı yakalamışlardır. Bu durum, yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin sanayi ekonomilerinin iş döngülerinden ayrıştığı yönünde genel bir kanıyı harekete geçirmiştir. Ayrışma hipotezi, yükselen piyasa ekonomileri ile ABD ekonomisi arasındaki ilişkinin geçmişte olduğu kadar yakın olmadığı inancına dayanmaktadır. ABD'nin artık küresel büyümenin yönlendiricisi olmadığını ileri süren bu kavram, son dönemde oldukça popüler hale gelmiştir. ABD ekonomisinin resesyona girmesi, Lehman Brothers'ın çöküşü ve krizin küresel bazda yayılması ile ayrışma tartışmaları yerini birleşmeye bırakmıştı. Birleşme hipotezi, ABD ekonomisindeki resesyona, diğer ekonomiler üzerinde de etkisinin büyük olacağı anlamına gelmektedir. Ulaşım, iletişim, ticaret ve finansdaki hızlı ilerlemelerle, dünya ekonomisi daha entegre hale gelmiştir. Ülkeler arasındaki güçlü ticari ve finansal bağlar, bir ekonomiye özgü şokların diğer ekonomilere iletimini kolaylaştırmaktadır. Bu çalışma ile, ABD ekonomisinde yaşanan subprime mortgage krizinin yansımalarının küresel olduğu, gittikçe küreselleşen dünyamızda hiçbir ekonominin küresel şoklardan tamamıyla izole kalamadığı ve ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşmediği anlatılmaya çalışılmıştır. Çalışmamın tüm aşamalarında değerli görüşleri ile katkıda bulunan tez danışmanım Prof. Dr. Sudi Apak'a, analiz bölümünde ilgisini, bilgisini ve desteğini benden esirgemeyen değerli hocam Yar. Doç. Dr. Funda Sezgin'e, çalışmamı daha iyi noktalara taşımamda bana öneri ve görüşleriyle ışık tutan değerli jüri üyeleri; Prof. Dr. Niyazi Berk, Doç. Dr. Hasan Eken, Doç. Dr. Sedat Aybar ve Yar. Doç. Dr. Ali Akkemik'e teşekkürlerimi bir borç bilirim. Ayrıca, tüm eğitim hayatım boyunca benden maddi ve manevi desteğini esirgemeyen babam Güray Kosova'ya ve doktora eğitimimin tamamında her konuda sonsuz sabırla bana destek ve yardımcı olan eşim Serkan Çapraz'a çok teşekkür eder, çalışmamın tüm ilgililere faydalı olmasını dilerim.

İstanbul 2011

Gökçe Kosova

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖZET	i
ABSTRACT	ii
ÖNSÖZ	iii
TABLO LİSTESİ	vi
ŞEKİL LİSTESİ	x
KISALTMALAR	xii
1. GİRİŞ	1
2. AYRIŞMA HİPOTEZİ	
2.1 Ayrışma Hipotezine İlişkin Genel Çerçeve	5
2.1.1 Ayrışma Kavramı	5
2.1.1.1 Ekonomik ve Finansal Ayrışma	7
2.1.2 Ayrışma Tartışmalarının Tarihçesi	10
2.1.2.1 Ayrışma Savunucularının İddiaları	13
2.1.2.2 Ayrışma Karşıtlarının İddiaları	18
2.2 Ayrışma ve Birleşme Tartışmaları	23
2.3 ABD Subprime Mortgage Krizi, Ayrışma ve Piyasalar	28
2.4 Ayrışma, Bulaşma, Birleşme: Aktarım Kanalları	42
2.4.1 Aktarım Kanalları	42
2.4.1.1 Küresel GSYİH, Ticaret ve Ayrışma	46
2.4.1.2 Emtia Fiyat Gelişmeleri ve Ayrışma	50
2.4.1.3 Hisse Senedi Piyasaları ve Ayrışma	51
2.4.1.4 Para Birimi Hareketleri ve Ayrışma	52
2.4.1.5 Sermaye Akışları ve Ayrışma	53
2.4.1.6 Dış Ticaret Finansmanı ve Ayrışma	54
3. AYRIŞMA VE KÜRESELLEŞME	
3.1 Küresel Ticari Bağlar	60
3.2 Küresel Finansal Bağlar	67
4. AYRIŞMA VE YÜKSELEN ASYA EKONOMİLERİ	
4.1 Kriz Öncesi Ticaret ve İç Talep Kompozisyonu	78
4.1.1 Bölge İçi Ticaret Kompozisyonu	79
4.1.2 Bölge İçi Ticaret ve İç Talep İlişkisi	86
4.1.3 Çin'in İç Talep Potansiyeli ve Doğu Asya Ticaretindeki Yeri	89
4.2 Kriz Sırası ve Sonrası Ticaret Performansları	92
4.2.1 Çin'in Ticaret Performansı	98

5. AYRIŞMA HİPOTEZİNİN TEST EDİLMESİNE YÖNELİK EKONOMETRİK ANALİZ

5.1 Ekonomik Ayırışma.....	101
5.1.1 Ekonomik Entegrasyon ve İş Döngüsü Senkronizasyonu.....	101
5.1.2 Literatür Tarama.....	104
5.1.3 Ekonomik Ayırışma Hipotezi Üzerine Ekonometrik Kanıtlar.....	108
5.1.3.1 Veri Seti.....	108
5.1.3.2 Yöntem.....	109
5.1.3.3 Birim Kök Testleri.....	109
5.1.3.4 ABD Ekonomisi ile Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasındaki İlişkilerin Analizi.....	110
5.1.3.4.1 Eşbütünleşme Analizi.....	110
5.1.3.4.2 Kısa Dönemli İlişkilerin Analizi - VECM.....	113
5.1.3.4.3 Granger Nedensellik Analizi.....	114
5.1.3.4.4 Varyans Ayırıştırma Analizi.....	116
5.1.3.4.5 Genel Değerlendirme.....	124
5.1.3.5 G7 Ekonomileri ile Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasındaki İlişkilerin Analizi.....	125
5.1.3.5.1 Eşbütünleşme Analizi.....	125
5.1.3.5.2 Kısa Dönem İlişkilerin Analizi - VECM.....	128
5.1.3.5.3 Granger Nedensellik Analizi.....	129
5.1.3.5.4 Varyans Ayırıştırma Analizi.....	131
5.1.3.5.5 Genel Değerlendirme.....	138
5.2 Finansal Ayırışma.....	139
5.2.1 Literatür Tarama.....	140
5.2.2 Finansal Ayırışma Hipotezi Üzerine Ekonometrik Kanıtlar.....	142
5.2.2.1 Veri Seti.....	142
5.2.2.2 Yöntem.....	143
5.2.2.3 Birim Kök Testleri.....	143
5.2.2.4 Eşbütünleşme Analizi.....	144
5.2.2.5 Kısa Dönem İlişkilerin Analizi - VECM.....	146
5.2.2.6 Granger Nedensellik Analizi.....	146
5.2.2.7 Varyans Ayırıştırma Analizi.....	147
5.2.2.8 Genel Değerlendirme.....	151
6. SONUÇ.....	153
EKLER.....	161
KAYNAKÇA.....	173

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1 : Yükselen Asya Ülke Spreadleri	36
Tablo 2 : Seçilen Piyasalar İçin Mayıs-Ekim 2008 Hisse Senedi Piyasası Kayıpları (%).....	40
Tablo 3 : Bölgelere Göre GSYİH ve Mal Ticareti, 2007-2010 (Yıllık % Değişim)	47
Tablo 4 : Küresel İhracat Büyümesine Katkıları (%).....	61
Tablo 5 : Ticaret Kompozisyonundaki Değişiklikler	62
Tablo 6 : Bölgelere Göre Dış Portföy Varlıkları ve Yükümlülükleri (GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)	74
Tablo 7 : Bölgelere Göre Dış Portföy Varlıkları ve Yükümlülükleri (Toplam Varlıkların ve Yükümlülüklerin Yüzdesi Olarak)	75
Tablo 8 : Petrol Dışı Ticaretin Bölge İçi Payları (1986/7, 1994/5 ve 2006/7) (%).....	81
Tablo 9 : Yükselen Asya Ekonomilerinin Mal İhracatları, 2009-2010 (Milyar Dolar ve %)	95
Tablo 10 : Yükselen Asya Ekonomilerinin Hizmet İhracatları, 2009-2010 (Milyar Dolar ve %)	95
Tablo 11 : Yükselen Asya Ekonomilerinin Mal İthalatları, 2009-2010 (Milyar Dolar ve %)	96
Tablo 12 : Yükselen Asya Ekonomilerinin Hizmet İthalatları, 2009-2010 (Milyar Dolar ve %)	97
Tablo 13 : ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasındaki Eşbütünleşme Analizi İçin Uygun Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi	111
Tablo 14 : ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	112
Tablo 15: ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin Eşbütünleşme Denklemi Sonucu.....	113

Tablo 16 :	ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin VECM Sonucu	113
Tablo 17 :	ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi Sonucu.....	115
Tablo 18 :	ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasında Nedensellik İlişkisi...	116
Tablo 19 :	ABD'nin Yükselen Piyasa Ekonomileriyle İlişkisinde ABD Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları	117
Tablo 20 :	ABD ile İlişkilerin Analizinde ARJ Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	118
Tablo 21 :	ABD ile İlişkilerin Analizinde BRE Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	118
Tablo 22 :	ABD ile İlişkilerin Analizinde ÇİN Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	119
Tablo 23 :	ABD ile İlişkilerin Analizinde END Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	120
Tablo 24 :	ABD ile İlişkilerin Analizinde GAF Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	120
Tablo 25 :	ABD ile İlişkilerin Analizinde HİN Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	121
Tablo 26 :	ABD ile İlişkilerin Analizinde MEK Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	122
Tablo 27 :	ABD ile İlişkilerin Analizinde RUS Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	122
Tablo 28 :	ABD ile İlişkilerin Analizinde TÜR Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	123
Tablo 29 :	G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasındaki Eşbütünleşme Analizi İçin Uygun Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi	126
Tablo 30 :	G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	127
Tablo 31 :	G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin Eşbütünleşme Denklemi Sonucu.....	128

Tablo 32 :	G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin VECM Sonucu	128
Tablo 33:	G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi Sonucu.....	129
Tablo 34 :	G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasında Nedensellik İlişkisi	130
Tablo 35 :	G7'nin Yükselen Piyasa Ekonomileriyle İlişkisinde G7 Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları	131
Tablo 36 :	G7 ile İlişkilerin Analizinde ARJ Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	132
Tablo 37 :	G7 ile İlişkilerin Analizinde BRE Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	132
Tablo 38 :	G7 ile İlişkilerin Analizinde ÇİN Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	133
Tablo 39 :	G7 ile İlişkilerin Analizinde END Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	134
Tablo 40 :	G7 ile İlişkilerin Analizinde GAF Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	134
Tablo 41 :	G7 ile İlişkilerin Analizinde HİN Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	135
Tablo 42 :	G7 ile İlişkilerin Analizinde MEK Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	136
Tablo 43 :	G7 ile İlişkilerin Analizinde RUS Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	136
Tablo 44 :	G7 ile İlişkilerin Analizinde TÜR Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	137
Tablo 45 :	Finansal Değişkenler İçin ADF ve PP Durağanlık Test Sonuçları	143
Tablo 46 :	Finansal Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme Analizi İçin Uygun Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi.....	144
Tablo 47 :	Finansal Değişkenler İçin Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları	145
Tablo 48 :	Finansal Değişkenler İçin Eşbütünleşme Denklemi Sonucu	146

Tablo 49 :	Finansal Değişkenler İçin VECM Sonucu.....	146
Tablo 50 :	Finansal Değişkenler İçin VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi Sonucu	147
Tablo 51 :	Endeksler Arasında Nedensellik İlişkisi.....	147
Tablo 52 :	S&P 500 Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları	148
Tablo 53 :	DAX Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları	148
Tablo 54 :	FTSE 100 Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları	149
Tablo 55 :	Nikkei 225 Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları	150
Tablo 56 :	MSCI Yükselen Piyasalar Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları.....	150

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1 :	Hisse Senedi Günlük Fiyat Endeksleri; Japonya, Çin (Ocak 2005-Mart 2008).....	35
Şekil 2 :	Hisse Senedi Günlük Fiyat Endeksleri; Kore, Tayvan, Singapur, Hong Kong (Ocak 2005-Mart 2008).....	35
Şekil 3 :	Hisse Senedi Günlük Fiyat Endeksleri; Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland (Ocak 2005-Mart 2008)	36
Şekil 4 :	Doğu Asya'nın Küresel Piyasalarla Finansal Entegrasyonu.....	39
Şekil 5 :	Küresel GSYİH'deki ve Ticaretteki Büyük Gerileme.....	46
Şekil 6 :	Senkronize Serbest Düşüşte İhracat Malları.....	50
Şekil 7 :	Emtia Fiyatlarındaki Patlama ve Çöküş	51
Şekil 8 :	Hisse Senedi Piyasalarındaki Geçici Ayrışma	52
Şekil 9 :	2008 Sonbaharı Öncesinde ve Sonrasında Para Birimi Hareketleri.....	52
Şekil 10 :	Sermaye Akışları ve Ani Duruş (Milyar Dolar).....	53
Şekil 11 :	2000-2011 Dünya Mal Ticaret Hacmindeki ve GSYİH'indeki Büyüme (Yıllık % Değişim)	59
Şekil 12 :	Ticari Açıklığın Gelişimi [(İhracatlar + İthalatlar) / GSYİH] (%).....	60
Şekil 13 :	Ticari Akışların Yönü (%)	64
Şekil 14 :	Finansal Entegrasyon: Seviye ve Kompozisyon (Brüt Finansal Varlıklar ve Yükümlülükler, Trilyon Dolar)	68
Şekil 15 :	Finansal Varlıkların ve Yükümlülüklerin Kompozisyonu (%).....	69
Şekil 16 :	Dış Finansal Varlıkların Kompozisyonu (%)	71
Şekil 17 :	Dış Finansal Yükümlülüklerin Kompozisyonu (%).....	73
Şekil 18 :	GSYİH'nin Yüzdesi Olarak Yükselen Asya Ekonomilerinin Ticareti (1990-2007)	80

Şekil 19 :	Asya'nın 1985 ve 2006 Yılı İhracatlarının Varış Yerleri	83
Şekil 20 :	G3'ün İthalat Büyümesi ile Japonya Hariç Asya'nın İhracat Büyümesi Arasındaki Korelasyonlar.....	84
Şekil 21 :	Bölge İçi Ticaret Büyümesi ile ABD'nin İthalat Büyümesi Arasındaki Korelasyonlar	85
Şekil 22 :	Doğu ve Güney Doğu Asya'dan Yapılan İhracatların Payı.....	86
Şekil 23 :	İhracatın Asya Büyümesine Net ve Brüt Bazda Katkısı.....	88
Şekil 24 :	Asya Ekonomileri İçin İç Tüketimin ve Net İhracatın Davranışsal Modeli.....	89
Şekil 25 :	2005 yılı Dünya İç Talebinde Anakara Çin'in Payı.....	89
Şekil 26 :	Çin'in Ticaret Büyümesi.....	91
Şekil 27 :	Japonya, Çin, Kore, Taipei-Çin ve ASEAN-6'nın Ticaret Büyümeleri (Ocak 2005-Mart 2009)	93
Şekil 28 :	Çin'in Ocak 2006-Ocak 2011 Aylık Mal İhracatları ve İthalatları (Milyar Dolar)	98

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADB	Asian Development Bank (Asya Kalkınma Bankası)
ADF	Augmented (Genişletilmiş) Dickey Fuller
AIO	Asian Input-Output (Asya Girdi-Çıktı)
ARJ	Arjantin
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations (Güneydoğu Asya Uluslar Birliği)
Bkz.	Bakınız
Bp	Baz puan (Basis point)
BRE	Brezilya
BRIC	Brazil, Russia, India, China (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin)
CDO	Collateralised Debt Obligation (Teminatlı Borç Yükümlülüğu)
CIS	Commonwealth of Independent States (Bağımsız Devletler Topluluğu)
COFER	Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves
Ç.	Çeyrek
DAX	Deutscher Aktien Index
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırım
Ed.	Editör
END	Endonezya
FED	Federal Reserve System (Amerika Merkez Bankası)
G3	Group of Three (Gelişmiş 3 Ülke)
G7	Group of Seven (Gelişmiş 7 Ülke)
GAF	Güney Afrika
GSYİH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
HİN	Hindistan
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
MEK	Meksika
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NAFTA	North American Free Trade Agreement (Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması)

<i>NBER</i>	National Bureau of Economic Research
<i>NIE</i>	Newly Industrialized Economies (Yeni Sanayileşmiş Ekonomiler)
<i>No.</i>	Number (Numara)
<i>OECD</i>	Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
<i>par.</i>	Paragraf
<i>PIGS</i>	Portugal, Ireland, Greece, Spain (Portekiz, İrlanda, Yunanistan, İspanya)
<i>PP</i>	Philips-Perron
<i>RMBS</i>	Residential Mortgage-Backed Security (Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymet)
<i>RUS</i>	Rusya
<i>S&P</i>	Standard & Poor's
<i>s./ss.</i>	Sayfa/sayfalar
<i>SEACEN</i>	South East Asian Central Banks (Güney Doğu Asya Merkez Bankaları)
<i>SGP</i>	Satın Alma Gücü Paritesi
<i>SIV</i>	Structured Investment Vehicle (Yapılandırılmış Yatırım Aracı)
<i>TÜR</i>	Türkiye
<i>VAR</i>	Vector Autoregressive (Vektör Otoregresif)
<i>vb.</i>	Ve benzeri
<i>VECM</i>	Vector Error Correction Model (Vektör Hata Düzeltme Modeli)
<i>Vol.</i>	Volume (Cilt)
<i>WTO</i>	World Trade Organization (Dünya Ticaret Örgütü)
<i>Yoy</i>	Year on year (Bir önceki yılın aynı dönemine göre)

GİRİŞ

Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ekonomisinde, 2006 yılının ikinci yarısından sonra görülmeye başlayan yavaşlama ve yükselen (emerging) ekonomilerde sürmekte olan büyüme gücü, yükselen ekonomilerin; özellikle Asya'nın, küresel iş döngüsü (business cycle)'nden daha bağımsız hale gelip gelmediği hakkında 'ayırışma (decoupling)' olarak adlandırılan tartışmayı başlatmıştır.

Ayrışma hipotezi savunucuları, son on yılda yükselen piyasaların iç talepte daha güçlü büyümeyi başardıkları ve böylece net ihracatın ekonomik büyümeye nispi katkısının azaldığı konusu üzerinde tartışmaktadır. Ayrıca, yükselen piyasaların iç politika çerçevesini güçlendirdikleri ve dış şokların etkilerini azaltmak için konjonktür karşıtı politikaların kapsamının artırılması ile dış kırılganlıklarını azalttıkları iddia edilmektedir. Bütün bu gelişmelerle, yükselen piyasaların gelişmiş (developed veya advanced) ekonomilerden ayrıştığına işaret edilmektedir.

Ayrışma hipotezi karşıtları ise, küreselleşmiş dünyada hiçbir ülkenin bütünüyle izole kalamayacağını, bu nedenle dünyanın bir ülkesinde meydana gelen gelişmelerin, bu ülke ile ticari ve finansal anlamda ilişkili olan diğer ülkelerde ve sermaye piyasalarında da yansımalarının olacağını iddia etmekteydi. ABD ekonomisinin resesyona girmesi, Lehman Brothers'ın çöküşü ve krizin küresel bazda yayılması ile ayrışma tartışmaları yerini birleşmeye (recoupling) bırakmıştı. Birleşme hipotezi, ABD ekonomisindeki resesyona, diğer ekonomiler üzerinde de etkisinin büyük olacağı anlamına gelmektedir.

Ayrışma hipotezi, ekonomilerin artık birbirine bağlı olmaktan çıktığı ve aralarında bir çeşit ayrılma oluştuğu görüşüne dayanmaktadır. Ayrışmanın oluşması için, yükselen ekonomilerin gayrisafi yurt içi hasıla (GSYİH) büyümesi, bölge dışındaki yavaşlamalardan olumsuz etkilenmemeli, yerli tüketim ekonomiyi durgunluktan çıkarmalıdır. Özellikle Doğu Asya'da, bölge içi ticaretin giderek gelişmesi, ABD ekonomisi resesyona girse bile bu ülkelerin hızlı büyümeye devam edebileceklerine gerekçe olarak sunulmaktaydı. Yükselen ekonomiler, 2007 yazında ABD'de başlayan subprime mortgage (yüksek risk faizli ipotek kredisi) krizinin ilk zamanlarında gelişmiş

ekonomilere göre gerek ticari gerek finansal anlamda daha iyi bir performans ortaya koymalarına rağmen krizin şiddetini artırması ve resesyona dönüşmesiyle 2008 yılının ortalarından sonra krizden büyük ölçüde etkilenmişlerdir. Gittikçe kötüye giden durumları, dünya ticaretindeki çöküşe ve emtia ihracatçısı ülkeler için emtia fiyatlarındaki sert düşüşe bağlanabilmektedir.

Ayrışma hipotezini ve ABD ekonomisindeki krizin yükselen piyasalar üzerindeki etkisini inceleyen bu çalışma, dört ana bölümden oluşmaktadır:

Birinci bölümde, ayrışma hipotezinin çerçevesi çizilirken ayrışma tanımlarına yer verilmekte ve ayrışmanın ekonomik ve finansal anlamda ayrımı yapılmaktadır. Dönem dönem popülaritesi artıp azalmasına rağmen ayrışma hipotezi, son dönemde üzerinde en çok tartışılan konulardan biri olmuştur. Bu bağlamda, ayrışma tartışmalarının tarihçesinden bahsedilmekte, ayrışma karşıtları ve yanlılarının görüşleri ile bu görüşlerine dayanak noktası oluşturdukları iddiaları yer almaktadır. 2007 yılı sonunda, ABD ekonomisinin resesyona girmesi ve sonrasında resesyonun gittikçe derinleşmesi ile birlikte, ayrışma hipotezinin hızlıca değer kaybına uğradığı ve yerini yeni bir hipotez olan 'birleşme hipotezi'ne bıraktığı görülmüştü. Bu doğrultuda, çalışmada ayrışma ve birleşme tartışmalarına değinilmekte ve bu tartışmaların finansal piyasalar üzerindeki etkilerine bakılmaktadır. Aktarım kanalları yoluyla ABD kaynaklı subprime mortgage krizinin yayılması ile ilgili özet bir inceleme yapılmaktadır.

Ayrışma hipotezi, ülkeler arasındaki artan ticari ve finansal bağların, ülkelere özgü şokların uluslararası iletimini kolaylaştırarak ülkeler arasında daha büyük iş döngüsü senkronizasyonuna neden olduğunu savunan küreselleşmeye karşıt görüş geliştirmektedir. 1980'lerden sonra, yükselen piyasaların dünya ekonomisine daha fazla entegre olmaları nedeniyle daha büyük iş döngüsü senkronizasyonu beklenmektedir¹. Bu bağlamda, çalışmanın ikinci bölümünde, ayrışma ve küreselleşme ilişkisi incelenmekte ve küresel ticari ve finansal bağlar üzerine odaklanılmaktadır.

Ayrışma tartışmaları, yükselen ekonomiler arasında daha çok yükselen Doğu Asya; özellikle Çin Halk Cumhuriyeti (Çalışmanın bundan sonraki kısmında sadece Çin

¹ Sébastien Wälti, "The Myth Of Decoupling", *Vox*, 27 July 2009, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3814> (30 Ekim 2009), sayfa (s.) 1.

olarak kullanılacaktır.) üzerinde yoğunlaşmaktadır. Ayrışma hipotezini savunanlar, Doğu Asya ekonomileri arasında artan ticari ilişkilerin, bu bölge ile ABD ekonomisi arasındaki zayıflayan bağın bir göstergesi olduğunu ve bölge içi ticaret artışının Doğu Asya ekonomilerini ABD yavaşlamasından; hatta resesyondan bile koruyacağını ileri sürmekteydi.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, yükselen Asya ekonomileri ele alınmaktadır. Bölümün kapsamı, yükselen Asya ekonomilerinin kriz öncesi iç talep potansiyeli ile bölge içi ticareti ve kriz sırası ve sonrası ticaret performansı ile sınırlandırılmaktadır. Ayrışma tartışmalarının üzerinde yoğunlaştığı Çin ekonomisi, daha yakın bir bakış açısıyla incelenmektedir. Bu bölümde ayrıca, ayrışma hipotezinin ileri sürdüğü gibi Asya'daki bölge içi ticaret artışının gelişmiş ekonomiler ile özellikle ABD ile olan bağların zayıflamasına yardımcı olup olmadığı da incelenmektedir.

Bu çalışmanın amacı, ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediğini analiz etmektir. Bu doğrultuda çalışmanın dördüncü bölümünde, ayrışma hipotezinin ekonomik ve finansal açıdan analiz edilmesi yer almaktadır. Ayrışma hipotezinin ekonomik açıdan analiz edilmesinde, öncelikle ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği test edilmektedir. Ayrışma hipotezi, son yıllarda yükselen piyasa ekonomilerindeki iş döngülerinin gelişmiş ekonomilerdeki iş döngülerinden daha bağımsız hale geldiği fikridir². Bu bağlamda, çalışma bir kademe daha ile götürülerek gelişmiş ekonomilerden bağımsızlaşma anlamında gelişmiş yedi ülke (Group of Seven - G7*) ekonomisi ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği de araştırılmaktadır. Ayrışmanın finansal açıdan analiz edilmesinde ise ABD Standard & Poor's (S&P) 500 hisse senedi endeksi ile seçilen yükselen ve gelişmiş ekonomilerin hisse senedi endeksleri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği test edilmektedir.

Ayrışma hipotezinin ekonomik açıdan analiz edilmesinde örneklem, ABD ve

² Sébastien Wälti, "No Decoupling, More Interdependence: Business Cycle Comovements between Advanced and Emerging Economies", **Munich Personal RePEc Archive**, Number (No.) 20869, Germany, February 2010, s.2.

* G7, en büyük gelişmiş-sanayileşmiş ülkelerin ekonomik ve politik bir grubudur. G7 ülkeleri; ABD, Japonya, Almanya, Birleşik Krallık, Fransa, İtalya ve Kanada'dır.

G7 ekonomileri dışında dokuz tane yükselen piyasa ekonomisini içermektedir. Yükselen piyasa ekonomileri; Arjantin, Brezilya, Çin, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'dir. Veri seti, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre çeyrek dönemlik mevsimsel olarak düzeltilmiş reel GSYİH büyüme oranlarıdır. GSYİH büyüme oranları, OECD'nin internet sitesinden, IMF Uluslararası Finansal İstatistikler (International Financial Statistics)'den ve Çin Ulusal İstatistik Bürosu (National Bureau of Statistics of China - NBSC) istatistiklerinden elde edilmiştir. Örneklem periyodu, 1999'un birinci çeyreği (birinci çeyrek dahil) ile 2011'in ikinci çeyreği (ikinci çeyrek dahil) arasındadır. ABD ile yükselen piyasa ekonomileri ve G7 ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ekonomik anlamda ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediğinin analiz edilmesi amacıyla, uzun dönemli ilişkilerin varlığının incelenmesi için Johansen Eşbütünleşme (cointegration) Testi, kısa dönemli ilişkilerin varlığının incelenmesi için Vektör Hata Düzeltme Modeli (Vector Error Correction Model - VECM), değişkenler arasındaki nedenselliklerin tespit edilmesi için Granger Nedensellik Testi - Vektör Otoregresif (Vector Autoregressive - VAR) Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi ve değişkenler arasındaki ilişkilerin VAR modeliyle incelenmesi sürecinde değişkenlerin varyanslarındaki değişimlerin kaynaklarının araştırılması için varyans ayrıştırması tekniği uygulanmaktadır.

Finansal ayrışmanın analiz edilmesi için, ay sonu kapanış fiyatları veri seti kullanılarak hisse senedi endeksleri arasındaki ilişkilere bakılmaktadır. ABD S&P 500 ile ilişkilerin incelenmesi amacıyla endeksler olarak; Almanya Deutscher Aktien Index (DAX), İngiltere FTSE 100, Japonya Nikkei 225 ve Morgan Stanley Capital International (MSCI) Yükselen Piyasalar seçilmiştir. Aylık kapanış fiyatları, Bloomberg'den elde edilmiştir. Örneklem periyodu, 1990 Ocak (Ocak ayı dahil) ile 2011 Nisan (Nisan ayı dahil) arasındadır. S&P 500 hisse senedi endeksi ile seçilen gelişmiş ekonomiler ve yükselen piyasalar hisse senedi endeksleri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği, uzun dönem ilişkiler bağlamında Johansen Eşbütünleşme Testi ile kısa dönemli ilişkiler bağlamında VECM ile, endeksler arasındaki sebep sonuç ilişkileri bağlamında Granger Nedensellik Testi için VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi ile ve endekslerin varyanslarındaki değişimlerin kaynaklarını tespit etme bağlamında VAR varyans ayrıştırma tekniği ile araştırılmaktadır.

2. AYRIŞMA HİPOTEZİ

Son on yılda, gelişmiş sanayi ekonomilerinin büyüme hızlarında yavaşlama görülürken yükselen ekonomiler dikkate değer bir büyüme performansı yakalamışlardır. Bu durum, yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin sanayi ekonomilerinin iş döngülerinden ayrıştığı yönünde genel bir kanıyı harekete geçirmiştir³. Bu hipotez, yükselen piyasa ekonomileri ile ABD ekonomisi arasındaki ilişkinin geçmişte olduğu kadar yakın olmadığı inancına dayanmaktadır. ABD'nin artık küresel büyümenin yönlendiricisi olmadığını ileri süren bu kavram, son dönemde oldukça popüler hale gelmiştir.

Bu bölümde, ayrışmanın tanımı yapılmakta, ayrışma tartışmalarının tarihçesinden kısaca bahsedilmekte ve ayrışma konusunun popülerliğindeki hızlı değişimler gözler önüne serilmektedir. Ayrışma savunucularının ve karşıtlarının görüşlerine dayanak noktası oluşturdukları iddiaları özetlenmekte, ayrışma ve birleşme tartışmalarına değinilmekte, ABD'de yaşanan krizin piyasalar üzerindeki yansımaları ve yükselen piyasa ekonomilerine aktarım kanalları ele alınmaktadır.

2.1 AYRIŞMA HİPOTEZİNE İLİŞKİN GENEL ÇERÇEVE

1970 ve 1980'lerdeki makroekonomik karşılıklı bağımlılık tartışmaları, gelişmiş ekonomiler arasındaki ilişkilere odaklanmaktayken son yıllarda Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin (Brazil, Russia, India, China - BRIC) ve yükselen diğer piyasa ekonomilerinin yüksek büyüme oranlarıyla beraber güncel tartışmalar, gelişmiş ülkelerin yükselen piyasalarla olan ilişkileri üzerine daha çok odaklanmaktadır.

2.1.1 Ayrışma Kavramı

Ayrışma, değişkenler arasındaki korelasyon veya bağımlılığın azalması ya da önceki ilişkilerde bir kopma veya bozulma anlamına gelen bilimsel bir terimdir. Ekonomik literatürde ise sadece küresel büyüme korelasyonlarındaki değişiklikleri ifade

³ International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu - IMF), **World Economic Outlook: Spillovers and Cycles in the Global Economy**, Washington, DC: International Monetary Fund, April 2007, sayfalar (ss.) 121-160.

etmek anlamında değil, aynı zamanda hisse senedi piyasası korelasyonlarında veya enerji/GSYİH oranları gibi trendlerde bir kırılma anlamında da kullanılmaktadır⁴.

Daha büyük oranda küreselleşmeye rağmen ayrışma olgusu, genellikle daha büyük yöreselleşme olarak tanımlanmaktadır⁵. Bu durum, özellikle bölge içi ticaretin süratli bir şekilde büyüdüğü Asya'da yaygın olarak görülmektedir.

Odaklanmanın açık bir şekilde GSYİH büyümesi korelasyonu ve küresel ekonomi döngüsünün senkronizasyonunun bozulması üzerine olmasına rağmen ayrışma, farklı kişiler için kısmen farklı şeyler ifade etmektedir. Basitleştirmek için sıkı veya gevşek bir şekilde tanımlama yapılabilmektedir. Hong Kong Parasal Yetki Kurumu'ndaki araştırmacılar tarafından kullanılan 'sıkı' tanımda, yükselen piyasa ekonomilerinin ABD'den ayrıştığının söylenebilmesi için üç şartın yerine gelmesi gerektiği belirtilmektedir. Bunlar:

- i. İhracatın ABD dışındaki piyasalarda yeterli derecede çeşitlendirilmesi,
- ii. Para politikasının ABD'den yeterince bağımsızlaşması,
- iii. Finansal piyasaların ABD'dekilerle yeterli ölçüde ilişkisiz olmasıdır.

Ancak, ayrışma konusunda bu kadar sıkı tanımlanmış bir versiyon ciddi bir şekilde tartışılmamıştır. Bunun yerine, ayrışma savunucuları, hem Asya'nın ihracatlarının son yıllarda çeşitlendiğini [Örneğin, Avrupa Birliği (AB) piyasalarına ihracat artmıştır.] ve böylece Asya'nın ABD talebine daha az bağımlı olduğunu hem de Asya'daki bölge içi ticaretin ve talebin ekonomik büyümeyi dış talebin yavaşlaması durumunda bile destekleyecek kadar sağlam olduğunu vurgulayan gevşek bir tanımın versiyonlarını kullanmaktadır⁶.

⁴ Vanessa Rossi, "Decoupling Debate Will Return: Emergers Dominate in Long Run", **Chatham House Briefing Note**, IEP BN 08/01, London, October 2008, s.2.

⁵ Thomas D. Willett, Priscilla Liang ve Nan Zhang, "Global Contagion and the Decoupling Debate", **Claremont Institute for Economic Policy Studies**, USA, 26 April 2010, s.12.

⁶ MasterCard Worldwide, **Trade and Economic Growth in Asia: The Paradox of Globalization and Decoupling**, 2 Quarter 2008, s.3.

Ayrışma tartışmalarının, gelişmiş ekonomilerden bağımsızlaşma anlamında daha çok ABD üzerinde yoğunlaşmasının nedeni, ABD ekonomisinin büyüklüğü ile ilgilidir. Euro Bölgesi'nin biçimlenmesine ve yükselen ekonomilerin performanslarına rağmen ABD ekonomisi hâlâ çoğu göstergelere göre (GSYİH, ithalat, borsa piyasa değeri gibi) dünyanın en büyük ekonomisidir. Euro Bölgesi, dünyanın ikinci büyük ekonomisidir ve dünya ihracatına ABD'den daha fazla katkıda bulunmaktadır; fakat diğer parametrelere göre hâlâ ABD ekonomisinden küçüktür.

Diğer önemli bir tarihî neden ise, 2. Dünya Savaşı sonrasıdır. Dünya ekonomisinin yeniden yapılanması, ABD ekonomisi etrafında gerçekleşmiştir. ABD ekonomisi yıllardır daima net ithalatçı durumunda bulunmaktadır⁷. Böylece, diğer ekonomilerin refah düzeylerinin yükselmesine yardımcı olmaktadır. Zaman içinde ABD, ekonomisinde daha yüksek büyüme sağlayan yenilikler yapmıştır ve bunun bir sonucu olarak da uzunca bir süreden beri dünya ekonomisinin merkezinde bulunmaktadır.

2.1.1.1 Ekonomik ve Finansal Ayrışma

Finansal piyasaların ve ekonomik faaliyetlerin ülkeler arası senkronizasyonunu ayırt etme konusunda bir hayli karışıklık vardır. Sermayenin ve bilginin sınır ötesine özgürce ve hızlıca akmasıyla dünya çapındaki hisse senedi piyasaları artan bir şekilde senkronizedir. Bu durum, finansal piyasalarda uzun bir süre ayrışma gözlemlememizi yüksek derecede ihtimal dışı bırakmaktadır⁸.

Çoğu gözlemci, ayrışma hipotezinin açıkça yanlış olduğunu, büyük ekonomilerin finansal piyasalarındaki büyük yön değiştirmelerin, anında diğer ülkelerin finansal piyasalarına bulaştığını savunmaktadır. Bunun kanıtı olarak, dünyadaki hisse senedi piyasaları arasındaki artan bağı göstermektedirler⁹. Şanghay hisse senedi

⁷ World Trade Organization (WTO), Statistics Database, March 2011, <http://stat.wto.org/Home/WSDBHome.aspx?Language=E> (14 Nisan 2011); IMF, World Economic Outlook Database, April 2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/index.aspx> (3 Mayıs 2011).

⁸ M. Ayhan Köse ve Eswar Prasad, "The Decoupling Debate is Back", *Foreign Policy*, 15 June 2009, http://www.foreignpolicy.com/articles/2009/06/14/the_decoupling_debate_is_back (25 Eylül 2009), s.1.

⁹ M. Ayhan Köse, Christopher Otrok ve Eswar Prasad, "Dissecting the Decoupling Debate", *Vox*, 4 October 2008, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1867> (28 Ekim 2008), s.3.

piyasasındaki keskin düşüşler, artık ABD hisse senedi piyasalarını etkilemektedir veya Wall Street'teki çöküş, dünya çapına dalga dalga yayılmaktadır.

Finansal sektörlerin giderek daha fazla serbestleşmesi, iletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişmeler, işlem maliyetlerindeki düşüşler ve çeşitlendirmenin faydalarının giderek fark edilmesi, gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomileri arasındaki finansal karşılıklı bağımlılıkta yaşanan artışa ciddi oranda katkı sağlamıştır. Dahası, bazıları borsalardaki korelasyonların çok fazla arttığını ve uluslararası portföy çeşitlendirmesine sağlanacak çok az katkının kaldığını savunmaktadır¹⁰.

Hisse senedi endeksleri, ülkelerin genel ekonomik durumu hakkında iyi birer bilgi kaynağıdır; fakat hisse senedi fiyatları temel ekonomik göstergelerden daha volatildir. İyi ve kötü haberlere daha hızlı reaksiyon göstermektedir. Bu durum, yükselen piyasa ekonomileri için özellikle doğrudur. Yabancı yatırımcı akışlarındaki küçük hareketler, hisse senedi fiyatlarında büyük dalgalanmalara neden olabilmektedir. Ekonomik büyüme, borsalar üzerinde kesin bir etkiye sahipken diğer yandan ise aralarındaki ilişki bire bir olmaktan uzaktır. Son yıllarda genellikle borsalar arasında, ülkelerin ekonomik büyüme oranları arasındakinden daha yüksek korelasyonlar görülmektedir¹¹. Bu da, artan oranda küresel sermaye hareketliliği ve finansal entegrasyonun varlığına dikkat çekmektedir.

Konvertibilite, döviz kuru rejimleri ve kambiyo sistemleri, ülkelerin dış ticaret pozisyonuna bağlı olarak ayrışmayı etkileyen belirleyici unsurlardır. Örneğin, Çin dış ticaret fazlasından gelen rezerv artışını serbestçe ABD veya Japonya tahvillerine yatırırken, ABD'li veya Japon yatırımcılar doğrudan serbestçe aynısını yapamamaktadır. Çin hisse senedi piyasasında herkesin işlem yapamaması finansal piyasalara girişi, para biriminin konvertibl olmaması ise piyasalardan çıkışı zorlaştıran etkenlerdir. Bu giriş ve çıkış kısıtlamaları, finansal ayrışmaya yol açan ya da finansal ayrışmayı derinleştiren faktörlerdir. Ancak, kapalı bir ekonominin, borsanın ya da şirketin temerrüt (default) riski fiyatlanabilmektedir. O gün borsası kapalı olsa bile bu, kaldıraçlı (leverage) olarak yapılabilir. 1990'lı yıllarda yükselen piyasa

¹⁰ Willett, Liang ve Zhang, *Global Contagion and the Decoupling Debate*, s.8.

¹¹ Köse ve Prasad, *The Decoupling Debate is Back*, s.2.

ekonomilerindeki reformlar (deregülasyonlar, konvertibilite, serbest kur rejimine geçiş, malî düzenlemeler) ve internet üzerinden elektronik ticaret (trading)'in yerleşmesi ile birlikte küresel çapta ayrışmanın azaldığı söylenebilmektedir. Buna, yukarıda bahsedilen türev (derivative) mimari de eklendiğinde finansal piyasalarda ayrışma görmek zorlaşmaktadır.

Ayrışma üzerinde etkili bir diğer alan da, para politikasında yaşanan entegrasyondur. Politika yapıcılar, ihracat endüstrilerine zarar vereceği endişesiyle para birimlerinin fazlaca değerlenmesine müsaade etme konusunda isteksizdirler. Bu durum, bağımsız bir para politikasına sahip olmayı zorlaştırmaktadır. Yükselen Asya ekonomilerinin para birimlerinin ABD dolarına (Çalışmanın bundan sonrasında ABD doları yerine sadece dolar ifadesi kullanılacaktır.) karşı volatilitesi, euronun ve yenin dolara karşı volatilitelerinden düşüktür. Bağımsız bir para politikası, daha yüksek döviz kuru ve faiz oranı volatilitelerine sahip olunmasını gerektirdiğinden, yükselen Asya'nın ABD'den ayrışması para politikası bağlamında da gerçekçi görünmemektedir. Bir diğer nokta ise, doğrudan yabancı yatırım (DYY)'in dengeli dağılıp dağılmadığı veya bir ülkeden diğerine çarpıklık gösterip göstermediği ve portföy akışlarının esas olarak nereden geldiğidir. Eğer aşırı derecede bir yoğunlaşma varsa bağımsız bir para politikasına sahip olmak daha da zor hale gelmektedir. Yükselen Asya için DYY'nin ve portföy sermayesinin başlıca geldiği yer ABD'dir¹².

Temel sorun, finansal yayılmaların GSYİH, yatırım, hanehalkı tüketimi değişkenlerini; yani reel ekonomiyi etkileyip etkilemediği, etkiliyorsa nasıl etkilediğidir. Ekonomik ayrışma, dünya ekonomisinin bir bölgesinin, diğer bir bölgesinden büyüme açısından daha bağımsız olması anlamına gelmektedir. Böylece, ayrışma savunucularına göre, GSYİH büyüme oranları önceden olduğundan daha az ilişkili olma eğilimi göstermektedir. Daha belirgin olarak bu terim, ABD'deki talep azalışına rağmen yükselen ekonomilerin (özellikle Çin'in) yüksek büyüme oranları sergilemeye ve küresel büyümeye katkı sağlamaya devam edecekleri anlamına gelmektedir¹³.

¹² Markus Rosgen, Chris W. Leung ve Elanie Chu, "Asia ex Japan Strategy, Myth: Decoupling; Busted, for Now", **Citigroup Global Markets Equity Research**, 24 October 2007, s.2.

¹³ Rossi, s.5.

2.1.2 Ayrışma Tartışmalarının Tarihçesi

1970’li yıllarda ayarlanabilir sabit kur sistemi Bretton Woods’un çöküşü, petrol krizleri ve küresel ölçekte stagflasyonun doğuşu, küresel karşılıklı bağımlılığa dikkat çekmişti. Birçok ülke vatandaşı, dünya ekonomisinin sahip olduğu öneme uzun zamandan bu yana dikkat çekmekteyken bu gelişmeler, küresel ekonomik gelişmelerin çoğundan korunarak yaşamaya alışmış olan birçok ABD’li tarafından şok olarak algılanmıştı. Küresel ekonomik etkileşimleri görmezden gelme, yerini bu etkileşimlerin önemini gözlerinde büyütme bırakmıştı. ABD gibi daha büyük ekonomilerde bile hem dış şoklardan hem de dış kesimlerin iç politika üzerindeki etkilerinden dolayı uluslararası ekonomik karşılıklı bağımlılık önemli konumdaydı. Dış kesimlerin iç politika üzerindeki etkilerine verilebilecek en dikkat çekici örnek, ABD bütçe açıklarının, 1980’lerdeki güçlü doların ve ABD cari işlemler açığının temel nedeni olduğunu savunan ikiz açıklar analiziydi. Ekonomik politika koordinasyonu tartışmasının cazibesi ön plana çıkmıştı. Ayrıca, küresel büyümeye yönelik lokomotif teorilerin tartışılması popülerlik kazanmıştı¹⁴.

Gelişmekte olan (developing) ülkeler, emtia krizleri haricinde gelişmiş ekonomiler arasındaki makro ekonomi politikalarının koordinasyonuna yönelik tartışmalarda pek fazla rol oynamamıştı. 1980’li yıllar daha çok Latin Amerika borç krizi yılları olarak hatırlanmaktaydı. Asya’da, “güçlü iç talebin ve kendinden emin tüketicilerin, Asya ülkelerinin ayırıcı özelliği haline gelmesinden” yola çıkarak gelişmiş ekonomilerden ekonomik bağımlılık anlamında ayrışma, erken safhalarda tartışılmaya başlamıştı¹⁵. Ancak, 1997/98 tarihlerindeki Asya finansal krizleri, bu tartışmalara yöneltilen dikkati azaltmıştı.

Ayrışma, 11 Eylül 2001 tarihinden sonra, ABD ve Avrupa ekonomik açıdan gerileme içerisine girerken Hindistan ve Çin gibi yükselen ekonomilerin yüksek oranda büyümeye devam etmeleriyle yeniden gündeme gelmişti. 2002’den 2007 yılına kadar, yükselen ekonomiler yüksek büyüme oranları elde etmişlerdi. Ayrışma tezi, Asya siyasi

¹⁴ Willett, Liang ve Zhang, *Global Contagion and the Decoupling Debate*, ss.5-6.

¹⁵ Hong Liang ve Helen (Honh) Qiao, “Asia Economics Flash: China: Decoupling-Why Do We Believe This Time Would Be Different”, *Goldman Sachs Economic Research*, 24 September 2007, <http://www2.goldmansachs.com/china/ideas/chinese-observations/research-docs/res-9.pdf> (12 Eylül 2009), s.4.

çevrelerinde yeni bin yılın popüler konusu haline gelmişti. Bu bağlamda ayrışma, Doğu Asya Bölgesi'nin, gelişmiş piyasa ekonomilerinin ekonomik görünümünden bağımsız, kendi büyüme dinamiklerini sürdürme potansiyeline sahip, ekonomik varlıklarının kendi kendine yetmesi düşüncesi anlamına gelmektedir¹⁶.

Diğer bölgeler üzerinde dikkate değer bir etkisi olmaksızın ABD'nin büyüme yavaşlamasına dair ilk işaretler gelmeye başladığında, ayrışmanın gerçekleşme olasılığına yöneltilen dikkat yeniden artmıştı. Bu beklentiye, IMF 2007 Dünya Ekonomik Görünümü (World Economic Outlook)'nde de dikkat çekilmişti. Bu rapora göre IMF, şöyle bir sonuca varmıştı:

Genel anlamda değerlendirdiğimizde, bu faktörler, birçok ülkenin ABD ekonomisinden 'ayrışacak' bir konumda olması ve ABD'deki yavaşlama beklenildiği gibi orta seviyelerde kalırsa bu ülkelerin yüksek büyüme oranlarını devam ettirmesi gerektiğini öne sürmektedir¹⁷.

Dünya Bankası, Kasım 2007 tarihli Doğu Asya raporunda, Doğu Asya ekonomilerinin küresel iş döngüsünden ve özellikle ABD'nin iş döngüsünden ayrışmayı başardığını ve bu sayede ABD'deki ekonomik yavaşlama sürecinin etkilerinin eskiye nazaran daha az olacağını belirtmişti. Rapor ortaya koymuştur ki; 1997/98 yıllarındaki durumun tersine, yabancı yatırımcılar küresel ekonomik koşullar daha belirsizleşmiş olsa dahi, bölgede varlıklarını sürdürme eğiliminde olmuşlardır¹⁸.

Goldman Sachs ve Morgan Stanley gibi büyük yatırım bankaları ayrışma* kavramını popüler hale ilk getirenlerdi. Onlara göre, gelecek yıllarda yükselen Asya'yla birlikte Çin, ABD ekonomisinden daha iyi bir performans gösterme ve ayrışma şansına fazlasıyla sahipti¹⁹. 2007 yılının ikinci yarısında, ABD'deki kriz daha kötüye giderken

¹⁶ Prema-chandra Athukorala ve Archanun Kohpaiboon, "East Asian Exports in the Global Economic Crisis: The Decoupling Fallacy and Post-crisis Policy Challenges", 2009, The Australian National University, The Arndt-Corden Division of Economics, College of Asia and the Pacific, http://www.crawford.anu.edu.au/acde/publications/publish/papers/wp2009/wp_econ_2009_13.pdf (10 Ocak 2011).

¹⁷ IMF, *World Economic Outlook: Spillovers and Cycles in the Global Economy*, s.148.

¹⁸ World Bank, **East Asia and Pacific Update: Will Resilience Overcome Risk?**, Washington, D.C.: World Bank, November 2007, ss.1-29.

* Bu terimin baş savunucuları, Goldman Sachs'ın baş ekonomisti ve 2001 yılında, dünyanın en büyük dört yükselen piyasası olan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin için BRIC kısaltmasının kullanılması fikrini öne süren Jim O'Neill'di.

¹⁹ Liang ve (Honh) Qiao, s.2.

yatırımcılar, artan miktarda, yükselen piyasa varlıklarına yönelmeye başlamışlardı. Yükselen ekonomilere 54 milyar dolarlık giriş, 2007 yılında ABD dışında güçlü bir küresel borsa performansı yaratılmasına yardımcı olmuştu²⁰.

ABD subprime krizinin sinyallerini izleyen ABD büyüme yavaşlamasından sonra bile, birçok önemli araştırmacı ve analist, gerekçeleriyle birlikte ayrışmayı vurgulamıştır. Bunlardan biri, 2008 ortalarına kadar yükselen piyasaların güçlerini koruduğunu; yani ayrışmanın gerçekleştiğini ileri sürmüştü²¹. Ancak, ayrışma görüşleri, 2008 yılıyla birlikte şüpheye dönüşmeye başlamıştı. 2008'in başlarında Goldman Sachs birleşme olasılığı üzerinde yoğunlaşmıştı. Savunduğu yargı ise, dünyanın geri kalanındaki bazı bölgelerin ABD'de yaşanan durgunluğu göz ardı etmelerinin artık kolay olmayacağı yönündeydi²². ABD ekonomisinin resesyona gireceği endişesiyle yükselen piyasa fonlarından çıkış, 2008 Ocak ayında 15 milyar doları bulmuştu²³. Hisse senedi piyasalarındaki en büyük düşüşlerin bazıları yükselen piyasalarda yaşanmıştı. Çin ve Hindistan'daki elden çıkarmalar diğer yükselen piyasalara göre daha yüksek seviyedeydi. Birleşme tartışmaları, ayrışma tartışmalarının yerini almıştı. Literatürde makalelerin başlıklarında ayrışmadan birleşmeye doğru bir değişim yaşanmaya başlamıştı. Şubat 2008'in başlarında bir Danimarka bankasının çalışması "Ayrışmadan Birleşmeye", Mayıs 2008 tarihli başka bir çalışma ise, "Asya ve Ayrışma Efsanesi" başlığına sahipti²⁴. Küresel krizin yayılmasında, 2008 Mayıs ayı özellikle dikkat çekmiş ve borsalar açısından savunulabilecek herhangi makul bir ayrışma görüşünün bu ayda son bulduğu belirtilmişti²⁵.

Kredi koşullarındaki kötüleşmeye ve yükselen belirsizliğe rağmen, Dünya Bankası'nın Nisan 2008 tarihli raporu iyimserliğini sürdürmüştü ve Doğu Asya'nın "eskiye nazaran bu krizi, gelecek beklentilerine kayda değer zararlar gelmeden

²⁰ Akash Prakash, "Decoupling or Recoupling?", *Business Standard*, 12 February 2008, <http://www.business-standard.com/india/news/akash-prakash-decoupling-or-recoupling/313393/> (01 Nisan 2010).

²¹ Rossi, ss.1-16.

²² Jim O'Neill, "Cloudy Picture as Concept of Decoupling is Put in Context", *Financial Times*, 29 July 2008, <http://www.ft.com/cms/s/0/38f238d8-5d05-11dd-8d38-000077b07658.html#axzz1Kp3gibfU> (10 Ocak 2010).

²³ Prakash, par.1.

²⁴ Danske Bank, "From Decoupling to Recoupling", **Emerging Markets Briefer**, 4 February 2008, ss.1-25; Barry Eichengreen ve Yung C. Park, "Asia and the Decoupling Myth", 2008, University of California, Berkeley, https://www.econ.berkeley.edu/users/eichengr/asia_decoup_myth.pdf (8 Aralık 2009).

²⁵ Michael Dooley ve Michael Hutchison, "Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis", **JIME/Warwick Conference**, Warwick, 6 April 2009, s.9.

yönetebilecek pozisyonda” olduğu sonucuna varmıştı²⁶. IMF ise, subprime krizi yayılımının Doğu Asya üzerindeki negatif etkilerine daha çok ağırlık vermiş olsa da, benzer şekilde denge güvencesi vermişti²⁷.

2008 sonbaharında Lehman Brothers’ın çöküşünden sonra, küresel finansal sistem ciddi bir şekilde etkilenmişti. Yükselen ekonomiler de bu çöküşten olumsuz olarak etkilenmişti. 2008 Ekim ayının ortalarına gelindiğinde BRIC endeksi % 57 oranında değer kaybetmişti²⁸. Küresel fonlar yükselen piyasalardan çekilmeye başlamış ve ABD hazine kağıtlarına yönelmişti.

Ancak ayrışma tartışması, Avrupa ve ABD’nin küçülme belirtileri göstermeye devam ettiği; ancak Çin ve Hindistan’ın yeniden canlanmaya başladığı 2009 yılında tekrar gündeme geldi. Hindistan ve Çin gibi yükselen ekonomilerin 2009 yılında büyümede başrol oynayacağı beklenmekteydi²⁹. 2009 ortalarına doğru finansal sistemde başlayan normalizasyon, ekonomik faaliyetlerdeki toparlanma ve hisse senedi değerlerinde meydana gelen artışla Lehman öncesi düzeylerin üzerine çıkan borsalar, bu görüşü desteklemek için kanıt olarak gösterilmekteydi. Piyasa mutabakatı, ağır borç yüklerine sahip ABD tüketicilerine olan bağımlılığı azaltmak adına gittikçe artan bir şekilde yükselen ekonomileri küresel büyümenin yön vericileri olarak görmekteydi³⁰.

2.1.2.1 Ayrışma Savunucularının İddiaları

ABD’nin yavaşlamasıyla birlikte finansal piyasalarda gündeme gelen fikir, ABD yavaşlamasının dünyanın geri kalanını etkilemeyeceği, yani dünyanın geri kalanında yüksek büyüme oranları görülmeye devam edeceği şeklindeydi. Ayrışma savunucuları, yükselen ekonomilerin genişlediğini ve derinleştiğini, büyüme için artık ABD ekonomisine bağımlı olmadıklarını, ABD yavaşlamasından hatta resesyondan

²⁶ World Bank, **East Asia and Pacific Update: East Asia: Testing Time Ahead**, Washington, D.C.: World Bank, April 2008, s.1.

²⁷ IMF, **World Economic Outlook: Housing and the Business Cycle**, Washington, DC: International Monetary Fund, April 2008, ss.xiv-3.

²⁸ Global Finance Magazine, “Features: Breaking Up or Breaking Down?”, December 2008, <http://www.gfmag.com/archives/32-dec2008/382-features.html> (25 Ekim 2009), par.7.

²⁹ Commodity Online, IMF Says India, China to Lead Economic Expansion, 2009, <http://www.commodityonline.com/news/IMF-says-India-China-to-lead-economic-expansion-21589-3-1.html> (02 Aralık 2009), par.1.

³⁰ Mohamed El-Erian, “Decoupling versus Recoupling”, 10 August 2009, <http://europe.pimco.com/LeftNav/Viewpoints/2009/Viewpoints+Mohamed+ElErian+August+2009+Decoupling+vs+Recoupling.htm> (22 Mart 2010), par.5.

bile izole olduklarını ileri sürmekteydi³¹. Ayrışma savunucularının iddiaları, ABD'deki krizin ortaya çıktığı ve ayrışmanın yoğun bir şekilde tartışıldığı ilk dönemde, aşağıdaki konular üzerinde yoğunlaşmaktaydı:

- Dört büyük Asya ekonomisi olan Çin, Hindistan, Japonya ve Kore Cumhuriyeti (Çalışmanın bundan sonraki kısmında sadece Kore olarak kullanılacaktır.) için güçlü bir büyüme ivmesi vardır ve bu ivme hızlı ve elastiki iç talep büyümesiyle desteklenmektedir. Böylece, ABD yavaşlamasının Asya büyümesine etkisi az olacaktır ve eğer bu dört büyük Asya ekonomisinin büyümesi hızlı olmaya devam ederse, Asya'nın geri kalanı da ABD yavaşlamasını atlatacaktır.
- Avrupa'dan ABD'ye ihracatın, Avrupa'nın GSYİH'sinin % 3'ünü oluşturması sebebiyle bir ABD yavaşlamasının Avrupa'nın toplam talebine ticaret kanalı yoluyla etkisi sınırlı olacaktır.
- 2006 yılı ortalarında Goldman Sachs Küresel Öncü Göstergeler endeksi gibi küresel ekonomiyi ölçen çeşitli özel sektör öncü göstergeleri, ABD'de açıkça bir yavaşlamaya işaret etmektedir; fakat dünyanın geri kalanında hâlâ güçlü bir büyüme ivmesi vardır³².
- Yükselen piyasalar bir grup olarak, ABD'ye nazaran Çin'e daha fazla ihracat yapmaktadır.
- Yükselen piyasa ekonomilerinin çoğunun iç tüketimi ve yatırımı, 2007 yılı boyunca hızlanmıştır. Söz konusu yıl için, yükselen piyasa ekonomilerindeki tüketici harcamalarındaki artış, gelişmiş ülkelerdeki tüketici harcamalarındaki artışın üç katı kadardır.

³¹ Eben Esterhuizen, "Commoditizing the 'Decoupling Theory'", 10 March 2008, <http://seekingalpha.com/article/67844-commoditizing-the-decoupling-theory> (05 Ekim 2009), s.1.

³² Nouriel Roubini, "12 Reasons Why the World Will Not De-Couple From the Coming U.S. Growth Slowdown or 'Why When the U.S. Sneezes the World Gets the Cold'", *Roubini Global Economics*, 14 June 2006, <http://www.roubini.com/roubini-monitor/131886/12-reasons-why-the-world-will-not-de-couple-from-the-coming-us-growth-slowdown-or-why-when-the-us-sneezes-the-world-gets-the-cold> (27 Eylül 2009), s.3.

- Yükselen piyasa ekonomileri, 2007 yılında küresel GSYİH'nin 1/4'ünü oluşturmaktadır. Bu oran, ABD'nin katkısıyla yaklaşık olarak aynıdır.

- 2007'de Hindistan ve Çin, ABD'ye nazaran küresel büyümeye daha fazla katkıda bulunmuştur.

- Dört büyük yükselen ekonomi 2007'de küresel GSYİH büyümesinin 2/5'ini oluşturmaktadır ve bunlar ABD'ye en az bağımlı olanlardır. ABD'ye ihracat, Çin'in büyümesinin % 8'ini, Hindistan'ın büyümesinin % 4'ünü, Brezilya'nın büyümesinin % 3'ünü ve Rusya'nın büyümesinin % 1'ini oluşturmaktadır.

- Yükselen piyasaların ABD'ye ihracatlarındaki düşüşe rağmen diğer yükselen piyasalara ihracatları artmaktadır. Çin'in ABD'ye ihracatındaki dolar bazında büyüme, Ocak 2008'de % 5'e gerilemiştir; fakat Brezilya, Hindistan ve Rusya'ya ihracatı, % 60'tan fazla ve petrol ihracatçılarına ihracatı ise % 45 yükselmiştir. Çin'in ihracatının yaklaşık olarak yarısı, diğer yükselen piyasa ekonomilerine gitmektedir. Aynı şekilde, Kore'nin ABD'ye ihracatı, 2008 Şubat ayında % 20 düşmüştür; fakat toplam ihracatı, gelişmekte olan diğer ülkelerle olan ticareti sayesinde % 20 artmıştır³³.

- Ticaret fazlası, yükselen piyasaların ve gelişmekte olan ekonomilerin 2007 yılı sonu itibarıyla 4,4 trilyon dolar döviz rezervi (Çin hariç 2,9 trilyon dolar) biriktirmesine izin vermiştir. Bu döviz rezervleri, gelişmiş ülkelerdeki herhangi bir kredi piyasası bozulmasına karşı bir tampon görevi görmektedir³⁴.

Ayrışma hipotezi savunucuları, bölge içi ticaretin Asya'yı dünyanın geri kalanındaki negatif talep şoklarından izole ettiği tartışmasıyla yakından bağlantılı olarak; bölgenin, özellikle Çin'in güçlü iç tüketim artışı yaşadığını ve bölge içinde ve bilhassa Çin'de hızlanan tüketim artışının yavaşlayan bölge dışı talebin yerini

³³ Economist, "Emerging Markets: Decoupling Debate", 6 March 2008, <http://www.economist.com/node/10809267> (30 Eylül 2009), ss.2-3.

³⁴ Herbert Lash, "Emerging Market "Decoupling" Theory May Be Premature", 12 October 2007, *Reuters*, <http://www.reuters.com/article/idUSN1259286920071012> (26 Ekim 2009), s.2; Esterhuizen, s.2; IMF, **World Economic Outlook: Tensions from the Two-Speed Recovery Unemployment, Commodities, and Capital Flows**, Washington, DC: International Monetary Fund, April 2011, s.206.

doldurabileceğini iddia etmekteydi. 2007 yılının ilk yarısında, ABD'ye yapılan ihracat yavaşlamasına rağmen bölgede büyümenin artması, bu gerçeğin bir kanıtı olarak algılanmaktaydı. Ayrışma savunucularına göre, Doğu Asya hükümetleri dış talepteki azalışı, iç talebi genişleterek dengelemek için harekete geçmişlerdi ve beklentiye göre gelecekte de bunu yapmaya devam edeceklerdi. Çin, bağımsız bir büyüme kutbu olarak hızla diğer ekonomilerden ayrılmaktaydı. Bu konuda yapılmış olan bir çalışma, ekonomik büyümesi çoğu zaman temel ticari partnerlerinin ekonomik döngülerinden bağımsız kalan Çin'in artan katkısı sayesinde, yükselen Doğu Asya ülkelerindeki iş döngülerinin ABD'nin iş döngüsünden ayrıştığı bulgusuna ulaşmıştır³⁵.

Hâlâ bir grup olarak yükselen piyasaların, kendilerine daha fazla güvenen bir yapıya kavuşup kavuşmadıkları, son ani büyüme ve daralma periyodunda bir soru olarak kalmıştır. Ayrışma hipotezi savunucuları, aşağıdaki üç önemli göstergeye istinaden, yükselen ekonomilerin kendi aralarındaki bağıllığın arttığını, bu nedenle gelişmiş ülkelere olan bağımlılığın azaldığını ileri sürmekteydi:

İlk olarak, yükselen piyasa ekonomileri arasındaki ticaret akışları son yirmi yılda artarak iki katına çıkmıştır. Bu durum, tedarik zincirinin uluslararasılaştırılmasıyla ve üretimde uzmanlaşmayla ilgilidir. Örneğin, Kore ve Tayvan'ın büyük kitle üretimi Çin'e ihraç edilmekte, Çin'de nihai işleme tabi tutulduktan sonra gelişmiş ülkelere gönderilmektedir.

İkinci olarak, Çin ve Hindistan gibi yükselen büyük ekonomilerin emtia talebi, Brezilya, Şili ve Rusya gibi emtia ihracatçısı ülkelerin büyümesini desteklemektedir.

Üçüncü olarak, yükselen ekonomiler arasındaki finansal akışlar da artmaktadır. Çin, diğer Asya ülkelerinin DYY'lerinin neredeyse 3'te 2'sini çekmektedir. Çin, çoğu emtia üreticisi ülkede önemli yatırımları üstlenmeye başlamıştır. Diğer yükselen piyasalar da büyük miktarda döviz rezervleri biriktirmişlerdir. Bunların hepsi, bir grup olarak yükselen piyasaları, gelişmiş ülkelere gelen finansal akışa daha az bağımlı yapmaktadır.

³⁵ Stéphane Déés ve Isabel Vansteenkiste, "The Transmission of US Cyclical Developments to the Rest of the World", **European Central Bank Working Paper**, No.798, Frankfurt am Main, Germany, August 2007, ss.1-22.

İlave olarak, 1997/98'deki Asya finansal krizi ve 2001'deki teknoloji krizinden beri, yükselen büyük ekonomiler durgunluklarla mücadele etmek için makroekonomik politika araçlarını etkinlikle kullanmaktadırlar. Çin ve Hindistan gibi ülkeler, özellikle son ABD resesyonda büyümelerini destekleyen bu politikaları etkinlikle kullanmışlardır.

Yükselen ekonomiler, son yıllarda gelişmiş ekonomilerden daha hızlı büyümüşlerdir ve dünya büyümesinin önemli bir kısmını oluşturmuşlardır. Ayrışma savunucularına göre, yükselen ekonomiler öngörülebilir gelecekte de gelişmiş ekonomilerden daha yüksek oranda büyümeye devam edeceklerdir ve dünya büyümesinin yön vericiliğini ABD'den devralmışlardır. Bu durum, konjonktürden çok yapısal işaret eden bir çeşit ayrışma gibidir. Yükselen piyasalar daha verimli büyüme oranlarına, geniş ve kapasite altında kullanılan iş gücüne ve muazzam bir potansiyel iç talebe sahiptirler. Bu potansiyel iç talep, sadece tipik dayanıklı tüketim malları için değil, aynı zamanda daha yüksek ve uzun dönemli büyüme sağlayabilecek alt yapı, eğitim ve sağlık hizmetleri içindir³⁶.

Yükselen piyasa ekonomilerinde bankacılık sektöründe kredi/mevduat oranı genel olarak % 100'ün altındadır. Yükselen piyasa bankaları daha muhafazakar borç verme politikaları ve teminat bankacılığının yaygın olması nedeniyle nispeten daha az problemlidir³⁷. Gelişmiş ülkelerde borçluluk artarken yükselen piyasalarda borçluluk düşük ve tasarruf oranları yüksekti. Genel olarak, yükselen piyasalardaki cari işlem/malî denge ve toplam borç seviyesiyle ilgili olarak ekonomik temeller gelişmiş piyasalardan daha güçlüydü³⁸. Buna dayanarak ayrışma savunucuları, kriz döneminde gelişmiş ekonomilerin karşı karşıya kaldıkları büyük zorlukların, yükselen ekonomiler için aynı büyüklükte olmadığını iddia etmekteydi.

Böylece ayrışma savunucuları, yükselen büyük piyasaların artık geçmişteki gibi gelişmiş ülkelere bağımlı olmadığını gösteren işaretler olduğunu iddia etmekte ve

³⁶ Köse ve Prasad, *The Decoupling Debate is Back*, ss.2-3.

³⁷ Sudi Apak, "Ekonomi Şeffaf ve Güvenilir Olmalı", *Ekovitrin*, 11 Şubat 2010, <http://www.ekovitrin.com/index.php/prof-dr-sudi-apak-%E2%80%98ekonomi-seffaf-ve-guvenilir-olmalı%E2%80%99/> (02 Mayıs 2011), par.2.

³⁸ IMF, World Economic Outlook Database, April 2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/index.aspx> (10 Mayıs 2011).

Çin gibi yükselen piyasa ekonomilerinin kendi kendilerini idame ettirebilecek hale gelip gelmediklerini ve dış talepten ziyade iç taleple büyüme modeline dönüp dönmeyeceklerini tartışmaktaydılar.

2.1.2.2 Ayrışma Karşıtlarının İddiaları

2006 yılında ABD'nin yavaşlama sürecine girmesiyle, dünyanın geri kalanının ABD yavaşlamasından ayrıştığını iddia eden bir grubun yanında; ülkelerin iş döngüleri arasındaki reel ve finansal bağların analizine dayanarak gittikçe küreselleşen dünyamızda “ABD hapşırırsa dünyanın geri kalanının soğuk algınlığına yakalanacağını” ileri süren bir başka grup daha vardı. ABD yavaşlamasının başladığı zamanda, dünyanın ABD'den ayrışmayacağına ve ABD'deki keskin yavaşlamanın öncü olacağına ve az bir gecikme ile küresel yavaşlamayla birleşeceğine inanan bu grubun ayrışma karşıtı tartışmalarının yoğunlaştığı alanların 12 maddelik özeti aşağıdaki gibiydi:

1. Ayrışma karşıtlarına göre, özellikle doğrudan veya dolaylı olarak ABD'ye ihracat yapan ülkeler [Çin, Doğu Asya, Meksika, Kanada ve benzeri (vb.)] için ticaret bağları, şokların ABD'den dünyanın geri kalanına iletilmesinde önemlidir.

2. Ayrışma karşıtları, petrol ve emtia fiyat şoklarının ABD ve diğer petrol ve emtia ithal eden ülkeler için ortak bir şok olduğunu ve özellikle; AB, Japonya, Çin ve Hindistan gibi ekonomilerin, petrol ithalatına ABD'nin bağımlı olduğundan daha fazla bağımlı olduğunu vurgulamaktaydı.

3. Krizin ortaya çıkmasıyla ABD'de ve diğer birçok ülkede, enflasyon artışı hakkındaki küresel kaygılarla para politikasının sıkılaştırıldığını ve ucuz likidite devrinin sona erdiğini ileri sürmekteydiler.

4. Ayrışma karşıtlarına göre, konut sektörü krizi sadece ABD'de değil (ABD'deki kriz daha dramatik hale dönüşmüştü.) diğer ekonomilerde de ortaya çıkmıştı ve kolay likidite, konut krizinin dünyanın çok sayıda bölgesine yayılmasına neden olmuştu.

5. Ayrışma karşıtları, hisse senedi fiyatlarındaki Mayıs-Haziran 2006 krizi boyunca düşüşün, sadece ABD’de değil küresel bazda yaşandığını ve dünyanın geri kalanında ABD’de olduğundan daha şiddetli olduğunu ileri sürmekteydi. Onlara göre, yabancı piyasalar ABD piyasasından daha illikitti. Krizin, ekonomilerin çoğunda tüketim, yatırım harcamaları ve reel kesim ile tüketici güveni üzerinde olumsuz etkilere neden olması beklenmekteydi.

6. ABD yavaşlamasını takiben doların zayıflamasının, euro, yen ve diğer dalgalanmaya bırakılmış para birimlerinin değerlenmesine neden olması ve Euro Bölgesi’ndeki ve Japonya’daki geçici iyileşme ile bu değerlenmenin büyümeye ve net ihracata zarar vermesi beklenmekteydi.

7. DYY, bir diğer aktarım kanalıydı. ABD’nin yavaşlamasıyla yabancı firmaların ABD üretici iştirak ve bağlı ortaklarının ABD’deki satışlarının düşmesi ve bu firmaların Japonya, Avrupa ve dünyanın diğer yerlerindeki kendi evlerindeki kârlarının bu durumdan olumsuz etkilenmesi beklenmekteydi.

8. Ayrışma karşıtlarına göre, riskten kaçınma küresel olarak artmıştı ve makro, finansal ve jeopolitik belirsizlikler nedeniyle piyasalardaki kötüye gidiş, iş ve tüketici güvenini olumsuz etkileyecekti.

9. Yükselen piyasa ekonomileri son zamanlara kadar yüksek küresel büyümeden, emtia ihracatçısı olanlar yüksek emtia fiyatlarından ve düşük küresel faiz oranlarından büyük ölçüde fayda sağlamışlardı. Ayrışma karşıtları, ABD ve G7 ekonomisinin yavaşlamasıyla düşük küresel büyümenin, düşük emtia fiyatlarının ve azalan küresel likiditenin, yükselen piyasaların reel ekonomilerini olumsuz etkilemesini beklemekteydiler.

10. Son dört küresel resesyon, sıkılaştırılan para politikasına ve stagfasyona yol açan petrol şokları ve enflasyon korkusuyla şekillenmişti. Ayrışma hipotezi karşıtları, aynı durumun tekrar yaşandığını ve küresel iş döngülerinin yüksek oranda birbiriyle ilişkili olduğunu ileri sürmekteydi.

11. Ayrışma hipotezi karşıtlarına göre, 1987'deki hisse senedi piyasası krizindeki ve 1998'deki LTMC hedge fonunun neredeyse çökmesindeki gibi ciddi bir sistemik finansal kriz riski vardı. Önceki krizlerde sistemik riske neden olan bu faktörlerin yine söz konusu olduğunu iddia etmekteydiler.

12. Ayrışma karşıtlarına göre, 2001 küresel krizinden farklı olarak para politikalarının ve malî politikaların küresel yavaşlama ile baş etmesini kolaylaştırmak için çok fazla boş yer yoktu. Bir yavaşlamada, çoğu G7 ekonomisi, para birimlerinin değerlenmesinden kaçınmak istemekteydi. Böylece, küresel ekonomide büyük ve gittikçe artan küresel dengesizlik, jeostratejik riskle birlikte ticaret ve varlık korumacılığı riski artmaktaydı³⁹.

Ayrışma tartışmaları, yükselen ekonomiler arasından daha çok yükselen Doğu Asya, özellikle Çin üzerinde yoğunlaşmaktaydı. Ayrışma hipotezine inananlar, Doğu Asya ülkeleri arasındaki artan ticari bağın, bu bölge ile ABD ekonomisi arasındaki zayıflayan ilişkinin güçlü bir kanıtı olduğunu ve bu bağın Doğu Asya ekonomilerini ABD yavaşlamasından koruyacağını ileri sürmekteydi; fakat ayrışma karşıtlarına göre, bu ülkeler açıkça gözden kaçırılan bir faktöre sahipti: Doğu Asya'daki yakınlaşan ticaret bağı, bu ülkelerin sanayi zincirindeki rollerinin değişmesi nedeniyle gerçekleşmiştir. Geçmiş yıllarda, özellikle 1997/98 Asya finansal krizinden sonra, bu ülkeler kendi rekabet avantajlarına göre üretim sektöründe daha fazla uzmanlaşmışlardır. Bu nedenle, sıkılaştıran ticaret bağlarına eşlik eden sınai iş birliği geliştirmişlerdir. Bu esnada, bu ülkeler kendi iç piyasa tüketimlerinden önemli bir destek görmemişlerdir. Aksine, şiddetli olarak özellikle ABD ve Avrupa piyasalarından gelen bölge dışı talebe daha fazla bağımlıdırlar. Bu bağımlılık, bölgeye büyük bir para akışı getirmektedir. Bu da, bu ülkeler için çok büyük döviz rezervleri anlamına gelmektedir⁴⁰.

³⁹ Nouriel Roubini, "The Fairy Tale that the World Will "Decouple" from the Coming U.S. Recession", *Roubini Global Economics*, 3 August 2006, http://www.roubini.com/roubini-monitor/139556/the_fairy_tale_that_the_world_will_decouple_from_the_coming_us_recession (27 Eylül 2009), ss.2-4; Roubini, *12 Reasons Why the World Will Not De-Couple From the Coming U.S. Growth Slowdown or "Why When the U.S. Sneezes the World Gets the Cold"*, ss.2-4.

⁴⁰ He Fan, "Economic Decoupling Has No Weight", *China Daily*, 11 January 2008, http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2008-01/11/content_6388254.htm (5 Ekim 2009).

Ayrışma hipotezi karşıtlarına göre, Asya ülkeleri arasındaki büyüyen ticarete rağmen Doğu Asya'nın ABD büyümesine döngüsel ve yapısal bağımlılığı, eskisine nazaran şimdi daha fazladır. Sebep, aşağıda belirtildiği şekildedir:

On yıl önceki durumda, Doğu Asya ekonomileri nihai malları ABD'ye doğrudan ihraç etme eğilimindeydiler; fakat Çin'in doğuşuyla, Asya üretim ve tedarik zinciri köklü bir şekilde değişmiştir. Şimdi, Doğu Asya ülkeleri daha çok girdi, ara malı ve hammadde üretme eğilimindedir ve bunlar Çin'e ihraç edilmektedir. Çin düşük iş gücü maliyeti ile bu girdileri işlemekte, onları nihai ürün olarak bir araya getirmekte ve ABD'ye ihraç etmektedir. Böylece, Asya ülkeleri arasındaki büyüyen ticarete rağmen Asya'nın ABD büyümesine yapısal ve döngüsel olarak bağımlılığı on yıl öncesine göre daha yüksektir. Bu nedenle, ayrışma karşıtlarına göre, Asya ülkeleri arasındaki artan ticaret nedeniyle Asya'nın ABD'den ayrışabileceği tartışması tamamen hatalıdır. Çin'in büyümesinin yavaşlaması halinde, Çin'in Asya'nın ara mallarına olan talebinin ve Asya, Latin Amerika ve Afrika'dan hammadde talebinin düşeceğini ve böylece Asya'nın büyümesinde yavaşlama ve emtia ihracatçılarına zarar verecek boyutta emtia fiyatlarında keskin bir düşüş görüleceğini beklemekteydiler⁴¹.

Asya, dünyanın geri kalan yükselen ekonomileriyle birlikte çok büyük kümülatif cari işlemler fazlası vermektedir. Cari işlemler fazlası, 2002'de yaklaşık 35 milyar dolar iken (GSYİH'nin % 2,4'ü) 2007'de yaklaşık 372 milyar dolar (GSYİH'nin % 11'i) civarındaydı⁴². Bu bağlamda, ayrışma karşıtlarına göre, Çin ve Asya ekonomileri büyük ölçüde ticarete bağımlıdır. Bu temel küresel dengesizliğin özünde, küresel finansın ve reel ekonominin daha sıkı bir şekilde bağlı olması yatmaktadır. Bu devam eden dış bağımlılık nedeniyle Çin ve yükselen diğer Asya ekonomileri, iç taleplerini büyük ölçüde genişletemezlerse bu ekonomilerin ABD ekonomisinden ayrıştığını gelecekte de görmek zor olacaktır. Morgan Stanley tarafından yapılan bir

⁴¹ Asian Development Bank (ADB), **Asian Development Outlook 2007: Change Amid Growth**, Manila: Asian Development Bank, March 2007, ss.69-70.

⁴² IMF, World Economic Outlook Database, April 2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/index.aspx> (11 Mayıs 2011).

araştırma, iç talepte veya ABD dışı talepte büyük bir iyileşme olasılığının çok düşük olduğunu göstermektedir⁴³.

Ayrışma karşıtları, Çin’de üretimi yapan firmaların büyük ölçüde ABD ve Avrupa firmaları olduğunu, içindeki Çinli emeği ve enerji girdisi bir kenara bırakılırsa geriye kalan sermayenin ve teknolojinin ya ABD’ye ya da Avrupa’ya ait olduğunu ve üretimin yalnızca adının Çin malı olduğunu vurgulamaktaydı. Ayrışma karşıtlarına göre, ayrışma tezine inananlar, Çin’in ihracatının yaklaşık % 40’ının ABD’ye ve AB ülkelerine gittiğini gözardı etmekteydiler. Ayrışma hipotezi savunucuları, ABD’deki olası bir resesyonun Asya ve Çin ekonomilerine zarar verebilmesine karşın, iç talepte geniş boşluğun bulunduğunu ve ABD dışı talebin Asya büyümesine destek olabileceğini tartışmaktaydı; fakat ayrışma karşıtlarına göre, bu düşünce ise daha az bir temele sahipti; çünkü Çin’in büyümesinde iç talebin payı oldukça düşüktü. Ayrışma karşıtları, ABD ekonomisi bir resesyona girdiğinde, ihracatının % 21’lik bölümünü ABD’ye yapan Çin’in üretiminin aynı seviyede kalamayacağını, ihracatta kaybettiği bölümü iç piyasa tüketimi için üretmeye devam edemeyeceğini ve Çin’deki iç tüketimin payının % 44 gibi düşük bir seviyede olduğunu ve bunu ABD yavaşlamasına özel olarak yükseltme imkanı olmadığını düşünmekteydiler. Onlara göre, Çin’in iç piyasası gelişmiş değildi ve böyle bir esnekliği de yoktu. Çin’in ihracatının yaklaşık % 40’ının ABD ve AB ülkeleri ile, ithalatının da % 40’ının Japonya, Kore ve diğer bölge ülkeleri ile olmasına dayanarak ayrışma karşıtları, ticaret ilişkisi mantığına göre, ABD’nin resesyona girmesinin Çin’i yavaşlatacağını, Çin’in yavaşlamasının da Uzakdoğu’yu yavaşlatacağını beklemekteydiler⁴⁴.

Ayrışma karşıtlarının iddialarına dayanak noktası oluşturan bir diğer konu da para politikası bağımlılığıdır. Onlara göre, Çin ve yükselen diğer Doğu Asya ekonomileri, ABD ekonomisine dolar üzerinden bağlı kalmaya devam etmektedir. Ayrışma karşıtları, zayıflayan doların ihracat kanalıyla Çin dahil Asya ekonomilerinin

⁴³ Nouriel Roubini, “Recoupling rather than Decoupling: the Forthcoming Contagion to China, East Asia and Emerging Markets”, *Roubini Global Economics*, 23 November 2007, http://www.roubini.com/roubini-monitor/228535/recoupling_rather_than_decoupling_the_forthcoming_contagion_to_china_east_asia_and_emerging_markets (15 Kasım 2009) s.2.

⁴⁴ Mağfi Eğilmez, “Decoupling Hipotezi”, *Radikal Gazetesi*, 17 Ocak 2008, <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=244724> (10 Eylül 2009); Uğur Gürses, “Decoupling’ (Ayrışma) Umudu”, *Radikal Gazetesi*, 30 Ocak 2008, <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=245971> (10 Eylül 2009).

büyümesi için tehdit oluşturacağını beklemekteydiler. Bütün bu ülkeler, ihracata dayalı büyüme stratejilerini takip ettikleri için doları desteklemek zorunda kalmaktadır. Bu da, onların para politikalarını ABD'nin para politikasına bağlı hale getirmektedir. Ayrışma karşıtlarına göre, Doğu Asya ülkelerinin para birimleri dolara gevşek veya sıkı bir şekilde bağlı kaldığı sürece, bu ülkelerin para politikası özerkliği kaçınılmaz olarak kısıtlı olacağından para politikaları Amerika Merkez Bankası (Federal Reserve - FED) politikalarından etkilenecektir ve dolardan bağımsızlaşma olmazsa Doğu Asya ekonomilerinin ABD ekonomisinden ayrışmasını görmek zordur⁴⁵.

2.2 AYRIŞMA VE BİRLEŞME TARTIŞMALARI

Yakın geçmişte küreselleşmenin ilginin odak noktasını teşkil etmesi gibi, ayrışma hipotezi de son zamanlarda dünya çapında politika yapımcıların ve yatırımcıların en fazla dikkatini çeken konulardan biri olmuştur. Ayrışma hipotezi destekçileri, ABD ekonomisi resesyonda olsa bile bunun aslında yerel bir problem olduğunu; çünkü bu durumun, ABD ekonomisinin subprime mortgage piyasalarında yaygın olarak taahhüdünü yerine getirememesinin bir sonucu olduğunu ve ABD ekonomisindeki yavaşlamaya rağmen yükselen ekonomilerin büyümeye devam edecekleri fikrini savunmaktaydı. Tartışmanın merkez noktası, ABD'nin ve dünyanın geri kalanının ayrıştığı, bu nedenle ABD'nin ve dünyanın geri kalanının ekonomik büyüme yolunun keskin bir şekilde farklılaşabileceğiydi; fakat düşen doların etkisiyle ABD yavaşlamasının dünya çapına dalga dalga yayılması ve sonrasında ABD resesyonunun gittikçe güçlenmesi ile birlikte, ayrışma hipotezinin hızlıca değer kaybına uğradığı ve yerine yeni bir hipotezin (birleşme) benimsendiği görüldü. Birleşme, bütünüyle küreselleşen dünyada hiçbir ekonominin küresel şoklardan tamamen izole kalamayacağı anlamına gelmektedir⁴⁶.

Bu bağlamda, eğer ekonomiler ABD ekonomisinden ayrılmıştır denilirse bu, ABD ekonomisindeki durgunluğun diğer ekonomileri etkilemeyeceği anlamına gelmektedir. Nedeni, ABD ekonomisinin büyümesi ile diğer ekonomilerin büyümeleri

⁴⁵ Ulrich Volz, "Decoupling 2.0?", *The Wall Street Journal*, 16 September 2009, <http://feer.wsj.com/economics/2009/september53/Decoupling-2.0> (10 Mart 2010); Saima Rizvi, "Emerging Markets Decoupling Theory - A Myth", 22 April 2008, Amity University, MBA, PhD Lecturer (Finance), http://www.indianmba.com/Faculty_Column/FC794/fc794.html (25 Ekim 2009).

⁴⁶ Rizvi, s.1.

arasında daha az ilişki olmasıdır. Diğer ekonomiler güçlü iç makroekonomik koşulları zemininde kendi büyüme seviyelerine destek olabilmektedir. Tam tersi, birleşme ise, eğer ABD ekonomisinde bir resesyona varsa bunun diğer ekonomiler üzerinde de etkilerinin büyük olacağını beklenmesi anlamına gelmektedir⁴⁷.

Subprime mortgage krizinin finansal piyasalara da sıçramasıyla, ABD ekonomisi 2007 yılı Aralık ayında resesyona girmiştir. Ayrışma hipotezini savunanlar, resesyona başlayana kadar ABD'deki aşamalı yavaşlamanın diğer ülkelerin büyümelerinde az etkili olmasından ve ABD ile olan ticari bağların daha az önemli hale geldiği düşüncesinden güç almaktaydı. Gelişmiş ülkelerden yükselen piyasalara doğru küresel ekonomide çok büyük bir değişim meydana geldiği düşünülmekteydi. Yükselen piyasaların küresel GSYİH'nin 1/4'ünü oluşturduğuna, bu payın aşağı yukarı ABD'nin payıyla aynı olduğuna dikkat çekilmekteydi. Birleşme savunucuları ise, gittikçe küreselleşen dünyada hiçbir ülkenin ABD gibi büyük bir ekonomide meydana gelen ekonomik ve finansal gelişmelerden bütünüyle izole kalamayacağını, bu nedenle ABD'deki krizin dünyanın diğer bölgelerinde ve finansal piyasalarında da etkilerinin büyük olacağını iddia etmekteydi. Küresel talebe ABD'nin katkısı 3'te 1'dir ve birleşmenin gerçekleşeceğini düşünenler, ABD ekonomisindeki herhangi bir kötüye gidişin yansımalarının küresel olacağını ve zayıflayan doların ihracat kanalıyla yükselen piyasa ekonomilerinin büyümesi için tehdit oluşturacağını iddia etmekteydi⁴⁸.

Ayrışma ve birleşme (ve iş döngüsü senkronizasyonu seviyesindeki değişiklikler), krizin boyutu, tabiatı ve kaynaklarıyla doğrudan bağlantılıdır. Daha büyük krizler, daha güçlü ve daha hızlı bir şekilde yayılmaktadır. Aynı şekilde, krizler karmaşık küresel finansal sistemden ötürü ortaya çıktığında, yakınsama veya birleşme gözlemlenmektedir⁴⁹. Son yaşadığımız kredi krizinin başlangıcında, ne krizin büyüklüğü ne de krizin tabiatı tam anlamıyla kavranabilmişti. İlk olarak, bu durum ABD ve bazı Avrupa bankaları açısından bir kriz olarak değerlendirilmekteydi; ancak krizin şiddetlenmeye başlaması, senkronizasyonda önemli bir artışa neden olarak birçok ülkede ortak bir kriz olarak yerini almıştı. Ticaretin, finansal durumun kötüleşmesi ve

⁴⁷ Amol Agrawal, "Decoupling or Recoupling", **IDBI Gilts Economic Research**, Mumbai, 7 January 2008, s.2.

⁴⁸ Rizvi, ss.1-2.

⁴⁹ Willett, Liang ve Zhang, *Global Contagion and the Decoupling Debate*, s.15.

birçok ülkede resesyonun başlamasıyla uluslararası ticaret zarar görmeye başladı ve sonrasında birçok ülkede resesyonun daha da kötüleşmesine neden oldu.

ABD, Asya krizinden beri küresel ekonominin lokomotif rolünü üstlenmiş durumdadır. Bu lokomotif rolün sahip olduğu tüketicilerin son on yıldaki harcamaları, borçla ve artan konut fiyatlarıyla finanse edilmiştir. Bu yüksek harcamalar, hanehalkı tasarruf oranında düşüşe neden olmuş ve ABD'nin ticaret açığı vermesiyle sonuçlanmıştır. Ticaret verileri, ABD'nin; Avrupa, Japonya, Çin, Doğu Asya, Kanada ve Meksika gibi sanayi bölgeleriyle büyük ticaret açığına sahip olduğunu göstermektedir⁵⁰. Bu durum, harcamaları bu bölgelere yönlendirmekte ve onların büyümelerini desteklemektedir. Bu ekonomik düzen, ABD ekonomisine bağımlılık yaratmakta ve bu bağımlılık ihracata dayalı politikalarla daha da derinleşmektedir. Kendi iç piyasalarını büyütmedeki yetersizlik ve isteksizlik, ülkelerin ihracatı teşvik eden politikalara dayanmalarına neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu, bu politikalarla DYY'nin ek faydalarına da sahip olmuşlardır. Böylece, ihracat, fabrikalarda yoğun iş hacmi yaratmaktadır. Gelecekteki ihracat beklentisi, firmaları üretim tesislerini geliştirmekte olan ülkelere taşıma konusunda teşvik etmiştir. Böylelikle, geliştirmekte olan ülkeler, aynı anda iki şeye sahip olmuşlardır: İhracata dayalı büyüme + DYY. Bu süreçte, ABD ekonomisi de ucuz ithalattan fayda sağlamaktaydı; fakat ABD'nin üretim sektörü bu durumdan olumsuz etkilenip aşınmakta ve tüketiciler de sürdürülemez bir şekilde borç yüklenmekteydiler⁵¹. ABD konut fiyatlarındaki balonun patlaması, bu süreci tersine çevirmiştir. ABD ithalat büyümesi yavaşlamış ve finansal bolluk yerini finansal korkuya bırakmıştır; fakat bu, küresel ayrışmadan çok, paylaşılan küresel yavaşlamanın bir işaretiydi.

Ayrışma hipotezini savunan güçlü lobi, 2008'in başlarında görüşünü yumuşatmaya başlamıştı. Morgan Stanley Başkanı Stephen Roach, "ayrışmanın iyi bir hikaye olduğunu; fakat çalışmayacağını" söylemişti. Goldman Sachs ekonomisti Peter Berezin ise yeni bir terim türetmişti ve "2008'in birleşme yılı olacağını" iddia etmişti. Dünya çapında analistler ayrışmayı öngörmemeye başlamıştı. Paylaşılan fikir; eğer

⁵⁰ WTO, Statistics Database, March 2011, <http://stat.wto.org/Home/WSDBHome.aspx?Language=E> (13 Mayıs 2011).

⁵¹ Thomas Palley, "Decoupling vs. Concertina Effect", *Economics for Democratic and Open Societies*, September 2008, <http://www.thomaspalley.com/?p=125> (24 Kasım 2009), ss.1-2.

ABD'deki büyüme yavaşlarsa Japonya, Avrupa ve Çin ekonomilerinin bu durumdan olumsuz etkileneceği, eğer Çin olumsuz etkilenirse Kore, Tayvan, Filipinler ve Endonezya gibi yükselen Asya ekonomilerinin durumlarında da bir kötüleşme yaşanacağı ve Hindistan'ın da büyük ölçüde olumsuz etkileneceği şekline dönüşmüştü⁵².

Ayrışma senaryosu uzunca bir süre piyasalarda fiyatlanan temel senaryoydu; ancak Ağustos 2008'in ortasında, dünyanın dört bir tarafından gelen 2008 ikinci çeyrek büyüme rakamları, ayrışma senaryosuna olan inancın yitirilmesine neden oldu. Yılın ilk çeyreğinde oldukça yüksek sayılabilecek düzeylerde büyüyen Euro Bölgesi ekonomilerinin ve Japonya'nın, yılın ikinci çeyreğinde daraldıkları görüldü. Üstelik, üçüncü çeyreğin de en az ikinci çeyrek kadar zor geçeceği hemen hemen herkes tarafından kabul edilmiş durumdaydı. İngiltere Merkez Bankası, İngiltere ekonomisinin resesyona girmek üzere olduğunu açıklamıştı. Gelişmiş ekonomilerdeki yavaşlamanın küresel ticareti olumsuz etkileyerek yükselen ekonomilerin büyüme hızlarında da önemli düşüşlerin yaşanmasına neden olacağı hakim görüş haline gelmeye başlamıştı. Yani, 'ayrışma' yerini 'birleşme'ye bırakmıştı. ABD dışı dünyanın, ABD ekonomisindeki yavaşlamadan pek de ayrışamadığı, bilakis dünyanın tüm ekonomilerindeki konjonktürlerin birbirine yakınsamaya başladığı görülmüştü. Fiyatlanan temel senaryo, ayrışma senaryosundan birleşme senaryosuna dönüşmüştü.

ABD dışı dünyanın ABD'den ayrışamadığının hakim görüş haline dönüşmesi tüm piyasalara yansdı. Birleşme senaryosunun fiyatlanmaya başlaması, petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle yükseliş eğilimine giren piyasalarda büyük düşüşlere neden oldu. Daha öncesinde petrol ve emtialardaki sert düşüşle, ileriki dönemde maliyet kaynaklı enflasyon baskısının azalacağı ve böylelikle merkez bankalarının faiz artırım süreçlerini erken başlatmak zorunda kalmayacakları beklentisi oluşmuş, piyasalarda kısa vadeli bir yükseliş trendi yaşanmıştı. Ancak, birleşme görüşünün yoğunlaşmasıyla, piyasalarda ABD ekonomisindeki resesyona küresel resesyona dönüşebilme riski kısmen de olsa fiyatlanmaya başladı ve bunun doğal sonucu olarak borsalarda önemli ölçüde değer kayıpları yaşanmaya başladı. Küresel resesyona kaygısının artmasında Euro Bölgesi ve Japonya'nın 2008'in ikinci çeyreğinde daralmasının yanı sıra, kredi

⁵² Rizvi, ss.2-3.

darboğazına yönelik haberlerin yoğunlaşması da etkili olmuştur. Bir yandan ABD’de büyük bir mevduat bankasının batabileceğine yönelik kaygılar yeniden kuvvetlenmeye, diğer yandan da büyük yatırım bankaları birbirlerinin fiyat hedeflerini ve kâr tahminlerini düşürmeye başlamıştı. Özetle, hem kredi piyasalarında yaşanan türbülans, hem de ABD dışı dünyanın ABD’yle birlikte yavaşlamaya başlaması, borsalarda değer kayıplarının yaşanmasında etkili oldu.

Birleşme senaryosunun fiyatlanmaya başlaması doların, dolara endekli olmayan tüm para birimlerine karşı değer kazanmaya başlamasına neden olmuştur. Dolardaki yükseliş trendi, özellikle pound ve euroya karşı çok belirgin bir şekilde devam etmekteydi. Doların değer kazanmaya başlaması, piyasa profesyonellerinin bir anda ABD ekonomisi hakkında daha olumlu bir görüş oluşturmamasından kaynaklanmamaktaydı. ABD ekonomisine yönelik beklentilerde bir değişiklik söz konusu değildi. Aksine, dolardaki yükseliş, profesyonellerin ABD dışı dünyanın büyümesinin yavaşlamaya başladığı yönünde görüş oluşturmamasından kaynaklanmaktaydı. Bir başka ifadeyle, döviz piyasaları da birleşme senaryosunu fiyatlamaya başlamıştı.

Fiyatlanan temel senaryonun değişmesi, emtia piyasalarını da çok ciddi bir şekilde etkilemişti. Başta petrol olmak üzere tüm emtia fiyatlarında ciddi düzeyde düşüşler yaşanmaktaydı. Bu durumun arkasında iki ana faktör vardı: İlki, euro-dolar paritesidir. Ayrışma tezinin çökmesi ve birleşme görüşünün hakim olması, doların kuvvetleneceği veya en azından daha fazla değer kaybetmeyeceği beklentisini oluşturmuştu. İkincisi ise, petrol talebidir. Artan küresel resesyon kaygıları, petrol talebinin mevcut düzeylerine kıyasla bir miktar gevşeyeceği beklentisini oluşturmuştu⁵³.

Fakat, 2009’un ortalarına doğru piyasalardaki görüş yeniden değişti ve ayrışma konusu tekrar gündeme geldi. Bu gelişmenin temelinde, yükselen ekonomilerin küresel krizden gelişmiş ekonomilere nazaran daha kolay ve çabuk çıkacağı düşüncesi hakimdi. Yatırımcıların, Çin gibi yükselen ekonomilerin dünyayı resesyondan çıkartacağı beklentisiyle fonlar, yükselen piyasalara doğru tekrar artan miktarda yöneldi.

⁵³ Erkin I. Şahinöz, “Decoupling Yok... Recoupling Var...”, *Dünya Gazetesi*, 29 Ağustos 2008, http://www.dunya.com/decoupling-yok-recoupling-var-erkin-isahinoz_77_20037_vazar.html (10 Ocak 2009).

Asya konusundaki iyimserlik, büyük çapta, Çin'in canlandırıcı harcamalarla ve kredi politikasını kolaylaştırarak duran ekonomisini hızla harekete geçirmedeki başarısı üzerine odaklanmaktaydı. GSYİH büyümesi, 2009'un birinci çeyreğinde % 6,1 iken, ikinci çeyrekte % 7,9'a çıkmıştı. Çin'e yapılan ihracat, Japonya, Kore ve Singapur dahil diğer Asya ekonomilerinin toparlanmasına yardım etmişti. Ayrıca, Avustralya ekonomisi de Çin'in metal talebi nedeniyle destek bulmaktaydı. Ayırışma fikrinin piyasalara iyice yerleşmesiyle, 2009 sonbaharında Şanghai, Hong Kong ve Singapur piyasaları neredeyse ABD ve Avrupa borsalarının iki katına çıkmıştı. Dünya çapında yükselen piyasa hisse senetleri, Lehman'ın iflası sonrası 2008 Ekim ayında gördükleri en düşük seviyeden, 2009 Eylül'e kadar % 80 artmıştı. Gelişmiş ülke piyasalarından önemli oranda daha iyi performans göstererek Lehman öncesi seviyelerine dönmüşlerdi⁵⁴.

Ayrışmanın -ve senkronizasyonun- tam bir analizi yalnızca şokların ülkeleri vurması açısından değil, aynı zamanda ülkelerin bu şoklara verebildikleri yanıtlar açısından da dikkate alınmalıdır. Yükselen piyasaların bir kısmı, iç piyasalarını ve uluslararası rezerv pozisyonlarını güçlendirmektedir. Bu kombinasyon, birçok yükselen piyasanın güçlü makroekonomik teşviklerle, gelişmiş ekonomilerden kaynaklanan bir krize eskiye nazaran daha kolay ve çabuk cevap verebilmesini sağlamıştır. Çin bu konuda en önemli örnek olmuştur. Sonuç olarak, küresel krizden büyük darbe alan yükselen piyasa ekonomilerinin birçoğu, hızlı bir şekilde toparlanmaya başlayabilmiştir. Ayırışma tartışmalarının yeniden ortaya çıkmasının altında da bu faktörler yatmaktadır.

2.3 ABD SUBPRIME MORTGAGE KRİZİ, AYRIŞMA VE PİYASALAR

2000'deki teknoloji krizinin ve 2001'de ABD'ye yapılan terör saldırılarının ardından, ABD ve diğer birçok gelişmiş ekonomi, resesyona baş edebilmek için sürdürülebilir ekonomik genişleme politikalarını uygulamaya koymaya başladı. Örneğin, FED 2001 ve 2003 yılları arasında faiz oranını en az 27 defa indirdi. Çin ve diğer ülkelerin ABD hazine bonolarını satın almak için kullandığı büyük ticari fazlalarının ortaya çıkardığı düşük faiz oranları, kredilerdeki büyümeyi hızlandırdı. Ev

⁵⁴ Peter Stein, "Asian Growth Revives 'Decoupling' Concept", *The Wall Street Journal*, 14 September 2009, <http://online.wsj.com/article/SB125287080543006725.html> (02 Şubat 2010).

fiyatlarındaki artış, özellikle mortgage kredisi yoluyla kredi büyümesini daha da artırdı. ABD’de borçları geri ödeme gücünden yoksun kişilere verilen kredi anlamına gelen ‘subprime mortgage kredisi’ yüksek oranlara ulaştı ve yaklaşık 1,3 trilyon doları buldu⁵⁵.

En iyi tanınanları Fannie Mae ve Freddie Mac olarak bilinen ABD mortgage kuruluşları, daha sonra finansal sistem boyunca varlık olarak satılan bu subprime kredilerini menkul kıymetleştirdi. Bu kötü kredileri yetersiz bir düzenleme ve finansal yenilik kombinasyonu sayesinde ihraç etmeyi başardılar. Finansal yenilikler, diğer kuruluşların bu menkul kıymetleştirilmiş mortgagelerin risklerini tespit etmesini zorlaştırıp subprime mortgagelerin artmasına yol açtı⁵⁶. Böylece, bu varlıklar, içerdikleri yüksek riske rağmen finansal kurumlar tarafından edinildi.

Son yılların yenilikleri -teminatlı borç yükümlülükleri (Collateralised Debt Obligation - CDO), yapılandırılmış yatırım araçları (Structured Investment Vehicle - SIV), konut ipoteğine dayalı menkul kıymetler (Residential Mortgage-Backed Security - RMBS) ve varlığa dayalı finansman bonoları (Asset-Backed Commercial Paper - ABCP)-yanlış beyanatlarla satılmıştı. Riski dağıtıp yatırımı daha güvenli hale getirme yöntemleri olarak teşvik edilmişti. Bu ürünlerin esasında yaptıkları ise -yaratıcılarına iflas ettiklerinde ödemek zorunda olmadıkları bir sürü para kazandırmanın dışında- yatırımcıları fark ettiklerinden daha fazla risk almaya itmek ve krizi yaymak oldu⁵⁷.

Özellikle iki faktör, varlık yöneticilerini riske girmek konusunda cesaretlendirmişti: Büyüyen küresel ekonomi ve ödeme teşvikleri. Şimdi, risk yönetimi araçlarının, küresel ekonomideki yükselme sırasında riski tam olarak tespit etmede yetersiz olduğu ve derecelendirme şirketlerinin uygun büyüme koşulları altında yüksek dereceleri daha kolay verdikleri görülmektedir. S&P, 2007’deki tüm yeni menkul kıymetlerin % 45’ini AAA ile derecelendirmişti⁵⁸. Ödeme teşvikleri düşünüldüğünde,

⁵⁵ Justin Y. Lin, “The Impact of the Financial Crisis on Developing Countries”, **Korea Development Institute**, Seoul, Kore, 31 October 2008, ss.2-9.

⁵⁶ James L. Bicksler, “The Subprime Mortgage Debacle and its Linkages to Corporate Governance”, **International Journal of Disclosure and Governance**, Volume (Vol.) 5, No.4 (July 2008), ss.295-300.

⁵⁷ Paul Krugman, “Innovating Our Way to Financial Crisis”, *The New York Times*, 3 December 2007, www.nytimes.com/2007/12/03/opinion/03krugman.html (17 Mart 2011).

⁵⁸ James R. Barth, “US Subprime Mortgage Market Meltdown”, **14th Dubrovnik Economic Conference**, Dubrovnik, Croatia: The Croatian National Bank, 25-28 June 2008, www.hnb.hr/dub-konf/14-konferencija/barth.ppt (22 Ağustos 2010), slide 62.

birçok finans firmasının yönetim kurulu başkanının aldığı yüksek meblağlar, iyi kurumsal yönetişimin bozulmasının nedeni olarak gösterilmektedir⁵⁹.

2007 yılının Şubat ayı sonlarındaki ve Mart ayındaki küresel hisse senedi piyasası satışları, yaklaşan krizin ilk sinyallerini vermişti. Subprime mortgageları geri ödemede yaşanan artan gecikmeler ve temerrütler, 2006 yılının Aralık ayı başında bazı endişelerin ortaya çıkmasına neden olmuştu. HSBC'nin, ABD'nin 2006 yılı için subprime kredi portföyü ile ilgili yükümlülüğünün beklenenden daha yüksek olduğuna dair açıklamaları ve Şanghai Menkul Kıymetler Borsası'ndaki düşüşün birleşimi, küresel hisse senedi piyasalarına şok dalgası gönderdi. New Century Financial Kuruluşu, 'subprime mortgage krizi' olarak anılan krizden etkilenen ilk önde gelen banka oldu⁶⁰. Ama FED, 21 Mart'ta, herkesçe beklenen oran artışını gerçekleştirerek para politikasını sıkılaştıracağı yönündeki ön yargıları düşürdü, piyasalar toparlandı ve yeni yüksek değerlere ulaştı. Bunun üzerinden çok fazla süre geçmeden, Almanya'daki IKB ve Fransa'daki BNP Paribas gibi bazı Avrupa bankaları, subprime mortgage bağlantılı kayıplara maruz kaldığı ve sonuç olarak da kaynak yaratma sorunları yaşadığı için, Haziran 2007'de piyasa stresi yeniden ortaya çıktı. ABD'deki konut piyasasında yaşanan sorunların yayılma etkisini, birçok analist başlangıçta zayıf olarak nitelendirmişti. Konutun nispeten düşük oranda ithalata konu olması ve ABD ekonomisi üzerindeki etkisinin sınırlı olması beklendiğinden diğer ülkeler üzerinde de düşük etkiye sahip olması beklenmekteydi.

9 Ağustos 2007 tarihi, küresel finansal sistemin merkezindeki krizin kesin başlangıcını işaret etmektedir. Faiz oranları yükseldiği ve para piyasaları daraldığı için bu kriz, acil nakit para sağlamaları konusunda merkez bankalarını zor durumda bırakmıştı. Bu erken safhada, yorumcular arasındaki popüler konu, yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmiş ekonomilerdeki yavaş büyümeden ayrıştığı için karışıklığın sınırlı olabileceği yönündeydi. 2007 yazı itibariyle mortgageların temerrüde düşmesindeki artış ve ABD'de artan sayıda ipoteğin paraya çevrilmesi, subprime piyasasının krizde olduğunun sinyalini verdi. Ev ve finansal hisse fiyatları çok büyük

⁵⁹ Bicksler, ss.295-300.

⁶⁰ Karen Richardson ve Gregory Zuckerman, "Subprime Game's Reckoning Day", **The Wall Street Journal**, 2 February 2007, par.8-10; Gregory Zuckerman, "How Street Hit Lender", **The Wall Street Journal**, 29 March 2007, par.3-7.

oranda değer kaybetti. Bu değer kayıpları, ABD'deki hanehalkı servet değerini trilyon dolarlarla düşürdü. Birçok tanınmış uluslararası finans kuruluşu gibi Fannie Mae ve Freddie Mac'in de borç ödeme gücü, bu temerrütler ile ev ve hisse senedi fiyatlarındaki düşüş nedeniyle tehdit altına girdi. 7 Eylül 2008'de, ABD hükümeti Fannie Mae ve Freddie Mac'i devletleştirdi. Sonra, 15 Eylül 2008'de, 639 milyar dolar varlıkla Lehman Brothers yatırım bankası iflas başvurusunda bulundu. Lehman Brothers'ın iflası, ABD tarihinin en büyük iflasıydı⁶¹. Bu durum, büyük çaplı hisse senedi satımıyla ve dünya çapında finansal panikle sonuçlandı.

Birçok firmanın çöküşünü hızlandıran; özellikle bankalararası piyasalarda kredi kullanılabilirliğindeki ani azalışın merkezinde 'Maça Kızı Sorunu' olarak tanımlanan şey vardı. Bu terim, kötü subprime mortgage içeren menkul kıymetlerin finansal sistem boyunca dağıldığı ve kuruluşların onların nerede olduklarını bilmedikleri anlamına gelmekteydi. Bu da, "bankalararası piyasadaki sorunun, merkez bankası likidite araçları ile basit bir şekilde giderilebilecek bir likidite sorunu olmadığı; daha çok, niteliği gereği bir karşı taraf riski durumu olduğu..." anlamına gelen bir karşı taraf riski doğurdu⁶².

IMF, 2007 yılının Ekim ayına ait Dünya Ekonomik Görünümü'nde, yükselen ekonomilerin küresel finansın merkezindeki krizden ayrışacak kadar güçlü olduğu fikrini desteklemişti ve birçok yükselen piyasa ekonomisine dış talepteki zayıflamanın üstesinden gelme imkanı sağlayan daha güçlü kamu bilançoları ve politika çerçeveleri ile güçlü iç talep artışının küresel büyüme için ana yönlendirici olmaya devam edeceği sonucuna varmıştı. Gelişmiş ekonomilerde iç talepteki düşüş, risk olarak görülürken bu durum yükselen ekonomilerde 'genel olarak dengeli' olarak yorumlanmıştı⁶³.

ABD subprime krizi ilk ortaya çıktığında krizin boyutu ve yol açtığı zararlar tam olarak anlaşılmamıştı. İlk olarak bu durum, ABD ve bazı Avrupa bankaları açısından bir şok olarak değerlendirilmişti. Çünkü subprime mortgage kredilerine dayalı

⁶¹ Yalman Onaran ve Christopher Scinta, "Lehman Makes Largest Bankruptcy Filing in History", *Financial Post*, 15 September 2008, www.financialpost.com/news/story.html?id=790965 (19 Ağustos 2010), par.2.

⁶² John B. Taylor, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", **National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper**, No.14631, Massachusetts Avenue Cambridge, U.S.A.: National Bureau of Economic Research, January 2009, ss.9-22.

⁶³ IMF, **World Economic Outlook: Globalization and Inequality**, Washington, DC: International Monetary Fund, October 2007, ss.83-103.

varlıklara yatırım yapan finansal kurumlar ağırlıklı olarak bu ülkelerde yer almaktaydı. Ayrışma üzerindeki tartışmaların çoğu, ABD ve diğer sanayi ülkeleri arasındaki finansal bağ üzerine çok fazla odaklanmamıştı. Çünkü hem ABD'deki hem de Avrupa'daki bankacılık sistemleri, subprime mortgage sistemine dayanan tahvillere yatırımları nedeniyle doğrudan ve dolaylı olarak da bilanço riskine daha fazla maruz kalmışlardı. Konut piyasalarındaki ani gerileme, öncelikle aracı kurumların gölge bankacılık sistemlerini, hedge fonları ve SIV'leri ve daha sonra da ana bankaların kendilerini etkiledi. Ayrıca, ABD'deki gibi Euro Bölgesi'nde, İsviçre'de, Birleşik Krallık'ta ve Kanada'da fonlama piyasasında bozulmalar yaşandı⁶⁴. İlk olarak gelişmiş ülkeler, ikinci olarak Cayman Adaları gibi vergi cenneti adalar, ABD mortgage piyasasının etkisine maksimum derecede maruz kalanlardı. Bu adalar, çoğu hedge fona ev sahipliği yapmışlardı. Bu fonlar, mortgagea dayalı finansal ürünlerde büyük yatırımcılardı⁶⁵.

Bunun tam tersi bir durum olarak, yükselen piyasalardaki finansal kurumların, ABD subprime mortgage kriziyle ilişkilendirilen toksik varlıklara az miktarda sahip olmaları ya da hiç sahip olmamaları, finansal akışların 2007 yılında gelişmiş ekonomilerden yükselen piyasalara kaymasına yol açmış ve yükselen piyasa ekonomilerinin finansal durumlarında bir direnç gözlenmişti. Çünkü kriz, ülkeleri temelde finansal kanal yoluyla etkilemekteydi, henüz reel ekonomilere sıçramamıştı. Gelişmiş ülkelerdeki bozulmanın yükselen piyasa ekonomilerinin para piyasalarına sınırlı bir etkisi olmuştu ve diğer piyasa göstergeleri ise iyi bir performansa sahipti⁶⁶.

Ayrışma hipotezinin takipçileri, özellikle Çin ve Hindistan gibi yükselen piyasa ekonomilerinin çoğunun güçlü GSYİH büyümelerine dayanarak ABD ekonomisi resesyonda olsa bile bu piyasalarda fiyatların yükseleceğine (boğa piyasasında kalınacağına) inanmaktaydı. 2007 Ağustos ayında ABD ve Avrupa borsalarında mortgage krizinin ortaya çıkması ile büyük çaplı satışlar yaşanmış; fakat yükselen ülke borsaları bu kayıplardan neredeyse hiç etkilenmemişti⁶⁷. Yükselen piyasaların ABD ve Avrupa borsalarındaki düşüslere tepki vermemesi, ayrışma hipotezinin daha güçlü

⁶⁴ Willett, Liang ve Zhang, *Global Contagion and the Decoupling Debate*, ss.16-17.

⁶⁵ Agrawal, s.5.

⁶⁶ Donald L. Kohn, "Global Economic Integration and Decoupling", **The International Research Forum on Monetary Policy**, Frankfurt Am Main, Germany, 26 June 2008, <http://www.bis.org/review/r080627e.pdf> (26 Aralık 2009), ss.4-5.

⁶⁷ Lash, s.1.

savunulmasını sağlamıştı. 2007 yaz ortasında yaşanan küresel kredi ve likidite krizinden yıl sonuna kadar, dünya hisse senedi piyasalarında iyimserlik hakimdi ve bazı ülkelerin hisse senetleri endeksleri yeni yüksek noktalara ralli* yapmıştı. Bu durumda, Çin'in ekonomik büyümesinin ABD ekonomisindeki zayıf konut sektörünün etkisini bir dereceye kadar denkleştireceği düşüncesi hakimdi.

Bu kavrama bağlılık, ABD dışındaki hisse senetleri için güçlü bir performans yaratmıştı. 2007 yılında, MSCI Yükselen Piyasalar endeksi (.MSCIEF)'ne göre, yükselen piyasa hisse senetleri % 36,5 kazandı ve J.P. Morgan Yükselen Piyasalar Tahvil endeksi (EMBI+)'ne göre devlet tahvilleri % 6,4 getirdi. Aynı periyotta S&P 500 (.SPX) endeksi, dünyanın en büyük ekonomisinin resesyona gireceği endişelerinin yatırımcılar üzerinde bıraktığı etki nedeniyle, yılın son iki ayında 2007'deki kazançlarının çoğunu verdikten sonra sadece % 3,5 arttı.

Fakat, 2008'in başında piyasalardaki risk algısı birden değişti. Başlangıçta pek çok kişi, krizin ABD ekonomisinin tümünü etkileyebileceğini düşünemedi; çünkü subprime çok küçük bir piyasa idi; fakat krizin etkisi geniş bir alana yayılmıştı ve boyutu beklenilenden oldukça büyüktü. ABD ekonomisinin resesyona girdiğine dair ilk işaretler gelmeye başladıktan sonra, ABD'deki resesyonun diğer ekonomileri de etkileyeceği endişesiyle Dow Jones'un düşüşünü takiben birçok Asya hisse senedi piyasalarında büyük düşüşler yaşandı. 20 Ocak haftasında Hindistan, Çin ve Hong Kong piyasaları sırasıyla % 10, % 18 ve % 3 civarında değer kaybetti. Trilyon dolarlar Ocak 2008'de küresel hisse senetlerinin değerlerinden silinirken ayrışma konusuna olan bakış da değişmeye başlamıştı. Ayrışmacıların beklediğinin tersine, kayıplar ABD dışında daha büyük oldu. En kötüsü de yükselen piyasalar ile Almanya ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerde yaşandı. S&P 500 endeksi, Ocak ayında yaklaşık % 12 düşerken yükselen hisse senetleri ortalama % 16 değer kaybedince, ayrışma hipotezi hızlıca değer kaybetti⁶⁸.

* Piyasanın ya da bir hisse senedinin genel fiyat seviyesinin altına düşmesinden sonra yeniden yükselişi.

⁶⁸ Walter Brandimarte, "Emerging Markets not Decoupling, but Still Better Off", *Reuters*, 23 January 2007, <http://www.reuters.com/article/idUSN2345870920080123> (10 Ekim 2009), ss.1-2; Conrad de Aenlle, "Decoupling: Theory vs. Reality", *The New York Times*, 7 February 2008, <http://www.nytimes.com/2008/01/27/business/worldbusiness/27iht-26delink.9520541.html> (12 Kasım 2009); Brandimarte, s.2.

31 Aralık 2007 ile Mart 2008'in sonu arasında Japonya Nikkei 225, % 17 düştü. Çin'in 'A' grubu hisse senetlerinde ise % 31'lik bir düşüş gözlemlendi. Hindistan'ın Bombay Borsası (Bombay Stock Exchange - BSE), % 20,7 ve Hong Kong'un Hang Seng endeksi, % 18,7 oranında değer kaybetti. Tüm piyasalarda volatilité de önemli oranda artış gösterdi⁶⁹.

Finansal stresin ABD'den diğer piyasalara sıçramasıyla kriz kaynaklı kayıp tahminleri günden güne büyüdü. Şubat 2008 tarihli bir çalışma, kaybın 800 milyar dolar olacağını tahmin etmişti ve bu kaybın yarısına ABD dışındaki yatırımcıların maruz kalacağını belirtmişti⁷⁰. IMF ise Nisan 2008 Küresel Finansal Stabilité Raporu'nda bu kaybı, 1 trilyon dolar olarak öngörmüştü⁷¹. (IMF, Nisan 2009 Küresel Finansal Stabilité Raporu'nda küresel bazda banka ve finansal kurumlar için toplam kayıp tahminini 4 trilyon dolara çekmişti⁷².) 2008'de tahminler skalasının en uç noktasında ise kayıplar toplamının 2,7 trilyon dolara ulaşabileceğini belirten Roubini bulunmaktaydı⁷³.

IMF, 2008 yılının Nisan ayındaki Dünya Ekonomik Görünümü'nde, tam 'ayrışma'dan ziyade 'farklılaşma' özelliğine atıfta bulunarak biraz daha tedbirli davranmıştı. Buna karşın Fon, gelişmekte olan ve yükselen ekonomilerde göze çarpan bir direnç olduğunu teyit etmişti. IMF'in görüşüne göre, yükselen ve gelişmekte olan ekonomilerin çoğu, son zamanlarda bütçe açıklarını azaltıp enflasyonu düşürerek disiplinli makro ekonomik politikaları sürdürdükleri için, bu direnç, mantıklı politika seçimlerine atfedilebilmekteydi. Uluslararası rezervler tarihi yüksek değerlere ulaştığı ve dış borçlanmaya karşı duyulan güven büyük oranda sınırlandırıldığı için kamu bilançoları güçlendirilmişti ve dış hassasiyetler önemli derecede azaltılmıştı⁷⁴.

Oldukça yaygın düşüncenin aksine, Doğu Asya, ABD'deki krize karşı tam

⁶⁹ MasterCard Worldwide, s.2.

⁷⁰ David Greenlaw ve Diğerleri, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown", **The U.S. Monetary Policy Forum 2008**, New York, 29 February 2008, ss.25-33.

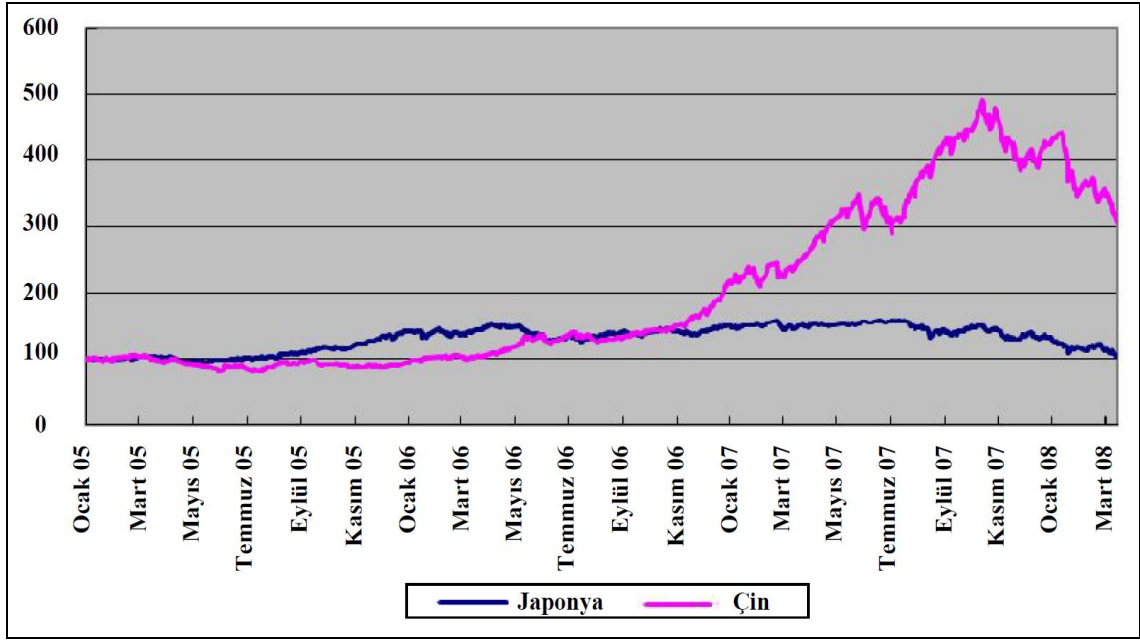
⁷¹ IMF, "Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness", **Global Financial Stability Report**, Washington DC: International Monetary Fund, April 2008, s.29.

⁷² IMF, "Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks", **Global Financial Stability Report**, Washington DC: International Monetary Fund, April 2009, s.xv.

⁷³ Nouriel Roubini, "Martin Wolf on My Estimates of Financial Losses: \$1 Trillion is the New Size 6!", *Roubini Global Economics*, 11 March 2008, http://www.roubini.com/roubini-monitor/249040/martin_wolf_on_my_estimates_of_financial_losses_1_trillion_is_the_new_size_6 (24 Ekim 2009), par. 1.

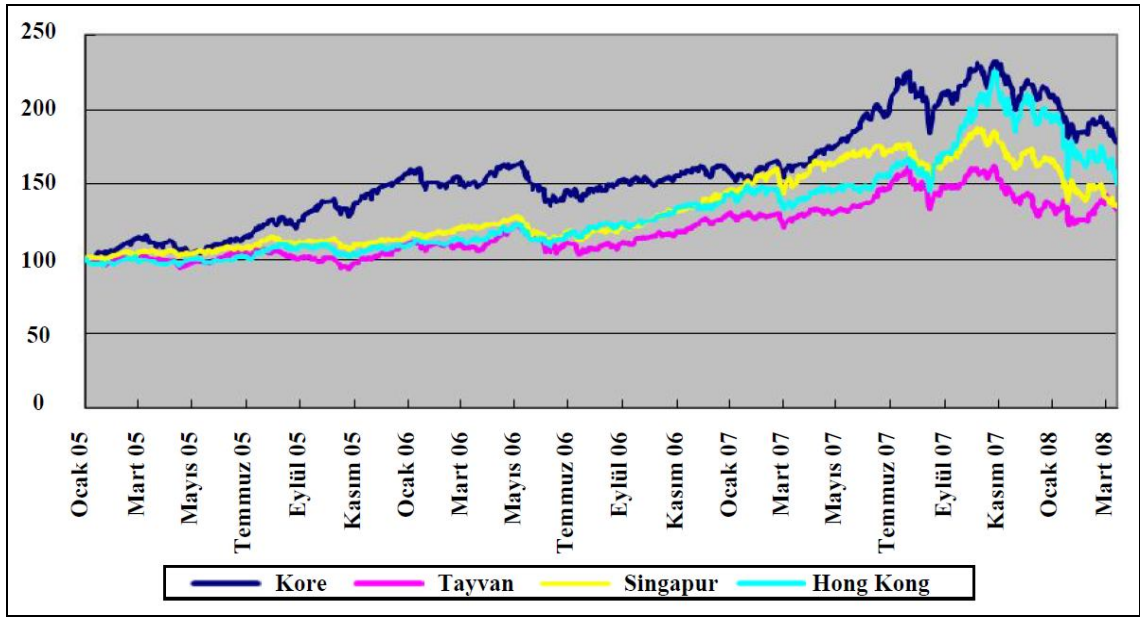
⁷⁴ IMF, *World Economic Outlook: Housing and the Business Cycle*, ss.22-30.

anlamıyla bir direnç sahibi değildi. Bölgedeki birçok finansal kurum subprime krizi bağlantılı yatırımlarında zarar açıklamışlardı. Şekil 1, 2 ve 3'te görüleceği üzere borsalarda düşüşler yaşanmış ve Tablo 1'de görüleceği üzere yükselen Doğu Asya ülke spreadleri genişlemişti.



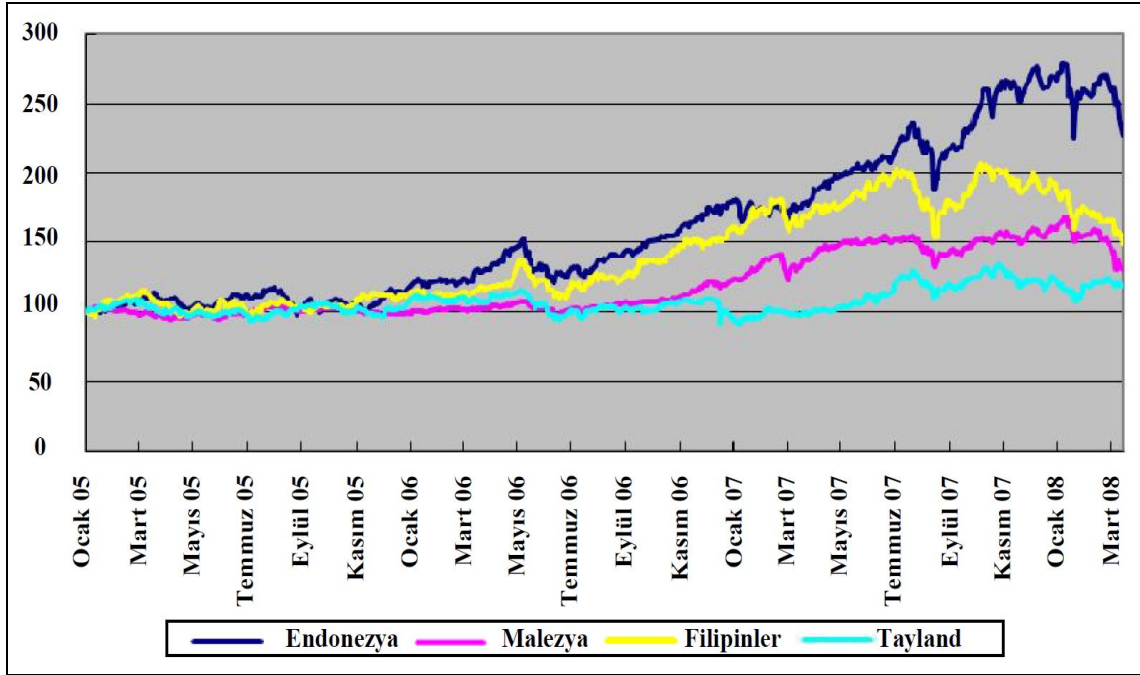
Şekil 1: Hisse Senedi Günlük Fiyat Endeksleri; Japonya, Çin (Ocak 2005-Mart 2008)

Kaynak: Eichengreen ve Park, *Asia and the Decoupling Myth*, s.34.



Şekil 2: Hisse Senedi Günlük Fiyat Endeksleri; Kore, Tayvan, Singapur, Hong Kong (Ocak 2005-Mart 2008)

Kaynak: Eichengreen ve Park, *Asia and the Decoupling Myth*, s.34.



Şekil 3: Hisse Senedi Günlük Fiyat Endeksleri; Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland (Ocak 2005-Mart 2008)

Kaynak: Eichengreen ve Park, *Asia and the Decoupling Myth*, s.35.

Tablo 1
Yükselen Asya Ülke Spreadleri

İşlem Tarihi	EMBI-Küresel Çeşitlendirilmiş	Çin	Kore	Malezya	Filipinler	Vietnam	Endonezya	Hong Kong
Aralık 2006	181	51	64	66	128		138	42
Ocak 2007	182	50	66	71	136	110	128	45
Şubat 2007	195	50	64	69	155	139	136	50
Mart 2007	180	53	62	73	142	116	131	51
Nisan 2007	178	50	60	69	132	109	125	50
Mayıs 2007	166	49	57	69	114	104	101	50
Haziran 2007	190	54	63	75	139		122	
Temmuz 2007	236	74	95	100	203	160	166	54
Ağustos 2007	248	80	85	100	214	205	211	65
Eylül 2007	225	88	74	108	144	152	155	55
Ekim 2007	210	87	73	99	140	150	148	60
Kasım 2007	270	114	102	111	202	215	224	72
Aralık 2007	264	119	98	115	164	191	204	63
Ocak 2008	297	128	173	138	267	247	327	128
Şubat 2008	315	150	194	174	312	218	342	160
Mart 2008	333	154	206	154	279	250	326	178
Nisan 2008	293	154	178	136	223	210	285	148

Kaynak: Eichengreen ve Park, *Asia and the Decoupling Myth*, s.38.

Filipinlerde spread, Ağustos 2007 ile Şubat 2008 arasında yaklaşık 100 baz puan (basis point - bp) artmıştı. Aynı periyot içerisinde spread, Endonezya'da 131 bp, Kore'de 109 bp ve Çin'de 70 bp artmıştı. Bu hareketler, yatırımcılar kısmında yüksek ve düşük kaliteli kredileri ayırıştırma açısından bir eğilim olarak görülebilmekteydi. Buna rağmen, ağır borçları ya da herhangi bir malî disiplin eksikliği olmayan Hong Kong ekonomisinde de, spread oranı Aralık 2007'de 65 bp'den Şubat 2008'de 178 bp'ye yükselmişti. Mart 2008'de Bear Stearns Şirketi'nin kurtarılmasından itibaren, kredi krizinin en zor kısmının sona erdiği algısını yansıtır şekilde tüm bu ülkelerin spread oranları azalmaya başlamıştı. Şubat ve Nisan 2008 arasında, Filipinler 89 baz puan, Endonezya 57, Malezya 38, Hong Kong 22, ve Kore 16 bp spread düşüşü görmüşlerdir. Çin aynı dönemde spread oranının arttığı tek ülke olmuştur.

Politika yapıcılar, konuyla ilgili alarm durumuna geçemedikleri gibi kaygı da duymamışlardı. Mart 2008'de Cakarta'da Güney Doğu Asya Merkez Bankaları (South East Asian Central Banks - SEACEN)* yıllık toplantısı için bir araya gelen merkez bankaları yöneticileri iyimserdi⁷⁵. ABD resesyonunun ve zayıflayan doların risk oluşturduğunu kabul etseler de, bunun Asya ekonomilerine etkisinin sınırlı olacağı sonucuna varmışlardı. Dünya Bankası ve ADB tahminlerinin her ikisi de, 2008'de Doğu Asya'nın yaklaşık % 8,1 bölgesel GSYİH büyümesi ile sağlam duracağını ve sonrasında, krizin derinleşmesine rağmen güçlü tüketim harcamaları ile bu yüzdenin daha da hızlı artacağını öngörmekteydi⁷⁶.

Bu güven havasının sıkça belirtilen bir gerekçesi, Doğu Asya'daki finansal kurumların subprime mortgage krizinin merkezindeki toksik menkul kıymetlere maruz kalma oranlarının çok daha düşük olmasıdır. Fitch'e göre, Japonya hariç Asya bankalarının subprime RMBS'lerinin ve CDO'larının toplamı, özsermayelerinin % 2,1'ine denk gelmekteydi. Subprime olmayan RMBS'lerin ve CDO'ların, SIV'lerin ve aracı kurumların riskleri de eklendiğinde toplam risk, bölgesel bankaların

* SEACEN üyeleri; Endonezya, Malezya, Myanmar, Nepal, Filipinler, Singapur, Sri Lanka, Tayland, Brunei Darussalam Sultanlığı, Fiji, Kore, Mongolya, Papua Yeni Gine ve Taipei-Çin'dir.

⁷⁵ Bank Indonesia ve SEACEN Centre, "Financial Deepening to Support Monetary Stability and Sustainable Economic Growth", **43rd SEACEN Governors' Conference and 27th Meeting of the SEACEN Board of Directors**, Jakarta, Indonesia: Bank Indonesia, 20-23 March 2008, ss.1-58.

⁷⁶ World Bank, *East Asia and Pacific Update: East Asia: Testing Time Ahead*, s.6; ADB, **Asian Development Outlook 2008 Update**, Manila: Asian Development Bank, September 2008, s.206.

özsermayelerinin % 5,6'sına çıkmaktaydı. Çin, banka sermayesinin % 5'ine yaklaşan risk tutarı ile subprime ve diğer yapılandırılmış ürünlerin en büyük yatırımcısı konumundaydı⁷⁷. % 5 aslında önemsiz bir rakam değilse de; devlete ve diğer ait işletmelere verilen takipteki yerel krediler -ki bunlar banka özsermayesinin birkaç katı değerindedir- problemiyle kıyaslandığında düşük kalmaktadır. Banka sermayesinin payı olarak Tayvan ve Hong Kong'un toplam riski (subprimea, diğer RMBS'lere, CDO'lara, SIV'lere ve diğerlerine dayalı), sırasıyla % 21 ve % 14 olmak üzere en yüksek değerlerdeydi. Bu ülkeler, Çin'e kıyasla daha güçlü bankacılık sistemlerine sahip olmalarına rağmen kümülatif zararları, 2008'in ortalarında banka sermayesinin % 4 ila % 5'ine ulaşmıştır ki bu rakam kabul edilebilir olsa da hiç de önemsiz sayılmamaktaydı. Büyük bankalar, bölgesel bankalar ve kooperatif finansal kurumlar dahil tüm Japon bankalarının elinde bulundurdukları subprime mortgagea dayalı menkul kıymetler, Japonya Finansal Hizmetler Kurumu'nun tahminine göre nispeten daha küçük -yaklaşık olarak 14 milyar dolar- bir değere sahipti ve buna bağlı zararlar toplamının 2007 Eylül sonunda 3 milyar dolardan daha az olacağı tahmin edilmekteydi⁷⁸. Japonya Merkez Bankası'nın raporuna göre ise sonraki üç ay süresince büyük bankaların zararları 6 milyar dolara yükselmiştir ki Eylül 2007 sonu itibarıyla seviye 1 (tier 1) sermayeleri 253 milyar dolar olan bu bankalar için bu kayıp, küçük bir pay teşkil etmekteydi⁷⁹.

IMF'e göre, subprime krizi gibi finansal çalkantıların etkileri, ABD finansal piyasaları ile derin entegrasyonu olan ülkelerde fark edilir şekilde büyük olabilmektedir. IMF, ayrıca fiyatların düşme eğilimi gösterdiği piyasalar ve resesyonlar esnasında ülkeler arası varlık fiyatı korelasyonlarının daha da arttığını göstermektedir⁸⁰. Şekil 4, tarihsel olarak Doğu Asya hisse senedi fiyatlarının, ABD hisse senedi fiyatlarını yakından takip ettiğini doğrulamaktadır. Çok sayıda ampirik çalışmanın da gösterdiği

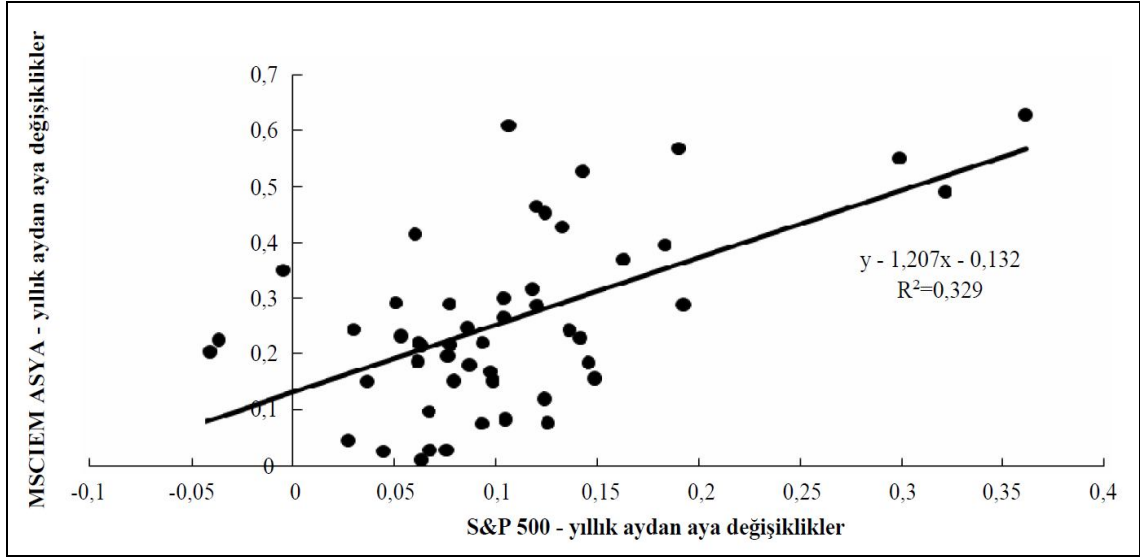
⁷⁷ Fitch Ratings, "Banks in Asia Excluding Japan: Update on Exposure to Subprime and Structured Credit Products", *Asia Special Report*, 21 April 2008, <http://www.fitchratings.cn/uploaded/20081007110255477.pdf> (10 Nisan 2010), ss.1-10.

⁷⁸ Financial Service Agency of Japan, "Exposures of Japanese Deposit-taking Institutions to Subprime-related Products", 30 November 2007, <http://www.fsa.go.jp/en/news/2010/20100312-1/01.pdf> (15 Mayıs 2010), s.1.

⁷⁹ Bank of Japan, "Financial System Report", **BOJ Reports and Research Papers**, March 2008, ss.12-13.

⁸⁰ IMF, *World Economic Outlook: Spillovers and Cycles in the Global Economy*, ss.130-132.

gibi, Doğu Asya finansal piyasaları, küresel finansal piyasalarla ve özellikle ABD borsasıyla birbirleriyle olduklarından daha fazla entegre konumdadır⁸¹.



Şekil 4: Doğu Asya'nın Küresel Piyasalarla Finansal Entegrasyonu

Kaynak: Eichengreen ve Park, *Asia and the Decoupling Myth*, s.36.

Dünya ekonomisinin yönüyle ilgili bu görüş farklılıkları, 2008 Eylül ayına kadar devam etmişti. Yılın üçüncü çeyreğinde, Eylül 2008'de, özellikle Lehman Brothers'ın çöküşünün ve American International Group (AIG)'un malî destekle kurtarılışının ardından, hisse senedi piyasasındaki krizin sadece Asya'daki yükselen piyasalara değil küresel finansal sistemin tamamına şok dalgaları göndermesiyle dünya çapında piyasalar birlikte düştüğünde, ayrışma tartışmaları aniden sona erdi. Emtia fiyatlarındaki keskin düşüşler, finansal sistemde risk algılamasının değişmesi, kaldıraç oranını azaltmadaki küresel acele ve iç açıkları tıkamak için sermayeyi ülkeye geri getirme, önceki yıllarda oransızca yüksek akışlar alan bütün yükselen piyasalardan sürü halinde geri çekilmeyi hızlandırdı. Bu türbülansın ortasında, ülkelerin bu durumdan ticaret, emlak piyasası, finansal piyasalar ve bankacılık sektörü yoluyla etkilenmemeleri imkansız gibi görünmekteydi.

⁸¹ Soyoung Kim, Yong-Wha Lee ve Kwanho Shin, "Regional and Global Financial Integration in East Asia", Barry Eichengreen, Charles Wyplosz ve Yung C. Park (Ed), **China, Asia, and the New World Economy** içinde (168-200), New York: Oxford University Press, 2008, ss.185-190; Yung C. Park ve Kee-Hong Bae, "Financial Liberalization and Economic Integration in East Asia", **PECC Finance Forum Conference, Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development**, Hilton Hawaiian Village, Honolulu, 11-13 August 2002, ss.1-38; Kwanho Shin ve Sohn Chan-Hyun, "Trade and Financial Integration in East Asian: Effects on Co-movements", **The World Economy**, Vol.29, No.12 (December 2006), ss.1649-1669.

Beş aydan daha kısa zamanda -2008 Mayıs sonundan Ekim sonuna kadar- piyasalardaki çöküş küreseldi. ABD Temsilciler Meclisi, 29 Eylül 2008’de kredi krizinden olumsuz etkilenen finansal kurumları kurtarmak için 700 milyar dolarlık kredi teklifini reddettiğinde -sonradan kabul edilmiş de olsa- Wall Street Dow Jones endeksi, 777 puan düşüşle tarihinin en büyük bir günlük değer kaybını yaşadı. Avrupa’daki bankalar da ABD finansal piyasalarıyla olan ilişkilerinden dolayı kısa bir süre sonra etkilendi. 8 Ekim’de İngiltere hükümeti, ülkedeki sekiz bankanın sermayesini yeniden düzenledi. Daha sonra 15 Ekim’de, Euro Bölgesi ülkeleri arasında vergi mükelleflerine 1,3 trilyon dolardan daha fazlaya mal olan, sıkıntısındaki bankalara daha çok sermaye sağlayacak ve bankalararası borçlara garanti verecek bir anlaşma imzalandı⁸². Yükselen piyasalarda gelişmiş piyasalardan daha fazla değer kayıpları görüldü. Tablo 2’de gösterildiği üzere, her bir büyük yükselen piyasada düşüş, % 45 ile % 70 arasında oldu.

Tablo 2
Seçilen Piyasalar İçin Mayıs-Ekim 2008 Hisse Senedi Piyasası Kayıpları (%)

Ülke	USD 31/05/08-24/10/08	Yerel Endeksler
Gelişmiş		
ABD	-37	S&P 500
Euro Bölgesi	-52	DJ Euro
Birleşik Krallık	-48	FTSE 100
Japonya	-35	Topix
Yükselen/Gelişmekte Olan		
Asya		
Çin	-45	Shanghai Comp.
Hindistan	-55	Sensex
Kore	-63	Kospi
Tayvan	-49	TWSE
Latin Amerika		
Brezilya	-70	Bovespa
Meksika	-55	Bolsa
Doğu Avrupa/Afrika		
Çek Cumhuriyeti	-59	Prague S.E.
Macaristan	-62	Budapest S.E.
Polonya	-60	WIG20
Türkiye	-56	İMKB Ulusal 100
Güney Afrika	-60	JSE All Share

Kaynak: ING Investment Management, s.2.

⁸² Wim Naudé, “The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries”, 2009, United Nations University, World Institute for Development Economics Research.

ABD ve arkasından Avrupa resesyon içerisine girdiğinde, yükselen piyasaların ihracatları hızlı bir şekilde düşmeye başladı. Bu ihracatlar, hem resesyon yaşayan ülkelerin ithalata olan talebinde yaşanan düşüşten hem de ticaret kredilerindeki azalıştan etkilenmişti. Büyük cari işlemler açığı ve yüksek kısa dönem dış borçluluk gibi zayıf ekonomik temellere sahip olan yükselen piyasa ekonomileri, riskten kaçınmadaki genel artıştan ve finansal sektörde kaliteyi hedeflemede yaşanan spekülasyon hareketlerinden etkilenmişti⁸³.

Fakat, 2009'un ortalarına doğru ayrışma konusu tekrar gündeme gelmeye başladı. 2009'un ikinci çeyreğinde, küresel hisse senetleri değerleri Mart ortasındaki en düşük değerlerinden sonra ralli yaptı. Özellikle .MSCIEF ile ölçülen yükselen piyasa hisse senetleri, gelişmiş piyasa örneklerinin % 13,9'luk performansından daha iyi bir performans sergileyerek % 33,6 arttı. Küresel hisse senetlerinin ralli yapmasının bir nedeni, yatırımcıların dünyanın dört bir yanındaki hükümetlerin ve merkez bankalarının finansal çöküşü önlemede yetenekli olduklarına ve politika eylemlerinin likiditeyi yeniden kurmada ve piyasalara güven kazandırmada gerçekten etkili olacağına artan inançtı. Ayrıca, ABD verilerindeki iyileşme piyasalarda yatıştırıcı olmuştu ve güven artışını pekiştirmişti. Diğer güven oluşturmaya yardımcı faktör ise, Çin'den gelen makro ekonomik verilerdeki iyileşmeydi. Çin'in gelecek dört yılda dünyanın ikinci büyük ekonomisi olan Japonya'yı geride bırakacağı beklentisi ve küresel ekonomi üzerindeki artan etkisi, bu durumda etkili olmuştu. Çin'in, krizin ortaya çıkmasından bir kaç ay sonra GSYİH'sinin % 16'sına eşit olan çok büyük bir canlandırma programını uygulamaya koyması ve para politikasını gevşetmesinin işe yarayacağı beklentisi piyasalara yerleşmişti. Ayrıca sabit varlık yatırımlarındaki yüksek artış da bu durumda etkili olmuştu. 2009'un ikinci çeyreği boyunca küresel para ve kredi piyasalarında azalan stresin işaretleri bollaştı. Hazine-Eurodolar (Treasury-Eurodollar - TED) spreadi, 99 baz puandan 42 baz puana düşerek kriz öncesi seviyesine yaklaşmıştı. ABD yüksek getirili borç (high yield debt) spreadleri yüzlerce baz puan düşmüştü. Küresel risk iştahı için her zaman hassas bir göstergesi olan yükselen piyasa borç spreadleri 638 baz puandan 427 baz puana gerilemişti. Daha da önemlisi, VIX endeksi (Volatility Index) 44,1'den

⁸³ Thomas D. Willett, Priscilla Liang ve Nan Zhang, "The Slow Spread of the Global Crisis", **Journal of International Commerce, Economics and Policy**, Vol.1, No.1 (April 2010), ss.34-35.

26,5'e düşmüştü⁸⁴. FTSE Yükselen Piyasalar endeksi, gelişmiş piyasa endekslerinden neredeyse % 50 daha yüksek bir performans göstererek Ekim 2008'de düştüğü en dip seviyeden Haziran 2009'a kadar % 72 kazandı. 2009 yılının başından ortasına kadar Rusya ve Hindistan sırasıyla dolar bazında % 70 ve % 62, MSCI Japonya hariç Asya endeksi ise % 34 değer kazanmıştı⁸⁵.

2.4 AYRIŞMA, BULAŞMA, BİRLEŞME: AKTARIM KANALLARI

Çalışmanın bu kısmında, küresel finansal sisteminin merkezinde başlayan krizin, aktarım kanalları ile yükselen ekonomilere nasıl yayıldığı ile ilgili özet bir inceleme yapılmakta ve krizin küresel yansımalarına ilişkin birleşme kanıtları sunulmaktadır. Yükselen ekonomiler, 2007 yazında başlayan finansal krizin ilk zamanlarında bir ölçüde direnç ortaya koyarken 2008 yılının ikinci yarısından sonra küresel krizden önemli ölçüde etkilenmişlerdir. Gittikçe kötüye giden durumları, dünya ticaretindeki çöküşe ve emtia ihracatçısı ülkeler için de emtia fiyatlarındaki sert düşüşe bağlanabilmektedir.

2.4.1 Aktarım Kanalları

Kriz, ABD ve Avrupa'dan dünyanın geri kalanına birçok kanaldan aktarılmıştır. Yükselen piyasa ekonomilerinin çoğundaki finansal kurumlar, büyük sanayi ülkelerinin finans merkezlerindeki kurumlarda görülen tipte deneyimler yaşamamışlardır. Yükselen piyasa ekonomilerindeki finansal kurumların bilançoları, büyük finansal kurumlarda artarak hakim pozisyon haline gelen toksik varlıklara çok fazla maruz kalmamıştır. Türevlere daha az sıklıkla başvurulmuş ve genellikle ticaret ile ilgili kur riskleri ve diğer risklere karşı alınan tedbirler için daha geleneksel araçlar kullanılmıştır. Yükselen ekonomilerdeki finans kurumları; kredi temerrüt swapları (Credit Default Swaps - CDS) ve CDO'lar dahil olmak üzere ya daha egzotik araçlardan sakınmış ya da bu tip araçların edinimi veya ticareti düzenlemeler ile önlenmiştir. Bankacılık genellikle daha geleneksel şekilde yürütülmektedir. Ama, bütün bunlar bile

⁸⁴ George R. Hoguet, "Perspectives on Emerging Markets", *State Street Global Advisor*, 30 June 2009, http://www.ssga.com/library/mkcm/Forecasts_Q3_2009_7.6.09CCRI1246910137.pdf (24 Kasım 2009), ss.7-8.

⁸⁵ MoneyWeek, "Emerging Markets 'Decoupling' Theory is Back but It's Still Wrong", 11 June 2009, <http://www.moneyweek.com/investments/stock-markets/emerging-markets-decoupling-theory-is-back-but-its-still-wrong-43709.aspx> (5 Ocak 2010), s.1.

yükselen piyasa ekonomilerini ve gelişmekte olan ekonomileri korumaya yetmemiştir. Bu ekonomilere kriz başlıca beş kanaldan aktarılmıştır:

Birincisi, bazı büyük finansal kurumların yükselen ekonomilerdeki iştiraklerinden fonlarını geri çekmesidir. Ana kuruluşların bilançolarındaki genel daralma ve sermaye tabanının yeniden yapılandırılması ihtiyacı, birçok uluslararası bankayı barındıran ev sahibi ülkenin finans merkezlerindeki bankacılık sistemine enjekte edilen büyük çaplı likiditeye karşın, gerek sanayi ülkelerinde gerekse dolar -ya da euro- fonlamasına dayalı yükselen dünyada, diğer kuruluşların fonlama imkanlarını kısıtlamıştır⁸⁶.

İkincisi, uluslararası kredi piyasasındaki sıkışmadır. Örneğin, Londra bankalararası faiz oranı (London Interbank Offered Rate - LIBOR) Haziran 2008'de 2,07 yüzde puan iken Lehman iflası sonrası 16 Eylül 2008'de 6,44 yüzde puana çıkmıştı⁸⁷. Uluslararası bankalar ve küresel tahvil piyasaları yoluyla yükselen piyasa ülkelerine kredi akışları da azalmıştı. Bu da bu tehlikeli boyutlarda cari işlemler açığına ve önemli ölçüde uluslararası borçlanmaya sahip ülkelerin bazılarında; özellikle Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde belirgin bir finansal stres yaratmıştı. Örneğin BIS verileri, BIS'e raporlama yapan bankaların sınır ötesi konsolide alacaklarının, tüm yükselen ekonomilerde 2008 Haziran ayındaki 5,4 trilyon dolarlık zirve değerinden Aralık ayında 4,6 trilyon dolara düştüğünü; yani % 14'ün üzerinde bir düşüş sergilediğini göstermektedir. Yükselen piyasa bölgelerinin hiçbiri bu durumun dışında kalamamış ve hepsinde benzer düşüşler gözlenmiştir. Sermaye akışları ile ilgili veriler, daha da dramatik bir görüntü arz etmekteydi. Yükselen piyasa ekonomilerine net özel sermaye akışları, 2007'de 1.285 milyar dolar ile en üst seviyesine ulaşmıştır; ancak 2008'de 622 milyar dolara, 2009'da 602 milyar dolara düşmüştü. 2010'da ise 1.009 milyar dolara yükselmişti⁸⁸. Kısacası, ağır boçlu olan ve gerek cari açık gerekse vadesi gelen borçların yeniden finansmanı sebebi ile geniş çaplı finansman ihtiyacı ile karşı karşıya kalan

⁸⁶ Jack Boorman, "The Impact of the Financial Crisis on Emerging Market Economies: The Transmission Mechanism, Policy Reponse and Lessons", **Global Meeting of the Emerging Markets Forum 2009**, Mumbai, India, 23 June 2009, s.3.

⁸⁷ Gavin Finch ve Kim-Mai Cutler, "Credit Markets Seize Up as Libor Rate Doubles on AIG, Lehman", *Bloomberg*, 16 September 2008, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aw.2dIKbBmRg> (20 Ocak 2010), par.1-2.

⁸⁸ Institute of International Finance, Capital Flows Data, 25 September 2011, <http://www.iif.com/emr/global/capflows/> (26 Kasım 2011).

yükselen piyasa ekonomileri, sermaye girişi ile ilgili tüm ana kategorilerde önemli ölçüde düşüş görmüşlerdi. Özellikle portföy yatırımlarının yükselen piyasalardan çekilmesi, yükselen piyasa borsalarındaki düşüşlerin gelişmiş ekonomilerin borsalarındaki keskin düşüşlerin üzerine çıkmasında önemli rol oynamıştır. Aynı zamanda krizden en olumsuz şekilde etkilenen ülkelerin bir kısmında, sermaye çıkışlarıyla birlikte para birimlerinde ciddi değer kayıpları yaşanmıştı. Bu faktörlerin tümü, Doğu Asya dışında tüm dünyadaki yükselen piyasa ekonomilerinin uluslararası rezervlerinde önemli ölçüde düşüşe sebep olmuş (2008'in üçüncü çeyreğinde, yükselen ve gelişmekte olan ekonomilerde tutulan döviz rezervleri yaklaşık 5 trilyon dolar iken 2009'un üçüncü çeyreğinde 4,7 trilyon dolara düşmüştür⁸⁹.) ve bu durumdan en ciddi biçimde etkilenenler ise yükselen Avrupa ülkeleri olmuştur.

Üçüncüsü, başta ABD ve Avrupa'da ve sonrasında Japonya'da olmak üzere, krizin ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisidir. Bu durum başlangıçta kendisini, sanayi ülkelerine en fazla ihracatı yapan, en büyük ihracatçı haline gelen yükselen piyasa ülkelerinin ihracatında keskin bir daralma ile göstermişti. Sonrasında ihracatı yükselen piyasa ekonomilerine; özellikle dünya ticaretini domine eden ve gittikçe kompleks hale dönüşen tedarik zincirlerinde imalat ürünlerinin kilit tedarikçisi haline gelen Çin'e, büyük çapta hammadde ve ara malı sevkiyatına dayalı olan diğer yükselen piyasa ekonomilerinde ihracat hızla düşüşe geçmişti. Örneği görülmemiş boyuttaki çöküşü getiren ihracattaki bu düşüşler, yükselen piyasa ekonomilerinin yerel ekonomilerini zayıflatan iç ticaretteki azalmanın başlaması ile birlikte bir iç geri besleme döngüsü oluşturmuş ve yerel kredilerin kalitesinin bozulması ile finans sektörleri üzerinde de daha ileri negatif bir geri bildirim sebep olmuştur⁹⁰.

Dördüncüsü, gelişmekte olan birçok ekonomide önemli bir gelir ve döviz kaynağı olan işçi dövizleri konusunda yaşanan belirsizliktir. Gelişmekte olan ekonomilerde işçi dövizleri girişleri, 2006 yılında 226,7 milyar dolar iken 2007 yılında 287,5 milyar dolara, 2008 yılında 324,8 milyar dolara çıkmıştı, 2009 yılında ise 307 milyar dolara düşmüştü. İşsizlik rakamları gibi, para transferleri de ekonomik

⁸⁹ IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) Database, 31 March 2011, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm> (04 Nisan 2011), ss.1-2.

⁹⁰ Boorman, ss.3-5.

faaliyetteki düşüşü geciktirme -veya ekonomik iyileşmeyi geciktirme- eğilimindedir. Veriler, gelişmekte olan ekonomilerde işçi dövizlerinin kriz zamanlarında belirgin ölçüde düşüşe geçtiğini göstermektedir; ancak 2010 itibari ile iyileşme sürecine girerek gelişmekte olan ekonomilere işçi dövizleri girişleri miktarının 325,5 milyar dolar civarında olacağı beklenmektedir⁹¹. Aynı zamanda, yerel işçi dövizleri transferleri -istihdam ve daha yüksek gelir arayışı sebebi ile kırsal kesimden kentlere göç eden kişilerden, kırsal kesimde veya daha az gelişmiş bölgelerde bıraktıklarına aktardıkları meblağ- de düşüşe geçmiştir. İşçi dövizlerindeki düşüş, ihracat ve hizmet sektörlerindeki zayıflığın gelişmekte olan ekonomilere aktarılmasına neden olmaktadır. İşçilerin yurtdışından geri dönüşleri de, zaten sıkıntıda olan bölge ekonomilerinde istihdam arayışı içinde olan işçiler için ilave bir baskı oluşturabilmektedir⁹².

Beşincisi ve sonuncusu psikolojik faktördür. Dünya ekonomisinde daha önce de belirli dönemlerde krizler yaşanmıştır; ancak ABD menşeli ve diğer sanayi ülkelerine hızla yayılan bir finansal kriz, çoğu kişi için beklenmedik olmuştur. Bu nedenle, dünyanın en büyük finansal kurumlarının çöküşünün görüldüğü Eylül ve Ekim 2008’de, sanayi ülkeleri hükümetlerinin daha önce denenmemiş politik hareketleri, krizin ciddi anlamda kötüye gitmesine sebep olmuştur. Bunu hızla, dünya çapında finans piyasalarındaki durgunluk ve varlık değerlerindeki büyük çaplı kayıplar izlemiş ve benzeri görülmemiş bir ihracat çöküşü yaşanmıştır. Bu duruma kimsenin hazırlıklı olmadığı ve herkesin iş planlarını ve gelecek beklentilerini olumsuz etkilediği söylenebilmektedir. Varlık değerlerindeki; özellikle menkul kıymetlerdeki ve konut fiyatlarındaki düşüş ve işsizlikteki hızlı yükseliş, tüketicilerde güvensizliğe neden olmuştur. Bu gelişmeler, ekonominin geri kalanının daha da kötüleşmesine sebep olarak tüketici güveninin daha da azalmasına yol açmıştır.

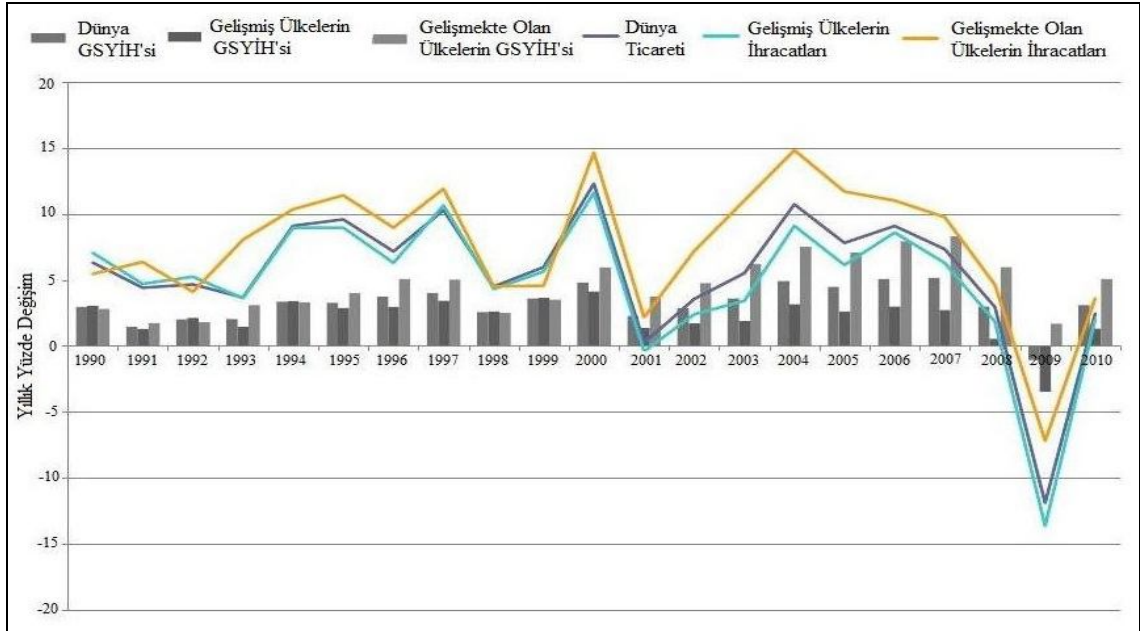
Bu bölümün bundan sonraki kısmında, yukarıda özetlenen aktarım kanalları yoluyla ABD ekonomisinde başlayan krizin küresel bir krize dönüştüğünü ve yükselen piyasa ekonomileri ile gelişmiş ekonomiler arasında ayrışmanın gerçekleşmediğini gösteren bazı özet istatistikler sunulmaktadır.

⁹¹ World Bank, **Migration and Remittances FactBook 2011**, Second Edition, Washington, DC: World Bank, 2011, s.21.

⁹² Boorman, ss.5-6.

2.4.1.1 Küresel GSYİH, Ticaret ve Ayrışma

Şekil 5, 2009 yılında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerin, dolayısıyla dünya ekonomisinin 1997/98 Asya krizlerine ve 2001 yılındaki teknoloji krizine oranla ABD subprime mortgage krizinden ne kadar kötü etkilendiğini göstermektedir. Gelişmekte olan dünyada GSYİH büyümesi, 2008'in ortalarına kadar oldukça iyi dayanmıştı; fakat daha sonra uluslararası ticaretteki çöküş nedeniyle 2009 yılının ortalarına kadar kadar sert bir biçimde düştü. Aslında düşüş, 1930'lardaki resesyondan daha da sertti⁹³.



Şekil 5: Küresel GSYİH'deki ve Ticaretteki Büyük Gerileme

Kaynak: Jörg Bibow, "Global Imbalances, U.S. Dollar, and How the Crisis at the Core of Global Financing Spread to "Self-Insuring" Emerging Market Economies", **Levy Economic Institute Working Paper**, No.591, New York, March 2010, s.4.

Tablo 3, 2007-2010 yılları için dünya GSYİH'sindeki ve mal ticaretindeki gelişimi göstermektedir. Dünya GSYİH'si 2008'deki % 1,4 büyümeden sonra 2009'da % 2,4 küçülerek büyüme, 1930'dan beri ilk kez negatife dönmüştür. GSYİH'deki daralma, gelişmiş ülkeler için 2008'in dördüncü çeyreğinde başlamasına rağmen, bu daralma 2009'un ilk yarısında hızlanarak tüm ülke ve bölgeleri değişik derecelerde etkilemiştir.

⁹³ Barry Eichengreen ve Kevin H. O'Rourke, "A Tale of Two Depressions", *Vox*, 6 April 2009, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421> (15 Haziran 2010), par.2.

Tablo 3
Bölgelere Göre GSYİH ve Mal Ticareti, 2007-2010
(Yıllık % Değişim)

	GSYİH				İhracatlar				İthalatlar			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Dünya	3,8	1,4	-2,4	3,6	6,4	2,2	-12,0	14,5	6,1	2,2	-12,8	13,5
Kuzey Amerika	2,2	0,1	-2,8	3,0	4,8	2,1	-14,8	15,0	2,0	-2,4	-16,7	15,7
ABD	2,1	0,0	-2,6	2,8	6,7	5,8	-14,0	15,4	1,1	-3,7	-16,4	14,8
Güney ve Orta Amerika*	6,4	5,1	-0,2	5,8	3,3	0,8	-7,9	6,2	17,6	13,2	-16,3	22,7
Avrupa	2,9	0,5	-4,0	1,9	4,2	0,2	-14,1	10,8	4,4	-0,6	-14,2	9,4
AB27	2,8	0,5	-4,2	1,8	4,0	0,0	-14,5	11,4	4,1	-0,9	-14,2	9,2
CIS**	8,3	5,5	-7,1	4,3	7,5	2,0	-5,2	10,1	19,9	16,4	-25,6	20,6
Afrika	5,8	4,8	2,1	4,7	4,8	1,2	-4,2	6,5	13,8	14,6	-5,0	7,0
Orta Doğu	5,5	5,3	0,8	3,8	4,5	3,5	-4,3	9,5	14,6	14,2	-7,8	7,5
Asya	6,0	2,8	-0,2	6,3	11,7	5,5	-11,2	23,1	8,2	4,7	-7,5	17,6
Çin	13,0	9,6	9,1	10,3	19,8	8,5	-10,5	28,4	13,8	3,8	2,9	22,1
Japonya	2,3	-1,2	-6,3	3,9	9,4	2,2	-24,8	27,5	1,3	-1,0	-12,2	10,0
Hindistan	9,4	6,4	5,7	9,7	14,4	14,4	-6,8	19,9	18,7	17,3	-1,0	11,2
NIE***	5,6	1,9	-0,8	7,7	9,0	4,9	-5,7	21,3	5,3	3,5	-11,4	18,0
Bilgi İçin:												
Gelişmiş Ekonomiler		0,2	-3,7	2,6		0,8	-15,1	12,9		-1,2	-14,4	10,7
Gelişmekte Olan Ekonomiler ve CIS		5,7	2,1	7,0		4,2	-7,8	16,7		8,5	-10,2	17,9

Kaynak: WTO, *World Trade Report 2010*, s.24; WTO, *World Trade 2010, Prospects for 2011*, s.5.

* Güney ve Orta Amerika; Karayipleri de içermektedir.

** CIS: Bağımsız Devletler Topluluğu (Commonwealth of Independent States)'dur. Ermenistan, Azerbaycan, Belarus, Gürcistan, Kazakistan, Kırgızistan, Moldova, Moğalistan, Rusya, Tacikistan, Türkmenistan, Ukrayna ve Özbekistan'ı içermektedir.

*** NIE: yeni sanayileşmiş ekonomiler (Newly Industrialized Economies)'dir. Hong Kong-Çin, Kore, Singapur ve Taipei-Çin'i içermektedir.

Dünya GSYİH'si, finansal krizin yaşandığı 2009 yılındaki % 2,4'lük küçülmeden sonra 2010 yılında piyasa döviz kurlarıyla % 3,6 büyümüştür. Gelişmiş ekonomiler için GSYİH'deki 2009 yılındaki % 3,7'lik küçülmeden sonra 2010 yılında büyüme % 2,6 olarak gerçekleşmiştir. Dünyanın geri kalanı için (gelişmekte olan ekonomiler ve CIS) GSYİH büyümesi, 2009 yılında % 2,1 iken 2010 yılında % 7 olmuştur. 2010 yılının ilk yarısında, dünya GSYİH'sindeki büyüme daha güçlüyken yılın ikinci yarısındaki büyüme, özellikle Avrupa'da görülen ve Euro Bölgesi'ndeki küçük ekonomilerin büyümesini sınırlandıran borç krizi nedeniyle zayıflamıştır.

Gelişmekte olan ekonomilerin bütününe 2009 yılındaki GSYİH büyümesinde negatife dönüş gerçekleşmemiş olsa da gelişmekte olan bazı ekonomilerin, örneğin, Güney Afrika'nın, Şili'nin, Singapur'un ve Taipei-Çin'in GSYİH'lerinde küçülme görülmüştür. Bununla birlikte, bu ekonomilerin GSYİH büyümesi 2010 yılında pozitif dönüştür. Sadece, büyük bir gelişmekte olan ülke olan Venezuela 2010 yılında hâlâ resesyondaydı⁹⁴. 2010'da Çin'in ve Hindistan'ın güçlü büyüme oranlarıyla (sırasıyla % 10,3 ve % 9,7) gelişmekte olan diğer bölgelere göre Asya'da GSYİH büyümesi (% 6,3) daha yüksek olmuştur. Güney ve Orta Amerika'da, Brezilya'nın güçlü büyüme (% 7,5) katkısıyla yüksek bir büyüme oranı (% 5,8) gözlenmiştir.

Gelişmiş ekonomilerin büyümeleri ise, gelişmekte olan ekonomilere göre daha yavaş olmuştur; fakat bazı gelişmiş ekonomiler diğerlerine nazaran daha iyi bir performans sergilemiştir. 2010 yılının ikinci yarısında Portekiz, İrlanda, Yunanistan ve İspanya (Portugal, Ireland, Greece, Spain - PIGS) ülkelerinin borçlarını ödeyemeyeceği ihtimali üzerine artan kaygılarla 2010 yılının ikinci yarısında finansal piyasalarda istikrarsızlık ve kemer sıkma politikaları tekrar ortaya çıkmıştır. Bu da Avrupa'nın büyüme oranının % 1,9 ile tüm bölgeler arasında en düşük olmasına neden olmuştur. Yunanistan, İrlanda, İspanya ve 2008'deki banka krizi nedeniyle İzlanda, 2010 yılında daralmıştır. ABD'nin 2010 yılındaki büyüme oranı, % 2,8 ile düşük kalmıştır. Japonya'daki büyüme ise % 3,9'dur. Japonya'daki iyileşme, ülkenin 2009'da yaşadığı % 6,3'lük küçülme ile birlikte değerlendirilmelidir. Bu küçülme, öncü gelişmiş ekonomiler arasında yaşanan en büyük küçülmeydi.

Hacim anlamında dünya mal ticareti, 2009'da -fiyatların ve döviz kurlarının etkisi hariç olmak üzere- % 12,0 düşmüştür. Bu düşüş, 2008 yılında görülen % 2,2'lik artışla kıyaslanınca oldukça kötüydü. Bu düşüş ayrıca, 2009 yılında GSYİH'deki % 2,4'lük daralmadan da daha büyüktü [bakınız (bkz.) Tablo 3]. Tüm bölgeler ve ülkeler 2009'da ihracat hacimlerinde düşüş görmüşlerdir. Bu düşüş, Kuzey Amerika ve Avrupa için dünya ortalamasının üzerinde sırasıyla % 14,8 ve % 14,1'di. En küçük düşüşler, petrol ihracatçısı Orta Doğu (% 4,3) ve Afrika (% 4,2) bölgelerinde yaşanmıştır. İhracatta yaşanan düşüşler, CIS için % 5,2, Güney ve Orta Amerika için

⁹⁴ WTO, *World Trade 2010, Prospects for 2011*, s.4.

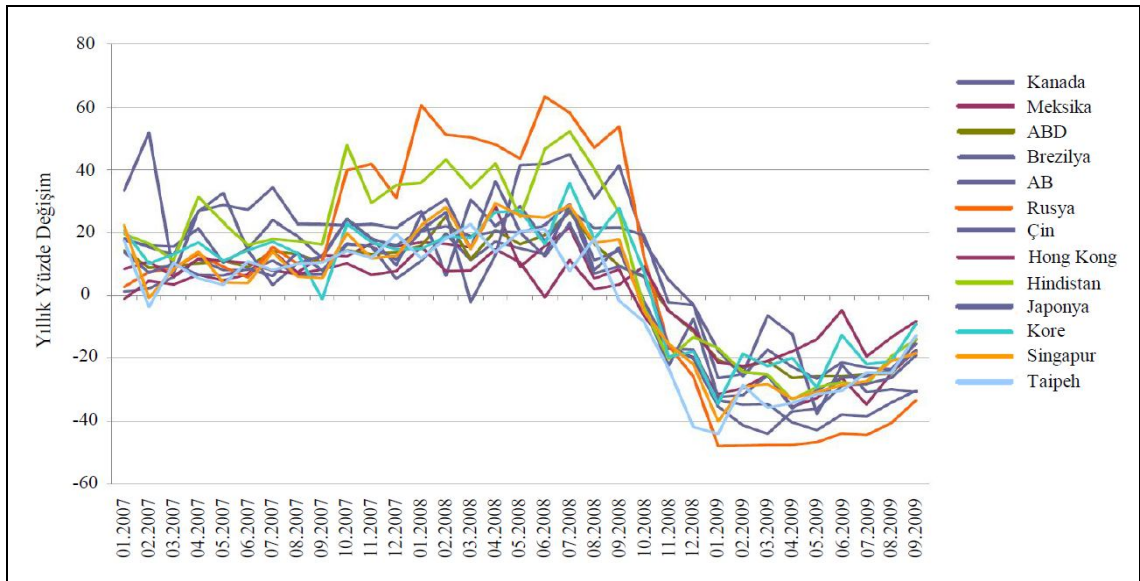
% 7,9 idi. Asya için ihracat hacmindeki düşüş, % 11,2 ile yüksek olmakla birlikte dünya ortalamasının altındaydı. 2009 yılında 2008 yılına göre, ABD, AB27 ve Japonya ekonomileri ihracatlarında dünya ortalamasının üzerinde bir oranla sırasıyla % 14,0, % 14,5 ve % 24,8 düşüş görmüşlerdir. Bu düşüş, Çin için % 10,5 ile daha küçüktü. Topluca NIE ülkelerinin ihracatındaki düşüş (% 5,7), bu ekonomilerin ihracat odaklı olmaları nedeniyle kriz döneminde daha kırılgan olmalarına rağmen nispeten daha küçüktü. Hindistan'ın ihracat düşüşü ise % 6,8 ile kısmen küçüktü.

İthalat penceresinden bakıldığında ise durum tam tersi bir görüntü arz etmekteydi. İthalatlarında en büyük düşüşü yaşayan bölgeler, büyük petrol ihracatçıları ve diğer doğal kaynakların ihracatçılarıydı. CIS ile Güney ve Orta Amerika, ithalatlarında 2009 yılında sırasıyla % 25,6 ve % 16,3 düşüş yaşamıştır. Bu durum, daha düşük petrol fiyatları nedeniyle düşen ihracat gelirleriyle kısmen açıklanabilmektedir. Afrika ve Asya tek haneli düşüşler (sırasıyla % 5,0 ve % 7,5) görürken Kuzey Amerika, Avrupa ve Orta Doğu ithalatlarında sırasıyla % 16,7, % 14,2 ve % 7,8 düşüş görmüştür. ABD ve AB27 için ithalatlardaki düşüş, sırasıyla % 16,7 ve % 14,2 ile dünya ortalamasının üzerinde gerçekleşirken Japonya'daki ithalat düşüşü, % 12,2 ile dünya ortalamasına neredeyse eşitti. Çin'in diğer ülkelerden ithalatları, 2009 yılında % 2,9 artmıştı. Bu artış, minerallerin ve diğer doğal kaynakların fiyatlarındaki geçici çöküş nedeniyle Çin'in bu kaynakları depolamasıyla açıklanabilmektedir.

Tablo 3'te görüldüğü üzere, 2010 yılında dünya GSYİH'sindeki düzensiz iyileşme gibi dünya mal ihracatlarındaki iyileşme de düzensiz olmuştur. Hacim anlamında dünya mal ihracatındaki artış, % 14,5 iken bu artış gelişmiş ülkeler için % 12,9; CIS ve gelişmekte olan ekonomiler için % 16,7'dir. Gelişmiş ekonomilerin ithalatları, ihracatlarından daha yavaş (% 10,7 ile karşılaştırılınca % 12,9) büyümüştür. Gelişmekte olan ekonomilerde ve CIS'te ise tam tersi (ithalattaki % 17,9'luk büyümeye karşın ihracatta % 16,7'lik büyüme) yaşanmıştır. Asya, 2010 yılında Çin'in ve Japonya'nın her birinin dünyanın geri kalanına ihracatındaki % 28'lik artışla, dünyadaki diğer bölgelerden daha hızlı bir ihracat büyümesi (% 23,1) sergilemiştir. Çin'in 2010 yılındaki ihracat büyümesi, 2009 yılında bu ülkenin ihracatındaki düşüşün, Japonya'nın ihracatındaki düşüşün yarısından daha az (Japonya için % 24,8'lik düşüşe karşılık Çin

için % 10,5) olması nedeniyle daha çarpıcıdır. ABD'nin ve AB27'nin ihracatlarında ise Çin'e ve Japonya'ya göre daha düşük bir artış (sırasıyla % 15,4 ve % 11,4) yaşanmıştır. İthalatlar ise Çin'de % 22,1, ABD'de % 14,8, Japonya'da % 10,0 ve AB27'de % 9,2 artmıştır.

Küresel ticaretteki ani düşüşün senkronizasyonunun yüksek derecesi, aylık mal ticaretinin değerindeki bir önceki yılın aynı dönemine göre (year-on-year, yoy) büyüme oranlarını gösteren Şekil 6'da sunulmaktadır. Şekil 6, 2008'in son çeyreği ile 2009'un ilk çeyreğinde düşüşün doruğa ulaştığını ve 2009'un baharında toparlanmanın başladığını göstermektedir. Genellikle, daha açık ve ihracata bağımlı, daha güçlü ekonomiler, ticaret hacimlerindeki ani düşüşten etkilenmişti. Gelişmiş ekonomiler arasında örneğin, Almanya ve Japonya, ABD ve Fransa'ya göre daha kötü etkilenmişti. Yükselen ekonomiler arasında, Hindistan'ın daha az açık olması ve ticaret yapısının üretim ve mal ticaretinden ziyade ticari hizmetlerde yoğunlaşması nedeniyle Çin, Hindistan'a göre daha kötü etkilenmişti.



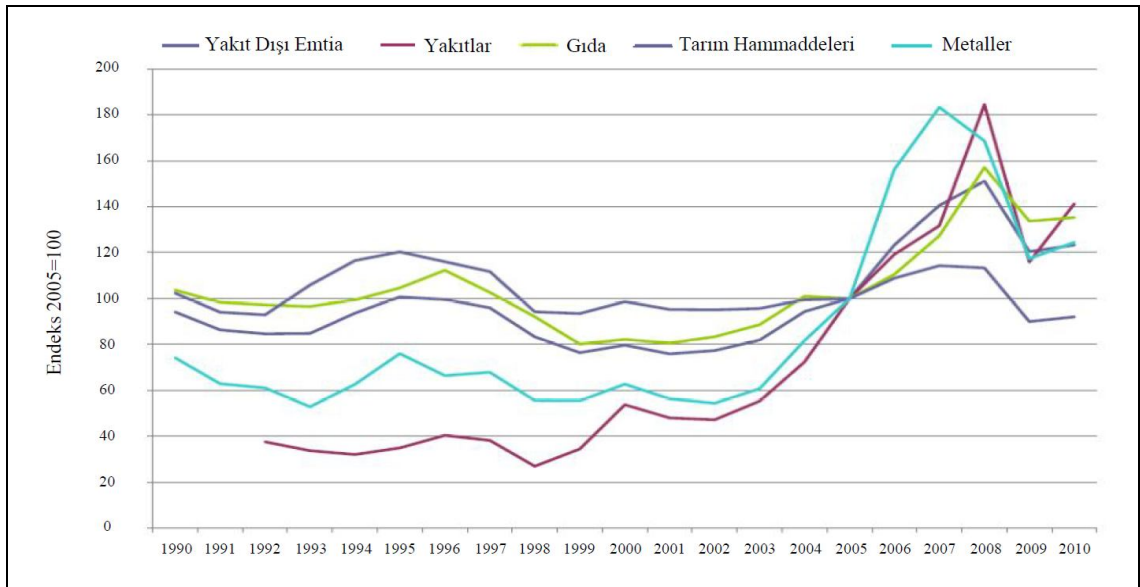
Şekil 6: Senkronize Serbest Düşüşte İhracat Malları

Kaynak: Bibow, *Global Imbalances, U.S. Dollar, and How the Crisis at the Core of Global Financing Spread to "Self-Insuring" Emerging Market Economies*, s.5.

2.4.1.2 Emtia Fiyat Gelişmeleri ve Ayrışma

Emtia fiyat gelişmeleri, başka bir etkileme kanalıydı ve yükselen ekonomiler üzerinde olumsuz etkileri olmuştu. Emtia fiyatlarının yükselişini takip eden yıllarda

gerçekleşen resesyona, fiyatlarda çok sert bir düşüşe yol açmıştı. Örneğin petrol fiyatları, 2008'in ortalarına kadar bir varil için 140 dolar gibi rekor fiyatlara ulaşmıştı ve sonrasındaki çöküş nedeniyle yıl sonuna kadar bir varil için 50 doların altına inmişti. Bu ticaret koşulları, ülkeleri emtia ithalatçısı veya ihracatçısı olup olmamalarına bağlı olarak farklı şekilde etkiledi. Örneğin, Kuzey Afrika'daki ve Orta Doğu'daki net petrol ihracatçısı bölgeler, 2008'in ortalarına kadar rekor petrol fiyatlarından fayda sağladılar; fakat Lehman'ın iflasının ardından kriz zirve yaptığı için petrol gelirleri azaldı (ve daha öncesinde şişmiş olan cari fazlaları buna bağlı olarak düştü). Tam tersine, ABD, AB ve Çin gibi petrol ve/veya emtia ithal eden ülkeler için emtia fiyatlarının düşüşü önemli bir rahatlama anlamına gelmekteydi. Şekil 7, emtia fiyatlarındaki yükselişin finansal krizin başlangıcından sadece bir yıl sonra sona erdiğini göstermektedir. Emtia fiyatları, 2008 yazında zirve değerlerine ulaştı; ancak yılın ikinci yarısında sert bir biçimde düştü:



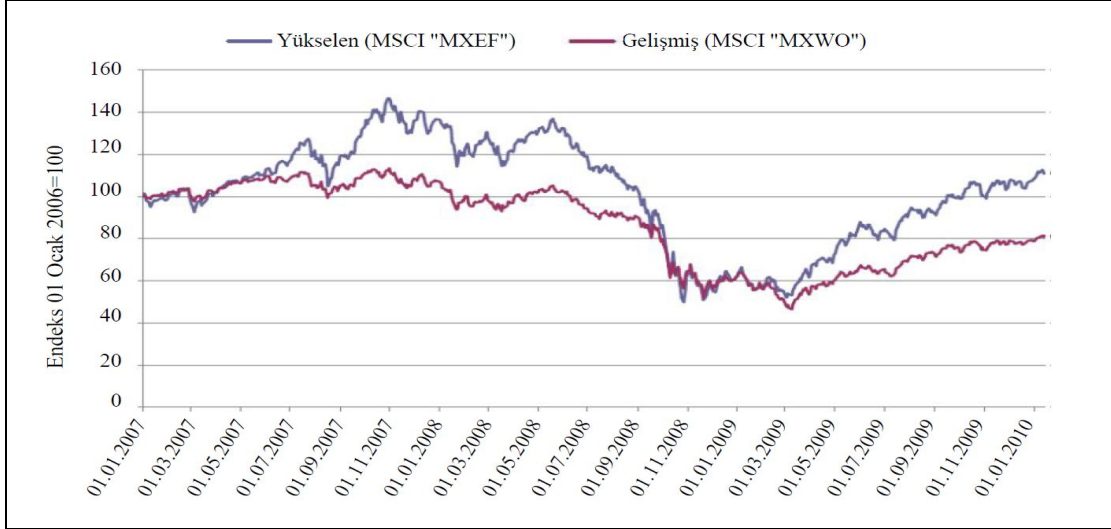
Şekil 7: Emtia Fiyatlarındaki Patlama ve Çöküş

Kaynak: Bibow, *Global Imbalances, U.S. Dollar, and How the Crisis at the Core of Global Financing Spread to "Self-Insuring" Emerging Market Economies*, s.6.

2.4.1.3 Hisse Senedi Piyasaları ve Ayrışma

Finansal piyasalardaki kriz, 2007 yaz ortasında meydana gelmesine rağmen yükselen piyasa hisse senedi endeksleri, 2007 sonbaharında yükseldi ve sonrasında, 2008 ortalarına kadar yatay seyir izledi. Şekil 8'de gösterildiği gibi, gelişmiş piyasa

endeksleri, 2007 yılı boyunca yatay bir seyir izlerken yükselen ve gelişmiş piyasa hisse senedi endeksleri, 2008’de Lehman’ın iflasından önce bile önemli değer kaybetti.

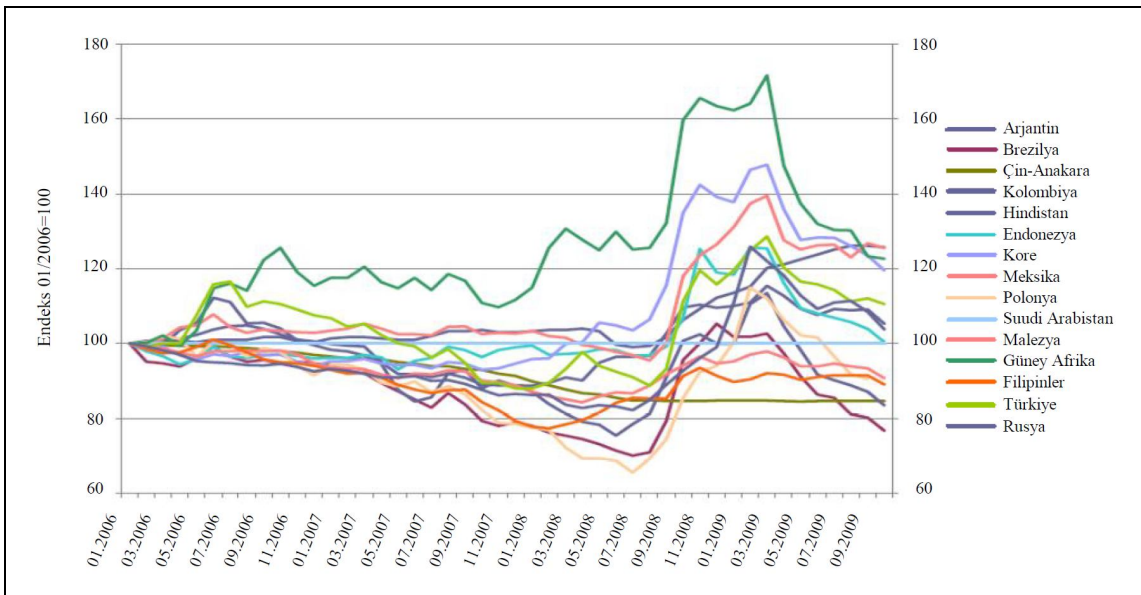


Şekil 8: Hisse Senedi Piyasalarındaki Geçici Ayrışma

Kaynak: Bibow, *Global Imbalances, U.S. Dollar, and How the Crisis at the Core of Global Financing Spread to “Self-Insuring” Emerging Market Economies*, s.7.

2.4.1.4 Para Birimi Hareketleri ve Ayrışma

Şekil 9’da gösterildiği gibi, krizin ilk aşaması süresince yükselen piyasalarda para birimleri genellikle değer kazanmaya devam etmişti:



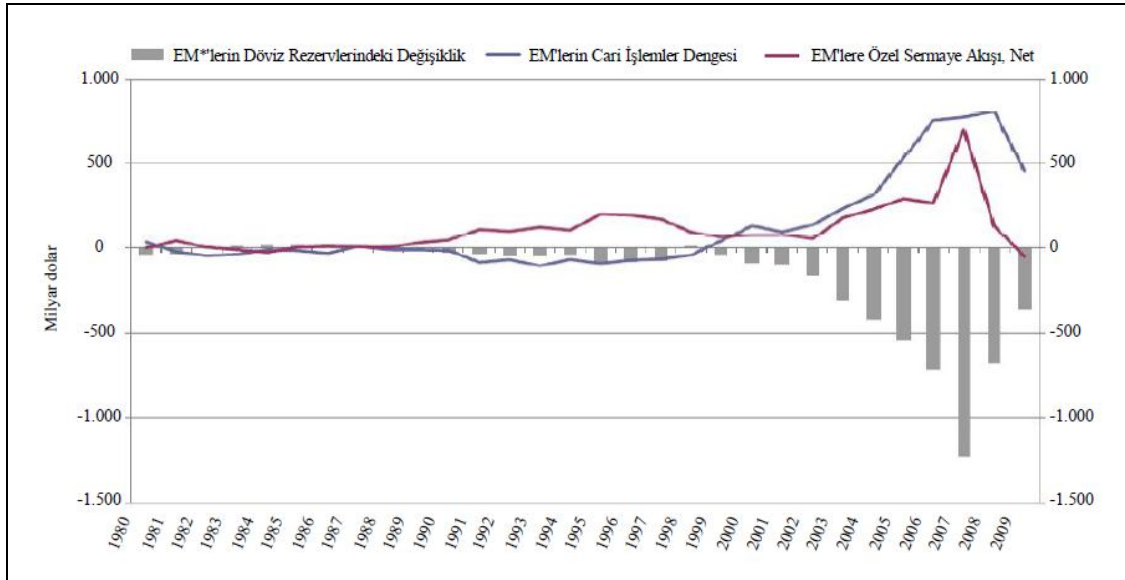
Şekil 9: 2008 Sonbaharı Öncesinde ve Sonrasında Para Birimi Hareketleri

Kaynak: Bibow, *Global Imbalances, U.S. Dollar, and How the Crisis at the Core of Global Financing Spread to “Self-Insuring” Emerging Market Economies*, s.8.

Lehman iflası güven bakımından genel bir krize yol açtığı için yükselen piyasa para birimlerindeki değerlendirme trendi, 2008'in sonbaharında oldukça ani bir biçimde sona erdi. ABD Hazinesi'ni 'sığınılacak liman' olarak görme sonucu 'kaliteye kaçış'la, dolar keskin bir biçimde değerlendirildi⁹⁵.

2.4.1.5 Sermaye Akışları ve Ayrışma

Emtia, hisse senedi ve para trendleri, 2008 sonbaharında meydana gelen uluslararası sermaye akışlarındaki 'ani duruş (veya tersine dönüş)'un göstergeleridir. Yükselen piyasalara özel sermaye akışlarındaki artış dalgası, ani duruş tarafından takip edilmişti.



Şekil 10: Sermaye Akışları ve Ani Duruş (Milyar Dolar)

Kaynak: Bibow, *Global Imbalances, U.S. Dollar, and How the Crisis at the Core of Global Financing Spread to "Self-Insuring" Emerging Market Economies*, s.9.

* Yükselen piyasa (EM) serileri, Dünya Ekonomik Görünümü 'diğer yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler' ve 'Asyalı NIE (Hong Kong-Çin, Kore, Singapur, Tayvan)' gruplarını içermektedir. Döviz rezervlerindeki değişiklik için eksi, artışı ifade etmektedir.

Ayrışma konusu, piyasa oyuncuları arasında popüler olduğu için, son artış dalgası, 2002 yılından 2008'e kadar süregelen hızlı yükselme yıllarının serisini en üst seviyeye çıkarmıştı. 1990'ların sonlarından sonra yükselen ve gelişmekte olan dünyada

* Düşük maliyetli para ile borçlanıp bu tutarı getirisi yüksek paralara yatırma (carry trade)'nin çözülmesi ile birlikte değeri dolardan daha fazla artan Japon yeni bu durumda etkili olmuştur.

⁹⁵ Robert N. McCauley ve Patrick McGuire, "Dollar Appreciation in 2008: Safe Haven, Carry Trades, Dollar Shortage and Overhedging", **Bank for International Settlements Quarterly Review**, (December 2009), ss.85-92.

artan döviz rezervlerinin -cari işlem fazlalarından ve net özel sermaye akışlarından sağlanan kaynaklar- küresel sermaye akışı paradoksunu gösteren Şekil 10, 2008’de her iki kaynağın ani geri çekilişini göstermektedir⁹⁶.

2.4.1.6 Dış Ticaret Finansmanı ve Ayrışma

Yükselen ve gelişmekte olan dünyayı genel olarak etkileyen bir diğer faktör de küresel krizdeki ticaret ve finans arasındaki en genel ve doğrudan bağlantı olan dış ticaretin finansmanıdır. Dış ticaret finansmanı için piyasa koşulları, 2008’in ilk yarısında daralmaya başlamış ve yılın ortasından itibaren daha da kötüleşmişti. Her ne kadar miktarını tam olarak belirtmek zor olsa da Dünya Bankası, yaygın ticari kredi daralmasının, küresel ticaretteki % 10-15 oranında düşüşten sorumlu olduğunu tahmin etmiştir⁹⁷. İç satış için iç üretimde olduğu gibi, uluslararası satış için üretimde de finansmanın oluşturulması gerekmektedir. Dış ticaret finansmanının kısa vadeli ve kendi kendini itfa eden doğası, onu çok güvenli bir şekilde gösterirken eksik bilgi ve güvenden kaynaklanan zorluklar, sınır ötesi işlemlerde ve yetki alanlarında özellikle daha büyük görünebilmektedir. Özel ve kamu kurumları tarafından sağlanan birçok kredi sigortası seçenekleri ve garantileri, genellikle uluslararası ticareti ve finansmanını kolaylaştırmada yardımcı olmaktadır. Ama küresel bankalararası piyasalar sıkıştığı, büyük bankalar ikincil piyasalarda ticari kredi risklerini yeniden finanse edemedikleri ve risk algılamasındaki değişme küresel finansmanı çevrelediği için genel kredi erimesi, dış ticaret finansmanına ulaşma imkanının da daralmasına neden olmuştur⁹⁸. Kısacası,

* Küresel döviz kuru rezervleri, 2008’in ortalarında yaklaşık 7 trilyon dolar ile zirve yaptı; fakat yılın ikinci yarısında yaklaşık % 5 oranında düştü, daha sonra tekrar yükseldi ve 2009’un sonunda yaklaşık 8,2 trilyon dolara ulaştı. 2010 yılı sonu ön inceleme değeri ise yaklaşık 9,3 trilyon dolardır. Küresel kaynakların 3’te 2’si dolar olarak tutulmaktadır.

⁹⁶ IMF, *COFER Database*, ss.1-2.

** Ticaret finansmanının küresel hacmi, tahmini olarak 10-12 trilyon dolardır (veya 2008’deki 15 trilyon dolar değerindeki ticari akışın % 80’i kadardır) ve bunun % 80’i özel bankalar tarafından sağlanmaktadır. Ticaret finansmanı; kredileri, sigorta poliçelerini, uluslararası ticari işlemlere doğrudan bağlı olan teminatları içermektedir. Çalışma sermayesi tedarikinden başka, ihracat öncesi finansmanı ve ihracat kredisi sigortası, akreditifin açılması ve kabul edilmesi gibi hizmetler de sunmaktadır. Ulusal ihracat kredisi acentaları ve diğer kamu sektörü kurumları -ayrıca bölgesel kalkınma bankaları ve Dünya Bankası/Uluslararası Finans Kuruluşu (International Finance Corporation – IFC)- da kredi ve teminat seçenekleri sağlamaktadır.

⁹⁷ WTO, “The Challenges of Trade Financing”, 2009, http://www.wto.org/english/thewto_e/coher_e/challenges_e.htm (10 Nisan 2010), par.1-13; Marc Auboin, “Boosting the Availability of Trade Finance in the Current Crisis: Background Analysis for a Substantial G20 Package”, **The Centre for Economic Policy Research Policy Insight**, No.35, June 2009, s.1; Mark A. Wynne ve Erasmus K. Kersting, “Trade, Globalization and the Financial Crisis”, **Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter**, Vol.4, No.8 (November 2009), ss.1-8.

⁹⁸ Mariem Malouche, “Trade and Trade Finance Developments in 14 Developing Countries Post September 2008: A World Bank Survey”, **World Bank Policy Research Working Paper**, Washington, DC, 2009, s.10.

dış ticaret finansmanı alanında da küresel finans, krizi tüm dünyaya yaymada oldukça bulaşıcı olduğunu göstermiştir.

Kriz sırası ve sonrası genel trendler ve gelişmeler ile ilgili olarak yukarıdaki açıklamayı şöyle özetlemek mümkündür: Gelişmiş ekonomilerdeki finansal piyasaların merkezinden yayılan krizin gelişmekte olan ve yükselen dünyaya bulaşması, hem ticaret hem de finans kanalıyla gerçekleşmiştir. Ticaretteki çöküş, tüm dünyada senkronize olarak gerçekleşirken özel sermaye akışları, ilk olarak ayrışma konusunu izlemiş, yükselen piyasalara akmış ve daha sonra aniden geri çekilmiştir ve yaklaşık bir yıllık gecikme yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmiş ekonomilerle birleşmesi ile tamamlanmıştır. ABD'nin ve Avrupa'nın resesyona girmesiyle yükselen piyasa ihracatları sert bir biçimde düşmeye başlamıştır. Bu ihracatlar hem resesyona yaşayan ülkelerin ithal mallara olan talebindeki düşüşten hem de ticaret kredilerindeki azalıştan etkilenmiştir. Dahası, büyük cari açıkları ve kısa dönemli yüksek dış borçluluk gibi zayıf ekonomik temelleri olan yükselen piyasalar, riskten kaçınmadaki genel artıştan ve finansal sektördeki kaliteyi hedeflemede yaşanan spekülasyon hareketlerinden de etkilenmiştir.

3. AYRIŞMA VE KÜRESELLEŞME

Ülkeler arasındaki daha güçlü ticari ve finansal bağlar, bir ülkeye özgü şokların diğer ülkelere iletimine neden olmaktadır. Böylece, daha büyük iş döngüsü senkronizasyonuna yol açmaktadır⁹⁹. Ayrışma hipotezini savunanlar, bu hipotezle uyumayan ve gerçek hayatta iyi çalıştığı görülen bir teoriyi göz ardı etmektedir: Küreselleşme.

Son yirmi yıl boyunca, politika yapıcılar, ve analistiler tarafından üzerinde tartışılan uluslararası ekonomik gelişmelerin en önemlilerinden biri küreselleşmedir. Ulaşım, iletişim, ticaret ve finansdaki hızlı ilerlemelerle, dünya ekonomisi artan bir şekilde sıkıca örülmüş hale gelmiştir. Çin, Hindistan ve eski Sovyetler Birliğindeki dahil dünya nüfusunun büyük kısmı, nispeten izole yapılarından çıkıp küresel ekonomik sisteme katkıda bulunmaya başlamışlardır. Bu etkiyle, ulusal sınırlar ve bölgesel farklılıklar daha az anlamlı hale gelmiştir; çünkü ticari faaliyetler artık tek bir küresel piyasada gerçekleşmektedir. Sınır ötesi mal, hizmet ve para akışının artmasıyla ülke ekonomileri arasındaki karşılıklı bağımlılık da artmaktadır¹⁰⁰.

Ticaretteki bu artışlar, çeşitli güçlerin doğal bir sonucudur. Örneğin, nakliye maliyetleri büyük bir faktöre sahiptir. Zaman içinde petrol fiyatlarındaki artış ve daha yüksek güvenlik maliyetleri bir kısmını aşındırmasına rağmen hava taşımacılığı maliyetlerinde önemli bir düşüş yaşanmıştır. Deniz taşımacılığı maliyetleri; konteynırların kullanılması, büyük miktarda yapılan sevkiyat ve diğer etkilerden dolayı düşmüştür. Özellikle, gelişmekte olan Asya'daki ve Sovyetler Birliği'nin dağılması sonucu oluşan Doğu Avrupa ülkelerindeki gelişmelerle tarifeler ve uluslararası ticareti sınırlayan diğer faktörler gibi politikaya bağlı engeller azalmıştır¹⁰¹.

Ayrıca, yabancı ülkelerdeki üretim fırsatları hakkındaki bilgiler, daha kolay elde edilebilir hale gelmiştir. Bu durum, göçmenlerin ve çok uluslu şirketlerin ağ oluşturmayı kolaylaştırmasıyla ve internet aracılığıyla elde edilebilir bilgilerin artmasıyla desteklenmiştir. Bu gelişmeler, geleneksel imalat ürünlerinin ticaretinde

⁹⁹ Wälti, *The Myth Of Decoupling*, s.1.

¹⁰⁰ Kohn, ss.1-2.

¹⁰¹ David Hummels, "Transportation Costs and International Trade in the Second Era of Globalization", *Journal of Economic Perspective*, Vol.21, No.3 (Summer 2007), ss.131-154.

artışa neden olup ticari malların ve hizmetlerin arz edilen çeşidinde genişlemeye yol açmıştır. Bu gelişmelerin bir sonucu olarak, uluslararası bütünleşik üretim artmıştır.

Çalışanların uluslararası hareketliliği, özellikle gelişmekte olan küçük ülkeler için makroekonomik sonuçlara rehberlik etmiştir. 2000 yılındaki akışın yaklaşık dört katına yakın olarak 2009'da yaklaşık 310 milyar dolar işçi dövizleri, gelişmekte olan ülkelere gitmiştir¹⁰². Bu işçi dövizleri, gelişmekte olan ülke gelirlerinin önemli bir kaynağını ve konjonktürel yayılmanın genişlemiş alanını temsil etmektedir.

Uluslararası bağlardaki bir diğer etkili büyüme alanı ise finansal hizmetlerdir. Hisse senedi çapraz kotasyonlarında ve borsalar, bankalar ile menkul kıymet mutabakat sistemlerinin sınır ötesi sahiplik ve kontrollerinde artış yaşanmaktadır. ABD dışında, 1997'de yabancı hisse senetlerinin özel hisse senetleri portföylerindeki payı, % 15 iken on sene sonra bu pay % 24'e çıkmıştır. ABD'li yatırımcılar için, karşılaştırılabilir paylar, toplam hisse senedi portföylerinin % 9'u iken % 19'a yükselmiştir. Özellikle, yabancı yatırımcılar için bono portföyleri de daha uluslararası hale gelmiştir¹⁰³.

Finansal entegrasyonun bir sonucu olarak, ekonomiler arasındaki şokların aktarıldığı finansal kanallar önemli ölçüde büyümektedir¹⁰⁴. ABD'de subprime mortgage piyasasının çökmesiyle yaşanan son finansal krizde, dünyanın pek çok yerine yayılan kayıplar ve fonlama baskısı nedeniyle, yatırımcılar ve finansal kurumlar için entegrasyonun boyutu büyük olmuştur.

ABD, Euro Bölgesi, Japonya ve diğer sanayi ülkeleri arasındaki yayılmaların boyutları ve kaynakları konusunda yapılan bir analiz, uluslararası ticaretin merkezî rol oynadığını bulmuştur; fakat yayılmalar, emtia fiyatları ile kısa ve uzun dönemli faiz oranları ve hisse senedi fiyatları gibi finansal değişkenler yoluyla da meydana gelmektedir¹⁰⁵. Örneğin, bir ülkede likidite koşulları sıkıştığı zaman, küresel alanda faal

¹⁰² World Bank, *Migration and Remittances FactBook 2011*, s.21.

¹⁰³ Kohn, s.2.

* Imbs, çalışmasında finansal entegrasyonun ülkelerin daha fazla uzmanlaşmasına neden olmasına rağmen sanayileşmiş ülkelere oluşan bir grup arasında iş döngüsü senkronizasyonunu artırdığını göstermiştir.

¹⁰⁴ Jean M. Imbs, "Trade, Finance, Specialization and Synchronization", *The Review of Economics and Statistics*, Vol.86, No.3 (October 2004), ss.723-734.

¹⁰⁵ Tamim Bayoumi ve Andrew Swiston, "Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers Across Industrial Countries", *IMF Working Paper*, WP/07/182, Washington, DC: International Monetary Fund, July 2007, ss.15-16.

olan bankalar, deniz aşırı iştiraklerinden likidite çekmeye çalışırken ev sahibi ülkedeki likidite kaynaklarını azaltmakta ve aynı zamanda şoku yurt dışına da iletmektedir. Şimdi üzerinde tartışılan konu, iletim için finansal bağılılığın geleneksel ticari bağılıktan daha önemli olabileceğidir¹⁰⁶.

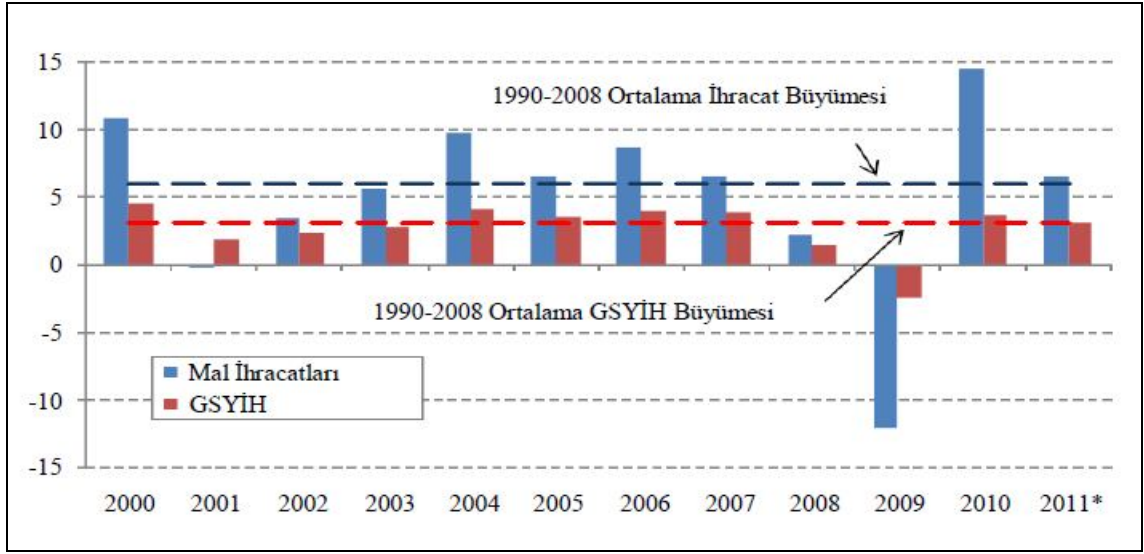
Ekonomilerde resesyona yol açan -zayıf makroekonomik temeller, finansal piyasaların çöküşü vb.- birçok faktör vardır. Resesyon, ekonomik döngünün bir parçasıdır. Bununla birlikte, zaman içinde, ekonomistler ve politika yapıcılar resesyona ekonomiler üzerindeki etkilerini azaltmak için çalışmaktadır. Önceleri resesyona etkileri daha çok iç ekonomiyle sınırlıyken artan küreselleşme, resesyona diğer bölgelere yayılma olasılığını artırmıştır. Bu, iki ana kanaldan gerçekleşmektedir:

İlk kanal, ticaret kanalıdır. Bir ekonomi resesyona girdiğinde, bu durum onun ticaret partnerlerini de etkilemektedir. Bir resesyon, ithalat kalemleri de dahil olmak üzere tüm ürünlere ve hizmetlere azalan talebi beraberinde getirmektedir. Resesyon, aynı zamanda yatırımların azalmasına da yol açmaktadır ve şirketler mallarını ve hizmetlerini ihraç edememe riskiyle karşı karşıyadır. Birincisi, onun ihracat partnerlerinin gelirlerini, ikincisi ise ithalat partnerlerinin tüketim seviyesini etkilemektedir¹⁰⁷.

Şekil 11, 2000-2011 dünya mal ticaret hacmindeki ve GSYİH büyümesindeki yıllık yüzde değişimleri göstermektedir. Şekil’de de gösterildiği gibi, küresel ticaret ve GSYİH arasında yakın bir ilişki vardır. Ticaret seviyesi, kriz dönemlerinde -örneğin, 2000-2001 teknoloji krizi ve son ABD subprime mortgage krizi (Dikkat edilirse her iki kriz de ABD kaynaklıdır ve son krizin, dünya mal ticareti ve GSYİH’si üzerindeki etkisi daha büyüktür.)- küresel bazda önemli ölçüde azalmaktadır. Bu da, küresel GSYİH küçülmesini beraberinde getirmektedir. İç resesyonlar, diğer ekonomileri etkilemeye başlayınca, ticaret kanalı oldukça güçlü hale gelmektedir.

¹⁰⁶ Nicola Cetorelli ve Linda Goldberg, “Banking Globalization, Monetary Transmission and the Lending Channel”, **NBER Working Paper**, No.14101, Massachusetts Avenue Cambridge, U.S.A.: National Bureau of Economic Research, June 2008, ss.1-3.

¹⁰⁷ Agrawal, s.1.



Şekil 11: 2000-2011 Dünya Mal Ticaret Hacmindeki ve GSYİH’indeki Büyüme (Yıllık % Değişim)

Kaynak: WTO, *World Trade 2010, Prospects for 2011*, s.2.

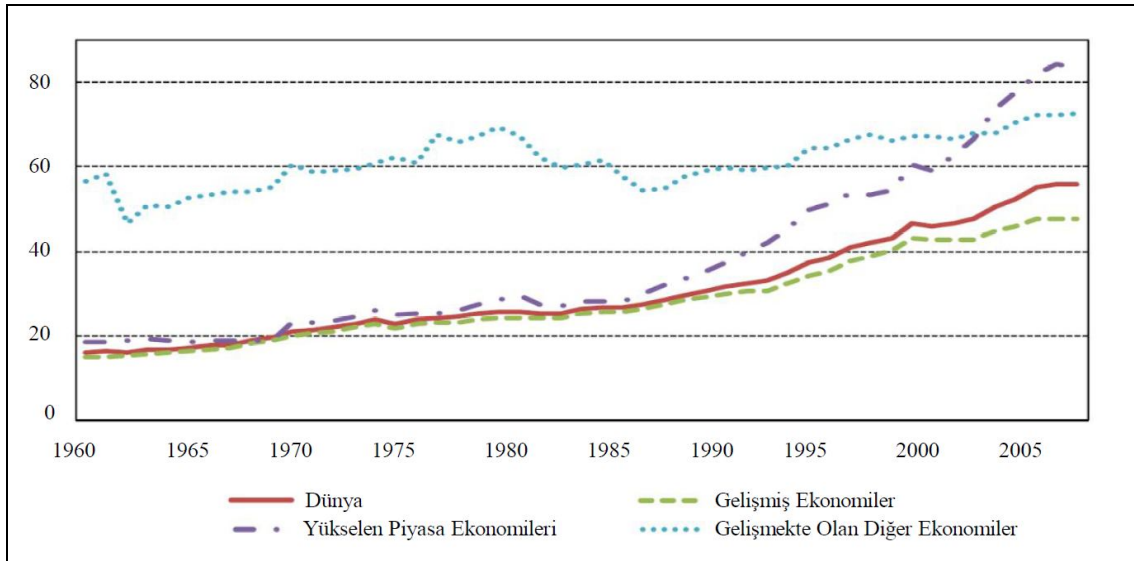
* 2011 değerleri tahminidir.

Diğer kanal ise finansal kanaldır. Bu kanal, son yıllarda daha fazla dikkat çekmektedir ve finansal bağlar yoluyla ülkeleri etkilemektedir. Sınır ötesi finansal bağlar son yıllarda büyük oranda artmıştır. Eğer sınır ötesi bağ yüksekse etkilerinin de yüksek olması muhtemeldir. Bir ülkede resesyon nedeniyle varlık fiyatlarında bir düşüş, sınır ötesi bağın yüksek olduğu ekonomilerde daha düşük varlık fiyatlarına sebep olmaktadır. Bu kanal, politika yapıcılar için bir hayli zorlayıcı gözükmektedir; çünkü ticaret kanalının aksine finansal kanal çoğu zaman gecikmesiz çalışmaktadır. Bir diğer problem ise, finansal varlıklar arasında dünya çapında artan korelasyondur. Bu nedenle, ABD finansal piyasalarını etkileyen herhangi bir şey, diğer piyasalara sadece aktarılmamakta, aynı zamanda bu hareket oldukça da benzer olmaktadır.

Subprime mortgage krizi ABD’de başladığında, başlangıçta etkisi sadece ABD finansal piyasaları üzerine olmuştu. Sonrasında, kriz diğer ekonomilerin finansal piyasalarını ve ardından da reel ekonomilerini etkilemeye başladı. Bağlılığın nedeni, artan finansal küreselleşmenin krizin her yere yayılmasına yol açmasıdır. Kriz, finansal kanallar yoluyla diğer ekonomileri etkilemiştir; fakat ticaret kanalı yoluyla etkiler başlangıçta sınırlı olmuştur. ABD ekonomisinin resesyona girmesinden sonra ticaret kanalı yoluyla etkiler de hissedilmeye başlamıştır. Bu çerçevede, bu bölümde küresel ticari ve finansal bağlar daha yakın bir bakış açısıyla incelenmektedir.

3.1 KÜRESEL TİCARİ BAĞLAR

Küreselleşme sürecinde, uluslararası ticari bağların hacminde ve doğasında önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Şekil 12, dünya ve üç ülke grubunun her biri için ayrı ayrı, toplam ticaretin GSYİH'ye oranı ile ölçülen fiilî ticari açıklığın gelişimini göstermektedir. Küresel ekonomi için ticari açıklığın büyüklüğü, 1985'e kadar nispeten durağan olmasına rağmen, küreselleşme sürecinde hızlı bir ivme ile artmıştır. Özellikle bu dönemde, yükselen piyasa ekonomileri için açıklık oranı, % 30'un altından % 80'lere kadar artış göstermiştir. Benzer şekilde, gelişmiş ekonomilerde açıklık, küreselleşme sürecinde % 26'dan % 46'ya yükselmiştir. Yükselen piyasa ekonomilerinin dünya ekonomisine entegrasyonları için ticaret akışlarının ne kadar önemli olduğunun göstergesi olarak yükselen piyasa ekonomileri bir grup olarak en yüksek ortalama ticari açıklık oranlarına sahiptir.



Şekil 12: Ticari Açıklığın Gelişimi [(İhracatlar + İthalatlar) / GSYİH] (%)

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.144.

Yükselen piyasa ekonomilerinin açıklık oranındaki belirgin artış, son yirmi yılda ihracat odaklı büyüme stratejilerine dayanan agresif sanayileşme politikalarının sonucudur. 1960-1972 yılları arasında, bu grubun ihracatlarının ortalama büyüme oranı gelişmiş ülkelerinkine nazaran daha düşüktü; ancak 1980'lerin ortalarından beri bu oran gelişmiş ülkelerinkinin iki katından daha yüksek olmuştur.

Tablo 4, küreselleşme sürecinde yükselen piyasalardaki ihracat büyümesinin, küresel ihracat büyümesinin büyük payını oluşturduğunu göstermektedir (1986-2009 döneminde dünya ihracat büyümesi, % 6,63 iken yükselen piyasa ekonomilerinin ihracat büyümesi, bu büyümenin % 6,23'ünü oluşturmaktadır). Finansal kriz dönemlerinde, yükselen piyasaların ihracat büyümesi, gelişmiş ekonomilerin nihai talebindeki çöküş nedeniyle çok olumsuz etkilenmiştir (bkz. 2008-2009 dönemi ihracat büyüme rakamları). Bununla birlikte, uzun vadeli trendler, yükselen piyasaların dünya ticaretinde artarak daha önemli bir rol oynamaya devam edeceğini açıkça göstermektedir.

Tablo 4
Küresel İhracat Büyümesine Katkılar (%)

	1960-1972	1973-1985	1986-2009	2008-2009
Dünya İhracat Büyümesi	7,56	3,57	6,63	-6,36
Katkı Payları				
Gelişmiş Ekonomiler	0,80	0,58	0,22	-1,05
Yükselen Piyasa Ekonomileri	6,06	3,03	6,23	-5,40
Gelişmekte Olan Diğer Ekonomiler	0,71	-0,05	0,17	0,09
ABD	0,01	0,00	0,01	0,00
Japonya	0,72	0,55	0,19	-1,03
AB15	0,05	0,02	0,02	-0,02
Yükselen Büyük Piyasa Ekonomileri*	0,02	0,01	0,05	0,02

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.140.

* Yükselen büyük piyasa ekonomileri; Çin, Brezilya ve Hindistan'ı içermektedir.

Dünya ticaretindeki bu gelişmelere, tarımdan sanayiye ve hizmetlere kadar kaynaklardaki önemli bir değişim eşlik etmiştir. Gelişmiş ekonomilerde hizmet sektörünün payı artarken yükselen piyasaların dünya ihracatındaki artan payı, bu ülkelerde çok hızlı büyüyen sanayi sektörüyle ilişkilidir. Sanayi sektörü her ne kadar ticarete tâbi mallardan ibaret olarak görülse de, bu bağ, hizmet yelpazesindeki genişleme sebebi ile zayıflamıştır. Özellikle finansal hizmetlerin ve aynı zamanda bilgi teknolojileri hizmetlerinin de ulusal sınırlar dışında ticareti yapılmaktadır.

Yükselen piyasa ekonomilerinin karşılaştırmalı üstünlükleri, geçtiğimiz elli yıl boyunca hammaddelerden çeşitli imalat ürünlerine -bazı durumlarda hizmetlere- doğru

önemli bir değişim göstermiştir. Tablo 5, 1972 öncesinde yükselen piyasa ekonomilerinin ve gelişmekte olan diğer ekonomilerin ihracat ve ithalatlarının kompozisyonunun bazı açılardan benzer olduğunu göstermektedir. Her iki grup da kendi ithalatlarının büyük kısmı imalat ürünlerinden oluşurken hammadde ihraç etmişlerdir. 1980'lerin ortalarından itibaren yükselen piyasa ekonomilerinin ihracatında imalat ürünlerinin payı, % 75'e yükselirken hammaddelerin payı % 25'e gerilemiştir. Mukayese edilirse, gelişmiş ekonomilerin ihracatında imalat ürünlerinin ortalama payı, 1973-1985 arasında % 74 iken, bu oran 1986-2007 arasında % 81'e yükselmiştir.

Tablo 5
Ticaret Kompozisyonundaki Değişiklikler

	1960-1972	1973-1985	1986-2007
İhracatlar			
Gelişmiş Ekonomiler			
Yakıt Dışı Hammaddeler	24,92	19,48	14,11
Yakıtlar	3,79	6,37	4,65
İmalat Ürünleri	71,37	74,22	81,24
Yükselen Piyasa Ekonomileri			
Yakıt Dışı Hammaddeler	60,80	37,76	16,51
Yakıtlar	16,78	23,65	8,94
İmalat Ürünleri	23,33	38,59	74,55
Gelişmekte Olan Diğer Ekonomiler			
Yakıt Dışı Hammaddeler	81,53	35,64	31,08
Yakıtlar	14,96	56,80	40,46
İmalat Ürünleri	7,33	9,43	31,02
	1960-1972	1973-1985	1986-2007
İthalatlar			
Gelişmiş Ekonomiler			
Yakıt Dışı Hammaddeler	35,74	22,21	17,75
Yakıtlar	11,59	22,69	13,46
İmalat Ürünleri	52,66	55,11	68,79
Yükselen Piyasa Ekonomileri			
Yakıt Dışı Hammaddeler	26,60	19,71	16,31
Yakıtlar	7,38	17,00	13,40
İmalat Ürünleri	66,02	63,29	70,29
Gelişmekte Olan Diğer Ekonomiler			
Yakıt Dışı Hammaddeler	20,98	19,61	23,58
Yakıtlar	7,85	13,31	12,90
İmalat Ürünleri	71,17	67,12	63,55

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.141.

Yükselen piyasa ekonomilerinin ithalatlarında imalat ürünleri ithalatının payı, imalat ürünleri ihracatının büyümesi ile eş zamanlı olarak artmıştır (bkz. Tablo 5). Bu değişikliklere ivme kazandıran güçlerden biri de endüstri içi ticaretteki hızlı artıştır¹⁰⁸. Özellikle ortalama iki yönlü Grubel-Lloyd endeksi ile ölçülen endüstri içi ticaret, G7 ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ve G7 ülkelerinin kendi arasında 1970’den bu yana istikrarlı bir biçimde artmaktadır. G7 ülkeleriyle endüstri içi ticaret hacmi, diğer yükselen piyasa ekonomilerine nazaran yükselen Asya için daha yüksek olmuştur. Endüstri içi ticari bağlardaki artış, ticaretteki dikey uzmanlaşma ile ilişkilidir¹⁰⁹.

Gelişmiş ekonomilerle endüstri içi ticaretteki hızlı büyüme, dünya çapında ticaret akışlarının yönündeki önemli değişimle aynı zamana denk gelmiştir (bkz. Şekil 13). Şekil 13’ün sol üst kısmı gelişmiş ekonomilerin küresel ticari akışın hedefi olması konusunda ağırlığını koruduğunu göstermektedir. Ancak, gelişmiş ekonomilerin küresel ticaretteki payı, 1960’larda yaklaşık % 80 iken, 2008’de % 60’ın altına düşmüştür. Toplam dünya ticaretinde, yükselen piyasa ekonomilerinin payı belirgin bir şekilde artmış ve 1985’te % 14 iken 2008’de % 27’ye çıkmıştır. Dünya ticaretinde çeşitli gruplar arasındaki önem derecelerindeki bu farklılıklara, bu gruplar arasındaki ticaretin yapısındaki değişiklikler eşlik etmiştir.

Şekil 13’ün geri kalan kısımları, bu grupların her birinin ticari akışlarının ne kadarını grup içi ticaret karşısında gruplar arası ticaretin oluşturduğunu göstermektedir. Her ne kadar grup içi ticaret, gelişmiş ekonomiler için zaman içinde düşmüşse de, gelişmiş ekonomiler büyük çapta yine kendi aralarında ticaret yapmaktadır. Grup içi ticaret, 2008’de gelişmiş ekonomilerin ticaretinin hâlâ kabaca % 63’ünü oluşturmaktadır. Aynı zamanda, gelişmiş ülkelerin ihracatında yükselen piyasa ekonomilerinin payı, 1985’te % 13 iken 2008’de % 20’ye çıkmıştır. Böylece, yükselen piyasa ekonomileri, gelişmiş ekonomiler için önemli bir piyasa olmuştur.

¹⁰⁸ Çiğdem Akin ve M. Ayhan Köse, “Changing Nature of North-South Linkages: Stylized Facts and Explanations”, *Journal of Asian Economics*, Vol.19, No.1 (February 2008), ss.1-28.

¹⁰⁹ David Hummels, Jun Ishii ve Kei-Mu Yi, “The Nature and Growth of Vertical Specialization in World Trade”, *Journal of International Economics*, Vol.54, No.1 (February 2001), ss.75-96; Kei-Mu Yi, “Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?”, *Journal of Political Economy*, Vol.111, No.1 (February 2003), ss.52-102.



Şekil 13: Ticari Akışların Yönü (%)

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.145.

Şekil 13'ün üçüncü kısmı (sol alt), yükselen piyasa ekonomileri arasında grup içi ticari ilişkilerin yoğunluğunun arttığını göstermektedir. Örneğin, toplam ticaret hacminde grup içi ticaretin payı, son elli yılda yaklaşık beş kat artış göstermiş ve 1960'larda % 9'un altında iken 2008'de % 42'nin bir miktar üzerine çıkmıştır. Bu süreç zarfında, yükselen piyasa ekonomilerinin ticaretinde gelişmiş ekonomilerle ticaretin payı ise, % 83'ten % 50'ye düşmüştür.

Gelişmekte olan diğer ülkeler grubu için, gelişmiş ülkelere ihracat payının gitgide düşüş göstermesine ve yerini yükselen piyasalarla ticaret bağlarındaki artışa bırakmasına rağmen, hâlâ gelişmiş ekonomilere yapılan ihracat, gelişmekte olan diğer

ekonomilerin toplam ticaretini domine etmektedir. 2008 yılı itibariyle, gelişmiş ekonomilere yapılan ihracatlar, hâlâ bu grubun toplam ihracatının yaklaşık 4'te 3'ünü oluşturmaktadır (bkz. Şekil 13'ün sağ alt kısmı).

Ticaret akışlarında daha ileri analizlerin yapılması bakımından önemli olan iki belirgin yapı görülmektedir: Birincisi, yükselen piyasaların dünya ticaretindeki payı, bu ekonomilerin hacim olarak büyümesi, ticaret ile ilgili engellerini azaltması ve dünya ticareti üzerindeki etkilerinin gelecek yıllarda da büyümeye devam etmesinin olası olması nedeniyle, sürekli olarak artış eğilimindedir. İkincisi ise, yükselen piyasalarda grup içi ticaret keskin bir şekilde artış göstermektedir ve hali hazırdaki bu mevcut trendin, bu grubun ticaret akışını önümüzdeki yıllarda da domine etmesi muhtemeldir.

Bugüne kadar cevabı tam olarak bulunamamış sorulardan biri şudur: Yükselen piyasalar arasındaki grup içi ticari akışın ne kadarının, bu ülkeleri nihai talepte gelişmiş ülke ihracat piyasalarına bağımlı kılan ülkeler arası üretimde dikey uzmanlaşmadan kaynaklanan tedarik zincirlerinin bir sonucu olduğudur. Bunun cevabı, iki yönlü akış verilerinin kullanılmasıyla bile, çok sayıda ülke için iki yönlü ticaret akışı kompozisyonları üzerinde ayrıntılı bölünmüş verilere ihtiyaç duyulması ve bunların her bir ülkedeki üretim yapıları ile ilgili bilgilerle eşleştirilmesi gerekliliği sebebiyle, çok zordur. Buna rağmen, yükselen piyasa ekonomilerinin ticaretinin olağanüstü büyümesi, yüksek büyüme oranlarının gerçekleşmesinde etkili olmaktadır¹¹⁰.

Ek 1 ve 2, gelişmiş ekonomilerin ve yükselen piyasaların farklı ihracat noktaları bakımından ihracat paylarının gelişimi ile ilgili daha fazla ayrıntı vermektedir ve sırası ile ulusal GSYİH'ye ve ülkenin toplam ihracatına oranı olarak ifade edilmektedir. Bu Tablolar, bölge içi ticaret akışlarının küresel ticarete giderek artan belirleyici bir rol oynadığını göstermektedir. Örneğin, Euro Bölgesi içerisindeki ve yükselen Asya içerisindeki ticaret akışları, bu bölgelerin ABD ile olan ticaretinden daha hızlı bir şekilde artmıştır. Bu da, son yirmi yıl içinde Avrupa'daki ekonomik birleşme sürecini ve Çin'deki hızlı büyümeyi kısmen yansıtmaktadır.

¹¹⁰ Jeffrey A. Frankel ve David Romer, "Does Trade Cause Growth?", *The American Economic Review*, Vol.89, No.3 (June 1999), ss.379-399; David Dollar ve Aart Kraay, "Institutions, Trade, and Growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol.50, No.1 (January 2003), ss.133-162.

Ek 1'e göre, ABD ekonomisi, ihracatların GSYİH'ye oranına (ihracatların, ihracat yapan ülkelerin GSYİH'lerine oranı) göre ölçüldüğünde, gelişmiş ekonomilerden çok yükselen piyasaların ve gelişmekte olan ülke ihracatlarının daha büyük bir müşterisidir. NIE ve Güney Doğu Asya Uluslar Birliği (The Association of Southeast Asian Nations - ASEAN) ülkeleri yıllar boyunca bölge içi ticaretlerini belirgin ölçüde artırmışlardır; ancak bu ülkelerin ABD'ye olan ihracatları (GSYİH'lerine oranla) daha çok durağan kalmıştır. Euro Bölgesi ve Japonya ile mukayese edildiğinde genel olarak ABD'nin batı yarımküredeki ülkelere çok yükselen piyasalar ve gelişmekte olan diğer ülkelerle ticaretinde büyük bir artış yaşandığı görülmektedir. ABD'ye ihracat riski -GSYİH'nin bir yüzdesi olarak ABD'ye ihracatın payı- toplam ihracatlarında ABD'nin payının düştüğü ülkeler için bile ticari açıklık her yerde arttığından genel olarak artmaya devam etmiştir. ABD'ye ihracat riski, aynı zamanda komşu bölgelere hariç Euro Bölgesi'ne ve Japonya'ya olan ihracat riskinden daha büyük olma eğilimindedir.

Ek 2, ihracatların farklı son varış yerlerinin görece öneminin nasıl değiştiğini göstermekte ve önemli konularda Ek 1'de ortaya konulan resimden farklılık arz etmektedir. Yükselen Asya için ABD'ye ve Japonya'ya yapılan ihracatların toplam ihracatlar içindeki payı, 1981-1995 ile 2006-2008 arasında belirgin biçimde düşüş gösterirken Euro Bölgesi'ne yapılan ihracatların payı ise hafifçe artmıştır. Diğer yükselen piyasalar, yükselen Asya piyasaları tarafından yapılan ihracatta önemli bir payı oluşturmaktadır ve 2006-2008 arasında, bölgedeki ülkelerin toplam ihracatlarının yaklaşık % 42'sini oluşturmaktadır. Diğer yükselen piyasa grupları için ise, daha az çarpıcı olmakla birlikte benzer şekiller mevcuttur. Latin Amerika yükselen piyasaları için ABD'ye yapılan ihracatın payı, 2000'li yılların başlarında Meksika'nın Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması (North American Free Trade Agreement - NAFTA)'na katılımına bağlı olarak keskin biçimde artış göstermiştir. Sonrasında ABD'nin bir varış noktası olarak görece önemi, Latin Amerika ihracatı için bile azalmaya başlamıştır. Ek 2'den ortaya çıkan bu iki sonuç, diğer yükselen piyasaların, yükselen piyasaların ihracatlarında artan payına ve ABD ile Japonya'nın ihracatta son varış yeri olarak önemindeki kayda değer düşüşe işaret etmektedir.

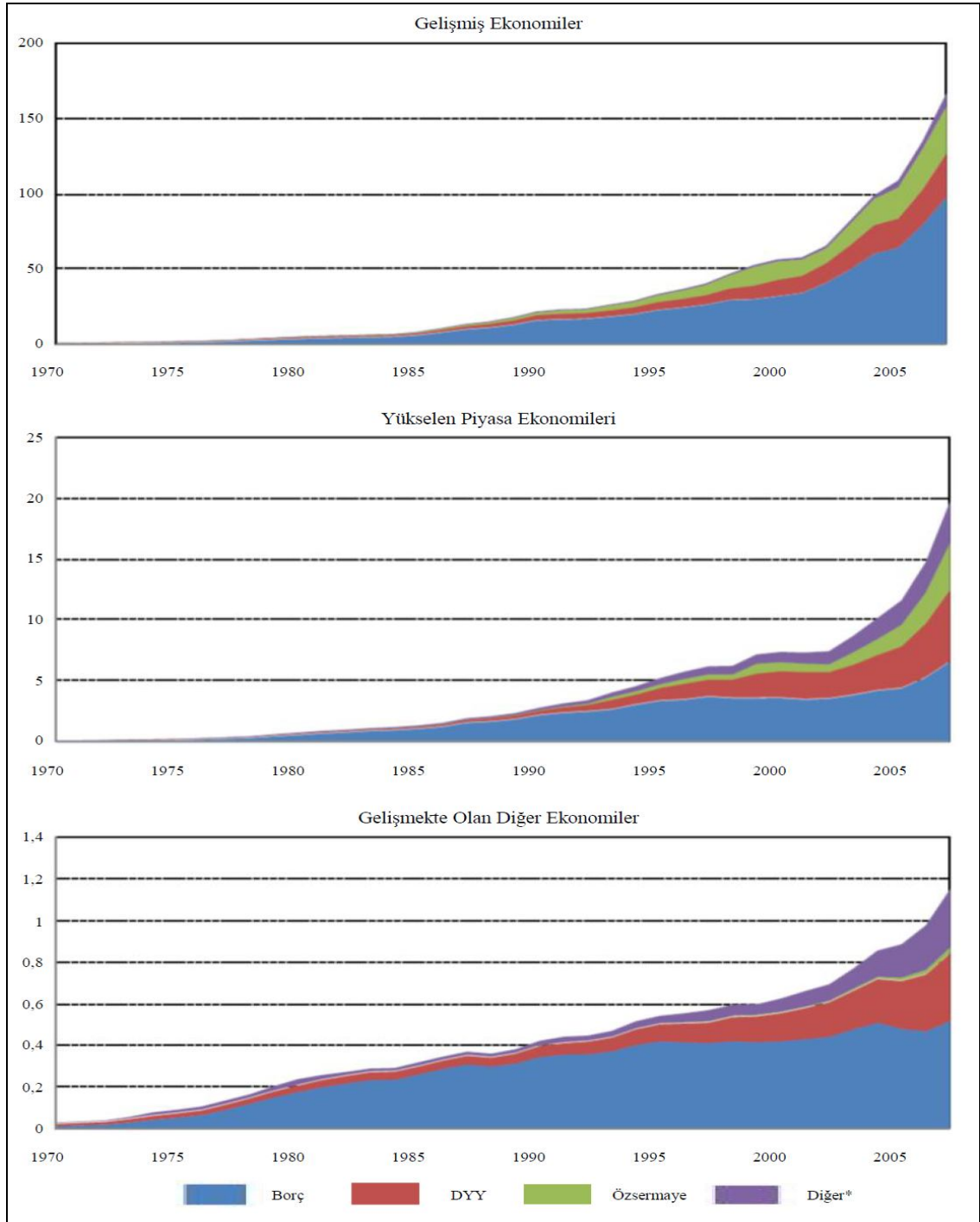
3.2 KÜRESEL FİNANSAL BAĞLAR

Küreselleşme sürecinde, uluslararası finansal akışların büyümesi, ticari akışların büyümesinden daha yüksek olmuştur. Benzeri görülmemiş bu değişim, 1980'lerin ortalarından beri süregelen sermaye hesabı rejimlerindeki hızlı liberalleşme ile ilişkilidir. Buna ek olarak, birçok 'çeken' ve 'iten' faktör, küreselleşme sürecinde gelişmiş ülkeler ile yükselen piyasa ve gelişmekte olan diğer ekonomi grupları arasındaki finansal bağların niteliğini değiştirmiştir. Bunun sonucu olarak, özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde sermaye akışlarının kompozisyonu hızla değişmiş ve portföy sermayesi ve DYY ile gelen akışlar daha da öne çıkmıştır.

'Çeken faktörler' olarak sınıflandırılan yapısal değişikliklerin çoğu, yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelmiştir. Devlete ait kurumların özelleştirilmesi, yabancılar tarafından varlıkların edinimi üzerindeki sınırlamaların kaldırılması, yerel bankacılık sistemleri ile borsalardaki liberalleşme ve aynı zamanda liberal sermaye hesabı rejimlerinin kademeli olarak oluşturulması, uluslararası sermaye akışını geliştirmekte olan ülkelere çekmiştir. 'İten faktörler' olarak, gelişmiş ülkelerdeki demografik değişiklikler, daha yüksek getiri arayışı sonucunu doğurmuştur¹¹¹.

Şekil 14, farklı ülke gruplarının küresel finans piyasalarına entegrasyonunun mutlak seviyesini, brüt uluslararası finansal varlıkların ve yükümlülüklerin toplamı olarak göstermektedir. Son on yılda finansal açıklığın artış oranı, gelişmiş ekonomiler ile yükselen piyasalar için en üst düzeye ulaşırken, gelişmekte olan diğer piyasalarda biraz daha düşük olmakla birlikte hızlı bir artış oranı sergileyerek her üç grup ekonomi için de küreselleşme sürecinde keskin bir şekilde yükselişe geçmiştir. Entegrasyon düzeyi, gelişmiş ekonomiler için en üst düzeye ulaşırken, yükselen piyasa ekonomileri; gelişmekte olan ülkelere yaşanan entegrasyonun çoğuna sebebiyet vermektedir. Brüt varlık ve yükümlülük stokları, küreselleşme sürecinde hızla artmış ve toplamı 2007 sonu itibarıyla gelişmiş ekonomiler için yaklaşık 165 trilyon dolara, yükselen piyasa ekonomileri için ise yaklaşık 20 trilyon dolara yükselmiştir.

¹¹¹ Lane ve Milesi-Ferretti, ss.223-250; M. Ayhan Köse, Eswar S. Prasad ve Marco E. Terrones, "Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?", *Journal of International Money and Finance*, Vol.28, No.4 (June 2009), ss.554-580; M. Ayhan Köse, Eswar S. Prasad ve Marco E. Terrones, "Does Financial Globalization Promote Risk Sharing?", *Journal of Development Economics*, Vol.89, No.2 (July 2009), ss.258-270.



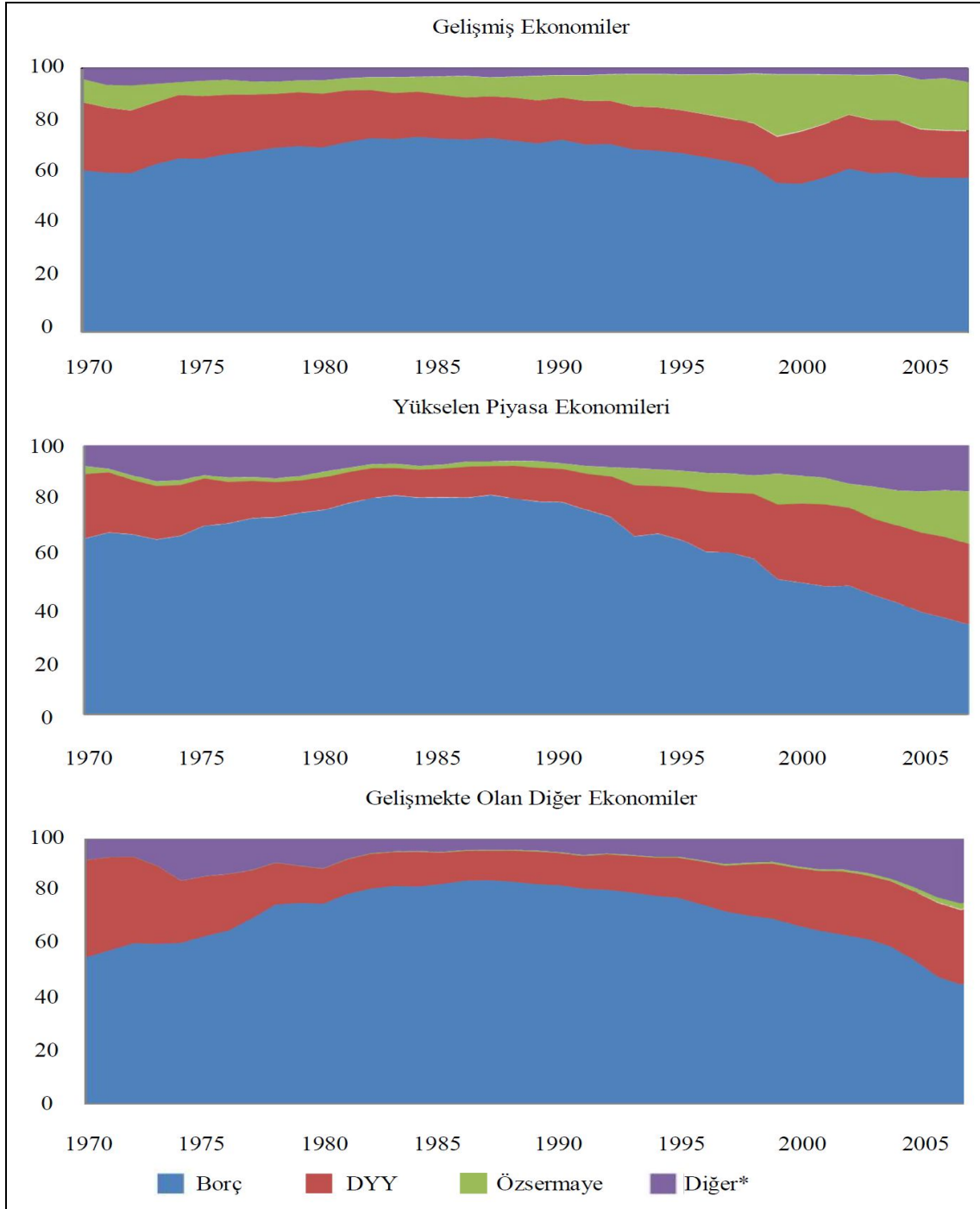
Şekil 14: Finansal Entegrasyon: Seviye ve Kompozisyon
(Brüt Finansal Varlıklar ve Yükümlülükler, Trilyon Dolar)

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.148.

* Diğer; finansal türevler + toplam rezervler - altın'ı içermektedir.

Şekil 15, farklı ülke grupları için toplam dış finansal varlıkların ve yükümlülüklerin kompozisyonunun gelişimini göstermektedir. Küreselleşme sürecinde,

gelişmiş ekonomiler için başlıca artış, portföy sermayesinin payında meydana gelmiştir. Banka kredilerini ve portföy borçlarını da içeren borcun payı, % 60 civarında nispeten durağan kalmıştır.



Şekil 15: Finansal Varlıkların ve Yükümlülüklerin Kompozisyonu (%)

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.149.

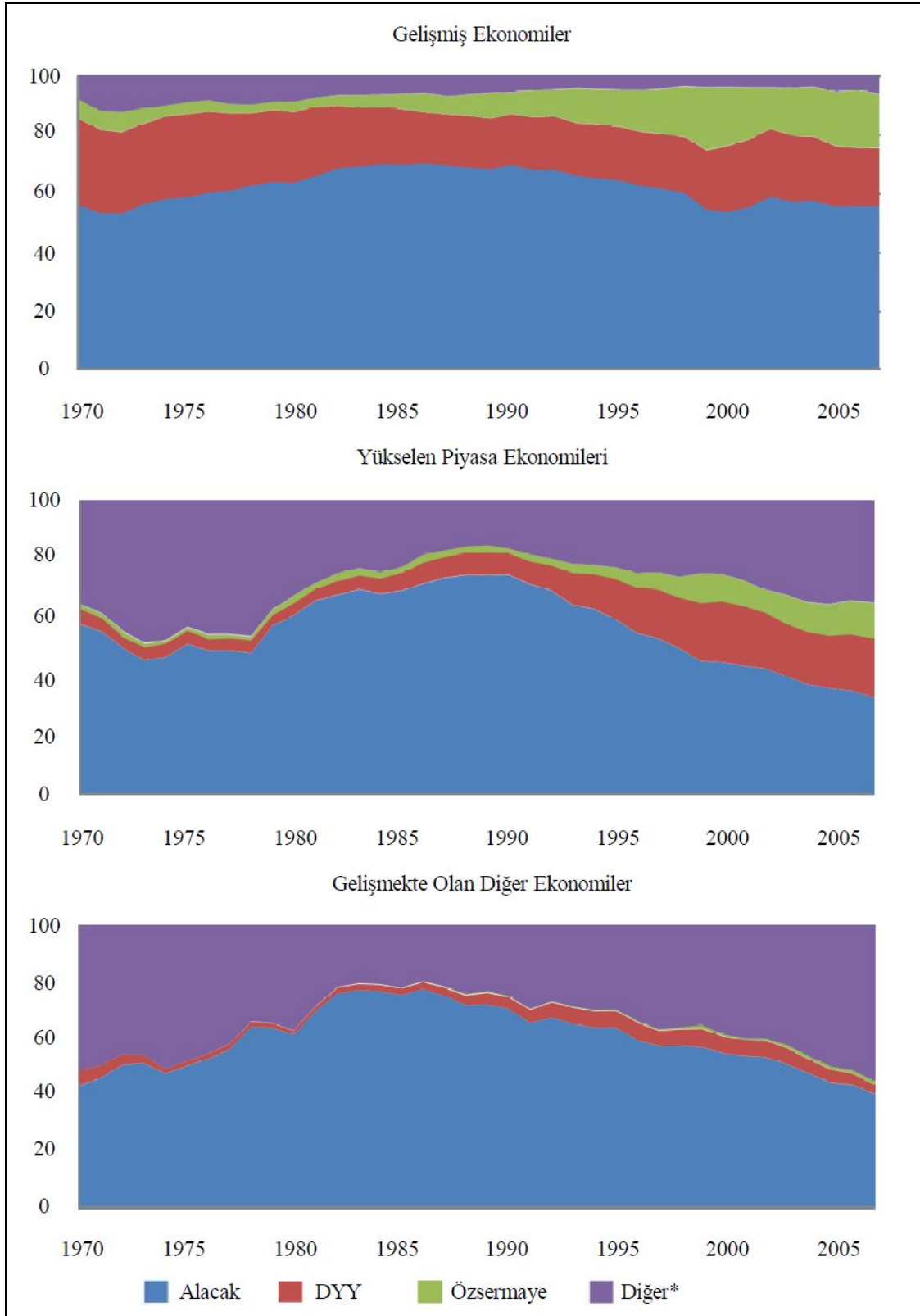
* Diğer; finansal türevler + toplam rezervler - altın'ı içermektedir.

Şekil 15'te görülebileceği üzere, yükselen piyasaların en dikkat çekici özelliği, dış finansal varlıkların ve yükümlülüklerin brüt stoklarında borcun payında gözlenen keskin düşüştür. 1980'lerin başları ile ortaları arasındaki süreçte borçlar, yükselen piyasa ekonomilerinin tüm varlıklarının ve yükümlülüklerinin yaklaşık 4'te 3'ünü oluşturmaktadır. Bu pay, bu tarihten itibaren azalmaya başlamış ve 1990'ların başından itibaren keskin bir düşüşle 2007 itibariyle 3'te 1'e inmiştir. Bu düşüş, DYY'nin ve portföy sermayesinin payındaki meydana gelen artış ile dengelenmiştir. Son on yıl zarfında resmî uluslararası rezervlerin birikimi, yükselen piyasa ekonomilerinin brüt dış varlıklarındaki artışın önemli bir payını oluşturmaktadır.

Şekil 15'e göre, gelişmekte olan diğer ekonomiler için, her ne kadar tüm dış finansal varlıkların ve yükümlülüklerin yarısını teşkil etse de, borcun payında 1980'lerin sonlarından itibaren benzer bir düşüş görülmüş ve bu düşüş, DYY'deki ve döviz rezervi stoklarındaki artışla kompanse edilmiştir. Gelişmekte olan diğer ekonomiler için, portföy sermayesinin toplam dış varlıklar ve yükümlülükler içindeki payı hayli küçüktür.

Yapıları daha ayrıntılı olarak incelemek için, farklı grupların brüt dış varlıklar ve brüt dış yükümlülükler verilerine daha yakından bakılırsa Şekil 16, gelişmiş ekonomiler için, alacakların dış varlıkların baskın şekli olarak yerini korumakta olduğunu göstermektedir. Küreselleşme döneminde, gelişmiş ekonomilerin dış varlıkları içinde portföy sermayesinin payı dikkate değer biçimde artarken, döviz rezervlerinin payı hafifçe düşmüştür. Bu da, kısmen portföy yatırımlarının artan miktarda gelişmiş ekonomilerden yükselen piyasa ekonomilerine gidişinin bir sonucudur ve bu portföy yatırımlarının çoğu, 1980'lerin ortalarında yükselen piyasa ekonomilerini, özsermaye yatırımı akışlarına açarak sermaye piyasalarında liberalleşmeyi başlatmıştır.

Şekil 16'da görülebileceği üzere, yükselen piyasa ekonomilerinin ve gelişmekte olan diğer ekonomilerin her ikisi için de alacakların payında bir düşüş görülürken döviz rezervleri olarak tutulan dış varlıkların payı, küreselleşme dönemiyle birlikte artış sürecine girmiştir.



Şekil 16: Dış Finansal Varlıkların Kompozisyonu (%)

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.150.

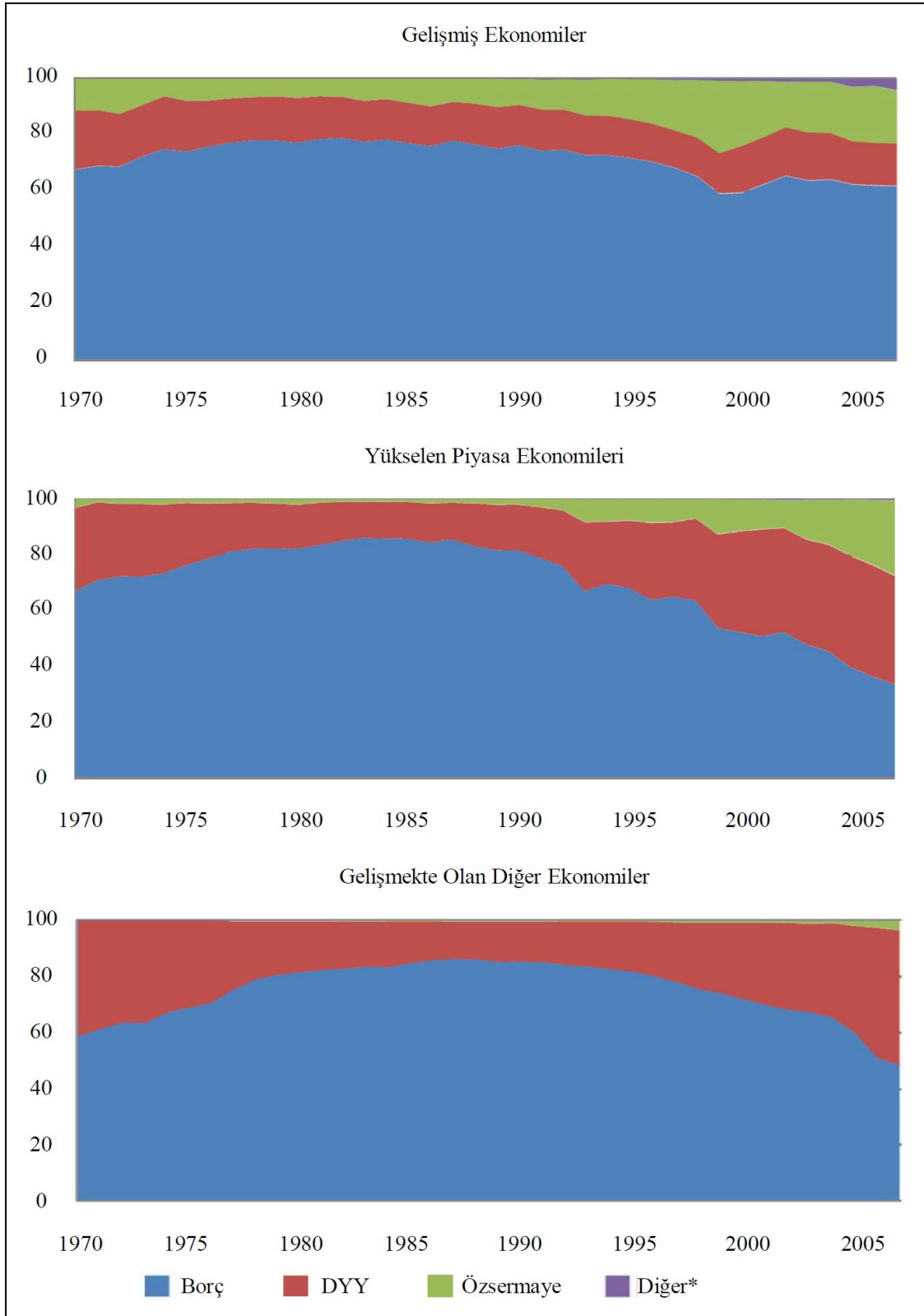
* Diğer; finansal türevler + toplam rezervler - altın'ı içermektedir.

Şekil 17, gelişmiş ekonomiler için brüt dış yükümlülüklerde borcun payının halen baskın olduğunu göstermektedir. Gelişmiş ekonomilerde, borçların dış yükümlülükler içindeki payının yüksek olmasının etkisiyle yaşadığımız son krizle birlikte yapısal sorunlara sahip (yönetişim eksikliği, rekabet açığı ve zayıf bankacılık sistemi gibi) PIGS ülkeleri, yüksek işsizlik ve borç rakamları ile krizden en çok etkilenen gelişmiş ekonomiler arasında yer almışlardır ve dev bütçe açıkları ile krize girmişlerdir. PIGS ekonomilerinin bütçe açıkları ve borçlarıyla ilgili sorunların Euro Bölgesi'ne yayılması ve bölgenin sınırlarını aşarak boyutlarının daha da büyümesinden endişe edilmektedir. AB'nin reform programı ve kurtarma planıyla bu sorunların altından kalkıp kalkamayacağı, Birliğin dağılıp dağılmayacağı son dönemde üzerinde çokça konuşulan bir konu haline gelmiştir.

Yükselen piyasa ekonomileri için 1985'te brüt dış yükümlülükler içinde yaklaşık % 80 olan borcun payı, DYY ve portföy sermayesinin payında ortaya çıkan önemli artışlar tarafından telafi edilerek 1980'lerin ikinci yarısından itibaren hızlı bir düşüşle 2007'de hemen hemen % 40'ın altına inmiştir. Gelişmekte olan diğer ekonomilerin dış yükümlülükleri içindeki borcun payında ise, bu kadar büyük çaplı olmasa da aynı dönemde benzer bir düşüş görülmüştür. Bu grup için, ekonomilerin birçoğunda tam olarak gelişmiş sermaye piyasaları bulunmaması nedeni ile en büyük artış DYY'dedir.

Yükselen piyasa ekonomileri için, dış yükümlülüklerin yapısındaki borçtan uzaklaşan ve DYY'lere ve portföy sermayesine yaklaşan değişim, finansal istikrarları açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır. Bu tartışma ile tutarlı olarak, cari işlem açıkları için ağırlıkla banka finansmanına dayanan Avrupa'daki yükselen piyasalar grubu, finansal krizden en çok etkilenen grup olmuştur. Özellikle, büyük cari işlem açıkları, sermaye akışları ile finanse edilen Baltık ülkeleri, bu sermaye girişlerindeki ani duruş nedeniyle çok kırılgan hale gelmişlerdir¹¹².

¹¹² Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.41; Bibow, *Global Imbalances, U.S. Dollar, and How the Crisis at the Core of Global Financing Spread to "Self-Insuring" Emerging Market Economies*, s.11.



Şekil 17: Dış Finansal Yükümlülüklerin Kompozisyonu (%)

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.151.

* Diğer; finansal türevler + toplam rezervler - altın'ı içermektedir.

Finansal kanallar yoluyla şokların iletim potansiyelini anlayabilmek için, her ikisi de hızlı tempoda değişen tüm finansal akışların yönünün ve kuantumunun incelenmesi gerekmektedir. Ulusal GSYİH'nin payı olarak dış portföy varlıklarını ve yükümlülüklerini gösteren Tablo 6, uluslararası portföy riskinin ekonomik büyüklüğe bağlı olarak gelişmiş ekonomilerde, yükselen piyasa ekonomilerine nazaran daha büyük olduğunu göstermektedir; ancak yükselen piyasa ekonomilerinin finansal entegrasyon temposundaki artış çok daha yüksek olmuştur.

Tablo 6
Bölgelere Göre Dış Portföy Varlıkları ve Yükümlülükleri
(GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)

Varış Yeri (Varlıklar) ve Menşe (Yükümlülükler)								
	ABD		Euro Bölgesi		Japonya		Bölge İçi	
	2004	2007	2004	2007	2004	2007	2004	2007
<i>Varlıklar</i>								
Gelişmiş Ekonomiler								
ABD	--	--	8,0	12,7	3,1	4,1	--	--
Euro Bölgesi	13,9	17,7	--	--	2,5	2,9	57,3	72,9
Japonya	15,1	18,6	12,9	16,3	--	--	--	--
Gelişmiş Diğer Ekonomiler	37,3	46,3	53,9	59,3	7,2	8,5	17,2	23,0
Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte Olan Diğer Ekonomiler								
Yükselen Asya	4,5	4,6	3,6	4,3	0,8	0,9	4,4	10,3
Çin, NIE ve ASEAN-4	6,6	6,9	5,2	6,4	1,2	1,4	6,4	15,5
Latin Amerika	1,8	3,0	0,9	1,6	0,0	0,1	0,3	0,4
Sahraaltı Afrika	3,2	5,2	3,0	5,2	0,3	0,3	0,8	2,0
Yükselen Avrupa	0,6	0,6	0,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,2
<i>Yükümlülükler</i>								
Gelişmiş Ekonomiler								
ABD	--	--	11,3	15,3	5,9	5,8	--	--
Euro Bölgesi	9,8	14,7	--	--	6,2	5,9	57,3	72,9
Japonya	8,0	13,3	5,2	8,1	--	--	--	--
Gelişmiş Diğer Ekonomiler	49,1	61,0	46,5	57,7	8,8	9,1	17,2	23,0
Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte Olan Diğer Ekonomiler								
Yükselen Asya	4,8	8,3	2,5	5,5	0,7	1,0	2,4	5,3
Çin, NIE ve ASEAN-4	10,5	16,5	5,5	10,5	1,4	2,1	4,3	6,7
Latin Amerika	9,1	10,4	4,1	4,6	0,4	0,5	0,2	0,3
Sahraaltı Afrika	7,3	8,8	4,3	4,8	0,4	0,5	0,5	0,9
Yükselen Avrupa	3,1	5,0	7,8	8,6	0,3	0,6	0,1	0,2

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.146.

Gelişmiş ekonomiler arasındaki finansal akış, halen küresel finansal akışın genişlemesinde temel itici gücü oluştururken, gelişmiş piyasa ekonomileri ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki akış hacminde son yıllarda belirgin bir artış gözlemlenmektedir. Tablo 7, bölge içi akışların özellikle Euro Bölgesi'nde ve yükselen Asya'da artmakta olduğunu göstermektedir.

Tablo 7
Bölgelere Göre Dış Portföy Varlıkları ve Yükümlülükleri
(Toplam Varlıkların ve Yükümlülüklerin Yüzdesi Olarak)

Varış Yeri (Varlıklar) ve Menşe (Yükümlülükler)								
	ABD		Euro Bölgesi		Japonya		Bölge İçi	
	2004	2007	2004	2007	2004	2007	2004	2007
<i>Varlıklar</i>								
Gelişmiş Ekonomiler								
ABD	--	--	28,9	29,5	11,3	9,6	--	--
Euro Bölgesi	15,3	14,8	--	--	2,7	2,4	62,7	61,0
Japonya	43,5	40,5	37,3	35,5	--	--	--	--
Gelişmiş Diğer Ekonomiler	30,3	30,9	43,8	39,6	5,8	5,7	14,0	15,4
Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte Olan Diğer Ekonomiler								
Yükselen Asya	22,1	17,2	17,6	16,0	4,0	3,5	21,6	38,4
Çin, NIE ve ASEAN-4	22,1	17,2	17,6	15,9	4,0	3,5	21,6	38,5
Latin Amerika	55,2	53,9	28,2	28,7	0,2	1,1	7,6	6,9
Sahraaltı Afrika	8,8	7,1	8,2	7,1	1,0	0,4	2,1	2,7
Yükselen Avrupa	38,5	19,7	45,9	57,5	0,1	0,1	4,1	6,5
<i>Yükümlülükler</i>								
Gelişmiş Ekonomiler								
ABD	--	--	40,6	41,7	20,9	15,7	--	--
Euro Bölgesi	10,7	12,7	--	--	6,8	5,1	62,9	63,2
Japonya	43,7	44,1	28,6	26,8	--	--	--	--
Gelişmiş Diğer Ekonomiler	38,2	38,6	36,2	36,5	6,9	5,8	13,4	14,6
Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte Olan Diğer Ekonomiler								
Yükselen Asya	34,2	31,7	18,2	21,0	4,7	4,0	17,3	20,4
Çin, NIE ve ASEAN-4	36,6	36,2	19,0	23,2	4,9	4,7	14,8	14,7
Latin Amerika	57,0	55,0	25,8	24,6	2,3	2,6	1,5	1,8
Sahraaltı Afrika	43,1	46,8	25,6	25,3	2,4	2,5	2,9	4,8
Yükselen Avrupa	21,4	28,0	53,7	47,6	2,4	3,2	0,5	1,0

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.147.

Tablo 7'de görülebileceği üzere, yükselen Asya'da bölge içi finansal entegrasyondaki aralıksız tempo, tutulan bölge içi dış varlıkların payındaki (ilgili ülkelerin tüm dış varlıklarının payı olarak) hızlı artış ile yönlendirilmektedir. 2004 ile

2007 yılları arası gibi çok kısa bir sürede bile bu pay, % 21,6'dan % 38,4'e çıkmıştır. Yükselen Asya'daki bölge içi yükümlülük mevcutlarının payı (ilgili ülkelerin tüm dış yükümlülüklerinin payı olarak) da, aynı süreç zarfında % 17,3'ten % 20,4'e çıkmıştır.

ABD üzerindeki haklar, ABD'deki finansal piyasaların hacim ve derinliğini aynı zamanda ABD'nin artan net dış yükümlülüklerini yansıtarak dünyanın geri kalanı için bölge dışındaki dış portföy varlıklarının tipik olarak büyük payını oluşturmaktadır. Aynı zamanda, ABD'li yatırımcılar tarafından tutulan dış portföy yükümlülüklerinin payı, bölge içi mevcutların çok daha önemli olduğu Euro Bölgesi haricindeki diğer bölgelerdeki yatırımcı mevcutlarını da aşmaktadır. Bu da, ABD piyasası ile uluslararası finansal bağların öneminin boyutunu açıkça ortaya koymaktadır.

Tablo 7'ye göre, yükselen Asya için 2007'de, toplam varlıkların ve yükümlülüklerin yüzdesi olarak ABD, dış varlıkların yaklaşık % 17'sini ve dış yükümlülüklerin yaklaşık % 32'sini oluşturmaktadır. Ekonomileri ABD'ye daha yakından bağlı olan Latin Amerika ülkeleri için, ABD'nin gerek dış varlıklardaki gerekse dış yükümlülüklerdeki payı 2007'de yaklaşık % 55'tir. Yükselen Avrupa ekonomileri arasında Euro Bölgesi ile entegrasyon, toplam finansal risk açısından çok daha önemli bir yer teşkil etmektedir. Yükselen Avrupa için, Euro Bölgesi 2007'de dış varlıkların % 58'ini ve dış yükümlülüklerin % 48'ini oluşturmaktadır. Tüm yükselen ekonomiler grupları için GSYİH'nin yüzdesi olarak bölge içi mevcutları oluşturan dış varlıkların ve yükümlülüklerin payı ya sabit kalmış veya 2004 ile 2007 arasında yükseliş göstermiştir.

Kısaca özetlemek gerekirse, küreselleşme dönemiyle birlikte ekonomiler arasında daha fazla sıkılaştıran ticari ve finansal bağlar, ülkelerin ekonomileri ve finansal piyasaları arasındaki karşılıklı bağımlılığı artırmaktadır. Yükselen piyasa ekonomileri arasındaki artan ticari ve finansal ilişkilere rağmen yukarıda küresel ticari ve finansal bağlar konusunda yapılan incelemeye göre, yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmiş ekonomilerden; özellikle de ABD'den ticari ve finansal anlamda bağımsızlaştığına dair bir işarete rastlanılmamıştır.

4. AYRIŞMA VE YÜKSELEN ASYA EKONOMİLERİ

Yükselen Asya ekonomileri, son yıllarda giderek birbirlerine daha bağlı hale gelmişlerdir. Bölgesel entegrasyon; ticaret, finans ve makroekonomik bağlardaki gelişmeler yoluyla son on yılda ivme kazanmıştır¹¹³. Bölgesel entegrasyonu yöneten faktörlerin arasından öne çıkan en önemli faktör, bölge içi ticarettir. Yükselen Asya'nın toplam ticaretinin bir yüzdesi olarak bölge içi ticaretin payı, son on yılda önemli ölçüde artmıştır. Ayrıca, yükselen Asya ekonomileri; DYY, finansal akışlar ve ekonomik etkileşimin diğer şekilleri aracılığıyla da giderek daha fazla entegre olmaktadır¹¹⁴. Yoğunlaşan bölgesel ekonomik entegrasyon, ayrışma hipotezi için de bir zemin oluşturmuştur.

Çalışmanın bu bölümünde, Doğu Asya ve gelişmiş ekonomiler arasındaki ilişkiler, Çin'e daha yakından bir bakışla ticari bağlar yönünden ele alınmakta, iddia edildiği gibi iç tüketimin yükselen Asya'yı ABD krizinden korumak için yeterli büyüklükte olup olmadığının incelenmesi amacıyla yükselen Asya'nın; özellikle Doğu Asya'nın kriz öncesi iç talep potansiyeli üzerinde durulmakta ve ayrışma hipotezinin ileri sürdüğü gibi Asya'daki bölge içi ticaret artışının ABD ile olan bağların zayıflamasına yardımcı olup olmadığının incelenmesi amacıyla bu bölgenin kriz öncesi bölge içi ticaret kompozisyonuna ve kriz sırası ile sonrası ticaret performanslarına bakılmaktadır. ABD resesyonuna rağmen bu ülkelerin ticaretinin hızlı büyümeye devam edip etmediği yükselen Asya ve ayrı olarak Çin için ele alınmaktadır.

Son ekonomik krizin ilk aşamalarında, küresel ekonomiyi vuran şoklar, ABD konut krizinden yola çıkarak, esasen ABD temelli olarak görülmüştü. 2008 yılı başından sonra, finansman maliyetleri, risk primleri, kredi kullanılabilirliği üzerindeki olumsuz etkileri ile birlikte küresel bankacılık ve likidite krizleri, emtia fiyat şokları ve ABD dışındaki çeşitli ekonomilerde konut sektörüne bağlı sorunlar olarak ortaya çıkan daha kapsamlı bir dizi şok dalgası yaşanmıştı. Dolayısıyla konuyla ilgili soru artık, yükselen Asya'nın sadece ABD'den değil, aynı zamanda bölge dışı talepten genel olarak ne

¹¹³ ADB, **Emerging Asian Regionalism: A Partnership for Shared Prosperity**, Mandaluyong City, Phil.: Asian Development Bank, May 2008, ss.1-45.

¹¹⁴ Soyoung Kim, Jong-Wha Lee ve Cyn-Young Park, "Emerging Asia: Decoupling or Recoupling", **Conference on International Linkages**, Tokyo, Japan, 2-3 October 2008, s.1.

boyutta ayrıştığıdır. Bu nedenle, bu bölümde, yükselen Asya'daki ekonomik büyümenin bölge içi belirleyicilerinin yanı sıra bölge dışı belirleyicileri üzerine de odaklanılmaktadır.

4.1 KRİZ ÖNCESİ TİCARET VE İÇ TALEP KOMPOZİSYONU

Ayrışma hipotezinin ampirik temeli, Çin'in dünya ihracat dinamosu olarak ortaya çıktığı 1980'lerin sonlarından sonra, bölge içi ticaretteki sürekli artışı gösteren kolayca elde edilebilen ticaret verilerine dayanan ticaret yapıları çalışmaları tarafından sağlanmıştır. Birkaç çalışma, bu hipotezin uluslararası üretim parçalanması (üretim sürecinin bir bölümünün farklı bir ülkeye kaydırılması - production fragmentation) ve bununla ilgili ağ ticareti bağlamında geçerliliğini sorgulamıştır¹¹⁵.

Ayrışma hipotezi, uluslararası ticaretin baştan sona bir ülkede üretilen malların değişimini öngören, 'yatay uzmanlık' geleneksel kavramı üzerine kuruludur. Bu hipotez, uluslararası üretim parçalanması sürecinin ticari akış analizi için etkilerini -üretim süreçlerinin coğrafi olarak ayrılmış aşamalara bölünmesini- ve bunun sonucunda Çin ile diğer Doğu Asya ülkelerinin küresel üretim ağına oynadığı gittikçe daha önemli hale gelen rolünü gözardı etmektedir. Yine de ayrışma hipotezi, Doğu Asya büyümesiyle iyi uyum sağladığı için, gündemde kalmaya devam etmiştir. Parçalanma tabanlı ticaretin hızla büyüdüğü bir bağlamda, yatay uzmanlık varsayımı üzerine kurulu ticari akış analizi, üç sebeple ülkeler arasındaki ticari bütünleşmenin doğası ve boyutu hakkında yanlış çıkarımlara yol açabilmektedir:

İlki, üretim parçalanmasında, işlenmekte olan mallar (bileşenler) nihai ürün haline getirilmeden önce birden fazla uluslararası sınırdan geçtiği için ticari verilerin çifte sayılmasıdır. Böylece, kayıt altına alınan ticaretin toplam miktarı nihai malların değerinin birkaç misli olabilmektedir. İkincisi ve belki de daha önemlisi, raporlanan veriler kullanılarak hesaplanan ticaret paylarının, dinamik büyüme açısından 'bölge'nin ve dünyanın geri kalanının göreceli önemiyle ilgili yanlış çıkarımlara yol açabilmesidir. Üçüncüsü, ithalat ve ihracatları bir araya getirerek hesaplanan bölge içi ticaret oranının, bileşenlerin ticaretinin hızlı bir şekilde büyüdüğü konusunda, ithalatlar ve ihracatlar için

¹¹⁵ Prema-chandra Athukorala, "Product Fragmentation and Trade Patterns in East Asia", *Asian Economic Papers*, Vol.4, No.3 (October 2005), ss.1-27.

ticaret yapılarındaki önemli bir asimetriyi gizleme eğilimi içerisinde olmasıdır. Bu hususlar, toplam küresel ticaret veya NAFTA'nın, AB'nin veya dünyadaki herhangi başka bir bölgenin ticaret yapılarıyla karşılaştırıldığında Doğu Asya'daki ticari akış analizi için daha önemlidir. Parçalanma tabanlı uzmanlık büyümekte ve artık bu şekildeki ticaret küresel bir olgu olsa da Doğu Asya'da dünyadaki başka bir yerden hem daha önemlidir hem de daha hızlı büyümektedir¹¹⁶.

Hızlı büyüyen Asya bölgesi ve potansiyel olarak artan harcama gücü, Asya'nın büyüyen talebinin ABD'nin ekonomik yavaşlamasının olumsuz sonuçlarını atlattırma ve küresel ekonomik krizin etkilerini azaltmaya yardım edebileceği beklentisini artırmıştı. Doğu Asya bölgesinin, gelişmiş piyasa ekonomilerinin perspektifinden bağımsız olarak kendi büyüme dinamiklerini destekleme potansiyeline sahip, kendi kendine yeten bir ekonomik varlık haline gelmesi kavramı olan ayrışma, 2000'lerin başlarından itibaren son finansal kriz şiddetini artırana kadar, Asya politik çevrelerinde üzerinde çokça tartışılan bir konuydu¹¹⁷. 2007'nin ortalarında küresel ekonomik krizin başlaması ve dünyaya yayılması, ayrışma hipotezinin kırılma noktasını gözler önüne sermiştir. Doğu Asya'nın geri kalanını küresel bir ekonomik çökmeye karşı dengelemesi beklenen Çin dahil tüm büyük Doğu Asya ülkeleri, 2008'in son çeyreğinden itibaren hızlı bir ticari küçülme yaşamıştır.

4.1.1 Bölge İçi Ticaret Kompozisyonu

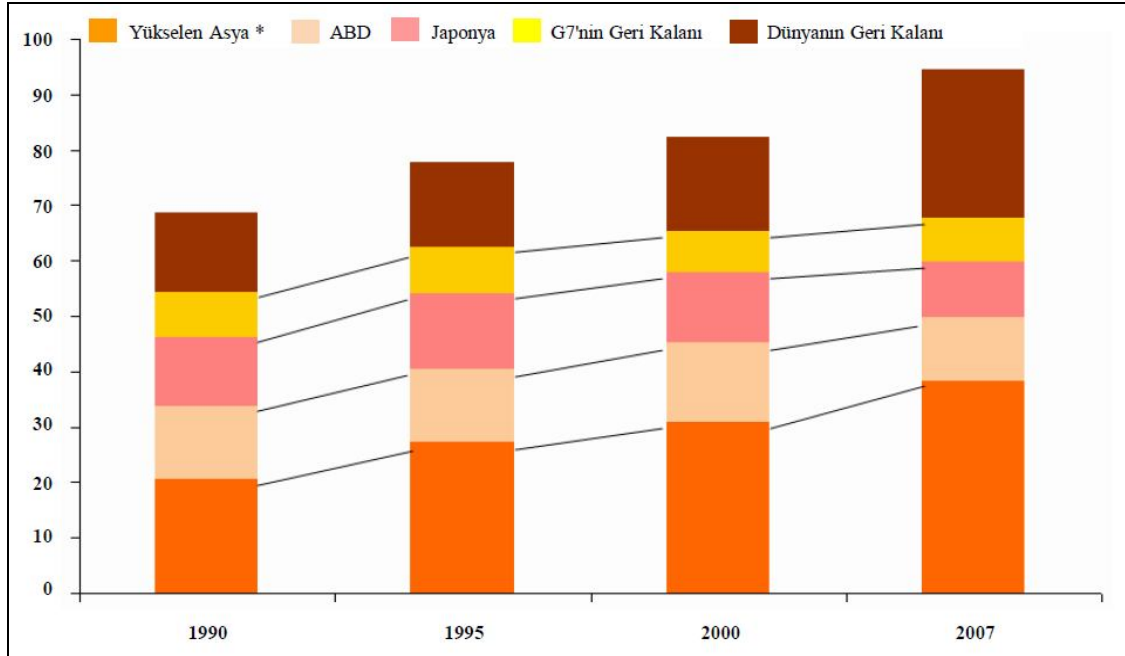
Asya ekonomisi genel olarak dünyadaki diğer ülke gruplarından daha açıktır ve bölge içi ticaret bağları son yıllarda daha güçlü bir şekilde büyümektedir. Yükselen Asya ekonomilerinin toplam ihracatları, 1990'da 419 milyar dolar iken 2007'de 2.995 milyar dolara yükselmiştir¹¹⁸. Şekil 18'de gösterildiği gibi, yükselen Asya

¹¹⁶ Francis Ng ve Alexander Yeats, "Major Trade Trends in East Asia: What Are Their Implications for Regional Cooperation and Growth?", **Policy Research Working Paper**, No.3084, Washington DC: World Bank, June 2003, ss.1-32; Prema-chandra Athukorala ve Nobuaki Yamashita, "Patterns and Determinants of Production Fragmentation in World Manufacturing Trade", Filippo di Mauro, Warwick J. McKibbin ve Stéphane Déés (Editor (Ed.)), **Globalisation, Regionalism and Economic Interdependence** içinde (45-72), Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2011, ss.45-63.

¹¹⁷ Yung C. Park ve Kwanho Shin, "Economic Integration and Changes in the Business Cycle in East Asia: Is the Region Decoupling from the Rest of the World?", **Asian Economic Papers**, Vol.8, No.1 (January 2009), ss.107-140; Masaru Yoshitomi, "Global Imbalances and East Asian Monetary Cooperation", Duck-Koo Chung ve Barry Eichengreen (Ed.), **Towards an East Asian Exchange Rate Regime** içinde (22-47), Washington, DC: Brookings Institution, 2007, ss.11-35.

¹¹⁸ Kim, Lee ve Park, *Emerging Asia: Decoupling or Recoupling*, s.7.

ekonomilerinin ekonomik ve ticari entegrasyonundaki artışı yansıtan toplam GSYİH’de bölge içi ticaretin payı, 1990’da % 21 iken 2007’de % 38’e çıkmıştır. Aynı dönemde GSYİH’nin yüzdesi olarak toplam ticaret, % 69’dan % 95’in üzerine çıkmıştır.



Şekil 18: GSYİH’nin Yüzdesi Olarak Yükselen Asya Ekonomilerinin Ticareti (1990-2007)

Kaynak: Kim, Lee ve Park, *Emerging Asia: Decoupling or Recoupling*, s.22.

* Yükselen Asya; Çin, Hong Kong-Çin, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Taipei-Çin ve Tayland’ı içermektedir.

Geçtiğimiz yarım yüzyılda Asya’daki hızlı ihracat büyümesi, hammaddelerden imalat ürünlerine doğru ihraç mallarının yapısındaki belirgin bir değişim tarafından desteklenmiştir. Yükselen Doğu Asya’nın gerek bölge içi gerek bölge dışı ticaretinde, imalat ürünlerinin payı artmaktadır. Yükselen Doğu Asya’nın petrol dışı dünya ticaretinde, imalat ürünlerinin ihracat payı, 2006/7 itibariyle % 95,2 iken, yirmi yıl öncesinde bu pay % 76,2’ydi¹¹⁹.

İmalat içerisinde makine ve taşıma ekipmanları, bu yapısal değişimde merkezi bir rol üstlenmiştir. Makine ve taşıma ekipmanları içerisinde, 2007’de bölgeden yapılmış olan toplam ihracatın yaklaşık 4’te 3’ünü oluşturan bilişim ve iletişim teknolojisi ürünlerinde ve elektrikli ürünlerde yüksek bir yoğunluk mevcuttur. Bu ürün hatlarındaki ihracat dinamizmi, küresel üretim paylaşımı ve Doğu Asya ülkelerinin

¹¹⁹ Prema-chandra Athukorola ve Archanun Kohpaiboon, “Intra Regional Trade in East Asia: The Decoupling Fallacy, Crisis and Policy Challenges”, **ADB Working Paper Series**, No.177, Tokyo: ADBI, December 2009, s.3.

küresel üretim ağlarına artan bir şekilde entegre olması tarafından yönlendirilmektedir. Parça ve bileşenlerdeki ticaret, dünyanın geri kalanı ile kıyaslandığında Doğu Asya'dan yapılan imalat ürünleri ihracatının daha büyük bir bölümünü oluşturmaktadır¹²⁰.

Doğu Asya ve büyük alt bölgelerinin standart ticaret verileri (parçalar, bileşenler ve nihai ticaret arasında ayırım yapmayan ticaret verileri) kullanılarak ölçülen ticaret payları, Tablo 8'de gösterilmiştir. Bölge içi paylar, ticaret modellerinde Doğu Asya'nın parçalanma tabanlı uluslararası ticarete artan bağlılığı sonucu meydana gelmesi olası asimetriyi ortaya koymak için, ihracatlar ve ithalatlar için ayrı ayrı verilmiştir.

Tablo 8
Petrol Dışı Ticaretin Bölge İçi Payları
(1986/7, 1994/5 ve 2006/7)*
(%)

Kalem	Doğu Asya	Yükselen Doğu Asya	ASEAN+3	ASEAN	NAFTA	AB15
Toplam Petrol Dışı Ticaret**						
İhracatlar						
1986/7	29,3	24,1	20,9	9,8	45,1	66,6
1994/5	49,0	38,0	32,6	20,8	44,2	64,8
2006/7	44,5	34,4	31,5	18,9	48,4	59,5
İthalatlar						
1986/7	41,5	24,6	29,8	8,6	31,8	66,3
1994/5	55,7	36,4	39,9	16,6	38,0	63,9
2006/7	62,7	47,2	47,9	22,8	34,1	58,0
Toplam Ticaret (İthalatlar + İhracatlar)						
1986/7	34,4	24,3	24,5	9,2	37,3	66,5
1994/5	52,1	37,2	35,9	18,4	40,8	64,3
2006/7	52,1	40,2	38,7	21,2	40,0	58,7

Kaynak: Athukorola ve Kohpaiboon, *Intra Regional Trade in East Asia: The Decoupling Fallacy, Crisis and Policy Challenges*, s.6.

* İki yıllık ortalamalar

** Toplam mal ticareti - (petrol ve gaz)

1986/7'den 2006/7'ye kadarki yirmi yıllık sürede, Doğu Asya'nın petrol dışı

¹²⁰ Prema-chandra Athukorola ve Archanun Kohpaiboon, "Trade and Investment Patterns in Asia: Implications for the Debate on Multilateralising Regionalism", **Multilateralizing Asian Regionalism Conference**, Asian Development Bank Institute, Tokyo, Japan, 18-19 September 2008, slide 1-25; Athukorola ve Kohpaiboon, *Intra Regional Trade in East Asia: The Decoupling Fallacy, Crisis and Policy Challenges*, s.4.

toplam ticaretinin yüzdesi olarak bölge içi ticaret (ithalat ve ihracatın toplamı), % 34,4'ten % 52,1'e yükselmiştir. Doğu Asya'daki bölge içi ticaretin seviyesi, bu süre boyunca NAFTA'ninkinden yüksekti ve hızla AB15'in seviyesine yaklaşıyordu. Yükselen Doğu Asya (Japonya hariç Doğu Asya) ve ASEAN+3 için oranlar, bölgesel ortalama rakamların altındadır; fakat bu oranlar çok daha hızlı bir şekilde yükselmiştir. ASEAN'ın bölge içi toplam ticaret payı, diğer iki alt bölgeyle kıyaslandığında, çok daha düşük olmuştur.

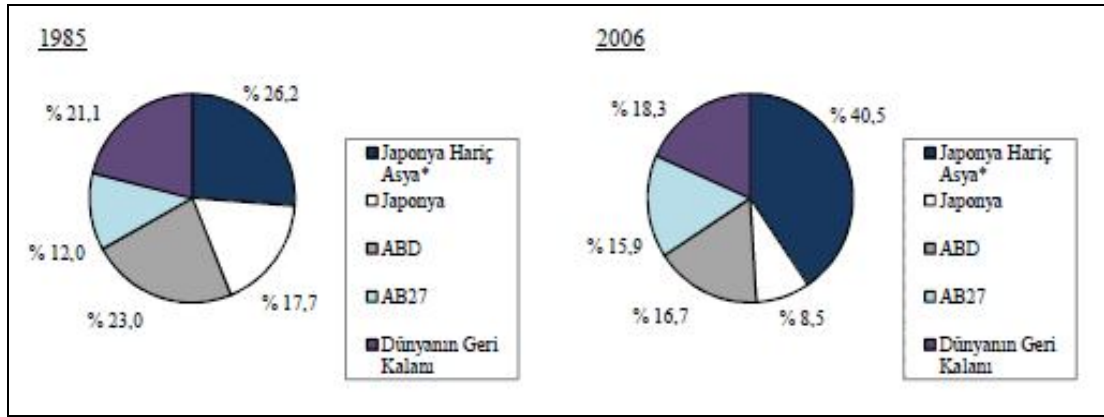
İthalatlar ve ihracatlar için ayrı ayrı hesaplanan bölge içi paylar, Doğu Asya'da bölgesel ticari entegrasyonun derecesinde gözle görülür bir asimetri olduğunu ortaya çıkarmaktadır. AB'de ve NAFTA'da olanın aksine, Doğu Asya'da bölge içi ticarete zaman içindeki artış, bölge içi ithalattaki hızlı artıştan kaynaklanmıştır. Bölge içi ihracatın genişlemesi istikrarlı bir şekilde daha yavaş olmuştur. Doğu Asya (ve her bir ülkesinin)'nin ihracat merkezli büyüme için bölge dışı piyasalara -özellikle NAFTA'daki ve AB'deki- bağımlılığı, bölgesel ekonomik entegrasyon tartışmasında kullanılan standart bölge içi ticaret oranlarının ortaya koyduğundan çok daha büyüktür. Örneğin, 2006/7'de petrol dışı toplam ithalatta, bölge içi ithalatın % 62,7'lik payıyla kıyaslandığında, Doğu Asya'nın petrol dışı ihracatının sadece % 44,5'i bölge içinde tüketilmişti. Yükselen Doğu Asya için karşılaştırılabilir rakamlar sırasıyla % 47,2 ve % 34,4 idi. Bu asimetri, Doğu Asya'nın tüm alt bölgelerinde açık bir şekilde görülmektedir. Özet olarak bölge, büyüme dinamizmi için, bölge dışı ticarete toplam bölge içi ticaretten daha çok bağımlıdır.

Doğu Asya'da bölge içi ticaretteki bu asimetri, Japonya ve Çin'in bölgesel üretim ağlarına dahil oluş şeklini yansıtmaktadır. 1980'lerin sonlarından sonra Japonya'nın imalat ticaretinde Doğu Asya'nın geri kalanıyla olan ilişkisi, çoğunlukla bölge içindeki talebi karşılamak ve daha da önemlisi dünyanın geri kalanına ihracat için bölgeyi bir montaj merkezi olarak görmesine dayanmaktadır¹²¹. Çin'in bölgesel üretim ağında, 1990'ların başından itibaren önde gelen montaj merkezi olarak ortaya çıkışı bu asimetriyi güçlendirmiştir. Çin, büyük ölçüde dünyanın geri kalanındaki piyasalara gidecek nihai ürün haline montajlamak için, diğer Doğu Asya ülkelerinden parça ve

¹²¹ Athukorala ve Yamashita, ss.23-45.

bileşenler ithal etmektedir¹²².

Asya'nın artan ticari açıklığına, ihracat tabanını çeşitlendirmedeki önemli gelişmeler eşlik etmektedir. Şekil 19, Asya'nın değişen ticari kompozisyonunu göstermektedir. 1985'te, gelişmiş üç ülke (Growth of Three - G3*)'ye yapılan ihracat, Japonya hariç Asya ihracatının % 52,7'sini oluşturmakta iken, bu rakam 2006 yılında % 41,2'ye düşmüştür. Bu düşüş, bölge içi ticaretteki % 14,3'lük artış ile dengelenmiştir. Bölge içi ticaret artışının büyük bölümünü bölgedeki dikey tip endüstri içi ticaretteki artış oluşturmuştur¹²³. Asıl büyük düşüş, Japonya'dan gelmektedir ve bu düşüş oranı % 9,2'dir. ABD'ye ihracat % 6,3'lük bir düşüş gösterirken Avrupa'ya ihracatın payında % 3,9'luk bir artış gözlenmiştir. ABD'nin, Japonya hariç Asya'nın doğrudan bir ticari partneri olarak öneminin düşmesi, ayrışma savunucularının Doğu Asya'nın küresel iş döngüsünden ayrıştığını savunurken işaret ettiği en önemli faktörlerden biridir.



Şekil 19: Asya'nın 1985 ve 2006 Yılı İhracatlarının Varış Yerleri

Kaynak: Markus Rosgen, Chris W. Leung ve Elaine Chu, "Myth: Decoupling; Busted, for Now", **Citi Investment Research**, New York, October 2007, s.3.

* Japonya hariç Asya, Çin, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Tayland'ı içermektedir.

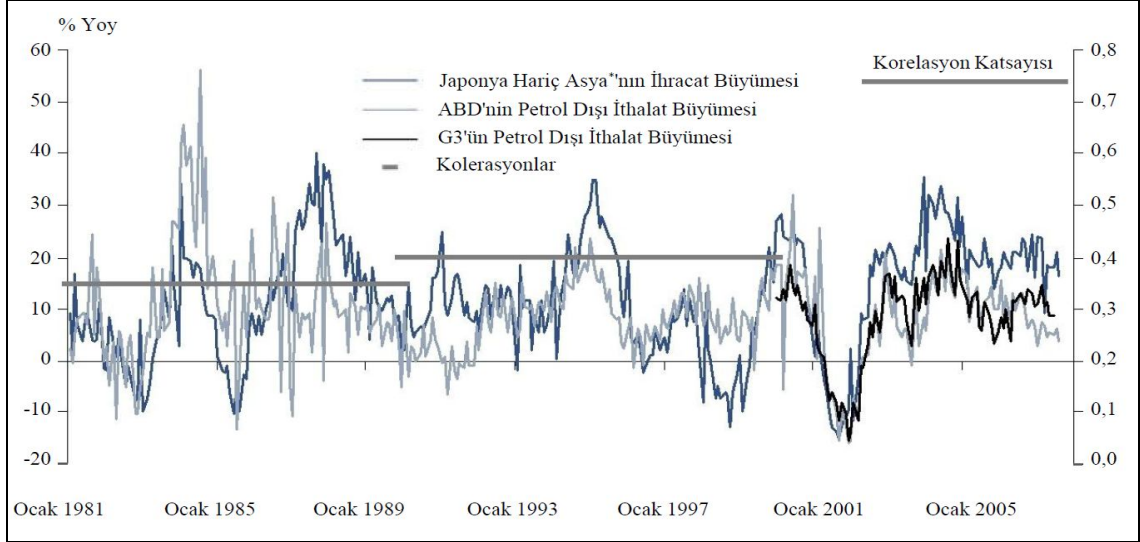
Şekil 20, 1981-2007 yılları arasında G3'ün petrol dışı ithalat büyümesi ile Japonya hariç Asya'nın ihracat büyümesi arasındaki korelasyonları göstermektedir. 1980'lerde korelasyon katsayısı 0,35 iken, 1990'larda korelasyon katsayısı 0,40'a ve 2007'de ise 0,74'e yükselmiştir. Asya'nın, ABD ve diğer G3 ülkelerinden ayrışabilmesi

¹²² Prema-chandra Athukorola, "The Rise of China and East Asian Export Performance: Is the Crowding-out Fear Warranted?", 2007, Australian National University, Arndt-Corden Department of Economics.

* G3; ABD, AB ve Japonya'dan oluşmaktadır.

¹²³ Shujiro Urata, "A Shift from Market-Driven to Institution-Driven Regionalization in East Asia", 2006, Stanford University, Stanford Center for International Development.

için, artan değil azalan korelasyonlar görülmelidir. Korelasyon rakamları, bu aşamada ayrışma hipotezini desteklememektedir.



Şekil 20: G3'ün İthalat Büyümesi ile Japonya Hariç Asya'nın İhracat Büyümesi Arasındaki Korelasyonlar

Kaynak: Rosgen, Leung ve Chu, s.4.

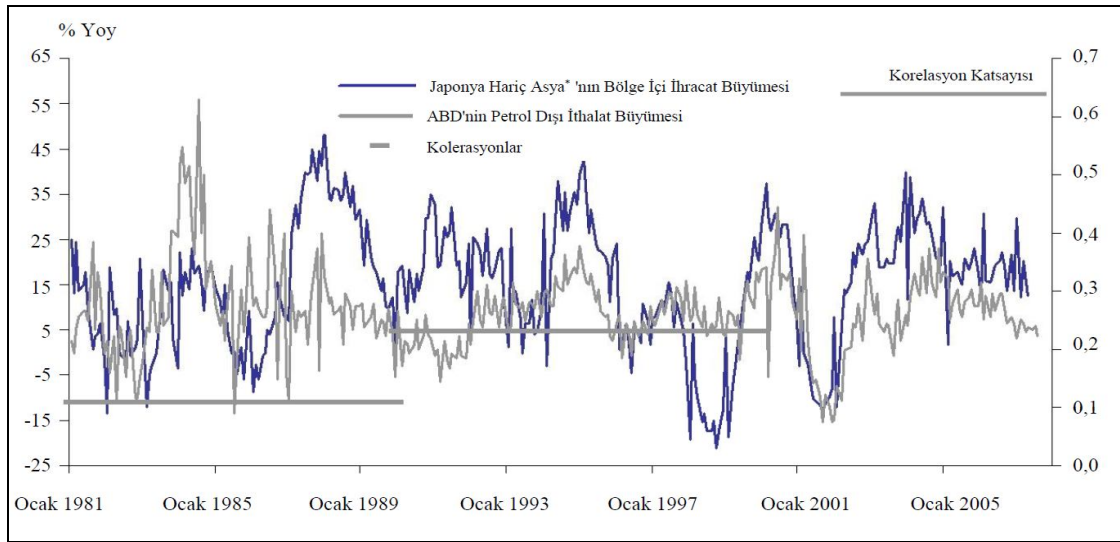
* Japonya hariç Asya; Çin, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Tayland'ı içermektedir.

Asya'nın ihracat yoluyla G3'ten doğrudan etkilenmesinde bir düşüş (Şekil 19'da gösterildiği üzere) olmasına rağmen, bölgenin ticaret artışında G3'ün nihai talebi önemli bir rol oynamaktadır (bkz. Şekil 20). Bu ticaretin önemli bir kısmı, sonunda bölge dışında tüketilen ara malların, endüstri içi ve firma içi sevkiyatı tarafından yönlendirilmektedir. Asya'da üretim paylaşımı düzenlemeleri, 1990'lardan beri bölgesel ekonomik ve ticari entegrasyon için itici bir güç olmasına rağmen, bu tür bir entegrasyon çok uluslu şirketlerin uluslararası üretim ağlarına yapısal olarak bağlıdır. Bu ilişkide, Çin'in özel bir rolü vardır. Ama bu bağ rolü, Çin ile G3 arasındaki karşılıklı ekonomik bağımlılık kadar, Çin ve Asya'nın geri kalanı arasındaki bağımlılığı da derinleştirmiştir.

Çin ekonomisinin ortaya çıkışına ve küresel üretim ve ticarete Asya bölgesinin payının artmasına rağmen ADB, küreselleşme süreci ile yönlendirilen yatırım ve ticaret yoluyla, Asya ülkeleri arasındaki karşılıklı ekonomik bağımlılıkta bir artışa işaret etmektedir. Örneğin, daha fazla Asya içi ticaret, üretim parçalanmasını yansıtarak, çok uluslu şirketlerin ve iştiraklerinin firma ve endüstri içi ticareti tarafından

gerçekleştirilmektedir. Asya'daki üretim ağları bu ekonomileri küresel talepten bağımsız yapmaktan çok, bölge dışındaki tüketicilerin taleplerine cevap vermektedir. Bu nedenle G3 ekonomileri, Asya için hâlâ dış talebin önemli bir kaynağıdır ve sonuç olarak bölge, G3 ekonomilerinde meydana gelen şoklara karşı hâlâ kırılgandır. Hem Asya içindeki hem de G3 ile Asya arasındaki iş döngüsü birlikte hareketlerinin analizi, genellikle Asya'da bölgesel entegrasyon sürecinin küresel ekonomik faaliyet ile yakından bağlı olduğunu gösteren G3 ile Asya arasında büyüyen bağı teyit etmektedir¹²⁴.

Bölge içi ticaretin büyümesi ile ABD'nin petrol dışı ithalat büyümesi ilişkisine bakıldığında benzer bir eğilim karşımıza çıkmaktadır. Şekil 21'de gösterildiği gibi, 1980'lerin sonlarına doğru korelasyon katsayısı 0,11 iken, 1990'larda korelasyon katsayısı 0,23'e, 2000 sonrasında ise 0,64'e yükselmiştir.



Şekil 21: Bölge İçi Ticaret Büyümesi ile ABD'nin İthalat Büyümesi Arasındaki Korelasyonlar

Kaynak: Rosgen, Leung ve Chu, s.5.

* Japonya hariç Asya; Çin (1982'den başlayarak), Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan (1999'dan başlayarak) ve Tayland'ı içermektedir.

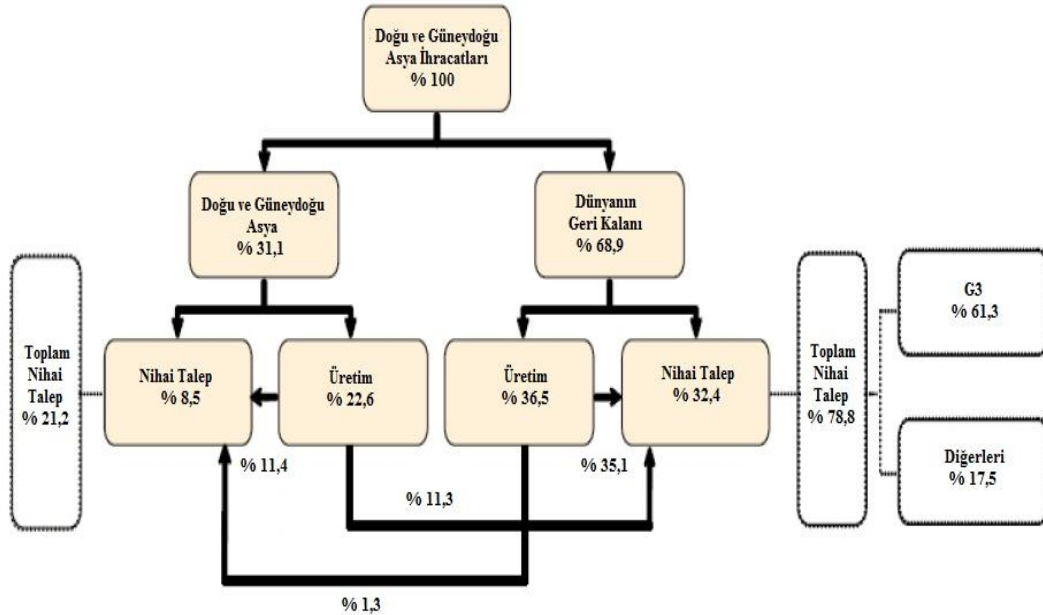
Asya'nın toplam ihracatı açısından ABD piyasasının payı düşüşte olmasına rağmen (Şekil 19'da gösterildiği üzere), Şekil 21 ilişkinin gittikçe güçlendiğini göstermektedir. Dünyanın önde gelen ekonomilerindeki; özellikle ABD'deki değişen talep koşullarının Asya'nın ihracat büyümesinin arkasındaki baskın faktörü temsil ettiği görülmektedir. Bölge içi ticaretin büyümesi ile ABD'nin petrol dışı ithalat büyümesi

¹²⁴ ADB, *Asian Development Outlook 2007: Change Amid Growth*, ss.66-67.

arasındaki korelasyon katsayısındaki altı kat artış, bölge içi ticaretteki büyümenin sadece iç tüketimden kaynaklanmadığını göstermektedir. Bu durumda, bölge içi ticaretteki artışın bir kısmı deniz aşırı talepten kaynaklanmaktadır. ABD'nin petrol dışı ithalatının büyüme oranı ile Asya'nın ihracatının büyüme oranı arasındaki korelasyonlar, bu ilişkinin Asya krizi sonrasındaki dönemde daha önemli ve yoğun hale geldiğini teyit etmektedir. Bu güçlü ilişkinin altında yatan, dikey entegrasyon ile yönlendirilen üretim zincirlerinin bir parçası haline gelen Asya içi ticaretin niteliğidir.

4.1.2 Bölge İçi Ticaret ve İç Talep İlişkisi

Yükselen Asya içi ticaretteki büyüme, özellikle 1990'lardan sonra dikkat çekici hale gelmiştir. Bununla birlikte, dünyanın geri kalanı ile olan ticaret de artmaya devam etmektedir. Ticaret, çoğu zaman ekonomik şokların bir ülkeden diğerine aktarılmasında önemli bir kanaldır. Nitekim, ihracata dayalı büyüme, bir ülke ekonomisinin, önemli ticaret ortaklarının ekonomik faaliyetlerindeki döngüsel hareketlere daha hassas olmasına yol açmaktadır. Şekil 22, bölge içindeki diğer ülkelere yapılan ve bölgeyi terk eden ihracatlar arasında, küresel üretim ve ticaretin girdi-çıkıtı yapısı temelinde, Asya ihracatlarının ileri bir analizini yapmaktadır.



Şekil 22: Doğu ve Güney Doğu Asya'dan Yapılan İhracatların Payı

Kaynak: ADB, *Asian Development Outlook 2007: Change Amid Growth*, s.69.

Şekil 22, üretim sürecindeki ara malların ticaretini de hesaba katan farklı bölgelere göre toplam nihai talebi göstermektedir. Asya'daki bölge içi ticaret, bölgenin nihai talebine ve üretim sürecinde kullanılan miktara göre alt gruplara ayrılmıştır. Benzer ayırım, dünyanın geri kalanı arasındaki ticaret için de yapılmıştır. Asya içi ticaretin % 70'ten fazlası üretimde kullanılan ara mallarıdır ve % 50'si Asya dışındaki nihai talep ile oluşmaktadır¹²⁵. Asya'nın toplam ihracatının % 61,3'ü G3 ülkelerinde tüketilmektedir (Şekil 19'da 2006 yılı için gösterilen % 41,2'nin yerine). Bu sonuçlar, bölge dışına çıkmadan önce montaj ve üretim için ticareti yapılan ara malların payı da dikkate alındığında, Asya limanlarından çıkan nihai mallar için G3 ülkelerinin hâlâ ana ihracat yeri olduğunu göstermektedir. Aslında, Doğu Asya'nın endüstri içi ticaretinin büyük bölümünü, daha sonra bölge dışına satılan nihai ürünleri monte etmede kullanılan parçalar ve bileşenler oluşturmaktadır. Asya içi ticari büyümenin önemli bölümünü, tümüyle bölge dışı piyasalara gönderilen parçaları ve bileşenleri işleme ve montaj operasyonları oluşturduğu ölçüde, bu durum bölge dışı talep dalgalanmalarından izolasyonu azaltmaktadır.

Asya içerisinde, bölgesel ihracatın en önemli ismi Çin'dir; fakat Çin'in nihai talebi, toplam Asya ticaretinin % 6,4'ü kadardır. Bu rakam, Japonya'nın katkısının sadece yarısıdır ve ABD'nin katkısının % 25'inden azdır¹²⁶. Bu ihracat dinamiği, diğer kaynaklar tarafından da doğrulanmaktadır. Singapur Para Otoritesi, Asya girdi-çıkı (Asian Input-Output - AIO) tablosuna dayanarak, 1995 Asya toplam ihracatının yaklaşık % 22'sinin bölgenin yerel talebi tarafından tüketildiğini tahmin etmiştir¹²⁷. 1995 AIO tablosu ile 2000 AIO tablosu karşılaştırmasına dayanarak yapılan bir çalışma, Asya üretiminin deniz aşırı piyasalara olan bağımlılığının, 1995 ve 2000 yılları arasında zayıflamaktan çok güçlendiğini göstermiştir¹²⁸. Citibank tarafından yapılan bir çalışma da, 2000 AIO tablosuna dayanarak sonuçları 2006 yılı için güncellemiştir ve Asya ihracatlarının sadece % 11'inin bölge içi talebe yöneltildiğini ortaya koymuştur¹²⁹. Bir başka çalışma ise, AIO tablosunu 2006 yılı için ülke bazında güncelleyerek, G3 ülkeleri

¹²⁵ ADB, *Asian Development Outlook 2007: Change Amid Growth*, ss.66-67.

¹²⁶ ADB, *Asian Development Outlook 2007: Change Amid Growth*, ss.69-70.

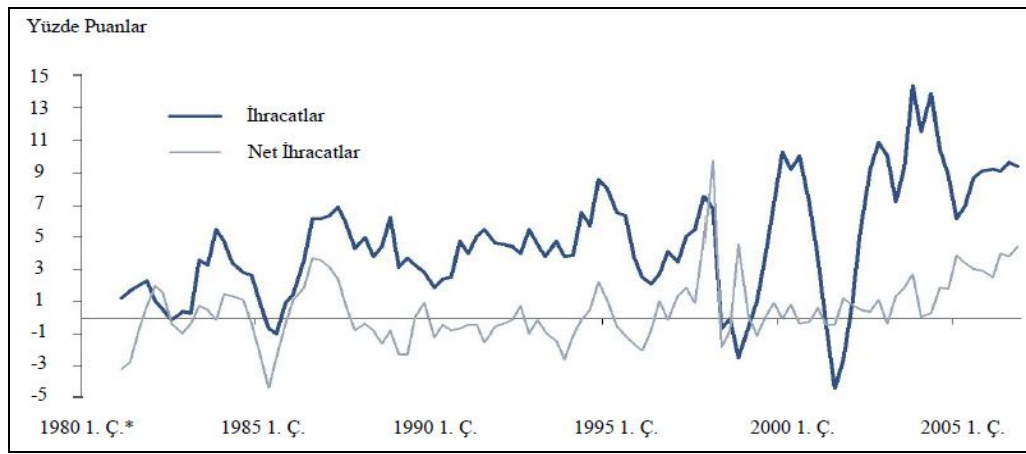
¹²⁷ Monetary Authority of Singapore, "Macroeconomic Review", Vol.II, Issue I, January 2003, s.64.

¹²⁸ Bo Meng ve Diğerleri, "Interindustrial Structure in the Asia-Pacific Region: Growth and Integration, by Using 2000 AIO Table", **Institute of Developing Economies Discussion Paper**, No.50, Chiba, Japan, March 2006, ss.1-33.

¹²⁹ Hak B. Chua, "A US Slowdown: Asia Decoupling or Vulnerable?", **Citigroup Asia Macro Views**, 4 September 2006, s.5.

ile ticaretin bölgenin toplam GSYİH'sinin % 16'sını; bölge içi ticaretin (Çin piyasası dahil) ise, bölgenin toplam GSYİH'sinin sadece % 7'sini oluşturduğu sonucuna varmıştır¹³⁰.

Şekil 23'te gösterildiği üzere, 2000 yılından beri Asya GSYİH büyümesine ihracatın katkısı, net ve brüt bazda artış göstermeye devam etmektedir. Bu durum, yükselen Asya'nın büyüme oranlarını destekleyen iç talepten ziyade ciddi bir bölge dışı talebin bulunduğunu göstermektedir.



Şekil 23: İhracatın Asya Büyümesine Net ve Brüt Bazda Katkısı

Kaynak: Rosgen, Leung ve Chu, s.8.

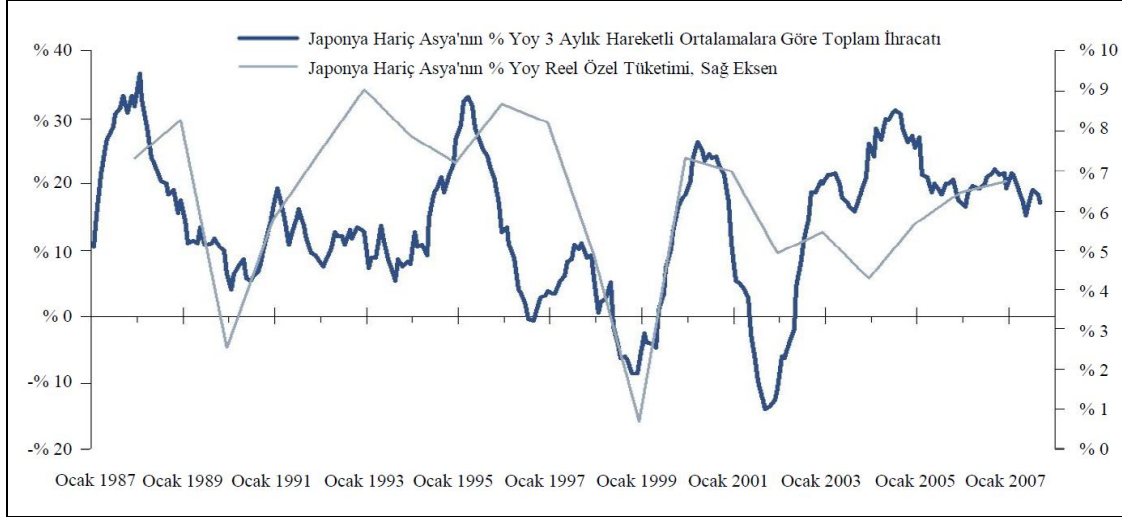
* Ç: Çeyrek

Ayrışmanın oluşması için Asya'nın GSYİH büyümesi, bölge dışındaki yavaşlamalardan olumsuz etkilenmemeli, iç tüketim ekonomiyi durgunluktan çıkarmalıdır. Şekil 24, yükselen Asya için iç tüketimin ve net ihracatın davranışsal modellerini göstermektedir. Her iki seri de fazlasıyla birbirleriyle ilişkilidir, diğer bir ifadeyle, net ihracat yavaşladıkça iç tüketim de yavaşlamaktadır. Asya ekonomileri için GSYİH'nin yüzdesi olarak özel tüketimin payı, bazı Anglo-Sakson ülkelerinde olduğunun tersine azalma göstermektedir ve 2007 yılında GSYİH'nin % 35,4'üdür. Dahası, 2000'lerin başlarından beri, GSYİH'nin yüzdesi olarak tüketim büyümesindeki azalma oranı hızlanmaya başlamıştır¹³¹. Toplam GSYİH büyümesi güçlüdür; fakat bu

¹³⁰ Paula ve Peltonen, "Has Emerging Asia Decoupled?: An Analysis of Production and Trade Linkages Using the Asian International Input-Output Table", **European Central Bank Working Paper Series**, No.993, Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank, January 2009, ss.5-24.

¹³¹ Bill Leung ve Joanne Yim, "Consumption to be Mainland China's Next Growth Driver", *Hang Seng Bank Economic Focus*, 30 March 2009, http://www.hangseng.com/ermt/eng/fxmv/pdf/ecof_e_20090330.pdf (10 Şubat 2010) s.2.

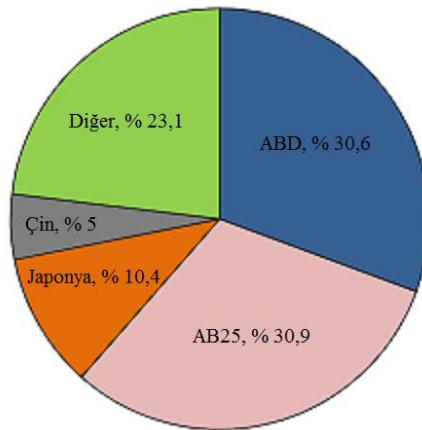
durum Asyalı tüketicilerin harcamalarını değil tasarruflarını artırmasından kaynaklanmaktadır.



Şekil 24: Asya Ekonomileri İçin İç Tüketimin ve Net İhracatın Davranışsal Modeli
Kaynak: Rosgen, Leung ve Chu, s.11.

4.1.3 Çin'in İç Talep Potansiyeli ve Doğu Asya Ticaretindeki Yeri

Şekil 25, dünyanın değişik yerlerindeki iç talep büyüklüklerini göstermektedir. 2005 yılı dünya iç talebinde ABD'nin payı % 30,6'dır ve bu oran, Çin'in ağırlığının 6,1 katıdır. Avrupa ve ABD bir araya getirildiğinde, birleştirilmiş ağırlıkları Çin'in 12,3 katı olmaktadır.



Şekil 25: 2005 yılı Dünya İç Talebinde Anakara Çin'in Payı
Kaynak: Dong He, Lilian Cheung ve Jian Chang, "Sense and Nonsense on Asia's Export Dependency and Decoupling Thesis", **Hong Kong Monetary Authority Working Paper**, No.03/2007, 10 April 2007, s.16.

Dünya iç talebinde Çin'in payı, Avrupa ve ABD'den daha hızlı bir şekilde büyümektedir; fakat hâlâ çok küçüktür¹³². Asya'nın iç tüketimi G3 ülkelerine göre daha hızlı büyümesine rağmen, G3'ün iç talep ağırlığı Çin'in ağırlığının 14,4 katıdır. G3 iç talebindeki % 7'lik küçük bir azalma, Çin'in küresel iç talebe katkısını yok edebilmektedir. Zamanla, Çin ve bölgenin geri kalanı, dünya talebinin önemli bir parçası haline gelecektir; fakat toplam küresel talebin % 71,9'u olan G3'ün iç talebindeki herhangi bir önemli azalmayı dengelemek için hâlâ çok küçüktür.

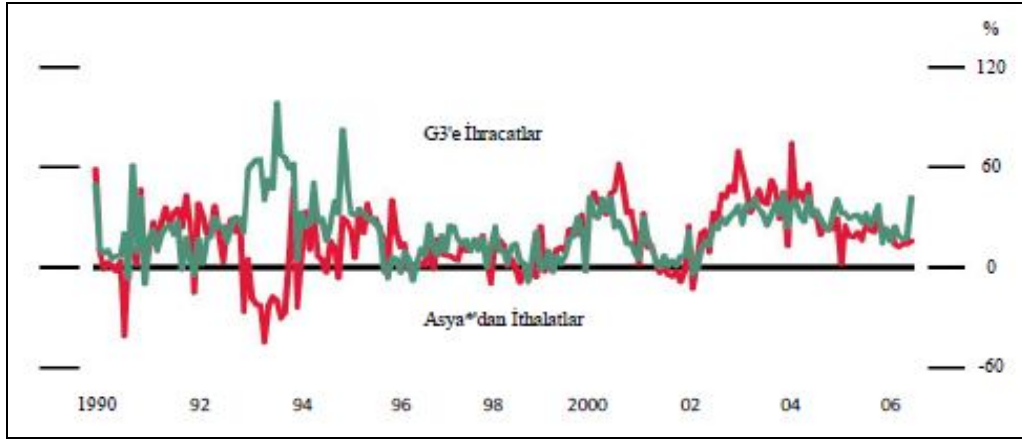
Asya'nın dünyanın geri kalanıyla olan ticareti içinde, endüstri içi ticaret, artan bölge içi ticaretle birlikte 1990'lardan bu yana artmaktadır. Bu durumun sebebi, Asya ekonomileri arasındaki karmaşık ve birbirine bağlı tedarik zincirleridir. ADB, çok uluslu şirketlerin dikey tedarik ağları aracılığıyla firma içi ve endüstri içi ticaretin güçlü büyümesinin, bölge içi ve bölgeler arası Asya ticaretini artırdığını raporlamıştır¹³³. Çin, bölgenin ana üretim üssü olarak bu büyüyen firma içi ve endüstri içi ticaretin merkezinde görünmektedir. 2001 yılında ülkenin WTO'ya katılımı da dünya ticaretindeki payını artırmıştır. WTO anlaşmalarının uygulanmasına olan güçlü bağlılığı ile Çin, hemen hemen tüm ürün piyasalarında ticari engelleri kaldırmış ve yabancı şirketlere piyasalarını açmıştır. 1985 ve 2007 yılları arasında, sadece yirmi yılda Çin'in mal ihracatı 27,3 milyar dolardan 1.217,8 milyar dolara; ithalatı ise 42,5 milyar dolardan 956 milyar dolara yükselmiştir. Bu hızlı büyüme dönemi boyunca, Çin'in ticaret yapısı önemli ölçüde değişmiştir. 1980'lerde Çin'in toplam ihracatında diğer Asya ekonomilerinin payı giderek yükselirken, G3 piyasalarının -Asya'nın geri kalanının ihracat modeline benzer bir şekilde- payı azalmıştır; fakat 1990'lı yıllardan itibaren Çin'in toplam ihracatı bakımından G3 piyasalarının payı yükselmeye başlamıştır ve 2007 yılında bu pay yaklaşık % 46 olmuştur. 90'lı yıllarda, Çin'in toplam ihracatında diğer Asya ekonomilerinin payı azalsa bile, Asya'nın geri kalanından daha fazla ithal etmeye devam etmiştir¹³⁴.

¹³² Rosgen, Leung ve Chu, ss.11-12; He, Cheung ve Chang, s.15.

¹³³ ADB, **Asian Development Outlook 2006: Routes for Asia's Trade**, Hong Kong, China: Asian Development Bank, March 2006, s.118.

¹³⁴ ADB, *Asian Development Outlook 2007: Change Amid Growth*, s.71; WTO, Statistics Database, March 2011, <http://stat.wto.org/Home/WSDBHome.aspx?Language=E> (27 Mayıs 2011); Soyung Kim, Jong-Wha Lee ve Cyn-Young Park, "The Ties That Bind Asia, Europe, and the United States", **ADB Economic Working Paper Series**, No.192, Tokyo: ADB, February 2010, s.12.

Şekil 26, 1990'ların sonlarından sonra, Çin'in G3'e ihracatlarının büyümesi ile Çin'in Asya'nın geri kalanından ithalatlarının büyümesinin yüksek oranda ilişkili olduğunu göstermektedir. Doğu Asya ülkeleri daha çok girdi, ara malı ve hammadde üretmekte ve bunları Çin'e ihraç etmektedir. Çin ise ucuz iş gücüyle bu girdileri işlemekte ve onları imalat ürünü olarak bir araya getirmekte ve gelişmiş ülkelere ihraç etmektedir. Çin'in ticaretinin temel yapısı, Asya'nın geri kalanından daha fazla ara malı ve hammadde ithal ederken küresel ekonomiye ihracatın artırılması olarak karakterize edilebilmektedir. Böylece, Asya ülkeleri arasındaki büyüyen ticarete rağmen, Asya'nın G3 ithalatına bağlılığı yapısal ve döngüsel olarak artmaktadır.



Şekil 26: Çin'in Ticaret Büyümesi

Kaynak: ADB, *Asian Development Outlook 2007: Change Amid Growth*, s.71.

* Asya; Çin, Hong Kong-Çin, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland'ı içermektedir.

DYY, bölge içi ve bölgeler arası ticareti teşvik ederek Asya büyümesini destekleyen bir diğer önemli kanaldır. Bölgeye DYY girişi, 1990 yılında 22 milyar dolar iken, 2007'de 249 milyar dolara yükselerek çok önemli bir miktara ulaşmıştır; ancak Asya'ya DYY akışlarının yapısı, dünyanın geri kalanına olandan oldukça farklıdır. Diğer bölgelere olan DYY akışları, yerel piyasada rekabet eden firmaları koruyan ticaret engellerinden kaçınarak yerel talebe hizmet ederken DYY akışları ile Asya'da kurulan iştirakler, satışların büyük payını ihraç etme eğilimindedir¹³⁵. Bu durum, Asya'ya DYY girişlerindeki hızlı büyümenin, çok uluslu şirketler tarafından

¹³⁵ ADB, *Asian Development Outlook 2007: Change Amid Growth*, ss.71-72; United Nations Conference on Trade and Development, **World Investment Report 1992: Transnational Corporations as Engines of Growth**, New York: United Nations, August 1992, s.22; United Nations Conference on Trade and Development, **World Investment Report 2008: Transnational Corporations, and the Infrastructure Challenge**, New York and Geneva: United Nations, September 2008, s.46.

bölgesel üretim ağlarının kurulması ile yakından ilişkili olduğu gerçeğini yansıtmaktadır¹³⁶. Nitekim, Asya'nın ana montaj ve üretim merkezi olarak Çin'in yükselişi, bölgeye sınır ötesi yatırım akışlarını da etkilemiş gözükmektedir. Çin'e DYY girişlerindeki büyüme belirginleşmiş ve daha da önemlisi, bölgesel ekonomilerden Çin'e akan DYY'nin payı da kayda değer bir artış göstermiştir¹³⁷.

Çin'in bölgesel üretim ağlarındaki yeri, ayrışma hipotezinde merkezî bir konuma sahiptir. Çin-Doğu Asya ticaretinin geniş bağlamdaki emtia profili, Ek 3'te gösterilmektedir. İmalat ürünleri, hem ithalatın hem de ihracatın % 80'inden fazlasını oluşturarak, Çin-Doğu Asya ticaret akışını domine etmektedir. Çin'in Doğu Asya'dan toplam imalat ürünü ithalatında parça ve bileşenlerin payı, 1994/5'te % 17,9 iken, 2006/7'de % 44,4'e yükselmiştir. İmalat içerisinde parça ve bileşenler, makine ve taşımacılık ekipmanı ithalatında çok daha büyük bir yere sahiptir; 2006/7'de payı yaklaşık 4'te 3'tür. Bu rakamlar, toplamda Çin'in bölgedeki son montaj merkezi olarak önemini yansıtmaktadır. Çin'in Doğu Asya'nın geri kalanı için bir nihai ürün piyasası olarak önemi söz konusu dönemde artmasına rağmen, Çin'in ihracat artışı için bölgenin önemi önemli ölçüde azalmıştır (bkz. Ek 3.3). 1994/5'teki % 53,3 seviyesine kıyasla, 2006/7'de Çin'in toplam imalat ihracatının sadece % 32,2'si iç piyasalara gitmiştir. Buna karşı, Doğu Asya'dan ithalatı, bu zaman aralığında % 19,9'dan % 32,7'ye yükselmiştir.

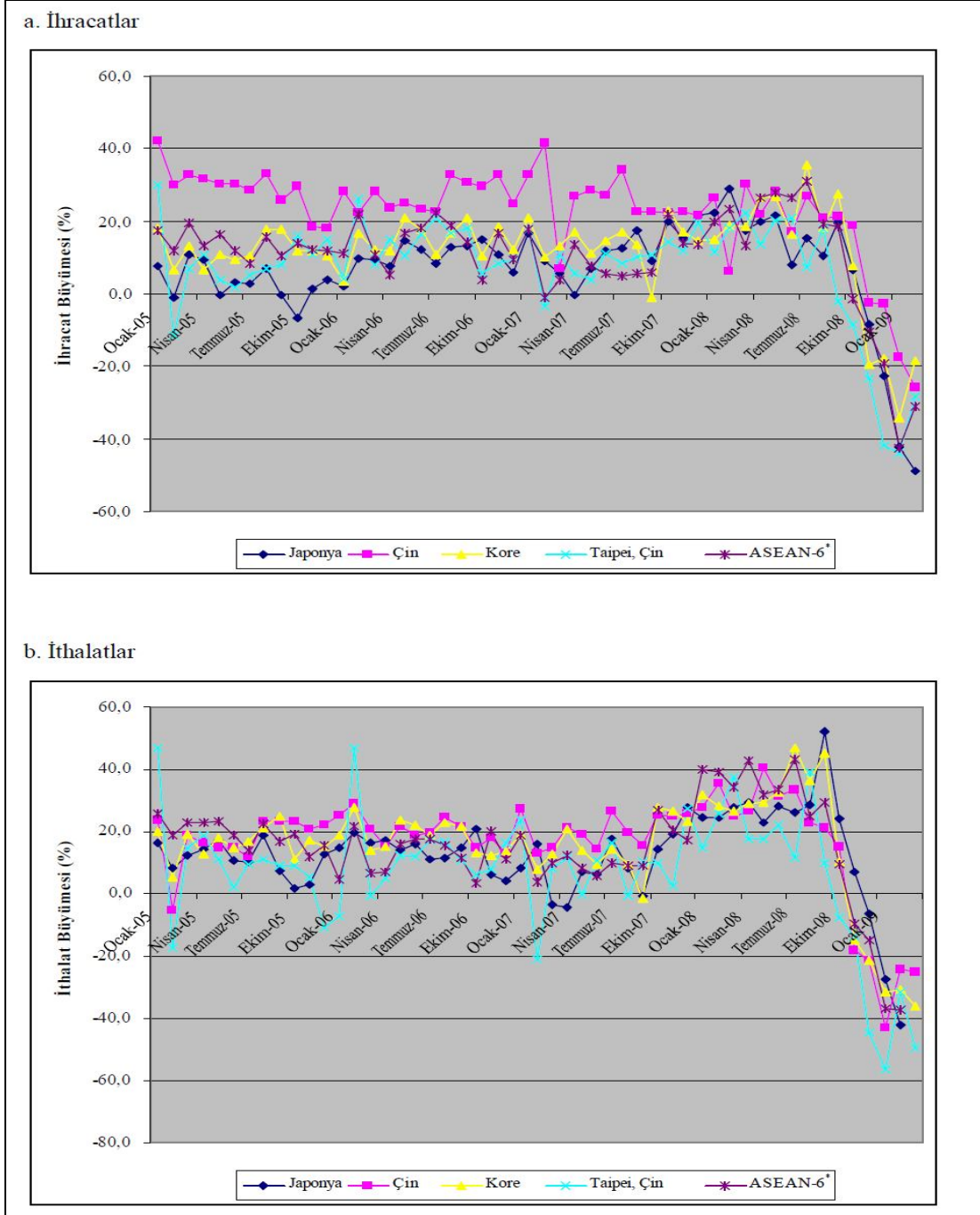
4.2 KRİZ SIRASI VE SONRASI TİCARET PERFORMANSLARI

Şekil 27'de ve Ek 4'te gösterildiği gibi, tüm büyük Doğu Asya ekonomilerinden yapılan ihracatlar, 2008'in dördüncü çeyreğinden itibaren keskin bir şekilde düşüşe geçmiştir. Bölgedeki tüm ülkelerin krizin en yoğun hissedildiği 2008'in son çeyreği ile 2009'un ilk çeyreği arasında yaşadıkları ihracat daralması, bu dönemde dünya gelirindeki daralmadan çok daha yüksekti. İhracattaki daralma (ortalama % 20 civarı), ihracat odaklılıkta veya ABD'ye ya da başka bir gelişmiş ülkeye bağımlılık

¹³⁶ Kyoji Fukao, Hikari Ishido ve Keiko Ito, "Vertical Intra-Industry Trade and Foreign Direct Investment in East Asia", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.17, No.4 (December 2003), ss.468-506; Masahiro Kawai ve Shujiro Urata, "Trade and Foreign Direct Investment in East Asia", Gordon de Brouwer ve Masahiro Kawai (Ed.) *Exchange Rate Regimes in East Asia* içinde (15-102), London and Newyork: Routledge Curzon, 2004, ss.15-17.

¹³⁷ ADB, *Asian Development Outlook 2007: Change Amid Growth*, s.72.

derecesinde farklar olup olmasına bakılmaksızın ülkeler arasında fark edilir bir biçimde eş zamanlıdır.



Kaynak: Athukorola ve Kohpaiboon, *Intra Regional Trade in East Asia: The Decoupling Fallacy, Crisis and Policy Challenges*, s.23.

* ASEAN-6 ülkeleri; Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayland ve Vietnam'dır.

Şekil 27' de ve Ek 4'te yer alan ülkelerin verilerine ayrıntılı bir şekilde bakılırsa, Doğu Asya ülkeleri arasında en kötü etkilenenin Japonya olduğu görülmektedir. Japonya'nın ihracatı, iki büyük ürün kategorisinden oluşmaktadır: sermaye malları ve ağırlıklı olarak ABD'ye ve diğer gelişmiş ülkelere doğrudan ihraç edilen üst sınıf dayanıklı tüketim malları (çoğunlukla motorlu taşıtlar) ile son montajda kullanılması için Çin'e ve diğer Doğu Asya ülkelerine ihraç edilen elektronik ve elektrikli ürünlerin bileşenleri. Gelişmiş ülkelere yapılan ihracatlar, küresel ekonomik gerilemeye doğrudan maruz kalmıştır. Diğer tarafta, ayrışma destekçilerinin tahminlerinin aksine, Japonya'nın ikinci kategorideki ihracat artışı, Çin'in nihai (montajlı) ürün ihracatındaki düşüşten dolayı olarak etkilenmiştir¹³⁸. Taipei-Çin'in ve Kore'nin ihracatındaki daralma Japonya'nınki ile kıyaslanınca daha küçüktür; fakat ortalama olarak Doğu Asya ülkeleriyle kıyaslanınca dikkate değer ölçüde yüksektir. Japonya örneğinde olduğu gibi, Çin'e yapılan ihracattaki büyümenin, bu iki ülkeyi küresel talep çöküşüne karşı koruyamadığı görülmektedir. Kore'nin, Taipei-Çin'in ve bölgedeki ikinci sıra ihracatçı ekonomilerin yaşadığı göreceli düşük ihracat daralması, Japonya'nın ihracatındaki daralma ile kıyaslandığında, kriz sürecindeki düşük fiyat avantajlı alt sınıf ürünler için tüketici tercihini yansıtmaktadır.

Ek 5, kriz sırasında Doğu Asya ülkelerinin bölge içi ihracatlarının büyüme oranları ile bu ülkelerin ABD ve AB'ye ihracatlarının büyüme oranlarını karşılaştırmaktadır. Burada, Doğu Asya'nın bölgesel dinamik büyümesinin, Doğu Asya ekonomilerini dünya çapındaki ticari daralmaya karşı daha az hassas hale getirdiğini gösteren herhangi bir kanıt yoktur. Hem Doğu Asya ve hem de tek tek tüm ülkeler bazında, ABD'ye yapılan ihracattaki daralma, diğer ülkelere ve bölgelere yapılan ihracatla kıyaslandığında daha keskindir. Çin'e yapılan ihracatta da çoğu durumda % 10'dan fazla bir daralma gerçekleşmiştir. Çin'in; Japonya, Kore ve Taipei-Çin'den yaptığı ithalatlar, diğer ülkelere yaptığı ithalatlardan daha hızlı daralmıştır. Bu hızlı daralma, Japonya, Kore ve Taipei-Çin'in, ABD ve diğer gelişmiş ülkelerdeki ithalat talebindeki daralmaya ağır bir şekilde maruz kalan Çin'in bilgi ve iletişim teknolojileri montaj faaliyetlerine parça ve bileşen sağlamada oynadıkları baskın rol nedeniyledir.

¹³⁸ Kyoji Fukao ve Tangjun Yuan, "Why Is Japan So Heavily Affected by the Global Economic Crisis? An Analysis Based on the Asian International Input-Output Tables", *Vox*, 8 June 2009, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3637> (02 Aralık 2010), par.13-16.

Yükselen Asya ekonomilerinin her birinin mal ve hizmet ticaretlerinin 2009 yılında krizden ne kadar olumsuz etkilendiğini göstermek ve kriz sonrası 2010 yılı için ticaret performanslarını değerlendirmek amacıyla, Tablo 9, 10, 11 ve 12 düzenlenmiştir. Tablo 9 ve 10, sırasıyla yükselen Asya ekonomilerinin 2009 ve 2010 yılları için mal ve hizmet ihracat değerlerini ve ihracatlarındaki yıllık yüzde değişimleri göstermektedir. 2009 yılında, tüm yükselen Asya ekonomilerinin gerek mal ihracatlarında gerekse hizmet ihracatlarında daralma yaşanmıştır. Kore hariç tüm ülkeler için mal ihracatlarındaki daralma, hizmet ihracatlarındaki daralmaya göre daha yüksektir.

Tablo 9
Yükselen Asya Ekonomilerinin Mal İhracatları, 2009-2010 (Milyar Dolar ve %)

	2009		2010	
	Değer	Yıllık Yüzde Değişim	Değer	Yıllık Yüzde Değişim
Çin	1.202	-16	1.578	31
Kore	364	-14	466	28
Hong Kong-Çin	330	-11	401	22
Singapur	270	-20	352	30
Taipei-Çin	204	-20	275	35
Malezya	157	-21	199	26
Hindistan	155	-20	216	31
Tayland	152	-14	195	28
Endonezya	120	-14	158	32

Kaynak: Tablo'nun 2009 kısmı için WTO, *World Trade Report 2010*, s.30; Tablo'nun 2010 kısmı için WTO, *World Trade 2010, Prospects for 2011*, s.21.

Tablo 10
Yükselen Asya Ekonomilerinin Hizmet İhracatları, 2009-2010 (Milyar Dolar ve %)

	2009		2010	
	Değer	Yıllık Yüzde Değişim	Değer	Yıllık Yüzde Değişim
Çin	129	-12	170	32
Hong Kong-Çin	86	-6	108	25
Hindistan	86	-	110	-
Singapur	74	-11	112	20
Kore	56	-25	82	13
Taipei-Çin	31	-10	41	29
Tayland	31	-9	34	15
Malezya	28	-8	33	13

Kaynak: Tablo'nun 2009 kısmı için WTO, *World Trade Report 2010*, s.32; Tablo'nun 2010 kısmı için WTO, *World Trade 2010, Prospects for 2011*, s.23.

Tablo 9 ve 10’da gösterildiği üzere, gerek mal gerekse hizmet ihracatlarında hacim bakımından Çin, diğer yükselen Asya ekonomileri arasında birinci sırada yer almaktadır. Tablo 9’a göre, 2009 yılında mal ihracatı en fazla daralan -2008 yılıyla karşılaştırıldığında- yükselen Asya ekonomisi % 21 düşüşle Malezya’dır. Malezya’yı % 20 daralma ile Singapur, Taipei-Çin ve Hindistan takip etmektedir. Çin’in 2009 yılındaki mal ihracatlarındaki daralma ise % 16’dır. İhracatı en az daralan yükselen Asya ekonomisi ise % 11 düşüşle Hong Kong-Çin’dir. Tablo 10, 2009 ve 2010 yılları için hizmet ihracatlarının değerlerini ve bir önceki yıllara göre yüzde değişimlerini göstermektedir. Bu Tablo’da görüleceği üzere, hizmet ihracatları 2009 yılında en fazla daralan ülke ise % 25 düşüşle Kore’dir. Bu ülkeyi % 12 düşüşle Çin ve % 11 düşüşle Singapur izlemektedir.

2010 yılında, tüm yükselen Asya ekonomilerinin mal ve hizmet ihracatlarında yüksek artışlar yaşanmıştır. Mal ihracatları bakımından 2010 yılında en büyük artış, % 35 ile Taipei-Çin’de yaşanmaktadır. Bu ülkeyi % 32’lik artışla Endonezya izlemektedir. Hizmet ihracatlarında en büyük artış ise, % 32 ile Çin’de gözlenmiştir. Bu ülkeyi % 29 hizmet ihracatı büyümesi ile Taipei-Çin izlemektedir.

Tablo 11 ve 12, sırasıyla yükselen Asya ekonomilerinin 2009 ve 2010 yıllarındaki mal ve hizmet ithalatlarının değerlerini ve bir önceki yıllara göre yüzde değişimlerini göstermektedir.

Tablo 11
Yükselen Asya Ekonomilerinin Mal İthalatları, 2009-2010 (Milyar Dolar ve %)

	2009		2010	
	Değer	Yıllık Yüzde Değişim	Değer	Yıllık Yüzde Değişim
Çin	1.006	-11	1.395	39
Hong Kong-Çin	353	-10	442	25
Kore	323	-26	425	32
Singapur	246	-23	311	26
Hindistan	244	-24	323	25
Taipei-Çin	175	-27	251	44
Tayland	134	-25	182	36
Malezya	124	-21	165	33

Kaynak: Tablo’nun 2009 kısmı için WTO, *World Trade Report 2010*, s.30; Tablo’nun 2010 kısmı için WTO, *World Trade 2010, Prospects for 2011*, s.21.

Tablo 11 ve 12’de görülebileceği gibi, Çin, mal ve hizmet ithalat hacimleri bakımından diğer yükselen Asya ekonomileri arasında birinci sırada yer almaktadır. Tablo 11’de gösterildiği üzere, yaşanan krizin etkisiyle 2009 yılında yükselen Asya ekonomilerinin tümünün mal ithalat hacimlerinde daralma gözükmektedir. Mal ithalatlarındaki daralma, Çin ve Hong Kong-Çin hariç, diğer ülkeler için mal ihracatlarındaki daralmadan daha yüksektir. Malezya’nın ithalat daralması, 2009 yılındaki ihracat daralmasına eşittir (% 21). Mal ithalatında en büyük daralmayı yaşayan ekonomi, % 27 ile Taipei-Çin’dir. En küçük daralma ise, % 11 ile Çin ekonomisinde görülmüştür. 2010 yılında küresel bazda toparlanmaya, yükselen Asya ekonomilerinin mal ithalatlarındaki iyileşme de eşlik etmiştir. Tüm ekonomiler mal ithalatlarında % 25 ve üzeri büyüme görmüşlerdir. Mal ihracatlarındaki % 35’lik en yüksek büyüme gibi, mal ithalatlarındaki en yüksek büyüme de % 44 ile Taipei-Çin’e aittir. Bu ekonomiyi % 39 ithalat büyümesi ile Çin, % 36 ithalat büyümesi ile Tayland izlemektedir.

Tablo 12
Yükselen Asya Ekonomilerinin Hizmet İthalatları, 2009-2010 (Milyar Dolar ve %)

	2009		2010	
	Değer	Yıllık Yüzde Değişim	Değer	Yıllık Yüzde Değişim
Çin	158	0	192	22
Hindistan	74	-	117	-
Kore	74	-19	93	17
Singapur	74	-6	96	21
Hong Kong-Çin	44	-6	51	15
Tayland	38	-18	45	21
Taipei-Çin	29	-15	37	28
Malezya	27	-12	32	18

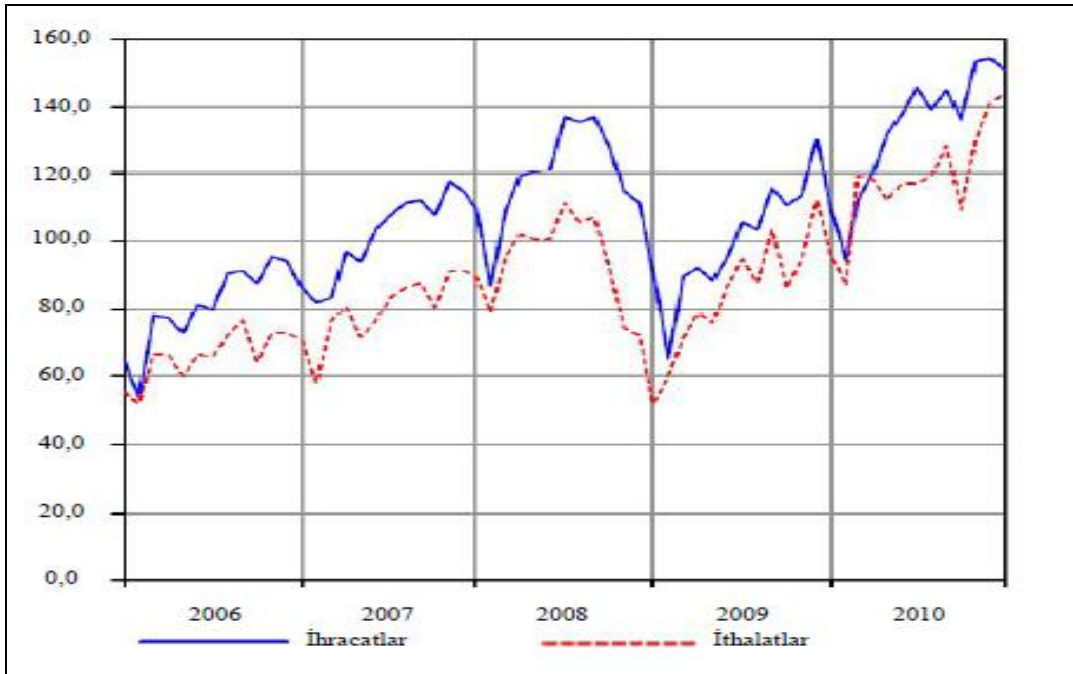
Kaynak: Tablo’nun 2009 kısmı için WTO, *World Trade Report 2010*, s.32; Tablo’nun 2010 kısmı için WTO, *World Trade 2010, Prospects for 2011*, s.23.

Tablo 12, 2009 ve 2010 yılları için hizmet ithalatları değerlerini ve yıllık yüzde değişimleri göstermektedir. 2009 yılında hizmet ihracatında olduğu gibi hizmet ithalatında da en büyük daralma, % 19 ile Kore’de yaşanmaktadır. Bu ülkeyi, % 18 ile Tayland izlemektedir. 2010 yılında tüm ülkelerin hizmet ithalatında artış gözlenmektedir. En büyük artış, % 28 hizmet ithalatı büyümesiyle 2010 yılı mal ithalat büyümesinde olduğu gibi Taipei-Çin’e aittir. Bu ülkeyi yine Çin izlemektedir.

4.2.1 Çin'in Ticaret Performansı

Çin'in kriz sırasındaki ihracat ve ithalat büyümesi hakkındaki Ek 6 ve 7'deki veriler, küresel ekonomik krizin yarattığı ticari şokun eş zamanlılığının daha ileri kanıtlarını sunmaktadır. Çin'in 2009'un ilk çeyreğinde, ABD'ye ihracatı % 15,4, Doğu Asya'ya ihracatı ise % 20'nin üzerinde bir küçülme göstermiştir. İhracatlar için daha karamsar piyasa öngörülere olmasına rağmen, Çin'in bölgedeki çoğu ülkeden ithalatı, Çin firmalarının ithal parça ve bileşenleri tasfiyesinin bir göstergesi olarak, ihracata kıyasla daha yüksek bir oranda daralmıştır. Bununla birlikte, Çin'in bölge içi ithalatı, ABD ve AB'den yaptığı ithalata göre daha hızlı bir daralma göstermiştir.

Şekil 28, Çin'in kriz sonrasındaki performansını da içerecek şekilde Ocak 2006 ve Ocak 2011 arası mal ihracatlarının ve ithalatlarının gelişimini göstermektedir. 2006-2010 yılları arasında ihracatlar genel olarak ithalatların üzerinde seyretmektedir. Bu sayede de Çin'in mal ticareti fazlası 2010 yılı sonu itibariyle toplam 183 milyar dolara ulaşmıştır. Bu değer, 2009 yılındaki mal ticareti fazlası toplamı olan 196 milyar dolardan yaklaşık % 7 daha küçüktür¹³⁹.



Şekil 28: Çin'in Ocak 2006-Ocak 2011 Aylık Mal İhracatları ve İthalatları (Milyar Dolar)
Kaynak: WTO, *World Trade 2010, Prospects for 2011*, s.25.

¹³⁹ WTO, *World Trade 2010, Prospects for 2011*, s.10.

Şekil 28'e göre, 2007 yılı ortasında ABD'de başlayan subprime mortgage krizine rağmen, Çin'in ihracatlarının ve ithalatlarının artmaya devam ettiği görülmektedir. Bu durum, ABD'deki yavaşlamanın orta seviyede olmasından ve krizin ekonomileri henüz reel anlamda etkilemeye başlamamasından kaynaklanmaktadır. Krizin boyutlarının yavaş yavaş kendini göstermeye başlaması ve 2007 yılı sonunda ABD ekonomisinin resesyona girmesi ile Çin'in ithalatları ve ihracatları düşmeye başlamış; fakat 2008'in ilk aylarından itibaren tekrar toparlanma sürecine girmiştir ve bu toparlanma süreci, 2008'in ortalarına kadar devam etmiştir. Bu durum, yükselen Asya ekonomilerinin; özellikle Çin'in krizi eskiye nazaran daha kolay yönetebilecek durumda olduğu konusunu gündeme getirmişti. Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflasından sonra, bir çok ülkenin ardı ardına resesyona girmesiyle uluslararası ticaret zarar görmeye başlamış ve sonrasında birçok ülkede resesyonun daha da kötüleşmesine neden olmuştur. Çin için 2008'in dördüncü çeyreğinden 2009'un birinci çeyreğinin sonuna kadar olan düşüş, gerek ihracatlar gerekse ithalatlar bakımından hayli sert olmuştur. 2009'un ikinci çeyreğinden itibaren Çin'in ihracatları ve ithalatları toparlanma sürecine girmiştir. Bu durum, diğer yükselen piyasa ekonomileri ile birlikte Çin'e dünyayı krizden çıkarıcı güç olarak bakılmasına, 2009 yılında Çin'in büyümede ilk sırada yer alacağına olan inancın artmasına ve ayrışma tartışmalarının yeniden ortaya çıkmasına yol açmıştır. 2009 yılının sonunda Yunanistan'ın borç krizinin AB ülkelerini etkisi altına alması nedeniyle 2009 yılının sonlarına doğru Çin'in ihracatlarında ve ithalatlarında bir daralma yaşanmış bu durum 2010'un ilk bir kaç ayında da devam etmiştir, sonrasında ise ihracatlar ve ithalatlar yeniden artmaya başlamıştır.

Ayrışma tartışmalarının merkezinde yer alan Doğu Asya; özellikle yükselen Doğu Asya ekonomilerinin bölge içi ve bölge dışı ticari ilişkilerini, iç talep potansiyellerini ve kriz sırası ve sonrası ticaret performanslarını inceleyen bu bölüm özetlenirse, geleneksel ölçülere dayalı bölge içi ticaret verileri genellikle, Asya'nın; özellikle de Doğu Asya'nın mal ticareti yoluyla gittikçe daha çok entegre olduğu görüşüyle tutarlıdır; fakat hem uluslararası üretim parçalanması süreci hem de Doğu Asya'nın küresel üretim ağlarındaki rolü düşünüldüğünde, bölge içi ticaret oranında zaman içindeki artış, büyük ölçüde bölge içi ithalattaki hızlı artıştan kaynaklanmaktadır. Bölge içi ihracatın büyümesi ise durağan kalmıştır. Raporlanan ticaret verileri, parça ve

bileşen ticareti için düzenlendiğinde, bölge içi ticaret payında ithalat ve ihracat arasındaki asimetri daha keskindir. Açık bir şekilde bölgenin, ticari büyüme için dünyanın geri kalanına bağımlılığı aslında zaman içinde artmıştır.

Bu çıkarım, temelde, küresel finansal krizin başlangıcını takip eden ticaret akışlarının davranışıyla tutarlıdır. Bölgedeki ülkeler için ticari daralmanın eş zamanlılığı, bölgesel üretim ağları nedeniyle Doğu Asya ülkeleri arasındaki artan ticari bağlarla genellikle tutarlıdır. 2008'in son çeyreği ile 2009'un ilk çeyreği arasında Doğu Asya'dan -hem bölge hem de ayrı ayrı ülkeler bazında- ABD'ye yapılan ihracatın daralması, Çin'e ve diğer yerlere yapılan ihracatla kıyaslandığında çok daha keskindir; fakat Çin, bu ihracat daralması karşısında, ayrışma hipotezi tarafından ortaya atıldığı gibi dengeleyici bir unsur görevi üstlenememiştir. Taipei-Çin, Kore ve Japonya, bölgedeki diğer ülkelere kıyasla Çin piyasasına olan daha yüksek bağımlılıkları nedeniyle bu ülkeye ihracatta en yüksek daralma oranı yaşayan ülkelerdir.

5. AYRIŞMA HİPOTEZİNİN TEST EDİLMESİNE YÖNELİK EKONOMETRİK ANALİZ

Çalışmanın bu bölümünde, ayrışma hipotezinin ekonomik ve finansal anlamda analizi yer almaktadır. Tezin ekonometrik uygulamasındaki temel amaç, yükselen piyasa ekonomilerinin gerek ekonomik gerekse finansal anlamda ABD’den ayrışıp ayrışmadığının test edilmesidir.

5.1 EKONOMİK AYRIŞMA

Ayrışma hipotezinin ekonomik açıdan analiz edilmesinde, öncelikle ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği araştırılmaktadır. Yükselen piyasaların dünya ekonomisindeki rollerinin artmasıyla, gelişmiş ekonomilerle yükselen piyasa ekonomileri arasında daha büyük iş döngüsü senkronizasyonu beklenmektedir¹⁴⁰. Bu doğrultuda, çalışma bir kademe daha ileri götürülerek gelişmiş ekonomileri temsilen G7 ekonomi grubu ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği de araştırılmaktadır. Ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği, ABD ve G7’nin iş döngüleri ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin uzun ve kısa dönemde birlikte hareketinin incelenmesi yoluyla analiz edilecektir. Ancak analize geçmeden önce ekonomik entegrasyon, iş döngüsü senkronizasyonu ve ayrışma ilişkisinden kısaca bahsedilmekte, bu konudaki teorik ve ampirik çalışmalara değinilmektedir.

5.1.1 Ekonomik Entegrasyon ve İş Döngüsü Senkronizasyonu

Teorik olarak ekonomik entegrasyonun, iş döngüsü birlikte hareketi üzerine etkisi belirsizdir. Uluslararası iş döngüsü literatüründe ticaret, GSYİH birlikte hareketinin önemli bir kanalı olarak vurgulanmaktadır. Daha büyük ticari entegrasyon, GSYİH birlikte hareketini artırarak toplam talep şoklarının yayılımını uyarılmaktadır¹⁴¹. Ticaret yoluyla teknoloji şoklarının yayılması da ülkeler arasındaki iş döngüsü

¹⁴⁰ Wälti, *The Myth Of Decoupling*, s.1.

¹⁴¹ Jeffrey A. Frankel ve Andrew K. Rose, “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria”, **Economic Journal**, Vol.108, No.449 (July 1998), ss.1009-1025.

korelasyonlarını artırabilmektedir¹⁴². Buna ek olarak yayılmalar, faktörlerin ve ürünlerin nispi fiyatlarında bir değişim yoluyla meydana gelebilmektedir. Ülkeler özgür bir şekilde ticaret yaptıkça, emek yoğun malların nispi fiyatlarını artıran bir ülkedeki olumlu bir şok, dünyanın her tarafında daha yüksek ücretlere ve istihdama yol açabilmektedir¹⁴³.

Diğer taraftan, daha fazla ticaret, iş döngülerinin daha az senkronizasyonu ile sonuçlanan üretimde daha fazla uzmanlaşmayı teşvik edebilmektedir^{144*}. Bu bağlamda, ülkeler arasındaki ticaretin yalnız büyüklüğünün değil, aynı zamanda ürün yapılarının benzerliğinin de GSYİH birlikte dalgalanmalarının açıklanmasında önemli olduğu kabul edilmektedir.

Bazı araştırmalar, ikili ticaretin endüstriler arası ticaret yerine endüstri içi ticaret üzerine yoğunlaştığı zaman, GSYİH dalgalanmalarının senkronizasyonunun güçlendiğini bulmuşlardır¹⁴⁵.

Teorik tahminler çeşitli ve çelişkili kalırken çoğu ampirik araştırma, ticari entegrasyon derinleştikçe, iş döngülerinin daha fazla senkronize olduğunu ifade etmektedir¹⁴⁶.

Finansal entegrasyon ile GSYİH birlikte hareketi arasındaki bağ da açık değildir. Daha büyük sermaye piyasası entegrasyonu yoluyla elde edilen daha iyi gelir

¹⁴² Fabio Canova ve Harris Dellas, "Trade Interdependence and the International Business Cycle", **Journal of International Economics**, Vol.34, No.1-2 (February 1993), ss.23-47.

¹⁴³ Aart Kraay ve Jaime Ventura, "Trade Integration and Risk Sharing", **European Economic Review**, Vol.46, No.6 (June 2002), ss.1023-1048.

¹⁴⁴ Paul Krugman, "Lessons of Massachusetts for EMU", Francesco Giavazzi ve Francisco Torres (Ed.), **The Transition to Economic and Monetary Union in Europe** içinde (241-266), New York: Cambridge University Press,1993, s.255; M. Ayhan Köse ve Kei-Mu Yi, "The Trade Comovement Problem in International Macroeconomics", **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, No.155, Washington, DC: International Monetary Fund, December 2002, s.9.

* Birçok çalışma, GSYİH birlikte hareketinin önemli bir belirleyicisi olarak üretim yapılarının benzerliğini vurgulamaktadır. Sektöre özgü şoklar, benzer üretim yapılarına sahip ülkeler arasında daha fazla iş döngüsü senkronizasyonuna neden olabilmektedir. Endüstri yapısındaki daha fazla benzerliğin, GSYİH'nin ve istihdamın yüksek birlikte hareketi ile birleştiğine dair kanıtlar sunulmuştur. Ticaretin iş döngüsü senkronizasyonu üzerindeki etkisinin, büyük ölçüde benzer üretim yapılarını yansıtan endüstri içi ticaret tarafından yönlendirilmekte olduğu vurgulanmaktadır. Kaynak: Todd E. Clark ve Eric van Wincoop, "Borders and Business Cycles", **Journal of International Economics**, Vol.55, No.1 (October 2001), ss.59-85; Imbs, *Trade, Finance, Specialization, and Synchronization*, ss.723-734.

¹⁴⁵ Imbs, *Trade, Finance, Specialization, and Synchronization*, ss.723-734; Kwanho Shin ve Yunjong Wang, "Trade Integration and Business Cycle Co-movements: the Case of Korea with Other Asian Countries", **Japan and the World Economy**, Vol.16, No.2 (April 2004), ss.213-230.

¹⁴⁶ Frankel ve Rose, ss.1009-1025; Marianne Baxter ve Michael A. Kouparitsas, "Determinants of Business Cycle Comovement: A Robust Analysis", **Journal of Monetary Economic**, Vol.52, No.1 (January 2005), ss.113-157.

garantisinin, daha yüksek üretimde uzmanlaşmaya ve böylece daha az simetrik GSYİH dalgalanmalarına yol açabileceği iddia edilmektedir¹⁴⁷. Finansal entegrasyon, örneğin negatif bir GSYİH korelasyonu anlamına gelen olumsuz şoklu bir ülkeden olumlu şoklu bir ülkeye sermayenin hareketiyle ülkeler arası kaynakların transferini de kolaylaştırabilmektedir¹⁴⁸.

Diğer taraftan, sermaye akışları uluslararası şekilde ilişkiliyse daha güçlü finansal entegrasyon, daha büyük GSYİH senkronizasyonuna yol açmaktadır¹⁴⁹. Eksik bilgi ve/veya likidite kısıtlamalarıyla yatırımcıların sürü davranışı, 1997/98 Asya finansal krizi sırasında gözlemlendiği gibi, pozitif GSYİH korelasyonuna katkıda bulunarak pek çok ülkeden eş zamanlı sermaye çekilmelerine neden olabilmektedir. Örneğin, sermaye hareketleri şokları, Asya-Pasifik ülkeleri için pozitif iş döngüsü korelasyonları meydana getirmektedir¹⁵⁰.

Finansal entegrasyon ile iş döngüsü birlikte hareketi arasındaki bağın ampirik kanıtı da çelişkilidir. Bazı araştırmalar, yüksek finansal entegrasyonun GSYİH korelasyonunda bir düşüşe neden olduğuna dair kanıtlar sunmaktadır¹⁵¹. Ancak, bazıları da güçlü finansal bağlı ülkelerin iş döngülerinin, ülkeler daha fazla uzmanlaşma eğiliminde olsalar bile önemli derecede daha fazla senkronize olduğunu ifade etmektedir¹⁵².

Ekonomik entegrasyonun iş döngüsü birlikte hareketi üzerine etkisi, geniş makroekonomik politika çevresine de bağlıdır. Bir entegre bölgede, politika belirleyicileri artık komşu ülkelerin eylemlerini dikkate almaksızın optimal bir politika sürdürememektedir. Genel olarak, daha yoğun entegrasyon, artan makroekonomik karşılıklı bağımlılığı daha etkin bir şekilde yönetmek amacıyla entegrasyon

¹⁴⁷ Şebnem Kalemli-Özcan, Bent E. Sorensen ve Oved Yosha, "Economic Integration, Industrial Specialization, and the Asymmetry of Macroeconomic Fluctuations", **Journal of International Economics**, Vol.55, No.1 (October 2001), ss.107-137.

¹⁴⁸ Kim, Lee ve Park, *Emerging Asia: Decoupling or Recoupling*, s.3.

¹⁴⁹ Imbs, *Trade, Finance, Specialization, and Synchronization*, ss.723-34.

¹⁵⁰ Soyoung Kim, Sunghyun H. Kim ve Yunjong Wang, "International Capital Flows and Boom-Bust Cycles in the Asia Pacific Region", 2005, Tufts University, Department of Economics, Medford.

¹⁵¹ Kalemli-Özcan, Sorensen ve Yosha, ss.107-137; Jonathan Heathcote ve Fabrizio Perri, 2002, "Financial Globalization and Real Regionalization", **Journal of Economic Theory**, Vol.119, No.1 (November 2004), ss.207-243.

¹⁵² Imbs, *Trade, Finance, Specialization, and Synchronization*, ss.723-734; Jean M. Imbs, "The Real Effects of Financial Integration", **Journal of International Economics**, Vol.68, No.2 (March 2006), ss.296-324.

bölgesindeki politika belirleyicileri arasında daha fazla makroekonomik politika iş birliğini gerektirmektedir. Ancak, artan makroekonomik politika iş birliğinin GSYİH birlikte hareketinin boyutunu artıracığı mı yoksa azaltacağı mı tartışmaya açık bir konudur. Örneğin, para politikası üzerindeki ulusal özerklik sabit döviz kuru rejimi uğruna feda edildiğinde, döviz kurunu donduran ülkeler ortak para politikası şoklarına maruz kalmaktadır. Ve sabit bir döviz kuru rejimi ile bir ekonomi, reel şokları döviz kuru hareketleri ile hafifletme imkanı olmadan ülkeler arasında büyük ölçüde iletmektedir. Bu bağlamda, daha yakın döviz ve para politikası iş birliği, GSYİH birlikte hareketine daha fazla katkıda bulunabilmektedir. Ancak, ters yönde de tartışmalar devam etmektedir. Eğer ülkeye özgü iç şoklar bağımsız para politikası ile azaltılamıyorsa GSYİH, sabit döviz kuru rejimli bir finansal entegrasyon bölgesinde asimetrik bir şekilde de hareket edebilmektedir¹⁵³.

5.1.2 Literatür Tarama

İş döngüsü senkronizasyonu ile ilgili literatürün çoğunda, karşılıklı bağımlılığın ölçülmesi için korelasyon katsayıları kullanılmaktadır¹⁵⁴. Ayrışma hipotezi bağlamında, bu tip bir ölçüm, aritmetik ortalamaya dayandığından ve ayrışmanın son yıllarda ortaya çıkmış olduğu beklendiğinden sorun teşkil etmektedir. Korelasyon katsayıları, son yıllarda yeterli değişiklik sergilemediğinden verinin nispeten daha geniş alt örneklemi ile tahmin edilmelidir. Bu nedenle, bir yapısal kırılmayı rastgele bir hassaslık derecesi ile saptamaya çalışmak büyük ölçüde yanıltıcı olmaktadır¹⁵⁵.

Ayrışma konusunda yapılan bir çalışma, çeyrek yıllık verilerin, beş yıl periyodik ilerlemeli alt örneklemi üzerinden korelasyon katsayısını hesaplamış ve ayrışma kanıtı bulamamıştır. Ancak bu prosedür, iş döngülerinin senkronizasyon derecesindeki yapısal kırılmayı tanımlamak açısından sorunlu olmaya devam

¹⁵³ Kim, Lee ve Park, *Emerging Asia: Decoupling or Recoupling*, s.4.

¹⁵⁴ Örnekler için bkz. Baxter ve Kouparitsas, ss.113-157; Jarko Fidrmuc ve Iikka Korhonen, “Meta-Analysis of the Business Cycle Correlation between the Euro Area and the CEECs”, **Journal of Comparative Economics**, Vol.34, No.3 (September 2006), ss.518-537; Frankel ve Rose, ss.1009-1025; Imbs, *Trade, Finance, Specialization, and Synchronization*, ss.723-734; Imbs, *The Real Effects of Financial Integration*, ss.296-324; M. Ayhan Köse, Eswar S. Prasad ve Marco E. Terrones, “How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?”, **American Economic Review**, Vol.93, No.2 (May 2003), ss.57-62; Andrew K. Rose ve Charles Engel, “Currency Unions and International Integration”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.34, No.4 (November 2002), ss.1067-1089.

¹⁵⁵ Wälti, *No Decoupling, More Interdependence: Business Cycle Comovements between Advanced and Emerging Economies*, s.2.

etmektedir. Diğer bir problem ise, alt örneklemelerin seçiminin geniş çapta rastgele olması ve aynı veriye ait farklı alt örneklemelerin farklı sonuçlar vermesidir*. Son korelasyon katsayısı, bir önceki beş yılın verileri kullanılarak hesaplanmıştır. Bir yapısal kırılmanın, bu süreç zarfında oluşması durumunda korelasyon katsayısı bunu algılayamayabilmektedir. Dolayısıyla örneğin başlangıcındaki yıldan son yılına kadar değişiklik gösteren iş döngüsü bağımlılığını ölçmek daha doğru olacaktır.

Bu konu üzerine yapılmış başka bir çalışma, iş döngüsü senkronizasyonunu, çıktı aralığının (reel GSYİH değerlerinin trend değerinden sapması) çakışması olarak tanımlamakta ve ayrışma kanıtı bulamamaktadır¹⁵⁶. İki ülkenin iş döngülerinin her ikisinin de çıktı aralığının pozitif veya negatif olması durumunda, iki ülkenin iş döngüsü senkronize olup gösterge 1'e eşittir. Aksi takdirde gösterge - 1'e eşittir. Bu yaklaşımın başlıca avantajı, her yıl için iş döngüsü karşılıklı bağımlılık ölçümünün yapılabilir olmasıdır. Başlıca dezavantajı ise, iki değerli yapısıdır. A ve B olmak üzere, her ikisinin de pozitif; ancak çok uzak çıktı aralıklarının bulunduğu iki ülkeyi ele aldığımızda, bunların iş döngüleri çok fazla senkronize olmamakta, buna rağmen iki değerli ölçü 1'e eşit olmaktadır. Tam tersi bir uygulamada; A ülkesi çok küçük pozitif çıktı aralığına sahipken B ülkesinin çok küçük negatif çıktı açıklığına sahip olması varsayımında ise bunların iş döngüleri birbirlerine nispeten daha yakın olacak; ancak iki değerli ölçü - 1'e eşit olacaktır. Bu nedenle, korelasyon katsayılarının aksine iki değerli ölçü, çakışan pozitif veya negatif çıktı aralıkları ile tanımlandığı için, senkronizasyonu yakalamaktadır; ancak iş döngülerinin genişliğindeki farklılıkları dikkate almamaktadır.

Dünya genelinde iş döngülerinin daha sıkı ilişkili hale gelip gelmediğini inceleyen başka bir ampirik bir analiz ise, ayrışma-yakınsama ayrımına daha farklı bir bakış açısıyla yaklaşmıştır. Çalışmada, reel GSYİH oranları 106 ülke için 3 faktöre ayrılmıştır. Ulusal iş döngülerini yönlendiren faktörleri; küresel, grup spesifik ve ülke

* Örneğin, iki çalışma karşılıklı olarak sabitlenmiş döviz kurları ile Döviz Kuru Mekanizmasına katılımın, iş döngüsü senkronizasyonunu artırdığı yönünde sonuca varırken (Kaynak: Michael J. Artis ve Wenda Zhang, "International Business Cycles and the ERM: Is There a European Business Cycle?", **International Journal of Finance and Economics**, Vol.2, No.1 (January 1997), ss.1-16; Michael J. Artis ve Wenda Zhang, "Further Evidence on the International Business Cycle and the ERM: Is There a European Business Cycle?", **Oxford Economic Papers**, Vol.51, No.1 (1999), ss.120-132) bir diğer çalışma da aynı veri setini kullanarak, fakat örnekleme farklı alt zaman periyotlarına bölerek tam tersi bir sonuç elde etmiştir (Kaynak: Robert Inklaar ve Jakob de Haan, "Is There Really a European Business Cycle? A Comment", **Oxford Economic Papers**, Vol.53, No.2 (April 2001), ss.215-220.)

¹⁵⁶ Mark Mink, Jan P.A.M. Jacobs ve Jakob de Haan, "Measuring Synchronicity and Co-movement of Business Cycles with an Application to the Euro Area", **CESifo Working Paper**, No.2112, The Netherlands, October 2007, ss.1-31.

spesifik faktörlere ayırmak için nispeten yeni bir ekonometrik metodoloji uygulanmıştır. Bu faktörler, iki zaman periyodu için tahmin edilmiştir: küreselleşme öncesi dönem (1960-1984) ve küreselleşme dönemi (1985-2005). Küreselleşme döneminde, büyüme oranlarındaki değişimin payı, küresel faktör düşüşü ile açıklanmaktadır. Bununla birlikte, bu pay hem gelişmiş hem de yükselen piyasa ekonomileri için ekonomi tipi faktördeki artışla açıklanmaktadır. Bulgular, yükselen piyasaların kendi aralarındaki iş döngülerinin ve sanayi ülkelerinin kendi aralarındaki iş döngülerinin daha sıkı bağlı hale geldiği şeklinde yorumlanmaktadır. Bu çalışma, iki grubun iş döngüleri arasında bir ayrışma olduğunu iddia etmektedir. Yükselen piyasaların eskiye nazaran daha sağlam bir biçimde kendi ayakları üzerinde durduğunu öne sürmesine rağmen, bu ülkelerin bir çoğunun sanayi ülkelere ihracatları nedeniyle tamamen bağımsızlaşmış olmadıklarını vurgulamaktadır¹⁵⁷. Reel GSYİH büyüme oranlarını düzeltme faktörleri, ikinci periyotta (1985-2005) meydana gelen çok önemli bir gelişmeyi ihmal etmektedir: Yükselen piyasalarda yaşanan ekonomik büyüme oranlarındaki çok büyük artışlar... Bu büyüme artışlarının bir sonucu olarak, gelişmiş ekonomilerle yükselen piyasalardaki büyüme oranları trendleri, birbirlerinden önemli ölçüde farklılaşmaktadır.

Yapılmış bir başka çalışma da, verilerin basit grafiksel incelemesini sunmaktadır. Çalışmaya 1974-2007 yılları için 64 ülkenin geniş kapsamlı verileri toplanarak başlanmış, iş döngülerinin (reel GSYİH) trendden sapmalarına odaklanılmıştır. Tüm ülkeler için iş döngülerinden sapmalar yaratıldıktan sonra, iş döngülerinin ülkeler arası uyum ölçüleri hesaplanmıştır. Çalışma, iş döngülerinin gerçekte daha az senkronize hale gelmediği sonucuna varmıştır. Daha çok, ülkeler arasında iş döngülerinin artan bir şekilde birbirlerine benzer hale geldiği görülmektedir¹⁵⁸.

Dünya Ekonomik Görünümü veri tabanından sağlanan reel GSYİH verilerini kullanan bir başka çalışma ise, otuz yükselen piyasa ekonomisi ile dört gelişmiş ekonomi grubu arasındaki senkronizasyonun derecesini grafiksel ve ekonometrik yaklaşımla değerlendirmiştir. Çalışma, yükselen piyasalar ile gelişmiş ekonomiler

¹⁵⁷ M. Ayhan Köse, Christopher Otrok ve Eswar S. Prasad, "Global Business Cycles: Convergence or Decoupling?", **IMF Working Paper**, WP/08/143, Washington, DC: International Monetary Fund, June 2008, ss.1-49.

¹⁵⁸ Andrew K. Rose, "Business Cycles Become Less Synchronised over Time: Debunking 'Decoupling'", *Vox*, 1 August 2009, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3829> (15 Ocak 2010), ss.1-5.

arasındaki iş döngüsü karşılıklı bağımlılığının derecesinin artarak son yıllarda daha güçlü hale geldiği ve ayrışmanın gerçekleşmediği sonucuna ulaşmıştır¹⁵⁹.

Bir başka çalışma da, yükselen ekonomilerin sağlam temelli performanslarını ve uzun dönemli ekonomik trendlerini öne sürerek büyümelerinin G7 ekonomilerinden çok Çin'in büyümesine daha fazla bağlı olduğunu, 2000'lerde yükselen piyasalar ile G7 ekonomilerinin iş döngüleri arasındaki korelasyonun arttığını iddia etmektedir. Çalışmada, bir kaç istisna dışında yükselen piyasaların geçmişe nazaran daha iyi bir performans sergiledikleri görülmüştür ve bu performansın önümüzdeki yıllarda da muhtemelen derinleşerek devam edeceği beklenmektedir¹⁶⁰.

Ayrışma konusu üzerine yapılmış başka bir çalışma ise, Asya-Pasifik bölgesindeki karşılıklı bağımlılıkları ölçmek için AIO tablosunun güncellenmiş versiyonunu kullanmaktadır. Elde ettiği sonuçlara göre, küresel üretim ağları bakımından Asya-Pasifik ekonomileri arasındaki karşılıklı bağımlılık Çin bölgede ana üretim merkezi haline gelirken 2000-2005 yıllarında daha da derinleşmiştir. Yazarlar, ayrıca Doğu Asya ekonomilerinin özerkleşmekten ziyade bölge dışındaki ekonomik gelişmelere daha çok maruz kaldıklarını keşfetmişlerdir¹⁶¹.

Doğu Asya ekonomileri arasında yoğunlaşan entegrasyon nedeniyle bölge ekonomilerinin iş döngülerinin birlikte hareketini değerlendirerek bu bölgede bir parasal birlik kurmanın uygunluğunu ampirik olarak inceleyen bir çalışma, NIE, ASEAN4, Çin, Japonya ve ABD ekonomileri için 1978 birinci çeyreği ile 2004'ün dördüncü çeyreği arası için reel GSYİH değerlerini kullanarak iş döngüleri arasındaki uzun dönemli ilişkileri; Johansen Eşbütünleşme Testi ile ve kısa dönemli ilişkileri; Vahid ve Engle Testi ile araştırmaktadır. Çalışmanın sonucunda, bölgedeki bazı ikili ülke gruplarının reel GSYİH'lerinin kısa ve uzun dönemde senkronize hareket ettiği bulgusuna ulaşılmıştır¹⁶².

¹⁵⁹ Wälti, *No Decoupling, More Interdependence: Business Cycle Comovements between Advanced and Emerging Economies*, ss.1-26.

¹⁶⁰ Eduardo Levy-Yeyati, "On Emerging Markets Decoupling and Growth Convergence", *Vox*, 7 November 2009, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4172> (12 Ocak 2010), ss.1-5.

¹⁶¹ Tomoko Mori ve Hitoshi Sasaki, "Interdependence of Production and Income in Asia-Pacific Economies: An International Input-Output Approach", **Bank of Japan Working Paper Series**, No.07-E-26, Tokyo: Bank of Japan, November 2007, ss.1-29.

¹⁶² Kiyotaka Sato ve Zhaoyong Zhang, "Real Output Co-movements in East Asia: Any Evidence for a Monetary Union?", **World Economy**, Vol.29, No.12 (December 2006), ss.1671-1689.

5.1.3 Ekonomik Ayrışma Hipotezi Üzerine Ekonometrik Kanıtlar

ABD'nin iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin birlikte hareketinin incelenmesi amacıyla, öncelikle ABD'nin GSYİH'sindeki çeyrek dönemlik yüzde büyümeler ile yükselen piyasa ekonomilerinin GSYİH'lerindeki çeyrek dönemlik yüzde büyümeler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkilere bakılmaktadır. Analiz bir kademe daha ileri götürülerek G7 ekonomi grubunun GSYİH'sindeki çeyrek dönemlik yüzde büyümeler ile yükselen piyasa ekonomilerinin GSYİH'lerindeki çeyrek dönemlik yüzde büyümeler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkiler de incelenmektedir. Ayrıca, ABD'nin ve G7'nin yükselen piyasa ekonomilerini etkileyen ve sürükleyen ekonomiler olup olmadığının araştırılması amacıyla değişkenler için Granger Nedensellik Testi ve varyans ayrıştırma modelleri oluşturulmaktadır. Böylelikle, yükselen piyasa ekonomilerinin sadece ABD'den değil aynı zamanda G7 ekonomilerinden ayrışıp ayrışmadığı da incelenmektedir.

5.1.3.1 Veri Seti

Örnekleme, ABD ve G7 ekonomileri dışında dokuz yükselen piyasa ekonomisini içermektedir. Yükselen piyasa ekonomileri ise; Arjantin (ARJ), Brezilya (BRE), Çin (ÇİN), Endonezya (END), Güney Afrika (GAF), Hindistan (HİN), Meksika (MEK), Rusya (RUS) ve Türkiye (TÜR)'dir. Yükselen piyasa ekonomileri seçilirken IMF'in Dünya Ekonomik Görünümü veritabanından, ülkelerin 2010 yılı için dolar bazında cari fiyatlarla kişi başına GSYİH değerlerine bakılmış¹⁶³, kişi başına 20.000 dolar üzerinde GSYİH değerine sahip olan ülkeler gelişmiş ekonomi olarak, kişi başı GSYİH'si 20.000 doların altında olan ülkeler yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ekonomiler olarak kabul edilmiştir. Yükselen ekonomiler, G20 (Group of Twenty)* ekonomileri arasından seçilmiştir.

Çalışmanın ekonomik ayrışma kısmında kullanılan veri seti, 1999'un birinci çeyreği (birinci çeyrek dahil) ile 2011'in ikinci çeyreği (ikinci çeyrek dahil) arası için çeyrek dönemlik mevsimsel olarak düzeltilmiş reel GSYİH büyüme oranları (bir önceki

¹⁶³ IMF, World Economic Outlook Database, September 2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/index.htm> (30 Aralık 2011).

* G20 ekonomileri; ABD, İngiltere, Japonya, Kanada, Almanya, Fransa, İtalya, Rusya, Avustralya, Brezilya, Arjantin, Hindistan, Çin, Endonezya, Meksika, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Kore, Türkiye ve AB Komisyonu'dur.

yılın aynı çeyreğine göre)'dir. Veri seti; OECD'nin internet sitesinden¹⁶⁴, IMF Uluslararası Finansal İstatistiklerden ve Çin Ulusal İstatistik Bürosu¹⁶⁵ istatistiklerinden derlenmiştir. Rusya için 1999'un birinci çeyreği (birinci çeyrek dahil) ile 2003'ün birinci çeyreği (birinci çeyrek dahil değil) arası için veri seti, IMF Uluslararası Finansal İstatistiklerden elde edilmiştir. Çin için veri seti, Çin Ulusal İstatistik Bürosu'ndan elde edilmiştir. Geri kalan veri seti ise, OECD'nin internet sitesindeki istatistikler bölümünden elde edilmiştir. Veri seti analizinde, Eviews 7.1 ekonometrik analiz paket programı kullanılmıştır.

5.1.3.2 Yöntem

Veri seti için analizlere geçilmeden önce, her bir değişkenin zaman serisi özelliklerini incelemek için, çalışmada kullanılacak değişkenlerin durağan olup olmadıkları araştırılmaktadır. Serinin durağanlık yapısı, birim kök testleriyle ortaya konulmaktadır. Daha sonra değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkileri araştırma amacıyla, Johansen Eşbütünleşme Testi uygulanmakta ve uzun dönem denge ilişkilerini gösteren denklem elde edilmektedir. Kısa dönem denge mekanizmasının anlaşılmasına yönelik VECM kullanılmaktadır. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerini ortaya koyabilmek amacıyla, Granger Nedensellik Testi için VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi uygulanmaktadır. Son olarak değişkenler arasındaki ilişkilerin VAR modeliyle incelenmesi sürecinde, değişkenlerin varyanslarındaki değişimlerin kaynaklarını anlamaya yönelik varyans ayrıştırması yapılmaktadır.

5.1.3.3 Birim Kök Testleri

Zaman serisi uygulamasında, ilk olarak serinin karakteristik özellikleri incelenmektedir. Zaman serisi analizinin sonuçlarının gerçekçi olabilmesi için, verilerin durağan olması gerekmektedir. Durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması

¹⁶⁴ Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD), Statistics from A to Z - Beta version, GDP, Quarterly Gross Domestic Product, Change Over Same Quarter, Previous Year, 13 December 2011, http://www.oecd.org/document/0,3746,en_2649_201185_46462759_1_1_1_1.00.html (30 Aralık 2011).

¹⁶⁵ Çin için 2005'in birinci çeyreği (birinci çeyrek dahil) ile 2011'in ikinci çeyreğine (ikinci çeyrek dahil) kadar olan veri seti, National Bureau of Statistics of China'nın internet sitesinden elde edilmiştir. Kaynak: National Bureau of Statistics of China, Statistical Data, Quarterly Data, <http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/Quarterlydata/> (30 Aralık 2011). 1999'un birinci çeyreği (birinci çeyrek dahil) ile 2005'in birinci çeyreği (birinci çeyrek dahil değil) arası için kullanılan veri seti için kaynak: National Bureau of Statistics of China, **Historical Data on China Quarterly GDP Estimator 1992-2005**, Second Edition, Beijing: China Statistical Publishing House, 2008'dir.

durumunda, sahte regresyon problemiyle karşılaşılabilmekte, bu durumda ise elde edilen sonuç gerçek ilişkiyi yansıtmamaktadır¹⁶⁶. Parametrik olan testler içerisinde en yaygın olarak kullanılan Genişletilmiş (Augmented) Dickey-Fuller (ADF) Testi ve zaman serilerinde olması muhtemel yapısal kırılma ve trendi göz önünde bulunduran Philips-Perron (PP) Testi'dir¹⁶⁷. Bu çalışmadaki değişkenlerin durağan olup olmadıkları yani birim kök taşıyıp taşımadıkları, tüm ekonomiler için ADF ve PP Testleri kullanılarak araştırılmıştır. Çalışmada, mevsimsellikten ve trendden arındırılmış GSYİH büyüme oranları ile çalışıldığı için tüm değişkenlerin, ADF ve PP Testlerinde durağan oldukları ve birim köke sahip olmadıkları görülmüştür. Tüm değişkenler seviyede I(0) durağandır.

5.1.3.4 ABD Ekonomisi ile Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasındaki İlişkilerin Analizi

ADF ve PP Birim Kök Testleriyle, değişkenlerin seviyede I(0) durağan oldukları saptandıktan sonra, ABD ve yükselen ekonomiler arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediğinin test edilmesi amacıyla uzun ve kısa dönemli ilişkiler incelenmekte, Granger Nedensellik Analizi ve değişkenlerin varyanslarındaki değişimin kaynaklarının belirlenmesi amacıyla varyans ayrıştırması yapılmaktadır.

5.1.3.4.1 Eşbütünleşme Analizi

Johansen Eşbütünleşme Analizi, durağan olmayan değişkenlerin doğrusal kombinasyonlarının uzun dönemde durağan olmasına, zaman serileri arasındaki uzun dönemli ilişkinin modellenmesine ve tahmin edilmesine yöneliktir. Değişkenler arasında eşbütünleşmenin bulunması, gerçek bir uzun dönemli ilişki anlamına gelmektedir ve serilerin uzun dönemde birlikte hareket ettiğini göstermektedir¹⁶⁸. Değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkileri, ele alınan değişkenler seviyede I(0) durağan olduğundan değişkenlerin tümü için gerçekleştirilecektir.

¹⁶⁶ Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, U. Şenesen ve G. G. Şenesen (çev.), İstanbul: Literatür Yayınları, 1999.

¹⁶⁷ David A. Dickey ve Wayne A. Fuller, "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root," **Journal of the American Statistical Association**, Vol.74, No.366 (June 1979), ss.427-431; Peter C. B. Phillips ve Pierre Perron, "Testing for a Unit Root in Time Series Regression", **Biometrika**, Vol.75, No.2 (June 1988), ss.335-346.

¹⁶⁸ Soren Johansen, "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", **Journal of Economics Dynamic And Control**, Vol.12, No.2-3 (February-March) 1988, ss.231-254.

Johansen Eşbütünlük Testi'nin sonucu, gecikme uzunluğu seçimine son derece duyarlıdır. Bu nedenle, Johansen Eşbütünlük Testi'nin ilk aşaması VECM'deki kalıntıların otokorelasyonsuz ve normal dağılımlı olmasını sağlayan uygun gecikme uzunluğunun VAR çerçevesinde belirlenmesidir. Bu doğrultuda, eşbütünlük analizine başlamadan önce, uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi için kriterlere bakılmaktadır (bkz. Tablo 13).

Tablo 13
ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasındaki Eşbütünlük Analizi İçin
Uygun Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: ABD ARJ BRE ÇİN END GAF HİN MEK RUS TÜR						
Exogenous variables: C						
Date: 01/04/12 Time: 23:52						
Sample: 1999Q1 2011Q2						
Included observations: 48						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-989,739	NA	583655,8	41,65578	42,04561	41,8031
1	-646,502	529,1565	25,15377	31,52092*	35,80909*	33,14142*
2	-508,57	155,1739*	8,973957*	29,94040	38,12691	33,03409

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

Zaman serisi analizlerinde literatür incelendiğinde, genellikle SC ve HQ kriterlerinin temel alındığı gecikme uzunluklarının kullanıldığı görülmüştür. ABD ile yükselen ekonomiler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin incelenmesi ile ilgili eşbütünlük analizinin yapılabilmesi için, SC ve HQ kriterleri 1 gecikmeyi göstermektedir. Bu nedenle, eşbütünlük analizi 1 gecikme için yapılacaktır.

ABD ekonomisi ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki ilişkilerin analizi için eşbütünlük analizinde temel amaç, ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki uzun dönemli bir ilişki olup olmadığını ve ABD'nin iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin birlikte hareket edip etmediğini araştırmaktır. Tablo 14, Johansen Eşbütünlük Testi sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 14
ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin
Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Date: 01/05/12 Time: 00:37				
Sample (adjusted): 1999Q3 2011Q2				
Included observations: 48 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: ABD ARJ BRE ÇİN END GAF HİN MEK RUS TÜR				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0,05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob. **
None*	0,794262	345,2737	239,2354	0
At most 1*	0,756211	269,3785	197,3709	0
At most 2*	0,701188	201,6289	159,5297	0
At most 3*	0,575461	143,6476	125,6154	0,0025
At most 4*	0,530159	102,5236	95,75366	0,0158
At most 5	0,402602	66,26632	69,81889	0,0929
At most 6	0,295678	41,53806	47,85613	0,1721
At most 7	0,267268	24,71313	29,79707	0,1719
At most 8	0,133566	9,786314	15,49471	0,2975
At most 9	0,058718	2,904586	3,841466	0,0883
Trace test indicates 5 cointegrating eqn(s) at the 0,05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0,05 level				
** MacKinnon-Haug-Michelis ¹⁶⁹ p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0,05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob. **
None*	0,794262	75,89517	64,50472	0,0029
At most 1*	0,756211	67,74967	58,43354	0,0048
At most 2*	0,701188	57,98123	52,36261	0,0121
At most 3	0,575461	41,12402	46,23142	0,1594
At most 4	0,530159	36,2573	40,07757	0,1266
At most 5	0,402602	24,72826	33,87687	0,4036
At most 6	0,295678	16,82493	27,58434	0,595
At most 7	0,267268	14,92682	21,13162	0,2941
At most 8	0,133566	6,881729	14,2646	0,5032
At most 9	0,058718	2,904586	3,841466	0,0883
Max-eigenvalue test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0,05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0,05 level				
** MacKinnon-Haug-Michelis p-values				

Tablo 14'te gösterilen Johansen Eşbütünleşme Testi'nin sonuçlarına baktığımızda, değişkenlere ait özdeğer (eigenvalue) sonuçları iz istatistiği (trace statistic) açısından incelendiğinde, beş tane eşbütünleşme vektörünün (eşbütünleşme

¹⁶⁹ James G. MacKinnon, Alfred Haug ve Leo Michelis, "Numerical Distribution Functions of Likelihood Ratio Tests for Cointegration", **Journal of Applied Econometrics**, Vol.14, No.5 (September-October 1999), ss.563-577.

ilişkisi); değişkenlere ait özdeğer sonuçları maksimum özdeğer istatistiği (max-eigen statistic) açısından incelendiğinde ise üç tane eşbütünleşme vektörünün (eşbütünleşme ilişkisi) olduğu görülmektedir. Bir tane bile eşbütünleşme vektörünün bulunması uzun dönem (eşbütünleşme) ilişki için yeterli olmaktadır. Dolayısıyla, gerek iz gerekse maksimum özdeğer değerleri, ekonomilerin iş döngüleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin (eşbütünleşmenin) olduğunu göstermektedir. Elde edilen bu uzun dönemli ilişkinin yönüne yönelik çıkarımlar, Tablo 15’te yer almaktadır.

Tablo 15
ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin
Eşbütünleşme Denklemi Sonucu

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -643,2589									
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)									
ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1,0000	-0,0627	-0,5693	0,7303	1,3204	0,1347	-0,1336	-0,7990	-0,3061	0,0569
	(0,0389)	(0,0996)	(0,1523)	(0,1943)	(0,2169)	(0,1581)	(0,0990)	(0,0698)	(0,0489)

Tablo 15’e göre, incelenen dönem için, Çin, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye; ABD ile ters yönlü bir ilişkiye sahiptir. Yani ABD’nin GSYİH’si arttıkça bu ülkelerin GSYİH’leri azalmaktadır. Arjantin, Brezilya, Hindistan, Meksika ve Rusya ise; ABD ile aynı yönlü bir ilişkiye sahiptir. Yani ABD’nin GSYİH’si arttıkça bu ülkelerin GSYİH’leri de artmaktadır.

5.1.3.4.2 Kısa Dönemli İlişkilerin Analizi - VECM

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin tespit edilmesinden sonraki adım, eşbütünleşme regresyonlarından elde edilen hata düzeltme teriminin gecikmesini de açık olarak içerecek şekilde kısa dönem ilişkileri test eden VECM’yi oluşturmaktır. Tablo 16’da kısa dönem ilişkilerin analizi yer almaktadır.

Tablo 16
ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin VECM Sonucu

Error Correction	D(ABD)	D(ARJ)	D(BRE)	D(ÇİN)	D(END)	D(GAF)	D(HİN)	D(MEK)	D(RUS)	D(TÜR)
CointEq1	-0,0511	-0,4499	0,0353	0,1377	-0,2950	-0,1047	0,3364	-0,1213	0,7007	0,0120
	-0,0908	-0,1632	-0,2066	-0,1415	-0,1009	-0,0634	-0,1829	-0,1066	-0,2325	-0,4093
	[-0,5625]	[-2,7567]	[0,1709]	[0,9734]	[-2,9227]	[-1,6514]	[1,8396]	[-1,1385]	[3,0134]	[0,0292]

Vektör hata düzeltme katsayılarının ikiden fazla değişken için istatistiksel olarak anlamlı olması, dengeye ulaşmak için yeterli olmaktadır. Böylece, kısa dönem ilişkilerin varlığı sözkonusudur. Vektör hata düzeltme katsayıları, Arjantin, Endonezya, ve Rusya için mutlak değer olarak 1,96'dan büyüktür ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla, değişkenler arasında kısa dönem ilişkiler mevcuttur. Bu noktada, değişkenler arasında hem Johansen Eşbütünleşme Testi ile elde edilen uzun dönemli ilişkinin varlığına hem de VECM ile elde edilen kısa dönemli ilişkinin varlığına dayanarak; ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşmediği ve bu ekonomilerin iş döngülerinin birlikte hareket ettiği söylenebilmektedir.

Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olması halinde hata düzeltme mekanizması yazılabilmektedir. Böylece, uzun dönem dengesinde oluşacak bir sapma düzeltilebilecektir. Regresyonda sapmaların düzeltilmesi, hata düzeltme terimi ile sunulmaktadır¹⁷⁰. Dolayısıyla, çalışmada kullanılan zaman serileri arasında incelenecek Granger Nedensellik Testleri, VECM temelli olacaktır. Bunun için Block Exogeneity Wald Testi kullanılarak, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi VEC Granger anlamında test edilecektir.

5.1.3.4.3 Granger Nedensellik Analizi

Nedensellik analizi; $y = f (y_{(t-i)} , x_{(t-i)})$ şeklinde verilen bir fonksiyonel yapı için, bir (X) değişkeninin geçmiş dönem değerlerinin (Y) değişkeninin gelecekteki değerlerini öngörmeye istatistiksel katkısının olup olmadığını araştırmak için kullanılmaktadır. Eğer (X) değişkeninin gecikmeli değerleri, (Y) değişkeninin gelecek değerlerini öngörmeye istatistiksel olarak anlamlı katkı sağlıyorsa, (X) değişkeni (Y) değişkeninin Granger nedeni olmaktadır. Nedensellik testi, iki değişken arasında bir sebep sonuç ilişkisinin olup olmadığını, varsa ilişkinin yönünü tayin etmek amacıyla kullanılmaktadır¹⁷¹. Granger Nedensellik Testi'nin, nedensellik ilişkisinden çok modellerde kullanılan değişkenlere ait serilerin hangisinde daha önce bir değişimin meydana geldiğini ortaya koyan bir istatistikî bağıntı olduğu yönünde bilim çevrelerince

¹⁷⁰ Robert F. Engle, Clive W. J. Granger, "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing", *Econometrica*, Vol.55, No.2 (March 1987), ss.251-276.

¹⁷¹ Clive W. J. Granger, "Investigating Causal Relations By Econometric Models and Cross-Spectral Methods", *Econometrica*, Vol.37, No.3 (July 1969), ss.424-438.

bazı eleştiriler bulunmaktadır. Bu eleştiriler Granger Nedensellik Testi sonuçlarının diğer bazı test ve analizler ile desteklenmesi gerektiği yönündedir. Bu nedenle, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri, tahmin edilen VECM'e bağlı olarak VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Nedensellik Testi çerçevesinde incelenmiştir. Granger Nedensellik Testi ile VAR modelindeki değişkenler arasındaki ilişki ortaya çıkarılabilirken bu test ele alınan değişkenler üzerindeki en etkili değişkenin belirlenmesinde yeterli olamayabilecektir. Bu anlamda değişkenler üzerindeki en etkili değişkenin belirlenmesi amacıyla çalışmada varyans ayrıştırması da yapılacaktır. Tablo 17'de VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 17
ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi Sonucu

$\begin{matrix} Y^* \\ X^{**} \end{matrix}$		ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
ABD	Chi-sq Prob.		9,3929 0,0091	5,9614 0,0146	1,6816 0,1947	0,2913 0,5894	4,4800 0,1065	9,3700 0,0022	18,3054 0,0001	3,9995 0,0455	8,9573 0,0028
ARJ	Chi-sq Prob.	1,1805 0,5542		2,5156 0,1127	0,0151 0,9022	1,3448 0,2462	0,9491 0,6222	0,9152 0,3387	4,5112 0,1048	0,1336 0,7147	3,1495 0,0760
BRE	Chi-sq Prob.	3,6521 0,1611	2,4116 0,2994		1,2112 0,2711	0,6602 0,4165	2,1629 0,3391	2,1393 0,1436	23,5965 0,0000	3,1143 0,0776	0,4925 0,4828
ÇİN	Chi-sq Prob.	1,1578 0,5605	7,4628 0,0240	1,2310 0,2672		1,7834 0,1817	2,0043 0,3671	4,4368 0,0352	2,0887 0,3519	0,3335 0,5636	2,8253 0,0928
END	Chi-sq Prob.	0,3847 0,8250	18,6366 0,0001	0,5002 0,4794	0,2917 0,5891		4,0214 0,1339	0,3838 0,5356	1,5913 0,4513	0,2582 0,6114	0,0990 0,7530
GAF	Chi-sq Prob.	1,8606 0,3944	2,1056 0,3490	0,0813 0,7756	0,8789 0,3485	8,2895 0,0040		1,1414 0,2854	1,2742 0,5288	0,0537 0,8168	0,4838 0,4867
HİN	Chi-sq Prob.	3,0090 0,2221	5,8173 0,0545	0,0022 0,9629	0,1497 0,6988	0,9855 0,3208	0,8868 0,6419		1,5520 0,4603	0,0735 0,7863	1,6947 0,1930
MEK	Chi-sq Prob.	5,0827 0,0788	2,4905 0,2879	0,2215 0,6379	1,4602 0,2269	0,0088 0,9253	1,1024 0,5763	2,3443 0,1257		0,3145 0,5749	0,6223 0,4302
RUS	Chi-sq Prob.	3,7344 0,1546	0,7928 0,6727	0,1127 0,7371	0,0012 0,9728	2,0799 0,1493	2,3284 0,3122	0,2484 0,6182	5,5446 0,0625		3,8415 0,0500
TÜR	Chi-sq Prob.	2,1910 0,3344	2,1267 0,3453	1,8123 0,1782	0,2590 0,6108	0,3655 0,5455	0,6483 0,7231	0,0069 0,9340	0,9524 0,6211	0,3934 0,5305	

* Y; bağımlı değişken

** X; bağımsız değişken

Tablo 17 incelendiğinde, % 5 istatistiksel anlamlılık düzeyi için, ABD'nin; Arjantin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'nin Granger nedeni olduğu, yükselen ekonomilerin hiçbirinin ABD'nin nedeni olmadığı görülmektedir. Buna göre, ABD ile Arjantin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye arasında tek yönlü bir ilişki bulunduğu söylenebilmektedir.

Arjantin; hiçbir ekonominin Granger nedeni değil iken ABD ile birlikte Çin ve Endonezya da Arjantin'in Granger nedenidir. Buna göre, Çin ve Endonezya ile Arjantin arasında tek yönlü bir ilişki vardır. Brezilya; Meksika'nın Granger nedeni iken ABD dışında hiçbir ekonomi Brezilya'nın Granger nedeni değildir. Buna göre, Brezilya ile Meksika arasında tek yönlü bir ilişki vardır. Çin; Arjantin dışında Hindistan'ın da Granger nedeni iken hiçbir ekonomi Çin'in Granger nedeni değildir. Buna göre, Çin ile Hindistan arasında tek yönlü bir ilişki vardır. Güney Afrika; Endonezya'nın Granger nedeni iken hiçbir ekonomi Güney Afrika'nın Granger nedeni değildir. Buna göre, Güney Afrika ile Endonezya arasında tek yönlü bir ilişki vardır.

Tablo 18'de, Tablo 17'de yer alan sonuçların ortaya koyduğu nedensellik ilişkilerinin özeti yer almaktadır.

Tablo 18
ABD ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasında Nedensellik İlişkisi

Nedenselliğin Yönü	Nedensellik İlişkisi
ABD → Arjantin	Tek Yönlü
ABD → Brezilya	Tek Yönlü
ABD → Hindistan	Tek Yönlü
ABD → Meksika	Tek Yönlü
ABD → Rusya	Tek Yönlü
ABD → Türkiye	Tek Yönlü
Brezilya → Meksika	Tek Yönlü
Çin → Arjantin	Tek Yönlü
Çin → Hindistan	Tek Yönlü
Endonezya → Arjantin	Tek Yönlü
GAF → Endonezya	Tek Yönlü

5.1.3.4.4 Varyans Ayrıştırma Analizi

Varyans ayrıştırması, içsel değişkenlerden birindeki değişimi, tüm içsel değişkenleri etkileyen ayrı ayrı şoklar olarak ayırmaktadır. Bu bağlamda, varyans ayrıştırması sistemin dinamik yapısı hakkında bilgi vermektedir. Herhangi bir değişkende meydana gelen değişmelerin kaynağını belirlemede kullanılan öngörü hatasının varyans ayrıştırması ile değişimlerin kaynağı belirlenmeye çalışılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkileri, varyans ayrıştırması tekniğiyle ortaya koymak için VAR modelleri kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkiler vektörel bir sistem

çerçevesinde incelenerek, VAR modeline göre değişkenlerin varyanslarındaki değişimlerin kaynaklarının belirlenmesi hedeflenmiştir. Varyans ayrıştırmasının amacı, her bir rassal şokun, gelecek dönemler için öngörünün hata varyansına olan etkisini ortaya çıkarmaktır. Öngörünün hata varyansı, h uzunluktaki bir dönem için, her bir değişkenin hata varyansına katkısı olarak ifade edilebilmektedir. Daha sonra bu şekilde elde edilen her bir varyans, toplam varyansa oranlanarak, yüzde olarak nispi ağırlığı bulunmaktadır¹⁷². ABD değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları, Tablo 19’da yer almaktadır.

Tablo 19
ABD’nin Yükselen Piyasa Ekonomileriyle İlişkisinde ABD Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	0,8185	100,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2	1,0395	85,5495	0,0187	0,3769	0,4995	0,0044	0,5240	3,3559	6,0219	3,6120	0,0372
3	1,1286	83,3036	0,1892	0,7048	2,1241	0,0061	2,2393	2,9205	5,2464	3,1443	0,1217
4	1,1416	81,8698	0,3924	0,6893	2,1709	0,0293	3,4885	2,8633	5,1373	3,2361	0,1230
5	1,1473	81,1172	0,6471	0,6886	2,1997	0,0330	3,7355	2,8885	5,0859	3,4676	0,1369
6	1,1520	80,6319	0,8142	0,6858	2,1823	0,0505	3,7154	2,9619	5,0935	3,7285	0,1360
7	1,1540	80,4264	0,8649	0,6873	2,1762	0,0567	3,7169	2,9876	5,0993	3,8484	0,1364
8	1,1544	80,3696	0,8696	0,6875	2,1754	0,0580	3,7414	2,9884	5,1012	3,8712	0,1377
9	1,1545	80,3625	0,8698	0,6874	2,1749	0,0580	3,7506	2,9883	5,0999	3,8702	0,1384
10	1,1547	80,3583	0,8717	0,6872	2,1743	0,0581	3,7501	2,9903	5,0994	3,8721	0,1384

Tablo 19’a göre, ABD değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, ABD değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 83 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak ABD değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; Arjantin değişkeninin % 0,55, Brezilya değişkeninin % 0,59, Çin değişkeninin % 1,79, Endonezya değişkeninin % 0,04, Güney Afrika değişkeninin % 2,87, Hindistan değişkeninin % 2,69, Meksika değişkeninin % 4,70, Rusya değişkeninin % 3,27 ve Türkiye değişkeninin % 0,11 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 20’de Arjantin değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

¹⁷² Ferhat B. Özgen ve Bülent Güloğlu, “Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniği ile Analizi”, **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Vol.31, No.1 (Haziran 2004), ss.93-114.

Tablo 20
ABD ile İlişkilerin Analizinde ARJ Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,8284	14,8754	50,8871	1,4275	2,2500	7,8917	2,8878	4,1070	0,0960	13,4682	2,1093
2	2,5320	21,9493	36,5838	1,2655	2,4732	6,3310	2,0578	5,4875	1,6361	17,4034	4,8125
3	2,7408	28,1283	32,1910	1,1005	2,3415	5,6439	2,0360	4,6837	1,4274	17,4807	4,9671
4	2,8411	32,4184	29,9657	1,0349	2,4472	5,2528	1,8976	4,5707	1,4026	16,3321	4,6780
5	2,8792	33,6079	29,1815	1,0089	2,4813	5,1180	2,0108	4,6066	1,4850	15,9427	4,5572
6	2,8886	33,6955	28,9979	1,0025	2,5156	5,0855	2,2043	4,5929	1,5181	15,8526	4,5352
7	2,8908	33,6433	28,9860	1,0012	2,5231	5,0791	2,2910	4,5909	1,5162	15,8392	4,5301
8	2,8929	33,6233	28,9791	0,9998	2,5203	5,0745	2,2999	4,6017	1,5184	15,8594	4,5235
9	2,8942	33,6143	28,9692	0,9993	2,5181	5,0717	2,2983	4,6078	1,5229	15,8787	4,5196
10	2,8946	33,6083	28,9649	0,9993	2,5177	5,0710	2,3019	4,6086	1,5247	15,8849	4,5188

Tablo 20'ye göre, Arjantin değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Arjantin değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 32 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Arjantin değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; ABD değişkeninin % 29,92, Brezilya değişkeninin % 1,08, Çin değişkeninin % 2,46, Endonezya değişkeninin % 5,56, Güney Afrika değişkeninin % 2,23, Hindistan değişkeninin % 4,65, Meksika değişkeninin % 1,36, Rusya değişkeninin % 15,99 ve Türkiye değişkeninin % 4,38 katkı yaptığı görülmektedir.

Brezilya değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları, Tablo 21'de yer almaktadır.

Tablo 21
ABD ile İlişkilerin Analizinde BRE Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,4459	3,1722	1,3029	70,1358	0,0000	0,0000	18,6628	0,0000	0,0000	1,9613	4,7651
2	2,0084	16,5228	0,6755	50,9305	5,7367	2,7800	11,5055	0,8905	0,3609	1,9405	8,6572
3	2,3772	22,2236	0,6889	37,3201	12,8402	3,8129	8,2585	2,7987	0,7230	1,6165	9,7176
4	2,5754	22,4758	0,7409	32,2959	17,5255	3,8723	7,1255	4,3728	1,0567	1,3946	9,1400
5	2,6708	21,0437	0,6925	32,2451	19,0241	3,6478	6,8034	4,9795	1,2744	1,7852	8,5044
6	2,7409	20,6528	0,7532	32,8363	18,4105	3,5081	6,5282	4,8683	1,3469	2,8590	8,2367
7	2,8145	21,5773	1,0070	32,1013	17,5252	3,4875	6,1927	4,6232	1,3282	4,1538	8,0038
8	2,8781	22,5340	1,2944	30,8017	17,2194	3,4705	6,0284	4,4967	1,2920	5,1830	7,6800
9	2,9182	22,7659	1,4620	30,0019	17,2200	3,4154	6,1145	4,4246	1,2758	5,7981	7,5219
10	2,9402	22,5184	1,5010	29,7488	17,1311	3,3645	6,3007	4,3591	1,2858	6,0805	7,7100

Tablo 21'e göre, Brezilya değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Brezilya değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 38 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Brezilya değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; ABD değişkeninin % 19,55, Arjantin değişkeninin % 1,01, Çin değişkeninin % 14,26, Endonezya değişkeninin % 3,14, Güney Afrika değişkeninin % 8,35, Hindistan değişkeninin % 3,58, Meksika değişkeninin % 0,99, Rusya değişkeninin % 3,28 ve Türkiye değişkeninin % 7,99 katkı yaptığı görülmektedir.

Çin değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları, Tablo 22'de yer almaktadır.

Tablo 22
ABD ile İlişkilerin Analizinde ÇİN Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,1336	23,4709	0,8601	0,0130	53,9822	0,0000	4,0983	0,0000	0,0000	15,9905	1,5851
2	1,4218	23,8875	0,5917	0,8925	51,6294	0,9400	4,7639	1,4247	1,6204	11,0937	3,1562
3	1,5782	21,8952	0,4835	3,5344	49,0327	1,1242	5,1885	2,8677	2,9616	9,0221	3,8901
4	1,6731	19,8881	0,4478	6,6806	46,0835	1,0541	5,6172	3,7083	3,9081	8,5094	4,1029
5	1,7370	18,4747	0,4738	9,0926	43,3231	0,9781	6,1058	4,0483	4,5266	8,7751	4,2018
6	1,7832	17,5364	0,5320	10,4355	41,1733	0,9318	6,6236	4,1618	4,9337	9,2563	4,4155
7	1,8194	16,9387	0,5732	11,0161	39,5546	0,8955	7,0660	4,2289	5,2234	9,6282	4,8754
8	1,8529	16,7665	0,5770	11,2175	38,1434	0,8685	7,3043	4,3246	5,4349	9,7717	5,5916
9	1,8890	17,0893	0,5581	11,2927	36,7509	0,8593	7,2854	4,4684	5,5760	9,7055	6,4145
10	1,9278	17,7386	0,5361	11,4199	35,4105	0,8619	7,0794	4,6412	5,6556	9,5217	7,1352

Tablo 22'ye göre, Çin değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Çin değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 44 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Çin değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; ABD değişkeninin % 19,37, Arjantin değişkeninin % 0,56, Brezilya değişkeninin % 7,56, Endonezya değişkeninin % 0,85, Güney Afrika değişkeninin % 6,11, Hindistan değişkeninin % 3,39, Meksika değişkeninin % 3,98, Rusya değişkeninin % 10,13 ve Türkiye değişkeninin % 4,54 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 23'te Endonezya değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 23
ABD ile İlişkilerin Analizinde END Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	0,8231	0,1461	5,2159	7,8948	8,4550	59,9029	1,0556	0,0000	0,0000	13,0182	4,3115
2	0,9067	0,1204	4,3723	9,3181	7,7107	50,7280	4,4787	0,4869	0,0424	12,6420	10,1005
3	0,9899	0,9046	3,8018	8,6825	9,1147	43,2209	6,3827	2,9391	0,3734	11,9827	12,5977
4	1,0566	1,8537	3,5153	7,6379	11,2757	38,3237	6,6622	5,5999	0,8787	11,6942	12,5587
5	1,1022	2,0755	3,2732	7,8712	12,7383	35,3235	6,4485	7,2159	1,2537	12,0185	11,7816
6	1,1329	1,9649	3,1060	8,9965	13,0379	33,4303	6,2179	7,7669	1,4712	12,8582	11,1502
7	1,1559	2,0538	3,0945	9,9663	12,6859	32,1456	6,0588	7,7381	1,5815	13,9438	10,7318
8	1,1735	2,2844	3,2062	10,3461	12,3101	31,2435	5,9938	7,5621	1,6428	14,9970	10,4140
9	1,1859	2,3825	3,3334	10,3404	12,1004	30,6185	6,0195	7,4185	1,6961	15,8417	10,2489
10	1,1950	2,3492	3,3988	10,2262	11,9507	30,1565	6,0762	7,3295	1,7602	16,4076	10,3452

Tablo 23'e göre, Endonezya değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Endonezya değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 39 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Endonezya değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; ABD değişkeninin % 1,61, Arjantin değişkeninin % 3,63, Brezilya değişkeninin % 9,13, Çin değişkeninin % 11,14, Güney Afrika değişkeninin % 5,54, Hindistan değişkeninin % 5,41, Meksika değişkeninin % 1,07, Rusya değişkeninin % 13,54 ve Türkiye değişkeninin % 10,42 katkı yaptığı görülmektedir.

Güney Afrika değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları, Tablo 24'te yer almaktadır.

Tablo 24
ABD ile İlişkilerin Analizinde GAF Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	0,5294	15,7666	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	83,2769	0,0000	0,0000	0,0000	0,9566
2	0,7610	39,7913	2,2917	0,7787	0,1887	0,0944	47,3818	2,4653	0,3218	4,2084	2,4779
3	0,9103	47,3426	3,3915	0,6851	0,6327	0,2885	33,1301	4,1080	1,6552	6,8614	1,9050
4	0,9605	47,5750	3,5500	0,6838	0,7900	0,3272	30,8444	4,5438	2,1341	7,8349	1,7169
5	0,9699	46,8339	3,4847	0,6753	0,8864	0,3363	31,4019	4,5006	2,2512	7,9032	1,7266
6	0,9741	46,7026	3,5556	0,6703	0,8907	0,3363	31,4977	4,5111	2,2322	7,8718	1,7316
7	0,9790	46,7170	3,6519	0,6648	0,8822	0,3437	31,2046	4,5787	2,2515	7,9904	1,7153
8	0,9815	46,6783	3,6848	0,6635	0,8827	0,3489	31,0635	4,6070	2,2769	8,0872	1,7072
9	0,9821	46,6409	3,6851	0,6639	0,8850	0,3498	31,0673	4,6079	2,2847	8,1086	1,7068
10	0,9822	46,6340	3,6852	0,6639	0,8853	0,3497	31,0770	4,6073	2,2842	8,1064	1,7071

Tablo 24'e göre, Güney Afrika değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Güney Afrika değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 38 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Güney Afrika değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; ABD değişkeninin % 43,07, Arjantin değişkeninin % 3,10, Brezilya değişkeninin % 0,61, Çin değişkeninin % 0,69, Endonezya değişkeninin % 0,28, Hindistan değişkeninin % 3,85, Meksika değişkeninin % 1,77, Rusya değişkeninin % 6,70 ve Türkiye değişkeninin % 1,74 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 25'te Hindistan değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 25
ABD ile İlişkilerin Analizinde HİN Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,4443	17,0633	0,4953	0,6463	4,0001	2,1821	12,2691	61,1404	0,0887	1,3940	0,7207
2	1,8448	26,7242	1,8118	1,8954	16,9150	2,2919	7,8688	40,0124	0,8328	0,9165	0,7312
3	2,0485	24,6942	3,3221	5,9011	19,8949	1,9277	7,4416	32,6646	1,2301	2,3274	0,5963
4	2,1770	21,8713	4,6392	8,9763	18,6752	1,7186	7,0890	28,9304	1,6131	5,8039	0,6829
5	2,2895	20,2712	5,5220	9,9279	16,8864	1,6010	6,4753	26,1595	1,9510	9,9667	1,2392
6	2,3903	19,2157	5,9151	9,6349	15,6694	1,4920	5,9505	24,0002	2,2417	13,4681	2,4123
7	2,4738	18,1602	5,9470	9,0853	14,8261	1,3931	5,6371	22,4329	2,5127	15,8809	4,1247
8	2,5421	17,1991	5,7896	8,6219	14,0943	1,3354	5,4380	21,3734	2,7723	17,3463	6,0296
9	2,6000	16,5277	5,5770	8,2766	13,4741	1,3197	5,2548	20,7032	3,0083	18,1731	7,6855
10	2,6495	16,1161	5,3810	8,0944	13,0248	1,3177	5,0736	20,2929	3,2054	18,6677	8,8264

Tablo 25'e göre, Hindistan değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Hindistan değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 30 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Hindistan değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; ABD değişkeninin % 19,78, Arjantin değişkeninin % 4,44, Brezilya değişkeninin 7,11, Çin değişkeninin % 14,75, Endonezya değişkeninin % 1,66, Güney Afrika değişkeninin % 6,85, Meksika değişkeninin % 1,95, Rusya değişkeninin % 10,39 ve Türkiye değişkeninin % 3,30 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 26'da Meksika değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 26
ABD ile İlişkilerin Analizinde MEK Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,1903	10,4082	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,9718	0,0000	79,4610	0,1737	7,9853
2	2,0171	50,2585	0,0055	7,7257	2,4689	0,0840	2,1996	4,0536	28,0950	1,0645	4,0449
3	2,2291	55,1545	0,3984	6,4181	2,6842	0,0941	3,8916	3,4722	23,0078	0,9872	3,8919
4	2,2750	53,4910	0,4570	6,1674	2,6245	0,1661	4,8736	3,9497	22,9262	1,3381	4,0065
5	2,2857	52,9998	0,5326	6,1103	2,7165	0,1646	5,4783	3,9348	22,7167	1,3257	4,0208
6	2,2987	52,9116	0,6942	6,0414	2,6870	0,1810	5,5076	4,0106	22,4911	1,4968	3,9785
7	2,3070	52,8202	0,7872	6,0000	2,6689	0,1886	5,4728	4,0635	22,3701	1,6784	3,9503
8	2,3096	52,7439	0,8030	5,9876	2,6671	0,1923	5,5003	4,0730	22,3423	1,7468	3,9439
9	2,3100	52,7256	0,8027	5,9860	2,6672	0,1923	5,5256	4,0715	22,3352	1,7502	3,9437
10	2,3105	52,7269	0,8060	5,9837	2,6662	0,1924	5,5293	4,0734	22,3273	1,7524	3,9424

Tablo 26'ya göre, Meksika değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Meksika değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 29 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Meksika değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; ABD değişkeninin % 48,62, Arjantin değişkeninin % 0,53, Brezilya değişkeninin 5,64, Çin değişkeninin % 2,39, Endonezya değişkeninin % 0,15, Güney Afrika değişkeninin % 4,60, Hindistan değişkeninin % 3,57, Rusya değişkeninin % 1,33 ve Türkiye değişkeninin % 4,37 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 27'de Rusya değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 27
ABD ile İlişkilerin Analizinde RUS Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	2,0984	19,9019	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	14,1703	0,0000	0,0000	58,4390	7,4889
2	3,0760	34,0657	0,1140	0,0189	1,8706	1,2695	8,7756	0,0031	0,9882	43,5431	9,3512
3	3,8335	39,6054	0,6295	0,4223	3,8827	1,8167	6,0807	0,3514	1,4653	35,2320	10,5140
4	4,3772	41,4227	1,1413	1,9574	5,3440	1,9241	4,6956	0,9581	1,7433	30,4724	10,3411
5	4,7222	41,4842	1,4263	4,4432	6,0350	1,8322	4,0462	1,3749	1,9018	27,8093	9,6469
6	4,9181	40,8529	1,5077	7,1577	6,0990	1,7114	3,7867	1,5037	1,9770	26,3647	9,0392
7	5,0225	40,1653	1,4944	9,3321	5,9141	1,6428	3,6915	1,4805	2,0009	25,5996	8,6789
8	5,0785	39,6974	1,4670	10,6294	5,7951	1,6228	3,6462	1,4486	2,0013	25,2019	8,4904
9	5,1116	39,4808	1,4483	11,2025	5,8024	1,6157	3,6143	1,4471	1,9948	24,9974	8,3967
10	5,1370	39,4725	1,4352	11,3767	5,8325	1,6025	3,5869	1,4498	1,9863	24,8766	8,3810

Tablo 27'ye göre, Rusya değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Rusya değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 32 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Rusya değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; ABD değişkeninin % 37,61, Arjantin değişkeninin % 1,07, Brezilya değişkeninin 5,65, Çin değişkeninin % 4,66, Endonezya değişkeninin % 1,50, Güney Afrika değişkeninin % 5,61, Hindistan değişkeninin % 1,00, Meksika değişkeninin % 1,61 ve Türkiye değişkeninin % 9,03 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 28'de Türkiye değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 28
ABD ile İlişkilerin Analizinde TÜR Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	ABD	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	3,3208	11,4466	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	88,5534
2	4,1073	35,1329	1,3391	0,4142	2,0427	0,3790	0,0030	2,6078	0,0014	0,1741	57,9058
3	4,3247	33,8662	2,6684	1,0341	1,8433	0,5995	1,8371	3,5226	0,6622	1,5334	52,4331
4	4,3934	32,8465	2,6265	1,0033	1,8552	0,6753	2,7146	3,6058	1,1442	2,2159	51,3129
5	4,4219	33,0246	2,7271	0,9993	1,8356	0,6801	2,9941	3,7057	1,1544	2,2077	50,6714
6	4,4535	33,3283	2,8432	0,9852	1,8171	0,6877	2,9547	3,8127	1,1979	2,4192	49,9541
7	4,4663	33,3411	2,8747	0,9808	1,8133	0,6912	2,9844	3,8459	1,2387	2,5586	49,6715
8	4,4687	33,3115	2,8726	0,9812	1,8158	0,6913	3,0355	3,8448	1,2472	2,5792	49,6208
9	4,4697	33,3123	2,8757	0,9810	1,8156	0,6911	3,0535	3,8461	1,2467	2,5791	49,5989
10	4,4709	33,3220	2,8805	0,9805	1,8146	0,6913	3,0529	3,8498	1,2482	2,5876	49,5726

Tablo 28'e göre, Türkiye değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Türkiye değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 55 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Türkiye değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; ABD değişkeninin % 31,29, Arjantin değişkeninin % 2,37, Brezilya değişkeninin 0,84, Çin değişkeninin % 1,67, Endonezya değişkeninin % 0,58, Güney Afrika değişkeninin % 2,26, Hindistan değişkeninin % 3,26, Meksika değişkeninin % 0,91 ve Rusya değişkeninin % 1,89 katkı yaptığı görülmektedir.

5.1.3.4.5 Genel Değerlendirme

Yukarıda yapılan analizler sonucunda, tüm ülkelerin iş döngüleri arasında incelenen dönem itibariyle Johansen Eşbütünleşme Testi'ne göre uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiş, diğer bir ifade ile incelenen ülkelerin eşbütünleşik olduğu görülmüştür. Bu sonuç, analizdeki tüm yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin ABD'nin iş döngüsü ile uzun dönemde birlikte hareket ettiği şeklinde yorumlanabilmektedir. Bu durum, incelenen ekonomilerin uzun dönemde entegre olduğu şeklinde bir sonucun çıkarılması yönünde bir kanıt olarak değerlendirilebilmektedir. ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında kısa dönem ilişkilerin analizi amacıyla yapılan VECM ise benzer bir sonuca işaret etmektedir: ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında kısa dönemli bir ilişki vardır. Gerek uzun dönemli gerekse kısa dönemli ilişkilerin analizine göre, ABD ekonomisinin iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngüleri senkronizedir. Bu doğrultuda, incelenen dönem itibariyle bu ekonomiler arasında ayrışmanın gerçekleşmediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Granger Nedensellik Analizi ile ulaşılan sonuçlar değerlendirildiğinde, ABD'nin; Arjantin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'nin Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişki bulunduğu, Brezilya'nın; Meksika'nın Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişki bulunduğu, Çin'in; Arjantin ve Hindistan'ın Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişki bulunduğu, Endonezya'nın; Arjantin'in Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişki bulunduğu ve Güney Afrika'nın; Endonezya'nın Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişki bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Varyans ayrıştırma analizi ile elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, ABD'nin varyansındaki değişimin % 83'ü kendisinden kaynaklanmaktayken, diğer ekonomilerin ABD'nin varyansındaki değişim üzerinde etkisi yok denecek kadar azdır. Güney Afrika, Meksika, Rusya'nın varyanslarındaki değişimin en büyük kaynağı ABD iken Arjantin, Brezilya, Çin, Hindistan ve Türkiye ekonomilerinin varyanslarındaki değişimde kendi ekonomilerinin etkisinden sonra en büyük etki ABD ekonomisinin etkisidir.

Granger Nedensellik ve varyans ayrıştırma analizlerinin sonuçları birlikte değerlendirildiğinde, ABD'nin yükselen piyasa ekonomilerinin çoğunda meydana gelen değişimi açıklayıcı bir etkisi olması nedeniyle ABD ekonomisinin diğer ekonomileri etkileyen ve sürükleyen bir ekonomi olduğu söylenebilmektedir.

5.1.3.5 G7 Ekonomileri ile Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasındaki İlişkilerin Analizi

Ayrışma hipotezi, yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin son yıllarda sadece ABD ekonomisinin iş döngüsünden daha bağımsız hale geldiği şeklinde değil aynı zamanda gelişmiş ekonomilerin iş döngülerinden de daha bağımsız hale geldiği şeklinde tanımlanmaktadır¹⁷³. Bu nedenle, ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği hakkında yukarıda yapılan analizlerden sonra ayrışma hipotezinin test edilmesine yönelik ekonometrik analizler bölümünün bu kısımda yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmiş ekonomilerden ayrışıp ayrışmadığı analiz edilecektir. Bu doğrultuda, gelişmiş ekonomiler olarak G7 ekonomileri bir grup olarak analize dahil edilecektir.

G7 ekonomilerinin iş döngüleri ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin birlikte hareketinin incelenmesi amacıyla ABD ekonomisi ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngüleri arasındaki ilişkilerin analizindeki gibi, G7 ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki uzun dönemli ilişkiler Johansen Eşbütünleşme Testi ile, kısa dönemli ilişkiler VECM ile, nedensellik ilişkileri VECM temelli VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi ile, değişkenlerin varyansındaki değişimlerin incelenmesi VAR varyans ayrıştırması ile analiz edilecektir.

5.1.3.5.1 Eşbütünleşme Analizi

ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki ilişkilerin analizinden önce tüm ekonomik değişkenlerin ADF ve PP durağanlık testleriyle durağan oldukları saptandığı için, eşbütünleşme analizine, yine uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi için kriterlere bakmakla başlanacaktır (bkz. Tablo 29).

¹⁷³ Wälti, *No Decoupling, More Interdependence: Business Cycle Comovements between Advanced and Emerging Economies*, s.2.

Tablo 29
G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasındaki Eşbütünleşme Analizi İçin
Uygun Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: G7 ARJ BRE ÇİN END GAF HİN MEK RUS TÜR						
Exogenous variables: C						
Date: 01/05/12 Time: 00:00						
Sample: 1999Q1 2011Q2						
Included observations: 48						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-993,638	NA	41911,58	41,8599	42,28872	42,02195
1	-613,688	569,9246	0,973128	31,07033	36,21613*	33,01493*
2	-429,507	191,8555*	0,159025*	28,43777*	38,30056	32,16494
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

Tablo 29 incelendiğinde SC ve HQ kriterlerinin 1 gecikme için uygunluk gösterdiği görülmektedir. Bu nedenle, G7 ile yükselen ekonomiler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin araştırılması amacıyla Johansen Eşbütünleşme Analizi, 1 gecikme için uygulanacaktır. Eşbütünleşme analizi, ele alınan değişkenler seviyede I(0) durağan olduğu için tüm değişkenler için yapılacaktır. Tablo 30, Johansen Eşbütünleşme Testi sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 30'da gösterilen Johansen Eşbütünleşme Testi'nin sonuçlarına baktığımızda, değişkenlere ait özdeğer (eigenvalue) sonuçları iz istatistiği (trace statistic) açısından incelendiğinde, beş tane eşbütünleşme vektörünün (eşbütünleşme ilişkisi); değişkenlere ait özdeğer sonuçları maksimum özdeğer istatistiği (max-eigen statistic) açısından incelendiğinde ise üç tane eşbütünleşme vektörünün (eşbütünleşme ilişkisi) olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, gerek iz gerekse maksimum özdeğer değerleri, ekonomilerin iş döngüleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin (eşbütünleşmenin) olduğunu göstermektedir. Bu doğrultuda, G7 ekonomi grubunun iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin uzun dönemde birlikte hareket ettiği söylenebilmektedir.

Tablo 30
G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin
Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Date: 01/05/12 Time: 00:29				
Sample (adjusted): 1999Q3 2011Q2				
Included observations: 48 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend (restricted)				
Series: G7 ARJ BRE ÇİN END GAF HİN MEK RUS TÜR				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0,05 Critical Value	Prob. **
None *	0,908341	426,5574	273,1889	0
At most 1 *	0,786657	311,853	228,2979	0,0001
At most 2 *	0,773104	237,6999	187,4701	0
At most 3 *	0,620379	166,5032	150,5585	0,0045
At most 4 *	0,568885	120,0113	117,7082	0,0355
At most 5	0,454339	79,62502	88,8038	0,1912
At most 6	0,36938	50,54865	63,8761	0,3898
At most 7	0,274865	28,41817	42,91525	0,597
At most 8	0,166034	12,99109	25,87211	0,7389
At most 9	0,085232	4,276077	12,51798	0,7019
Trace test indicates 5 cointegrating eqn(s) at the 0,05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0,05 level				
** MacKinnon-Haug-Michelis p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0,05 Critical Value	Prob. **
None *	0,908341	114,7044	68,81206	0
At most 1 *	0,786657	74,15307	62,75215	0,0028
At most 2 *	0,773104	71,19669	56,70519	0,001
At most 3	0,620379	46,49192	50,59985	0,1258
At most 4	0,568885	40,38629	44,4972	0,1309
At most 5	0,454339	29,07636	38,33101	0,3835
At most 6	0,36938	22,13049	32,11832	0,4833
At most 7	0,274865	15,42707	25,82321	0,596
At most 8	0,166034	8,715015	19,38704	0,7534
At most 9	0,085232	4,276077	12,51798	0,7019
Max-eigenvalue test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0,05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0,05 level				
** MacKinnon-Haug-Michelis p-values				

Tablo 31’de elde edilen bu uzun dönemli ilişkinin yönüne yönelik çıkarımlar yer almaktadır.

Tablo 31
G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin
Eşbütünleşme Denklemi Sonucu

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -616,971									
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)									
G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1,0000	0,4490	0,3255	-0,3943	-2,0912	2,0961	-2,3141	-0,0512	-0,0053	-0,4505
	(0,0362)	(0,0962)	(0,1590)	(0,2018)	(0,2224)	(0,1634)	(0,0976)	(0,0634)	(0,0466)

Tablo 31’de gösterilen eşbütünleşme denklemine göre, Arjantin, Brezilya ve Güney Afrika; G7 ile ters yönlü bir ilişkiye sahiptir. Yani G7’nin GSYİH’si arttıkça bu ekonomilerin GSYİH’leri azalmaktadır. Çin, Endonezya, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye ise; G7 ile aynı yönlü bir ilişkiye sahiptir. G7’nin GSYİH’si arttıkça, bu ekonomilerin GSYİH’leri artmaktadır.

5.1.3.5.2 Kısa Dönem İlişkilerin Analizi - VECM

Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin tespit edilmesinden sonraki adım, kısa dönem ilişkileri test eden VECM’yi oluşturmaktır. Tablo 32’de, G7 ekonomileri ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki kısa dönem ilişkilerin analizi için oluşturulan VECM yer almaktadır.

Tablo 32
G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin
VECM Sonucu

Error Correction	D(G7)	D(ARJ)	D(BRE)	D(ÇİN)	D(END)	D(GAF)	D(HİN)	D(MEK)	D(RUS)	D(TÜR)
CointEq1	-0,1489	-0,2213	-0,3324	-0,0195	0,0247	-0,0178	0,2677	0,0534	-0,0377	-0,0893
	-0,0457	-0,1326	-0,1261	-0,0938	-0,0842	-0,0379	-0,1194	-0,0894	-0,1543	-0,2592
	[-3,2612]	[-1,6688]	[-2,6353]	[-0,2081]	[0,2931]	[-0,4691]	[2,2420]	[0,5978]	[-0,2446]	[-0,3447]

Değişkenler için VECM sonuçlarına baktığımızda ise, vektör hata düzeltme katsayılarının üç değişken (G7, Brezilya ve Hindistan) için istatistiksel olarak anlamlı olduğu (mutlak değer olarak 1,96’dan büyük olduğu) görülmektedir. Vektör hata düzeltme katsayılarının ikiden fazla değişken için istatistiksel olarak anlamlı olması dengeye ulaşmak için yeterli olduğu için, değişkenler arasında kısa dönem ilişkiler mevcuttur. Gerek uzun dönemli ilişkilerin analizi için yapılan Johansen Eşbütünleşme

Testi gerekse kısa dönemli ilişkilerin analizi için oluşturulan VECM aynı sonuca işaret etmektedir: İncelenen dönem itibariyle G7 ekonomi grubu ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışma gerçekleşmemiştir, bu ekonomilerin iş döngüleri uzun ve kısa dönemde birlikte hareket etmektedir.

5.1.3.5.3 Granger Nedensellik Analizi

G7 ile yükselen piyasa ekonomileri arasında bir nedensellik ilişkisinin olup olmadığının; eğer ilişki varsa ilişkinin yönünün tespit edilmesi amacıyla, VECM temelli VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi kullanılmaktadır. Tablo 33'te test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 33
G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Değişkenleri İçin
VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi Sonucu

Y* X**		G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
G7	Chi-sq Prob.		0,4357 0,5092	3,0543 0,2172	5,4558 0,0654	0,0125 0,9108	7,4977 0,0235	14,5287 0,0001	11,2733 0,0036	8,2985 0,0158	4,2027 0,0404
ARJ	Chi-sq Prob.	1,4687 0,2256		3,9351 0,1398	1,0675 0,5864	1,4970 0,2211	6,0089 0,0496	0,0048 0,9447	2,8977 0,2348	0,0083 0,9959	2,1826 0,1396
BRE	Chi-sq Prob.	0,2695 0,6036	0,4030 0,5255		3,0713 0,2153	0,4525 0,5011	1,6153 0,4459	1,6401 0,2003	14,8048 0,0006	2,9118 0,2332	0,0101 0,9198
ÇİN	Chi-sq Prob.	1,5948 0,2066	0,2975 0,5854	2,0495 0,3589		1,4586 0,2272	1,0730 0,5848	4,1684 0,0412	1,6046 0,4483	0,4966 0,7801	2,6795 0,1016
END	Chi-sq Prob.	0,0366 0,8482	0,0089 0,9247	3,6712 0,1595	0,2515 0,8818		1,5744 0,4551	1,6483 0,1992	2,8979 0,2348	0,8953 0,6391	0,0100 0,9204
GAF	Chi-sq Prob.	1,0852 0,2975	0,8913 0,3451	2,3168 0,3140	2,4250 0,2974	7,0638 0,0079		1,6910 0,1935	2,8742 0,2376	0,5929 0,7434	0,8507 0,3564
HİN	Chi-sq Prob.	0,2055 0,6503	4,3687 0,0366	0,8819 0,6434	5,5533 0,0622	0,7063 0,4007	0,3614 0,8347		0,4857 0,7844	3,0659 0,2159	0,5825 0,4453
MEK	Chi-sq Prob.	2,0063 0,1566	4,0794 0,0434	1,5273 0,4660	1,2432 0,5371	0,0212 0,8841	2,0392 0,3607	3,7174 0,0538		0,0157 0,9922	1,5780 0,2090
RUS	Chi-sq Prob.	0,1354 0,7129	0,7733 0,3792	2,7926 0,2475	4,1760 0,1239	1,9847 0,1589	1,0224 0,5998	1,7992 0,1798	3,2833 0,1937		4,5401 0,0331
TÜR	Chi-sq Prob.	1,6942 0,1930	1,6841 0,1944	0,3288 0,8484	0,3312 0,8474	0,3541 0,5518	0,1182 0,9426	2,5986 0,1070	0,9961 0,6077	0,1611 0,9226	

* Y; bağımlı değişken

** X; bağımsız değişken

Tablo 33, % 5 istatistiksel anlamlılık düzeyi için, G7'nin; Güney Afrika, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'nin Granger nedeni olduğunu, yükselen ekonomilerin hiçbirinin G7'nin Granger nedeni olmadığını göstermektedir. Buna göre, G7 ile Güney Afrika, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye arasında tek yönlü bir ilişkinin bulunduğu söylenebilmektedir.

Arjantin; Güney Afrika'nın Granger nedeni iken Hindistan ve Meksika da Arjantin'in Granger nedenidir. Buna göre, Arjantin ile Güney Afrika arasında tek yönlü bir ilişki, Hindistan ve Meksika ile Arjantin arasında da tek yönlü bir ilişki vardır.

Brezilya; Meksika'nın Granger nedeni iken hiçbir ekonomi Brezilya'nın Granger nedeni değildir. Buna göre, Brezilya ile Meksika arasında tek yönlü bir ilişki vardır.

Çin; Hindistan'ın Granger nedeni iken hiçbir ekonomi Çin'in Granger nedeni değildir. Buna göre, Çin ile Hindistan arasında tek yönlü bir ilişki vardır.

Endonezya; hiçbir ekonominin Granger nedeni değilken Güney Afrika Endonezya'nın Granger nedenidir. Buna göre, Güney Afrika ile Endonezya arasında tek yönlü bir ilişki vardır.

Rusya; Türkiye'nin Granger nedeni iken G7 dışında hiçbir ekonomi Rusya'nın Granger nedeni değildir. Buna göre, Rusya ile Türkiye arasında tek yönlü bir ilişki vardır.

Tablo 34'te, Tablo 33'te yer alan sonuçların ortaya koyduğu nedensellik ilişkilerinin özeti yer almaktadır.

Tablo 34
G7 ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasında Nedensellik İlişkisi

Nedenselliğin Yönü	Nedensellik İlişkisi
G7 → GAF	Tek Yönlü
G7 → Hindistan	Tek Yönlü
G7 → Meksika	Tek Yönlü
G7 → Rusya	Tek Yönlü
G7 → Türkiye	Tek Yönlü
Arjantin → GAF	Tek Yönlü
Brezilya → Meksika	Tek Yönlü
Çin → Hindistan	Tek Yönlü
GAF → Endonezya	Tek Yönlü
Hindistan → Arjantin	Tek Yönlü
Meksika → Arjantin	Tek Yönlü
Rusya → Türkiye	Tek Yönlü

5.1.3.5.4 Varyans Ayrıştırma Analizi

Analizin bu bölümünde, G7 ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki ilişkileri, vektörel bir sistem çerçevesinde inceleyerek, varyans ayrıştırması teknikleriyle ortaya çıkarmak için VAR modelleri kullanılmıştır. Değişkenlerde meydana gelen değişmelerin kaynağını belirlemede kullanılan öngörü hatasının varyans ayrıştırması ile değişimlerin kaynağı belirlenmeye çalışılmıştır.

G7 değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları, Tablo 35'te yer almaktadır.

Tablo 35
G7'nin Yükselen Piyasa Ekonomileriyle İlişisinde
G7 Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	0,5124	100,000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2	0,8348	86,5350	0,0114	0,3060	3,9379	0,7799	2,2579	2,2243	1,2101	1,7951	0,9423
3	1,0542	66,9018	1,0448	15,4380	4,8991	1,4818	2,0128	1,5282	3,5856	1,8986	1,2094
4	1,1580	57,2454	2,4534	18,4522	4,6023	4,4240	1,7086	1,5233	5,1396	3,4202	1,0310
5	1,2153	52,5976	3,1238	19,8682	4,1977	5,7535	2,8858	1,7883	5,1674	3,6730	0,9447
6	1,2510	52,1002	3,5000	18,8888	4,0772	5,6115	3,8513	1,9065	5,2267	3,9288	0,9090
7	1,2807	52,2561	3,6353	18,6954	3,9963	5,4852	4,4905	1,8282	4,9879	3,7503	0,8749
8	1,3003	51,1815	3,5276	19,2426	3,9089	6,1468	4,4950	1,8672	4,9667	3,8148	0,8487
9	1,3133	50,2313	3,5412	19,5741	3,8490	6,6923	4,4282	1,9499	4,9957	3,9028	0,8354
10	1,3227	50,0915	3,7137	19,3542	3,8660	6,7568	4,4635	1,9978	4,9642	3,9225	0,8698

Tablo 35 incelendiğinde, G7 değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, G7 değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 62 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak G7 değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; Arjantin değişkeninin % 2,46, Brezilya değişkeninin % 14,98, Çin değişkeninin % 3,73, Endonezya değişkeninin % 4,31, Güney Afrika değişkeninin % 3,06, Hindistan değişkeninin % 1,66, Meksika değişkeninin % 4,02, Rusya değişkeninin % 3,01 ve Türkiye değişkeninin % 0,85 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 36'da, Arjantin değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 36
G7 ile İlişkilerin Analizinde ARJ Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,5542	4,8002	82,5231	1,7525	0,1210	10,8032	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2	2,2899	5,9439	62,2637	6,8445	0,5838	11,9368	0,5056	4,5553	0,6325	0,0601	6,6739
3	2,7460	11,8509	44,7420	7,1322	5,8241	14,2953	2,0556	4,8899	0,6357	0,5792	7,9950
4	2,9247	11,9494	39,6720	6,7448	7,2270	12,8137	2,6821	4,5137	3,0509	1,3614	9,9850
5	3,0352	12,0521	37,4876	7,3367	7,1440	12,9016	4,5686	4,4439	3,2559	1,3177	9,4920
6	3,1689	11,0690	34,6840	7,3378	6,5546	14,9734	5,4966	5,3181	3,7843	1,4345	9,3478
7	3,2449	11,1800	33,0998	7,0258	6,4391	15,8385	6,0850	5,6590	3,9855	1,3894	9,2979
8	3,2704	11,4810	32,7645	6,9487	6,4826	15,6734	6,2572	5,6392	3,9354	1,3907	9,4274
9	3,2868	11,6690	32,6310	7,0087	6,4674	15,6526	6,1962	5,6014	3,9738	1,3971	9,4029
10	3,3078	11,5418	32,2529	7,0853	6,3934	16,1000	6,1934	5,6873	3,9798	1,4004	9,3657

Tablo 36 incelendiğinde, Arjantin değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Arjantin değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 43 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Arjantin değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; G7 değişkeninin % 10,35, Brezilya değişkeninin % 6,52, Çin değişkeninin % 5,32, Endonezya değişkeninin % 14,10, Güney Afrika değişkeninin % 4,00, Hindistan değişkeninin % 4,63, Meksika değişkeninin % 2,72, Rusya değişkeninin % 1,03 ve Türkiye değişkeninin % 8,10 katkı yaptığı görülmektedir.

Brezilya değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları Tablo 37’de yer almaktadır.

Tablo 37
G7 ile İlişkilerin Analizinde BRE Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,4586	9,5297	0,6310	69,7474	0,0000	0,0000	14,3961	0,1745	0,5145	1,0827	3,9242
2	1,9737	20,5259	0,3501	48,7790	4,5246	1,6238	8,7708	4,4181	2,3609	0,9838	7,6630
3	2,3423	24,3665	0,3305	34,8037	10,4622	2,2274	6,2544	8,7063	4,0051	0,7043	8,1396
4	2,5600	23,3881	0,2973	30,5406	14,1856	2,1866	5,5276	11,0153	4,7098	0,7633	7,3857
5	2,6678	21,5990	0,2957	31,3168	15,2786	2,0236	5,3124	11,4081	4,6831	1,2803	6,8024
6	2,7347	21,3547	0,4599	32,3345	14,8040	1,9842	5,0732	10,9332	4,4571	2,0268	6,5723
7	2,7993	22,4539	0,7586	31,7042	14,2030	2,0489	4,9252	10,5350	4,3850	2,6368	6,3494
8	2,8594	23,4324	1,0271	30,4134	14,0754	2,0995	5,1095	10,3714	4,4377	2,9477	6,0859
9	2,9026	23,5904	1,1671	29,6580	14,1481	2,0920	5,5696	10,2163	4,4571	3,0396	6,0618
10	2,9295	23,2641	1,1994	29,4578	14,0880	2,0586	6,0373	10,0335	4,4049	3,0402	6,4162

Tablo 37 incelendiğinde, Brezilya değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Brezilya değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 37 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Brezilya değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; G7 değişkeninin % 21,35, Arjantin değişkeninin % 0,65, Çin değişkeninin % 11,58, Endonezya değişkeninin % 1,83, Güney Afrika değişkeninin % 6,70, Hindistan değişkeninin % 8,78, Meksika değişkeninin % 3,84, Rusya değişkeninin % 1,85 ve Türkiye değişkeninin % 6,54 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 38’de, Çin değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 38
G7 ile İlişkilerin Analizinde ÇİN Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,1678	30,5430	0,0000	0,0000	61,3868	8,0702	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2	1,2546	27,8931	0,2899	0,7430	54,3424	8,2613	1,2306	1,0764	4,2312	1,7778	0,1543
3	1,4000	22,6041	0,2879	9,2755	45,2094	7,9378	1,0197	7,2115	3,7192	2,6046	0,1303
4	1,5084	20,2895	1,6241	9,1989	38,9558	7,0012	1,2078	8,5897	4,4952	3,5382	5,0996
5	1,5778	18,8192	1,5981	8,8399	35,7070	7,3269	2,0728	10,2165	4,3618	3,5986	7,4592
6	1,6033	19,5325	1,8824	8,6604	34,6371	7,2358	2,3425	10,0438	4,8041	3,4990	7,3624
7	1,6173	19,2708	1,8500	9,2392	34,0400	7,5513	2,3111	9,9525	4,9533	3,5936	7,2383
8	1,6216	19,3289	1,8911	9,1948	33,8934	7,5658	2,3386	9,9117	5,0263	3,6307	7,2186
9	1,6277	19,4520	1,9512	9,1475	33,6889	7,5360	2,4472	9,8633	5,0192	3,6138	7,2808
10	1,6308	19,5705	1,9695	9,1559	33,5918	7,5741	2,4428	9,8378	5,0001	3,6000	7,2575

Tablo 38 incelendiğinde, Çin değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Çin değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 41 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Çin değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; G7 değişkeninin % 21,73, Arjantin değişkeninin % 1,33, Brezilya değişkeninin % 7,35, Endonezya değişkeninin % 7,61, Güney Afrika değişkeninin % 1,74, Hindistan değişkeninin % 7,67, Meksika değişkeninin % 4,16, Rusya değişkeninin % 2,95 ve Türkiye değişkeninin % 4,92 katkı yaptığı görülmektedir.

Endonezya değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları, Tablo 39’da yer almaktadır.

Tablo 39
G7 ile İlişkilerin Analizinde END Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	0,9631	8,8207	0,0000	0,0000	0,0000	91,1793	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2	1,0964	7,7906	3,1831	2,0026	0,3643	80,0502	2,6772	0,1096	1,9427	0,2289	1,6509
3	1,2481	10,4331	12,7161	1,6077	0,5208	62,2238	2,8579	1,5918	2,4682	4,1466	1,4341
4	1,3500	9,3525	10,8922	2,1233	0,4546	56,4076	3,8407	5,0677	3,1609	3,6200	5,0805
5	1,3747	9,1755	10,5053	3,4408	0,7223	54,7983	3,8281	5,2320	3,0499	3,5816	5,6662
6	1,3978	9,4119	10,2240	3,5454	0,7051	53,3667	3,8556	5,7036	2,9731	3,5649	6,6497
7	1,4138	10,3694	10,6100	3,4658	0,7817	52,2555	3,8073	5,5760	3,0821	3,5373	6,5149
8	1,4177	10,3651	10,5641	3,4626	0,7815	52,2383	3,7873	5,5755	3,1538	3,5496	6,5222
9	1,4201	10,3599	10,5761	3,5638	0,7798	52,1617	3,7747	5,5736	3,1620	3,5377	6,5108
10	1,4224	10,3303	10,5600	3,5871	0,7775	52,1215	3,7829	5,5992	3,1540	3,5400	6,5475

Tablo 39 incelendiğinde, Endonezya değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Endonezya değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 61 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Endonezya değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; G7 değişkeninin % 9,64, Arjantin değişkeninin % 8,98, Brezilya değişkeninin % 2,68, Çin değişkeninin % 0,59, Güney Afrika değişkeninin % 3,22, Hindistan değişkeninin % 4,00, Meksika değişkeninin % 2,61, Rusya değişkeninin % 2,93 ve Türkiye değişkeninin % 4,66 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 40'ta, Güney Afrika değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 40
G7 ile İlişkilerin Analizinde GAF Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	0,4957	16,5692	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	83,3908	0,0000	0,0000	0,0000	0,0400
2	0,8329	35,0411	1,0378	0,2552	0,6626	0,0005	49,3449	8,1007	1,3451	0,5595	3,6526
3	1,1704	44,1052	1,3225	2,9327	3,1183	0,0530	27,7763	12,9445	3,1251	0,5444	4,0779
4	1,4644	45,3336	1,1719	8,2602	5,3790	0,0787	17,7808	14,0432	4,2435	0,3562	3,3528
5	1,6839	43,0248	0,9450	14,8302	6,3833	0,0629	13,6926	13,3623	4,6633	0,3542	2,6814
6	1,8285	39,9131	0,8029	21,0244	6,3221	0,0674	12,1391	12,1742	4,6463	0,6231	2,2874
7	1,9172	37,2966	0,7864	25,6059	5,8662	0,1233	11,5279	11,1689	4,4592	1,0796	2,0859
8	1,9709	35,5122	0,8538	28,1994	5,5763	0,2070	11,2127	10,5768	4,2723	1,5744	2,0152
9	2,0049	34,3919	0,9328	29,2585	5,5947	0,2750	10,9966	10,2890	4,1396	1,9894	2,1326
10	2,0286	33,6865	0,9772	29,4927	5,7462	0,3071	10,8361	10,1044	4,0518	2,2846	2,5134

Tablo 40 incelendiğinde, Güney Afrika değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Güney Afrika değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 25 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Güney Afrika değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; G7 değişkeninin % 36,49, Arjantin değişkeninin % 0,88, Brezilya değişkeninin % 15,99, Çin değişkeninin % 4,46, Endonezya değişkeninin % 0,12, Hindistan değişkeninin % 10,28, Meksika değişkeninin % 3,49, Rusya değişkeninin % 0,94 ve Türkiye değişkeninin % 2,48 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 41’de, Hindistan değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 41
G7 ile İlişkilerin Analizinde HİN Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,4512	20,6471	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	10,6549	66,9721	0,2079	0,6364	0,8816
2	1,8246	24,1825	2,0216	4,0710	10,9607	0,1334	7,2732	48,4142	1,2324	0,8207	0,8905
3	2,0527	20,8869	4,1624	9,0131	14,7829	0,1496	6,8509	38,6951	1,7747	2,9617	0,7227
4	2,1859	18,4529	5,8327	12,2540	14,2402	0,1362	6,2980	34,1246	1,7651	5,9832	0,9133
5	2,2896	17,7104	6,8296	13,1309	12,9800	0,1817	5,7580	31,1606	1,6148	8,6150	2,0191
6	2,3841	17,4187	7,2027	12,6413	12,2154	0,2392	5,6580	28,7667	1,4964	10,2855	4,0762
7	2,4662	16,8285	7,1900	11,8903	11,7468	0,2626	5,9201	26,8909	1,4024	11,1455	6,7229
8	2,5343	16,0421	7,0094	11,2720	11,2776	0,2585	6,2390	25,6143	1,3308	11,5388	9,4175
9	2,5911	15,3472	6,7877	10,8140	10,8048	0,2478	6,4206	24,8924	1,3040	11,7188	11,6629
10	2,6386	14,8286	6,5853	10,5538	10,4270	0,2390	6,4511	24,5452	1,3186	11,8364	13,2150

Tablo 41 incelendiğinde, Hindistan değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Hindistan değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 35 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Hindistan değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; G7 değişkeninin % 18,23, Arjantin değişkeninin % 5,36, Brezilya değişkeninin % 9,56, Çin değişkeninin % 10,94, Endonezya değişkeninin % 0,18, Güney Afrika değişkeninin % 6,75, Meksika değişkeninin % 1,34, Rusya değişkeninin % 7,55 ve Türkiye değişkeninin % 5,05 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 42’de Meksika değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 42
G7 ile İlişkilerin Analizinde MEK Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,1297	23,7924	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,3118	0,0000	67,8232	0,0294	7,0432
2	1,7245	49,0840	0,2039	0,1325	3,7623	0,0681	0,7267	7,2262	29,1397	1,3515	8,3052
3	2,3431	49,9085	0,2767	2,1937	7,4175	0,2430	1,0258	12,1254	17,5282	2,2019	7,0793
4	2,8078	44,1459	0,2072	8,0411	9,2138	0,2235	2,5046	13,1124	13,5448	3,3990	5,6077
5	3,1019	38,1128	0,2187	14,7720	9,1911	0,1888	3,9483	12,2310	11,5677	5,1108	4,6589
6	3,2827	34,0330	0,4477	19,5656	8,3686	0,2734	4,7194	11,0304	10,3606	7,0416	4,1596
7	3,4079	32,1191	0,8376	21,3393	7,8895	0,4496	4,8204	10,3232	9,6531	8,7039	3,8643
8	3,5020	31,3691	1,2106	21,0997	8,1133	0,6046	4,6311	10,0977	9,2808	9,8183	3,7747
9	3,5690	30,8385	1,4440	20,3848	8,6270	0,6762	4,4592	9,9863	9,0624	10,4380	4,0836
10	3,6131	30,2627	1,5359	19,9047	8,9559	0,6841	4,3691	9,8104	8,8886	10,7486	4,8400

Tablo 42 incelendiğinde, Meksika değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Meksika değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 19 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Meksika değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; G7 değişkeninin % 36,37, Arjantin değişkeninin % 0,64, Brezilya değişkeninin % 12,74, Çin değişkeninin % 7,15, Endonezya değişkeninin % 0,34, Güney Afrika değişkeninin % 3,25, Hindistan değişkeninin % 9,59, Rusya değişkeninin % 5,88 ve Türkiye değişkeninin % 5,34 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 43'te Rusya değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 43
G7 ile İlişkilerin Analizinde RUS Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	1,9508	27,8164	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	8,3005	0,0000	0,0000	57,3268	6,5563
2	2,8676	40,6356	0,0296	0,0699	2,6442	1,0099	4,3154	0,1972	5,0631	38,9935	7,0415
3	3,6230	44,3800	0,2425	1,5344	4,7492	1,4692	2,7228	1,1303	8,0134	28,3656	7,3927
4	4,1864	44,1314	0,4686	4,8916	5,8306	1,4699	2,3152	2,0755	9,2317	22,5655	7,0200
5	4,5589	42,4437	0,5814	9,3220	6,0767	1,3272	2,4232	2,4914	9,5453	19,4192	6,3699
6	4,7818	40,5917	0,5975	13,5775	5,8454	1,2083	2,6825	2,4621	9,4444	17,7385	5,8520
7	4,9082	39,1500	0,5789	16,6856	5,5552	1,1607	2,9076	2,3378	9,2205	16,8486	5,5550
8	4,9802	38,2261	0,5625	18,4088	5,4708	1,1605	3,0514	2,3356	9,0226	16,3663	5,3955
9	5,0232	37,7089	0,5530	19,1254	5,5830	1,1683	3,1424	2,4295	8,8890	16,0889	5,3117
10	5,0524	37,4801	0,5475	19,3365	5,7304	1,1654	3,2215	2,5071	8,8031	15,9086	5,2998

Tablo 43 incelendiğinde, Rusya değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Rusya değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 25 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Rusya değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; G7 değişkeninin % 39,26, Arjantin değişkeninin % 0,42, Brezilya değişkeninin % 10,30, Çin değişkeninin % 4,75, Endonezya değişkeninin % 1,11, Güney Afrika değişkeninin % 3,51, Hindistan değişkeninin % 1,80, Meksika değişkeninin % 7,72 ve Türkiye değişkeninin % 6,18 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 44'te Türkiye değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 44
G7 ile İlişkilerin Analizinde TÜR Değişkeninin Varyansındaki Değişimin
Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	G7	ARJ	BRE	ÇİN	END	GAF	HİN	MEK	RUS	TÜR
1	3,1819	8,8587	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	91,1413
2	4,5496	13,2585	0,3436	0,4067	0,2711	0,4553	0,0011	4,7712	3,0156	0,2846	77,1923
3	5,4120	14,3612	0,5659	3,2630	1,0985	0,5486	0,1861	8,5391	4,4299	0,6168	66,3909
4	5,9022	13,4455	0,5645	8,0874	1,6434	0,4826	0,5850	9,9899	4,7768	1,1593	59,2656
5	6,1658	12,3338	0,5181	12,7382	1,6436	0,4654	0,8924	9,8905	4,6146	1,8989	55,0047
6	6,3279	12,1254	0,5722	15,4110	1,6045	0,5576	0,9673	9,4048	4,3822	2,6419	52,3331
7	6,4489	12,5831	0,7109	16,0420	1,9676	0,6875	0,9331	9,1685	4,2766	3,1831	50,4474
8	6,5367	12,9521	0,8360	15,7814	2,5888	0,7704	0,9458	9,1364	4,2569	3,4740	49,2582
9	6,5911	12,9565	0,8943	15,5248	3,0729	0,7920	1,0187	9,0903	4,2341	3,5929	48,8235
10	6,6245	12,8277	0,9021	15,4191	3,2533	0,7863	1,0805	9,0022	4,1943	3,6292	48,9054

Tablo 44 incelendiğinde, Türkiye değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Türkiye değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 60 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Türkiye değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; G7 değişkeninin % 12,57, Arjantin değişkeninin % 0,59, Brezilya değişkeninin % 10,27, Çin değişkeninin % 1,71, Endonezya değişkeninin % 0,55, Güney Afrika değişkeninin % 0,66, Hindistan değişkeninin % 7,90, Meksika değişkeninin % 3,82 ve Rusya değişkeninin % 2,05 katkı yaptığı görülmektedir.

5.1.3.5.5 Genel Değerlendirme

Yukarıda G7 ekonomi grubu ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki ilişkilerin incelenmesi amacıyla yapılan analizler sonucunda, G7'nin iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngüleri arasında Johansen Eşbütünleşme Testi'ne göre uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş, diğer bir ifade ile incelenen ülkelerin eşbütünleşik olduğu görülmüştür. Bu sonuç, analizdeki tüm yükselen ekonomilerin iş döngülerinin G7'nin iş döngüsü ile uzun dönemde birlikte hareket ettiği şeklinde yorumlanabilmektedir. Bu durum, incelenen ekonomilerin uzun dönemde entegre olduğu şeklinde bir sonuca işaret etmektedir. G7 ekonomi grubu ile yükselen piyasa ekonomileri arasında kısa dönem ilişkilerin analizi amacıyla yapılan VECM ise G7 ile yükselen piyasa ekonomileri arasında kısa dönemli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Gerek uzun dönemli gerekse kısa dönemli ilişkilerin analizi, G7 ekonomi grubunun iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngüleri arasında bir karşılıklı bağımlılığa işaret etmektedir. Bu doğrultuda, incelenen dönem itibarıyla G7 ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşmediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Granger Nedensellik Analizi ile ulaşılan sonuçlar değerlendirildiğinde, G7'nin; Güney Afrika, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'nin Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişkinin bulunduğu, Arjantin'in; Güney Afrika'nın Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişkinin bulunduğu, Brezilya'nın; Meksika'nın Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişkinin bulunduğu, Çin'in; Hindistan'ın Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişkinin bulunduğu, Güney Afrika'nın; Endonezya'nın Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişkinin bulunduğu, Hindistan'ın; Arjantin'in Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişkinin bulunduğu, Meksika'nın; Arjantin'in Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişkinin bulunduğu ve Rusya'nın; Türkiye'nin Granger nedeni olduğu ve aralarında tek yönlü bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Varyans ayrıştırma analizi ile elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, G7'nin varyansındaki değişimlerin % 62'sinin kendisinden kaynaklandığı, Brezilya'nın G7'nin

varyansındaki değişim üzerindeki etkisinin yaklaşık % 15 olduğu görölmektedir. Diğer yükselen piyasa ekonomilerinin ise G7'nin varyansındaki değişim üzerinde etkisi yok denecek kadar azdır. Güney Afrika, Meksika, Rusya'nın varyanslarındaki değişimin en büyük kaynağı G7 iken Brezilya, Çin, Endonezya, Hindistan ve Türkiye ekonomilerinin varyanslarındaki değişimde kendi ekonomilerinin etkisinden sonra en büyük etki, G7 ekonomi grubunun etkisidir. G7'nin; Arjantin ve Endonezya ekonomilerinin varyanslarındaki değişimde etkisi (yaklaşık %10), diğer yükselen piyasa ekonomilerinin varyanslarındaki değişime göre daha azdır. Brezilya'nın; Güney Afrika, Meksika, Rusya ve Türkiye ekonomilerinin varyanslarındaki değişimde etkisi, yaklaşık % 10 ile % 16 arasında değişmektedir. Bu oranın, diğer yükselen piyasa ekonomilerinin Güney Afrika, Meksika, Rusya ve Türkiye ekonomilerinin varyansındaki değişimi açıklamada yaptığı katkıdan nispeten daha yüksek olduğu söylenebilmektedir.

Granger Nedensellik ve varyans ayrıştırma analizlerinin sonuçları birlikte değerlendirildiğinde, G7 ekonomi grubunun yükselen piyasa ekonomilerinin çoğunun Granger nedeni olması ve yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelen değişimi açıklayıcı bir etkisi olması nedeniyle G7 ekonomi grubu yükselen piyasa ekonomilerini etkileyen ve sürükleyen bir ekonomi olarak değerlendirilebilmektedir.

5.2 FİNANSAL AYRIŞMA

Küreselleşme süreciyle birlikte ekonomiler arasındaki finansal ilişkiler de artmaya başlamıştır. Finansal küreselleşme, ilk olarak kendisini gelişmiş ülkeler arasında büyüyen sermaye akışlarıyla göstermiştir. Sermaye kontrollerininin kaldırılması, finansal yenilikler ve teknolojik ilerlemeler ile finansal entegrasyon yükselen piyasa ekonomilerine de yayılmıştır. Ulusal finans piyasalarının entegrasyonu ile birlikte sınır ötesi finansal işlemlerde ve sermaye akışlarında artışlar yaşanmıştır¹⁷⁴.

Finansal entegrasyonun bir sonucu olarak ulusal şokların aktarıldığı finansal kanallar da günden güne daha önemli hale gelmektedir. Sermayenin sınır ötesine özgürce ve hızlıca hareket etmesi ile dünya çapındaki hisse senedi piyasaları arasındaki korelasyonlar artmaktadır. Bu durum, finansal piyasalarda uzun bir süre ayrışma

¹⁷⁴ Tom Krebs, "Fundamentals, Information, and International Capital Flows: A Welfare Analysis", **European Economic Review**, Vol.49, No.3 (April 2005), ss.579-598.

gözlemlememizi önemli ölçüde ihtimal dışı bırakmaktadır¹⁷⁵.

Ayrışma hipotezinin finansal açıdan analiz edilmesinde, ABD S&P 500 hisse senedi endeksi ile seçilen gelişmiş ve yükselen ekonomilerinin hisse senedi endeksleri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği araştırılmaktadır. Ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediği, ABD S&P 500 hisse senedi endeksi ile seçilen gelişmiş ve yükselen ekonomilerinin hisse senedi endekslerinin uzun ve kısa dönemde birlikte hareketinin incelenmesi yoluyla analiz edilecektir. Analize geçmeden önce bu konudaki ampirik çalışmalara değinilmektedir.

5.2.1 Literatür Tarama

Literatürde farklı ülkelerin finansal sistemleri; özellikle de hisse senedi piyasaları arasındaki entegrasyonu araştıran birçok çalışma bulunmaktadır. Farklı zaman kesitleri arasındaki veriler kullanılarak yapılan analizlerde değişik sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. İngiltere, Fransa ve Almanya hisse senedi piyasalarının entegrasyonunu araştıran bir çalışmanın sonucunda, söz konusu ülkelerin hisse senetleri piyasalarının uzun dönemde birlikte hareket ettikleri yönünde bir bulguya rastlanılmamıştır¹⁷⁶.

Bir başka çalışma, on bir tane Euro Bölgesi ülkesinin hisse senedi piyasalarının ülke ve ekonomik sektör seviyesinde etkileşimlerini incelemiştir. 1998-2006 dönemini kapsayan ve günlük veriler kullanılarak yapılan analizler sonucunda, incelenen ülkelerin finansal piyasalarının entegrasyonunun değişik oranlarda olduğu saptanmıştır¹⁷⁷. Yine Avrupa ülkelerinin finansal piyasalarının incelendiği bir çalışmada, Almanya ile Fransa hisse senedi piyasaları arasında, 1999-2009 döneminde yüksek derecede yakınsama olduğu tespit edilmiştir¹⁷⁸.

1980-2002 dönemini kapsayan bir çalışmada ise, Almanya ile ABD hisse

¹⁷⁵ Köse, Otrok ve Prasad, *Dissecting the Decoupling Debate*, s.3.

¹⁷⁶ Antonio G. Pascual, "Assessing European Stock Markets (Co)integration", **Economic Letters**, Vol.78, No.2 (February 2003), ss.197-203.

¹⁷⁷ Jorg Bley, "European Stock Market Integration: Fact or Fiction?", **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, Vol.19, No.5 (December 2009), ss.759-776.

¹⁷⁸ Nikolaos Mylonidis ve Christos Kollias, "Dynamic European Stock Market Convergence: Evidence from Rolling Cointegration Analysis in the First Euro-Decade", **Journal of Banking & Finance**, Vol.34, No.9 (September 2010), ss.2056-2064.

senedi piyasaları arasında uzun dönemde karşılıklı bağımlılık ilişkisi tespit edilememiştir¹⁷⁹. Avrupa Para Birliği'nin, ülkelerin hisse senedi piyasaları arasındaki entegrasyon üzerindeki etkisini inceleyen ve 1989-2003 dönemi kapsamında gerçekleştirilen bir çalışmada, parasal birliğe geçişin hisse senedi piyasalarının entegrasyonunu hızla artırdığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır¹⁸⁰.

1995-2005 dönemini kapsayan ve günlük veriler kullanılarak gerçekleştirilen bir çalışmada, AB üyesi ve gelişmiş ülkeler olan Almanya ve İngiltere ile AB'ye yakın zamanda katılan Macaristan, Çek Cumhuriyeti ve Polonya hisse senedi piyasalarının kısa ve uzun dönemde birlikte hareket ettikleri yönünde bir bulguya rastlanmamıştır¹⁸¹.

1988-2006 dönemini kapsayan veriler ve eşbütünleşme analiz yöntemi kullanılarak yapılan başka bir çalışmada, Türkiye ile AB15 ülkelerinin menkul kıymet borsaları arasında ortak stokastik bir trendin varlığı tespit edilmiştir¹⁸².

2001-2007 dönemini kapsayan ve günlük veriler kullanılarak yapılan bir araştırma, İMKB'deki teknoloji hariç tüm alt sektörler ve İMKB 100 endeksleri ile Dow Jones, FTSE 100 ve Nikkei 225 endeksleri arasında uzun dönemli asimetrik ilişki olduğu ve İMKB'nin, Dow Jones ve Nikkei 225 borsalarındaki pozitif gelişmelere daha duyarlı olduğu sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada, ayrıca, İMKB'nin FTSE 100'deki negatif gelişmelere daha duyarlı olduğu ve bu haberlerin etkisini pozitif haberlerin etkisine göre daha hızlı düzelttiği de bulunmuştur¹⁸³.

Türkiye'nin uluslararası çeşitlendirme fırsatları açısından konumunu ve Avrupa, ABD ve Asya/Pasifik ülkeleri ile finansal entegrasyon düzeyini araştıran bir çalışmada, 1997-2008 dönemi için üç coğrafi bölgeden dokuz Avrupa, dört ABD ve sekiz Asya/Pasifik ülkesini temsilen toplam yirmi bir hisse senedi piyasası seçilmiştir.

¹⁷⁹ Alessandra Bonfiglioli ve Carlo A. Favero, "Explaining Co-movements between Stock Markets: The Case of US and Germany", *Journal of International Money and Finance*, Vol.24, No.8 (December 2005), ss.1299-1316.

¹⁸⁰ Suk-Joong Kim, Fariboz Moshirian ve Eliza Wu, "Dynamic Stock Market Integration Driven by the European Monetary Union: An Empirical Analysis", *Journal of Banking & Finance*, Vol.29, No.10 (October 2005), ss.2475-2502.

¹⁸¹ Claire G. Gilmore, Brian M. Lucey ve Ginette M. McManus, "The Dynamics of Central European Equity Market Comovements", *The Quarterly of Economics and Finance*, Vol.48, No.3 (August 2008), ss.605-622.

¹⁸² Yasemin Keskin-Benli ve Sıdıka Başçı, "Avrupa Birliği Ülkeleri ile Türkiye Hisse Senedi Borsalarının Ortak Trend Analizi", TÜBİTAK, Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırma Grubu, Proje No:105K267, 2007.

¹⁸³ Nükhet Doğan ve Yeliz Yalçın, "Yurt Dışı Borsaların Türkiye Borsasına Sektörel Bazda Etkisi: Asimetrik Eşbütünleşme ve Hata Düzeltme Modeli", *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Vol.45, No.525 (2008), ss.23-34.

Araştırma bulguları doğrultusunda, İMKB'nin; Brezilya, Meksika ve Mısır borsalarıyla eşbütünleşik olduğu, analiz kapsamındaki diğer piyasalarla ise uzun dönemde birlikte hareket etmediği, dolayısıyla finansal entegrasyonun sağlanmadığı saptanmıştır¹⁸⁴.

Türkiye hisse senedi piyasası ile AB üyesi Akdeniz ülkelerinin hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi inceleyen ve 2002-2010 dönemini kapsayan bir çalışma, tüm ülkelerin hisse senedi piyasaları arasında eşbütünleşik bir ilişki olduğu ve Paris Borsası'nın incelenen borsalar arasında çok belirleyici bir borsa olduğu sonucuna ulaşmıştır¹⁸⁵.

5.2.2 Finansal Ayrışma Hipotezi Üzerine Ekonometrik Kanıtlar

ABD hisse senedi piyasasının dünya hisse senedi piyasaları üzerindeki lider rolünü değerlendirmek amacıyla ABD S&P 500 hisse senedi endeksi ile seçilen gelişmiş ve yükselen ekonomilerinin hisse senedi endekslerinin kısa ve uzun dönemde birlikte hareketi incelenmektedir. Ayrıca, ABD hisse senedi endeksinin gelişmiş ve yükselen ekonomilerin hisse senedi endekslerini etkileyen ve sürükleyen bir endeks olup olmadığının araştırılması amacıyla değişkenler için Granger Nedensellik Testi ve varyans ayrıştırma modelleri oluşturulmaktadır.

5.2.2.1 Veri Seti

Hisse senedi endeksleri olarak; ABD S&P 500 endeksi ile ilişkileri incelemek amacıyla Almanya DAX endeksi, İngiltere FTSE 100 endeksi, Japonya Nikkei 225 endeksi ve MSCI Yükselen Piyasalar endeksi¹⁸⁶ seçilmiştir. Örneklem periyodu, beş endeks için 1990 Ocak (Ocak ayı dahil) ile 2011 Nisan (Nisan ayı dahil) arasındır. Analizde, veri seti olarak endekslerin ay sonu kapanış fiyatları kullanılmıştır. Hisse senedi endekslerinin aylık kapanış fiyatları Bloomberg'den elde edilmiştir.

¹⁸⁴ Murat Karğın, "Hisse Senedi Piyasalarında Eşbütünleşme Analizi", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Vol.45, No.525 (2008), ss.85-96.

¹⁸⁵ Mustafa İbicioğlu ve Ayhan Kapusuzoğlu, "İMKB ile Avrupa Birliği Üyesi Akdeniz Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonunun Amirik Analizi", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Vol.11, No.3 (2011), ss.85-102.

¹⁸⁶ MSCI Yükselen Piyasalar endeksi; Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Macaristan, Fas, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Türkiye, Çin, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler, Tayvan ve Tayland ülkelerinin hisse senedi piyasalarını kapsamaktadır. Kaynak: MSCI, MSCI Emerging Markets Indices, http://www.msci.com/products/indices/country_and_regional/em/ (20 Mayıs 2011).

5.2.2.2 Yöntem

Endeksler veri seti için analizlere başlamadan önce, her bir değişkenin zaman serisi özelliklerini incelemek amacıyla serinin durağan olup olmadığı test edilmektedir. Serinin durağan olup olmadığı ADF ve PP Birim Kök Testleriyle araştırılmaktadır. Daha sonra değişkenlerin durağanlık yapıları gözönüne alınarak değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkiler, Johansen Eşbütünleşme Testi yapılarak incelenmekte ve uzun dönem denge ilişkilerini gösteren denklem elde edilmektedir. Kısa dönem ilişkilerin varlığının araştırılmasına yönelik VECM uygulanmaktadır. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerini incelemek amacıyla VECM temelli VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi kullanılmaktadır. VAR modeli kullanılarak değişkenlerin varyanslarındaki değişimlerin kaynaklarını anlamaya yönelik varyans ayrıştırması tekniği uygulanmaktadır.

5.2.2.3 Birim Kök Testleri

Değişkenlerin ADF ve PP Birim Kök Testleri kullanılarak elde edilen durağanlık test sonuçları, Tablo 45'te yer almaktadır.

Tablo 45
Finansal Değişkenler İçin ADF ve PP Durağanlık Test Sonuçları

Test Değişken	Düzyer Seviyesi				Birinci Fark			
	ADF	p [*]	PP	p [*]	ADF	p [*]	PP	p [*]
SPX ^{**}	0,4567	0,1293	0,7645	0,2223	0,7765	0,0000	9,0465	0,0008
DAX ^{**}	1,8767	0,2780	1,4083	0,1192	1,7878	0,0109	9,4354	0,0000
UKX ^{**}	0,9465	0,1177	1,2167	0,1984	0,9907	0,0031	15,443	0,00197
NKY ^{**}	1,0034	0,2321	0,9660	0,2034	0,9345	0,0000	13,5654	0,0000
MXEF ^{**}	1,7978	0,2342	1,9908	0,4500	1,9890	0,0000	10,345	0,0000

* MacKinnon tek yönlü p (olasılık) değerlerini ifade etmektedir.

** Endekslerin Bloomberg kodlarıdır.

Tablo 45 incelendiğinde, tüm değişkenlerin, ADF ve PP Testlerinde durağan olmadıkları ve birim köke sahip oldukları görülmüştür. Bu nedenle değişkenleri durağan hale getirmek amacıyla birinci farkları alınarak I(1) ADF ve PP Birim Kök Testleri tekrar gerçekleştirilmiştir ve sonuçlar aynı tabloda sunulmuştur. Analize dahil edilen

değişkenler, Mac Kinnon % 10, % 5 ve % 1 anlamlılık düzeyleri için birinci farkta I(1) durağandır. Bu nedenle, eş bütünleme analizine tüm değişkenler dahil edilecektir.

5.2.2.4 Eşbütünleşme Analizi

Johansen Eşbütünleşme Test sonucu, gecikme uzunluğu seçimine son derece duyarlı olduğu için finansal ayrışmanın test edilmesinde de eşbütünleşme analizine başlamadan önce, yine uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi için kriterlere bakılmaktadır (bkz. Tablo 46).

Tablo 46
Finansal Değişkenler Arasındaki Eşbütünleşme Analizi İçin
Uygun Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: SPX DAX UKX NKY MSCI						
Exogenous variables: C						
Date: 06/08/11 Time: 20:56						
Sample: 1990M01 2011M04						
Included observations: 248						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-9556,737	NA	2,12e+27	77,11078	77,18162	77,13930
1	-7661,331	3699,099	5,96e+20*	62,02686*	62,45187*	62,19795*
2	-7641,364	38,16304	6,21e+20	62,06745	62,84664	62,38112
3	-7618,004	43,70533*	6,30e+20	62,08068	63,21404	62,53693
4	-7604,758	24,24817	6,93e+20	62,17547	63,66301	62,77430
5	-7587,148	31,52702	7,37e+20	62,23507	64,07678	62,97647
6	-7569,345	31,15614	7,83e+20	62,29310	64,48900	63,17709
7	-7552,790	28,30434	8,42e+20	62,36121	64,91128	63,38777
8	-7534,070	31,24917	8,90e+20	62,41186	65,31610	63,58100
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

Tablo 46'da göre, eşbütünleşme analizinin yapılması için, üç önemli kriter de (SC, HQ dışında AIC) 1 gecikmeyi göstermektedir. Bu nedenle, Johansen Eşbütünleşme Analizi, 1 gecikme için yapılacaktır. Tablo 47, Johansen Eşbütünleşme Testi'nin sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 47
Finansal Değişkenler İçin Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Date: 06/08/11 Time: 20:58				
Sample (adjusted): 1990M06 2011M04				
Included observations: 251 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: FSPX FDAX FUKX FNKY FMXEF				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0,05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None*	0,149567	89,92552	88,80380	0,0414
At most 1	0,078667	49,26119	63,87610	0,4471
At most 2	0,061630	28,69587	42,91525	0,5803
At most 3	0,031530	12,72963	25,87211	0,7590
At most 4	0,018505	4,688167	12,51798	0,6416
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0,05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0,05 level				
** MacKinnon-Haug-Michelis p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0,05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None*	0,149567	40,66433	38,33101	0,0265
At most 1	0,078667	20,56532	32,11832	0,6071
At most 2	0,061630	15,96624	25,82321	0,5477
At most 3	0,031530	8,041467	19,38704	0,8178
At most 4	0,018505	4,688167	12,51798	0,6416
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0,05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0,05 level				
** MacKinnon-Haug-Michelis p-values				

Tablo 47’de Johansen Eşbütünleşme Testi’nin sonuçlarına baktığımızda, değişkenlere ait özdeğer (eigenvalue) sonuçları, iz istatistiği (trace statistic) açısından incelendiğinde bir tane eşbütünleşme vektörünün (eşbütünleşme ilişkisi); değişkenlere ait özdeğer sonuçları, maksimum özdeğer istatistiği (max-eigen statistic) açısından incelendiğinde yine bir tane eşbütünleşme vektörünün (eşbütünleşme ilişkisi) olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, gerek iz gerekse maksimum özdeğer değerleri, hisse senedi endeksleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin (eşbütünleşmenin) olduğunu göstermektedir. Elde edilen bu uzun dönemli ilişkinin yönüne yönelik çıkarımlar Tablo 48’de yer almaktadır.

Tablo 48
Finansal Değişkenler İçin Eşbütünleşme Denklemi Sonucu

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -7901,046				
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
FSPX	FDAX	FUKX	FNKY	FMXEF
1,0000	0,0676	-0,3691	-0,0140	0,0748
	(0,0167)	-0,0259	(0,0031)	(0,0868)

Tablo 48'e göre, FTSE 100 ve Nikkei 225 endeksleri, S&P 500 ile aynı yönlü hareket ederken DAX ve MSCI Yükselen Piyasalar endeksleri ise S&P 500 ile ters yönlü hareket etmektedir. Yani S&P 500 endeksi yükselirken FTSE 100 ve Nikkei 225 endeksleri yükselmekte, DAX ve MSCI Yükselen Piyasalar endeksleri ise düşmektedir.

5.2.2.5 Kısa Dönem İlişkilerin Analizi - VECM

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkilerin analizi için oluşturulan VECM sonuçları, Tablo 49'da yer almaktadır.

Tablo 49
Finansal Değişkenler İçin VECM Sonucu

Error Correction:	D(FSPX)	D(FDAX)	D(FUKX)	D(FNKY)	D(FMXEF)
CointEq1	-0,6906	-2,1207	3,7783	13,9125	-12,0703
	(0,1510)	(0,6469)	-0,6342	(3,8483)	(3,9253)
	[-4,5742]	[-3,2781]	[5,9572]	[3,6153]	[-3,0750]

Tablo 49'da yer alan, değişkenler için VECM sonuçlarına baktığımızda, vektör hata düzeltme katsayılarının her bir değişken için anlamlı olduğu görülmektedir. Uzun dönem dengeye ulaşma sürecinde tüm endeksler üzerinden dengeye ulaşılacağı anlaşılmaktadır. Hisse senedi endeksleri arasında kısa dönem ilişkiler mevcuttur. Bu noktada, S&P 500 endeksi ile diğer endekslerin uzun ve kısa dönemde birlikte hareketine dayanarak ayrışmanın gerçekleşmediği söylenebilmektedir.

5.2.2.6 Granger Nedensellik Analizi

Değişkenler arasında sebep sonuç ilişkisinin olup olmadığının ve ilişkinin yönünün tespit edilmesi amacıyla, VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald

Testi kullanılmıştır. Tablo 50, test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 50
Finansal Değişkenler İçin VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Testi Sonucu

Y^* X^{**}		FSPX	FDAX	FUKX	FNKY	FMXEF
FSPX	Chi-sq Prob.		13,4511 0,0308	11,2777 0,0461	12,1338 0,0303	12,1866 0,0228
FDAX	Chi-sq Prob.	8,6247 0,1250		9,0063 0,1088	5,6769 0,3389	3,4879 0,6252
FUKX	Chi-sq Prob.	1,5840 0,9032	6,2836 0,2796		5,5326 0,3544	2,4397 0,7855
FNKY	Chi-sq Prob.	1,0535 0,9581	1,2162 0,9433	0,6203 0,9871		0,9267 0,9683
FMXEF	Chi-sq Prob.	7,3344 0,1969	4,7492 0,4473	9,4428 0,0927	2,8971 0,7158	

Tablo 50'ye göre, S&P 500 diğer tüm hisse senedi endekslerinin Granger nedeni iken diğer hisse senedi endekslerinin hiçbiri S&P 500'un ve birbirlerinin Granger nedeni değildir. S&P 500 ile DAX, FTSE 100, Nikkei 225 ve MSCI Yükselen Piyasalar endeksleri arasında tek yönlü bir ilişki vardır.

Tablo 51'de, Tablo 50'de yer alan sonuçların ortaya koyduğu nedensellik ilişkilerinin zeti yer almaktadır.

Tablo 51
Endeksler Arasında Nedensellik İlişkisi

Nedenselliğin Yönü	Nedensellik İlişkisi
S&P 500 → DAX	Tek Yönlü
S&P 500 → FTSE 100	Tek Yönlü
S&P 500 → Nikkei 225	Tek Yönlü
S&P 500 → MSCI Yük. Piy.	Tek Yönlü

5.2.2.7 Varyans Ayrıştırma Analizi

Endeksler arasındaki ilişkileri, varyans ayrıştırması tekniğiyle ortaya çıkarmak için VAR modeli kullanılmaktadır. VAR modeli ile değişimlerin varyanslarındaki değişimlerin kaynaklarının belirlenmesi hedeflenmiştir. S&P 500 değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları, Tablo 52'de gösterilmektedir.

Tablo 52
S&P 500 Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	FSPX	FDAX	FUKX	FNKY	FMXEF
1	50,6044	100,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2	54,5287	99,6773	0,0003	0,0577	0,0022	0,2626
3	57,3084	99,4231	0,2207	0,0792	0,0388	0,2383
4	65,3124	99,1489	0,2532	0,2734	0,1373	0,1872
5	69,5003	99,1597	0,2240	0,2901	0,1269	0,1992
6	73,2340	99,1909	0,2340	0,2718	0,1222	0,1810
7	77,8266	99,2481	0,2106	0,2508	0,1190	0,1714
8	81,6229	99,2638	0,1917	0,2655	0,1115	0,1674
9	85,1989	99,2923	0,1792	0,2676	0,1029	0,1580
10	88,8191	99,3227	0,1650	0,2620	0,0977	0,1526

Tablo 52 incelendiğinde, S&P 500 değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, S&P 500 değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 99 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak S&P 500 değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; DAX değişkeninin % 0,17, FTSE 100 değişkeninin % 0,20, Nikkei 225 değişkeninin % 0,09, MSCI Yükselen Piyasalar değişkeninin % 0,17 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 53'te, DAX değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları gösterilmektedir.

Tablo 53
DAX Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	FSPX	FDAX	FUKX	FNKY	FMXEF
1	327,4905	64,3243	28,0693	7,0631	0,5138	0,0294
2	351,5347	66,7846	26,4004	6,1345	0,6362	0,0443
3	382,7830	66,6080	24,7354	7,7869	0,7234	0,1463
4	428,0128	66,2130	26,1759	6,8170	0,6719	0,1223
5	456,6652	67,6392	25,3295	6,2661	0,6485	0,1167
6	486,0539	67,7509	25,1370	6,3106	0,6822	0,1193
7	514,6191	67,9131	25,1320	6,1513	0,6972	0,1065
8	541,1755	68,4183	24,8275	5,9622	0,6885	0,1035
9	566,3079	68,5681	24,7602	5,8796	0,6941	0,0979
10	590,3303	68,7392	24,6930	5,7760	0,6993	0,0925

Tablo 53 incelendiğinde, DAX değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, DAX değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 26 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak DAX değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; S&P 500 değişkeninin % 67,30, FTSE 100 değişkeninin % 6,41, Nikkei 225 değişkeninin % 0,67, MSCI Yükselen Piyasalar değişkeninin % 0,10 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 54'te, FTSE 100 değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 54
FTSE 100 Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	FSPX	FDAX	FUKX	FNKY	FMXEF
1	216,8505	71,1908	0,0000	28,8092	0,0000	0,0000
2	229,8206	73,1830	0,2488	25,7150	0,5666	0,2867
3	240,0201	73,9584	0,2282	23,5862	1,9214	0,3057
4	263,6161	76,3423	1,3701	19,5885	2,4253	0,2738
5	277,7987	78,1550	1,2956	17,7519	2,5427	0,2548
6	291,2839	79,4460	1,2441	16,4657	2,6072	0,2371
7	305,8351	80,6439	1,3084	15,0445	2,7864	0,2167
8	318,8722	81,6401	1,3190	13,8677	2,9737	0,1995
9	331,0912	82,4681	1,3346	12,9247	3,0869	0,1857
10	343,2731	83,2004	1,3563	12,0928	3,1777	0,1727

Tablo 54 incelendiğinde, FTSE 100 değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, FTSE 100 değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 19 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak FTSE 100 değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; S&P 500 değişkeninin % 78,02, DAX değişkeninin % 0,97, Nikkei 225 değişkeninin % 2,21, MSCI Yükselen Piyasalar değişkeninin % 0,21 katkı yaptığı görülmektedir.

Tablo 55'te, Nikkei 225 değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları yer almaktadır.

Tablo 55
Nikkei 225 Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	FSPX	FDAX	FUKX	FNKY	FMXEF
1	1315,7530	85,7312	0,0000	0,1569	14,1119	0,0000
2	1381,5890	84,2905	0,5858	0,3617	14,7224	0,0395
3	1482,8960	83,2630	0,9545	1,4270	14,0505	0,3050
4	1652,6760	80,9566	1,0149	3,3168	14,4407	0,2711
5	1751,6640	80,7866	1,2656	3,0635	14,5537	0,3306
6	1860,3890	81,0213	1,2842	3,0913	14,2519	0,3512
7	1964,1730	80,5353	1,3011	3,2006	14,6110	0,3520
8	2056,4010	80,3769	1,4285	3,2611	14,5632	0,3703
9	2148,4220	80,3140	1,4457	3,3726	14,4859	0,3819
10	2236,4260	80,1166	1,4888	3,4008	14,6023	0,3916

Tablo 55 incelendiğinde, Nikkei 225 değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, Nikkei 225 değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 14 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak Nikkei 225 değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; S&P 500 değişkeninin % 81,74, DAX değişkeninin % 1,08, FTSE 100 değişkeninin % 2,47, MSCI Yükselen Piyasalar değişkeninin % 0,28 katkı yaptığı görülmektedir.

MSCI Yükselen Piyasalar değişkeninin varyansındaki değişimin değişkenlere göre kaynakları Tablo 56’da yer almaktadır.

Tablo 56
MSCI Yükselen Piyasalar Değişkeninin Varyansındaki Değişimin Değişkenlere Göre Kaynakları

Period	S.E.	FSPX	FDAX	FUKX	FNKY	FMXEF
1	41,4108	48,2861	0,0000	6,0274	1,4890	44,1976
2	42,0138	47,7702	0,7857	6,0340	1,4693	43,9408
3	42,9753	49,6058	1,0397	5,8550	1,4513	42,0482
4	43,5876	50,3934	1,4007	5,7785	1,5502	40,8772
5	43,8165	49,8998	1,6897	6,2468	1,6412	40,5224
6	44,0005	49,4894	1,7631	6,5357	1,9618	40,2500
7	44,0095	49,4888	1,7722	6,5357	1,9684	40,2348
8	44,0402	49,4212	1,8392	6,5270	1,9966	40,2160
9	44,0644	49,3827	1,8886	6,5302	1,9945	40,2040
10	44,0683	49,3751	1,8889	6,5446	1,9944	40,1971

Tablo 56 incelendiğinde, MSCI Yükselen Piyasalar değişkenine ait varyans ayrıştırması tahminleri, MSCI Yükselen Piyasalar değişkeninin on dönem boyunca ortalama olarak % 41 kendisinden etkilendiğini göstermektedir. Diğer değişkenlerin on dönem boyunca ortalama olarak MSCI Yükselen Piyasalar değişkeni üzerindeki katkıları incelendiğinde; S&P 500 değişkeninin % 49,31, DAX değişkeninin % 1,41, FTSE 100 değişkeninin % 6,26, Nikkei 225 değişkeninin % 1,75 katkı yaptığı görülmektedir.

5.2.2.8 Genel Değerlendirme

Finansal ayrışma analiz sonuçlarına göre; S&P 500 endeksi ile analizde yer alan gelişmiş ekonomiler ve yükselen piyasalar hisse senedi endeksleri arasında incelenen dönem itibariyle Johansen Eşbütünleşme Testi'ne göre uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş, diğer bir ifade ile incelenen endekslerin eşbütünleşik olduğu görülmüştür. Bu sonuç, DAX, FTSE 100, Nikkei 225, MSCI Yükselen Piyasalar endekslerinin S&P 500 endeksi ile uzun dönemde birlikte hareket ettiği şeklinde yorumlanabilmektedir. S&P 500 endeksi ile seçilen gelişmiş ekonomiler ve yükselen piyasalar hisse senedi endeksleri arasında kısa dönem ilişkilerin analizi amacıyla yapılan VECM ise S&P 500 endeksi ile DAX, FTSE 100, Nikkei 225, MSCI Yükselen Piyasalar endeksleri arasında kısa dönemli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu doğrultuda, uzun ve kısa dönemli ilişkilerin varlığına dayanarak incelenen dönem itibariyle S&P 500 endeksi ile DAX, FTSE 100, Nikkei 225, MSCI Yükselen Piyasalar endeksleri arasında ayrışmanın gerçekleşmediği söylenebilmektedir.

Granger Nedensellik Analizi'ne göre, S&P 500 bütün endekslerin Granger nedeni iken, diğer hiçbir endeks S&P 500'ün ve birbirlerinin Granger nedeni değildir. S&P 500 ile DAX, FTSE 100, Nikkei 225, MSCI Yükselen Piyasalar endeksleri arasında tek yönlü bir ilişki vardır.

Endeksler arasındaki ilişkilerin varyans ayrıştırma tekniğiyle ortaya konulmasında, S&P 500'ün varyansındaki değişiminin en büyük kaynağının kendisi olduğu ve diğer hisse senedi endekslerin S&P 500 endeksinin varyansındaki değişimini açıklamada etkilerinin yok denecek kadar az olduğu görülmüştür. DAX, FTSE 100,

Nikkei 225, MSCI Yükselen Piyasalar endekslerinin varyansındaki değişimi açıklamada en büyük etki S&P 500'ün etkisidir.

Granger Nedensellik ve varyans ayrıştırma analizlerinin sonuçları birlikte değerlendirildiğinde, S&P 500 endeksinin analizdeki gelişmiş ekonomiler ve yükselen piyasalar hisse senedi endekslerinin tümünün Granger nedeni olması ve bu endekslerdeki meydana gelen değişimi açıklamada en büyük etkiye sahip olması nedeniyle S&P 500 endeksinin diğer hisse senedi endekslerini etkileyen ve sürükleyen bir hisse senedi endeksi olduğu söylenenebilmektedir.

6. SONUÇ

Ayrışma hipotezi, ABD ekonomisindeki bir resesyonun dünya ekonomisine fazla yansımayacağını ileri süren bir hipotezdir. Bu hipoteze göre, ABD ve diğer gelişmiş ekonomiler resesyonun etkisiyle küçülme yaşayacak; fakat yükselen ekonomiler iç taleplerini artırma yoluyla ekonomik büyümelerine devam edebilecekti. Yükselen piyasa ekonomileri, azalan dış talebi kendi iç talebini artırarak telafi edebilecekti. Bu ülkelerde devam eden ekonomik canlılık, bir süre sonra gelişmiş ekonomilere de sirayet edecek ve yükselen ekonomilerdeki gelişme, gelişmiş ülkelerdeki gerilemeyi dengeleyerek dünyada bir daralma yaşanmasının önüne geçecekti¹⁸⁷.

Eylül 2008 yılına kadar hakkında bir çok tartışma olan ‘ayrışma’, Asya ve diğer yerlerdeki yükselen piyasaların, Batı finans dünyasında yaşanan krizden çok fazla etkilenmeyeceği ve ekonomik büyümelerinin artık sanayileşmiş dünyanın refahına dayanmadığı inancıdır. Güçlü iç piyasaları, yüksek döviz rezervleri ve ihtiyatlı makro ekonomik politikaları sayesinde yükselen ekonomilerin, ABD ve Avrupa bulaşmasına karşı dirençli oldukları iddia edilmekteydi. Ayrışma tartışması, 2008 sonbaharında Lehman Brothers’ın çöküşünü izleyen hisse senedi piyasası krizinin küresel bir krize dönüşmesi ve dünya ticaretindeki çöküşle aniden sona erdi; ancak 2009’un ortalarına doğru finansal sistemde başlayan normalizasyon, ekonomik faaliyetlerdeki toparlanma ve hisse senedi fiyatlarında meydana gelen artışla yeniden gündeme geldi. Bu durumda, yükselen ekonomilerin küresel krizden gelişmiş ülkelere nazaran daha kolay ve çabuk çıkacağı beklentisi hakimdi. Bu ekonomiler, küresel büyümenin yeni lokomotifleri olarak adlandırılmaktaydı.

ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasında ayrışmanın gerçekleşip gerçekleşmediğini araştıran bu çalışmanın birinci bölümünde, ayrışma hipotezinin kapsamlı bir şekilde ele alınması amacıyla ekonomik ve finansal ayrışma ayrımı dikkate alınarak ayrışma tanımları yapılmış, ayrışma konusunun tarihçesinden bahsedilmiş, ayrışma karşıtlarının ve yanlılarının görüşleri ve bu görüşlerine dayanak noktası oluşturan iddiaları yer almıştır. ABD subprime krizinin ilk aşamalarında yükselen

¹⁸⁷ Eğilmez, par.3; Gürses, par.1.

piyasalar, gelişmiş ekonomilere göre gerek ticari gerek finansal anlamda daha iyi bir performans ortaya koymuşlardır. Ayrışma tartışmalarının da arkasında bu olgu yatmaktadır. Önce ABD, ardından Almanya, İngiltere ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerin resesyona girmesiyle piyasalarda yaşanan iyimserlik, yerini ticarete meydana gelen dünya çapındaki çöküşe ve uluslararası finansal piyasalarda yaşanan kaosa bırakmıştır. Bunun üzerine, ayrışma hipotezinin hızlıca değer kaybına uğradığı ve yerine yeni bir hipotez olan birleşme hipotezinin benimsendiği görülmüştür. Bu doğrultuda bu bölümde ayrıca, ayrışma ve birleşme tartışmalarına ve bu tartışmalarla birlikte ekonomilerdeki yavaşlamanın ve arkasından gelen resesyona finansal piyasalar üzerindeki etkilerine değinilmiştir. ABD subprime mortgage piyasasında yaşanan krizin; ticaret, emtia fiyatları, sermaye hareketleri ve dış ticaret finansmanı yoluyla küresel bazda nasıl dalga dalga yayıldığı gözler önüne serilmiş, krizin hisse senedi piyasaları ve yükselen piyasa ekonomilerinin para birimi değerleri üzerindeki etkisi gösterilmiştir.

Ayrışma hipotezi, ülkeler arasındaki ticari ve finansal bağların daha kuvvetli hale geldiğini ve ülkelere özgü şokların uluslararası aktarımıyla ülkeler arasındaki iş döngüsü senkronizasyonunun arttığını savunan küreselleşmeye karşıt görüş geliştirmektedir. Küresel entegrasyon, ayrışma hipotezinin yükselen piyasaların iş döngülerinin sanayi ekonomilerinin iş döngülerinden bağımsızlaştığı görüşüyle bağdaşmamaktadır. Artan sınır ötesi mal, hizmet ve para akışıyla birlikte, ekonomiler arasındaki bağlar artmaktadır. Bu bağlamda, çalışmanın ikinci bölümünde, ayrışma ve küreselleşme ilişkisine dikkat çekilmiş, sıkılaştıran küresel ticari ve finansal bağlar ele alınmış, yükselen ve gelişmekte olan ekonomilerin küresel ekonomiye entegrasyonu incelenmiştir. Küresel ekonomi için ticari açıklık, 1980 ortalarına kadar nispeten durağan olmasına rağmen küreselleşme sürecinde hızlıca artmıştır. En yüksek ticari açıklık oranına sahip olan ekonomi grubu, yükselen piyasa ekonomileridir. Küreselleşme sürecinde yükselen piyasalardaki ihracat büyümesi, küresel ihracat büyümesinin en büyük kısmını oluşturmaktadır ve dünya ticaretinde yükselen piyasaların payı belirgin ölçüde artmaktadır. Yükselen piyasaların dünya ticaretindeki payının artması; ulaşım, iletişim ve teknolojiye ileriye ilerlemelerle ilgili olduğu kadar bu ekonomilerin ticaretle ilgili engellerini azaltmasıyla da ilgilidir. Küreselleşme sürecinde

uluslararası finans akışlarının büyümesi, ticari akışların büyümesinden daha hızlı olmuştur. Devlete ait kuruluşların özelleştirilmesi, yabancılar tarafından varlıkların edinimiyle ilgili kısıtlamaların azaltılması veya kaldırılması, yerel bankacılık sistemleri, borsalar ve sermaye hesabı rejimlerindeki liberalleşme, uluslararası sermaye akışlarını yükselen ve gelişmekte olan piyasalara çekmiştir. Böylelikle bu piyasalar, küreselleşme süreciyle birlikte daha açık hale gelmiş ve küresel finansal piyasalara daha fazla entegre olmuşlardır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, ayrışma tartışmalarının üzerinde daha fazla yoğunlaştığı yükselen Asya ekonomileri incelenmiştir. Güçlü büyümenin, artan bölge içi ticaretin ve üretim ağlarının desteğiyle yükselen Asya ekonomileri; özellikle Çin, son yıllarda küresel ekonominin en dikkat çeken ekonomileri haline gelmişlerdir. 1997/98 Asya Krizi'nden sonra bu ülkeler, aldıkları tedbir ve yürüttükleri politikalarla ekonomilerini güçlendirme yoluna gitmişlerdir. Bunun sonucunda bankacılık kesimi güçlenmiş, kamu borcu düşük düzeyde kalmış ve ekonomileri krize karşı daha dayanıklı hale gelmiştir. Sürdürülen yüksek dereceli tasarruf ve dünya çapında artan ticaret paylarıyla beraber artan cari işlem fazlalarıyla döviz rezervleri yüksek düzeylere ulaşmıştır. Çalışmanın bu bölümünde, yükselen Asya ekonomileri arasındaki ticari ilişkiler, bu ekonomilerin kriz öncesi ticari kompozisyonları ile iç talep potansiyelleri ve kriz sırası ve sonrası ticari performansları incelenmiştir. Doğu Asya'da bölge içi ticaretteki artışın arkasında, bölge içi ithalattaki hızlı artış yatmaktadır. Bu da, Çin'in 1990'ların başından itibaren bir montaj merkezi haline gelmesiyle ilişkilidir. Çin, büyük kısmı dünyanın geri kalanındaki müşterilere gidecek nihai ürün haline getirmek için diğer Doğu Asya ülkelerinden parça ve bileşenler ithal etmektedir. Küresel ekonomik çöküşe karşı dünyanın geri kalanını dengelemesi beklenen Çin dahil tüm Doğu Asya ekonomileri, 2008'in dördüncü çeyreğinden itibaren küresel talepte yaşanan çöküşün etkisiyle hızlı bir ticari küçülme yaşamışlardır. Ayrışma savunucularının iddia ettiği gibi, sıkılaştıran bölge içi ticari bağlar, yükselen Asya'yı ABD'de yaşanan krizden koruyamamıştır. Ayrışma savunucularının yükselen Asya ekonomilerinin ABD'den ayrıştığını iddia ederken işaret ettikleri bir başka nokta ise, yükselen Asya ekonomilerinin; özellikle Çin'in ABD'ye doğrudan ihracatının azalmasıdır. Doğu Asya ihracatında, ABD piyasasının payının düşüşte olmasına rağmen yükselen Asya'nın

ABD'den ve diğer gelişmiş ekonomilerden gelen talebe ne kadar bağlı olduğu bu bölümde gözler önüne serilmiş, yükselen Asya ekonomilerinin potansiyel olarak artan harcama gücünün ve iç talebinin gelişmiş ekonomilerinkiyle kıyaslanınca ne kadar küçük kaldığı gösterilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde, ayrışma hipotezinin ekonomik ve finansal anlamda test edilmesi yer almaktadır. Ekonomik ayrışma başlığı altında, ekonomik entegrasyon ile iş döngüsü senkronizasyonu ilişkisi incelenmiş ve literatür tarama yapılmıştır. Ayrışma hipotezinin ekonomik açıdan analiz edilmesinde, öncelikle yükselen piyasa ekonomilerinin ABD'den ayrışıp ayrışmadığının analiz edilmesi amacıyla ABD'nin iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngüleri arasındaki ilişkilere, sonrasında yükselen piyasa ekonomilerinin gelişmiş ekonomilerden ayrışıp ayrışmadığının analiz edilmesi amacıyla gelişmiş ekonomileri temsilen G7 ekonomi grubunun iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngüleri arasında arasındaki ilişkilere bakılmaktadır. Analize dahil edilen yükselen piyasa ekonomileri; Arjantin, Brezilya, Çin, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'dir. Ekonomik ayrışma analizinde kullanılan veri seti, 1999'un birinci çeyreği (birinci çeyrek dahil) ile 2011'in ikinci çeyreği (ikinci çeyrek dahil) arası olmak üzere çeyrek dönemlik mevsimsel olarak düzeltilmiş reel GSYİH büyüme oranları (bir önceki yılın aynı çeyreğine göre)'dir. Veri seti; OECD'nin internet sayfasındaki istatistikler bölümünden, IMF Uluslararası Finansal İstatistiklerden ve Çin Ulusal İstatistik Bürosu istatistiklerinden derlenmiştir. ABD ve G7 ekonomileri ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki ilişkiler; uzun dönemli ilişkiler bağlamında Johansen Eşbütünleşme Testi ile, kısa dönemli ilişkiler bağlamında VECM ile, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri bağlamında VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Nedensellik Testi ile ve değişkenlerin varyanslarındaki değişimlerin değişkenlere göre kaynaklarının belirlenmesi bağlamında VAR varyans ayrıştırması ile incelenmiştir. Veri seti analizinde, Eviews 7.1 ekonometrik analiz paket programı kullanılmıştır.

Yükselen piyasa ekonomilerinin ABD'den ayrışıp ayrışmadığı hakkında yapılan ekonometrik analizlerin sonuçları şöyledir: Uzun dönem ilişkinin varlığının

araştırılması amacıyla uygulanan Johansen Eşbütünleşme Testi, yükselen piyasa ekonomileri ile ABD arasında uzun dönemli bir ilişkinin (eşbütünleşmenin) olduğunu ve bu ilişkinin Çin, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye için ABD ile ters yönlü olduğunu göstermektedir. Yani ABD'nin GSYİH'si arttıkça bu ülkelerin GSYİH'leri azalmaktadır. Arjantin, Brezilya, Hindistan, Meksika ve Rusya ise; ABD ile aynı yönlü bir ilişkiye sahiptir. Yani ABD'nin GSYİH'si arttıkça bu ülkelerininkiler de artmaktadır. VECM'ye göre oluşturulan kısa dönemli ilişki analizi ise değişkenler arasında kısa dönemli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Değişkenler arasındaki nedenselliklerin incelenmesi amacıyla yapılan Granger Nedensellik Analizi, ABD'nin; Arjantin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'nin Granger nedeni olduğunu, Brezilya'nın; Meksika'nın Granger nedeni olduğunu, Çin'in; Arjantin ve Hindistan'ın Granger nedeni olduğunu, Endonezya'nın; Arjantin'in Granger nedeni olduğunu ve Güney Afrika'nın; Endonezya'nın Granger nedeni olduğunu göstermektedir. Değişkenler arasındaki ilişkileri, varyans ayrıştırma tekniğiyle ortaya koymak için kullanılan VAR modeli ise ABD'nin varyansındaki değişimlerin % 83'ünün kendisinden kaynaklandığını, Güney Afrika, Meksika, Rusya'nın varyanslarındaki değişimin en büyük kaynağının ABD olduğunu, Arjantin, Brezilya, Çin, Hindistan ve Türkiye ekonomilerinin varyansındaki değişimde kendi ekonomilerinin etkisinden sonra en büyük etkinin ABD ekonomisinin etkisi olduğunu göstermektedir. Gerek uzun dönemli gerekse kısa dönemli ilişkilerin analizine göre, ABD ekonomisinin iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngüleri birlikte hareket etmektedir. Bu doğrultuda, incelenen dönem itibariyle bu ekonomiler arasında ayrışmanın gerçekleşmediği sonucuna ulaşılmaktadır. Granger Nedensellik ve varyans ayrıştırma analizlerinin sonuçları birlikte değerlendirildiğinde, ABD'nin yükselen piyasa ekonomilerinin çoğunda meydana gelen değişimi açıklayıcı bir etkisi olduğundan dolayı ABD ekonomisinin yükselen piyasa ekonomilerini etkileyen ve sürükleyen bir ekonomi olduğu söylenebilmektedir.

Yükselen piyasa ekonomilerinin G7'den ayrışıp ayrışmadığının araştırılması için yapılan ekonometrik analizlerin sonuçları ise şöyledir: G7 ekonomi grubunun iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngüleri arasında uzun dönemli ilişkinin incelenmesi amacıyla yapılan Johansen Eşbütünleşme Testi'ne göre, yükselen

piyasa ekonomileri ile G7 arasında uzun dönemli bir ilişki vardır ve bu ilişkinin yönü; Arjantin, Brezilya ve Güney Afrika için G7 ile ters, Çin, Endonezya, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye için ise G7 ile aynıdır. Yani, G7'nin GSYİH'si arttıkça Arjantin, Brezilya ve Güney Afrika'nın GSYİH'si azalmakta; Çin, Endonezya, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'nin GSYİH'si de artmaktadır. G7 ekonomileri ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki kısa dönem ilişkilerin analizi için oluşturulan VECM'ye göre, G7 ile yükselen piyasa ekonomileri arasında kısa dönemli ilişki mevcuttur. Gerek uzun dönemli gerekse kısa dönemli ilişkilerin analizi, G7 ekonomi grubunun iş döngüsü ile yükselen piyasa ekonomilerinin iş döngülerinin senkronize olduğunu göstermektedir. Değişkenler arasında sebep sonuç ilişkisinin varlığının incelenmesi amacıyla yapılan Granger Nedensellik analizi ile ulaşılan sonuçlar değerlendirildiğinde, G7'nin; Güney Afrika, Hindistan, Meksika, Rusya ve Türkiye'nin Granger nedeni olduğu, Arjantin'in; Güney Afrika'nın Granger nedeni olduğu, Brezilya'nın; Meksika'nın Granger nedeni, Çin'in; Hindistan'ın Granger nedeni olduğu, Güney Afrika'nın; Endonezya'nın Granger nedeni olduğu, Hindistan'ın; Arjantin'in Granger nedeni olduğu, Meksika'nın; Arjantin'in Granger nedeni olduğu ve Rusya'nın; Türkiye'nin Granger nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkilerin varyans ayrıştırma tekniğiyle araştırılmasında, G7'nin varyansındaki değişimlerin % 62'si kendisinden kaynaklanmaktayken, Brezilya'nın G7'nin varyansındaki değişim üzerindeki etkisinin yaklaşık % 15 olduğu ve Güney Afrika, Meksika, Rusya'nın varyanslarındaki değişimin en büyük kaynağı G7 iken Brezilya, Çin, Endonezya, Hindistan ve Türkiye ekonomilerinin varyansındaki değişimde kendi ekonomilerinin etkisinden sonra en büyük etkinin, G7 ekonomi grubunun etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, Brezilya'nın; Güney Afrika, Meksika, Rusya ve Türkiye ekonomilerinin varyanslarındaki değişimde etkisinin yaklaşık % 10 ile % 16 arasında değişmekte olduğu görülmüştür. Bu oranın, diğer yükselen piyasa ekonomilerinin Güney Afrika, Meksika, Rusya ve Türkiye ekonomilerinin varyansındaki değişimi açıklamada yaptığı etkiden nispeten daha yüksek olduğu söylenebilmektedir. Granger Nedensellik ve varyans ayrıştırma analizlerinin sonuçları birlikte değerlendirildiğinde, G7 ekonomi grubunun yükselen piyasa ekonomilerinin çoğunun Granger nedeni çıkması ve yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelen değişimi açıklayıcı bir etkisi olması nedeniyle G7

ekonomi grubu, yükselen piyasa ekonomilerini etkileyen ve sürükleyen bir ekonomi olarak değerlendirilebilmektedir.

Gerek ABD ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki ilişkilerin analizi gerekse G7 ile yükselen piyasa ekonomileri arasındaki ilişkilerin analizi sonuçları birlikte değerlendirildiğinde, ABD ve G7 ekonomileri ile yükselen piyasa ekonomileri arasında uzun ve kısa dönemli ilişkilerin varlığına dayanarak ekonomik anlamda ayrışmanın gerçekleşmediği söylenebilmektedir. Granger Nedensellik Testi ve varyans ayrıştırması sonuçları ise, gelişmiş ekonomilerin yükselen piyasa ekonomileri için ana yönlendirici olmaya devam ettiğini ve bununla birlikte yükselen piyasaların kendi aralarındaki ilişkilerin de güçlü olduğunu göstermektedir.

Finansal ayrışmanın test edilmesi için, ABD S&P 500 endeksi seçilen gelişmiş ekonomiler ve yükselen piyasalar arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkilere, endeksler arası nedenselliklere ve her bir endeksin varyansındaki değişimin kaynağına bakılmıştır. Örneklem periyodu, 1990 Ocak (Ocak dahil) ile 2011 Nisan (Nisan dahil) tarihleri arasındadır. Veri seti olarak hisse senedi endekslerinin ay sonu kapanış fiyatları kullanılmış ve aylık kapanış fiyatları Bloomberg'den elde edilmiştir. Endeksler olarak; ABD S&P 500 endeksi dışında, Almanya DAX endeksi, İngiltere FTSE 100 endeksi, Japonya Nikkei 225 endeksi ve MSCI Yükselen Piyasalar endeksi seçilmiştir. Veri seti analizinde, Eviews 7.1 ekonometrik analiz paket programı kullanılmıştır.

Finansal ayrışma analizinin sonuçlarına göre; S&P 500 endeksi ile seçilen gelişmiş ekonomiler ve yükselen piyasalar hisse senedi endekslerinin eşbütünleşik olduğu ve bir başka ifadeyle aralarında uzun dönemli ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. İncelenen tüm hisse senedi endeksleri uzun dönemde birlikte hareket etmektedir. Eşbütünleşme denklemine göre, bu ilişkinin yönü, FTSE 100 ve Nikkei 225 için S&P 500 ile aynı iken, MSCI Yükselen Piyasalar ve DAX için S&P 500 ile terstir. Yani, S&P 500 endeksi yükselirken FTSE 100 ve Nikkei 225 endeksleri yükselmekte; DAX ve MSCI Yükselen Piyasalar endeksleri ise düşmektedir. VECM'ye göre, endeksler arasında kısa dönemli ilişki mevcuttur. Granger Nedensellik Analizi'ne göre, S&P 500 bütün endekslerin Granger nedeni iken, diğer hiçbir endeks S&P 500'ün ve birbirinin Granger nedeni değildir. Endeksler arasındaki ilişkiler VAR modeli varyans

ayrıştırması tekniğiyle ortaya konulduğunda, S&P 500'ün değişiminin en büyük kaynağı yine kendisiyken, diğer endekslerin S&P 500 üzerindeki etkisinin son derece az olduğu sonucuna ulaşılmıştır. DAX, FTSE 100, Nikkei 225 ve MSCI Yükselen Piyasalar endeksleri üzerinde en büyük etki, S&P 500'ün etkisidir.

Granger Nedensellik ve varyans ayrıştırma analizlerinin sonuçları birlikte değerlendirildiğinde, S&P 500 endeksinin analizdeki gelişmiş ekonomiler ve yükselen piyasalar hisse senedi endekslerinin tümünün Granger nedeni olması ve bu endekslerdeki meydana gelen değişimi açıklamada en büyük etkiye sahip olması nedeniyle S&P 500 endeksinin diğer hisse senedi endekslerini etkileyen ve sürükleyen bir hisse senedi endeksi olduğu söylenenebilmektedir.

Gerek ekonomik gerekse finansal ayrışma konusunda uygulanan bu ekonometrik analizler, aynı sonuca işaret etmektedir: ABD ve G7 ile yükselen piyasa ekonomileri ile arasında ve ABD S&P 500 hisse senedi endeksi ile diğer gelişmiş ekonomilerin ve yükselen piyasaların hisse senedi endeksleri arasında ayrışma gerçekleşmemiştir. Yükselen piyasa ekonomileri arasındaki artan ticari ve finansal bağlara rağmen bu ekonomiler gelişmiş ekonomilerden bağımsızlaşmamışlardır. Ayrışma tartışmalarının üzerinde yoğunlaştığı yükselen Asya ekonomileri arasındaki yoğunlaşan ticari bağlara ve bu bölgenin iç talep artışına rağmen analize dahil edilen yükselen Asya ekonomilerinin iş döngülerinin ABD'nin ve G7'nin iş döngüleri ile birlikte hareket ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, bu ekonomilerin hisse senedi endeksleri de S&P 500 hisse senedi endeksi ile entegredir. Yükselen ekonomiler bir grup olarak geçmişe nazaran daha büyük ve güçlü ekonomiler haline gelmişlerse de ABD, küresel ekonominin öncüsüdür ve dünya ekonomisindeki liderliğini, dünya ekonomisine yön vericiliğini yakın ve uzak gelecekte de sürdürecektir.

EKLER

EK1 Bölgelere Göre İhracat Yönelimi (GSYİH'nin Yüzdesi Olarak Varış Yerlerine Göre Mal İhracatları)

İhracat Kaynağı	Varış Yeri															
	ABD				Euro Bölgesi				Japonya				Bölge İçi			
	1981-1985	1991-1995	2001-2005	2006-2008	1981-1985	1991-1995	2001-2005	2006-2008	1981-1985	1991-1995	2001-2005	2006-2008	1981-1985	1991-1995	2001-2005	2006-2008
Gelişmiş Ekonomiler																
ABD	--	--	--	--	1,0	1,0	1,1	1,3	0,6	0,8	0,5	0,5	--	--	--	--
Euro Bölgesi	1,6	1,2	2,3	2,2	--	--	--	--	0,2	0,4	0,4	0,4	8,9	9,0	15,1	16,3
Japonya	4,0	2,5	2,9	3,2	1,1	1,0	1,3	1,7	--	--	--	--	--	--	--	--
Gelişmiş Diğer Ekonomiler	6,0	5,8	7,7	6,8	5,9	6,9	7,5	7,7	1,0	1,1	0,9	0,9	3,5	3,0	3,1	3,5
Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte Olan Diğer Ekonomiler																
Yükselen Asya	3,6	6,0	6,9	6,4	1,5	3,2	4,4	4,9	3,2	3,8	3,9	3,3	4,3	10,2	13,8	15,7
Çin	0,6	2,8	5,9	6,9	0,6	1,7	3,7	5,2	1,7	3,1	3,6	3,0	2,7	7,6	8,1	9,9
NIE ve ASEAN-4*	8,3	9,3	10,3	7,9	3,0	4,6	6,2	5,9	6,6	5,3	5,8	5,3	8,5	14,9	25,7	30,5
Latin Amerika	4,4	5,1	10,9	9,3	2,3	1,5	1,9	2,6	0,7	0,5	0,4	0,5	1,4	1,6	2,6	3,2
Arjantin	0,8	0,6	2,1	1,8	1,6	1,5	3,0	3,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,9	1,2	4,5	4,6
Brezilya	2,9	1,4	2,8	2,0	2,8	1,6	2,4	2,5	0,7	0,5	0,4	0,4	1,6	1,6	2,8	3,0
Meksika	6,3	12,3	21,0	20,7	1,7	0,7	0,7	1,2	0,8	0,2	0,2	0,2	0,5	0,6	0,8	1,4
Sahraaltı Afrika	4,5	5,7	5,6	7,4	9,7	8,9	6,4	7,0	0,4	0,6	1,1	1,3	1,4	2,4	3,5	4,2
Nijerya	8,4	17,9	16,5	17,9	16,7	15,1	7,8	8,3	0,1	0,1	1,1	0,4	1,6	3,9	6,0	6,8
Güney Afrika	--	--	2,1	2,8	--	--	4,8	5,8	--	--	1,8	2,6	--	--	2,2	2,5
Yükselen Avrupa	0,7	0,9	1,5	1,1	4,6	12,3	24,3	21,6	0,1	0,3	0,2	0,2	1,9	5,9	6,9	10,9
Macaristan	0,8	1,0	1,8	1,7	7,8	14,9	34,0	36,2	0,1	0,3	0,3	0,3	2,8	6,1	8,9	18,0

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.142.

* ASEAN-4 ülkeleri; Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'dır.

EK 2 Bölgelere Göre İhracat Yönelimi (Toplam İhracatın Yüzdesi Olarak Varış Yerlerine Göre Mal İhracatları)

İhracat Kaynağı	Varış Yeri															
	ABD				Euro Bölgesi				Japonya				Bölge İçi			
	1981-1985	1991-1995	2001-2005	2006-2008	1981-1985	1991-1995	2001-2005	2006-2008	1981-1985	1991-1995	2001-2005	2006-2008	1981-1985	1991-1995	2001-2005	2006-2008
Gelişmiş Ekonomiler																
ABD	--	--	--	--	18,6	15,7	16,3	16,5	11,8	11,8	7,4	5,8	--	--	--	--
Euro Bölgesi	8,9	7,1	8,2	6,9	--	--	--	--	1,4	2,2	1,5	1,2	49,9	51,6	52,7	51,6
Japonya	37,8	32,7	28,5	22,8	10,6	13,8	13,0	12,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Gelişmiş Diğer Ekonomiler	31,1	29,4	34,1	29,1	31,0	34,7	33,1	33,1	5,3	5,5	3,8	3,9	18,1	15,1	13,8	15,0
Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte Olan Diğer Ekonomiler																
Yükselen Asya	23,7	21,8	20,2	17,0	9,9	11,7	12,7	13,1	21,3	13,9	11,3	8,9	28,3	37,6	40,2	41,6
Çin	9,2	16,1	22,8	21,3	8,6	9,7	14,5	16,2	24,2	18,1	14,0	9,4	38,2	43,8	31,5	30,7
NIE ve ASEAN-4	26,7	23,2	18,6	13,5	9,6	11,6	11,2	10,0	21,0	13,2	10,5	9,0	27,4	37,3	46,2	51,7
Latin Amerika	40,7	49,2	58,2	46,7	21,3	14,6	10,1	12,8	6,1	4,6	2,1	2,6	12,6	15,3	13,8	15,8
Arjantin	16,0	10,5	11,6	8,4	32,0	25,6	16,6	15,6	5,1	3,2	1,2	1,0	17,4	21,5	24,7	21,8
Brezilya	27,5	22,1	24,7	17,3	26,1	23,9	20,7	22,0	6,8	7,2	3,5	3,5	14,8	24,5	24,0	25,8
Meksika	58,6	84,4	88,7	81,0	15,8	4,5	3,0	4,8	7,2	1,7	0,6	0,9	4,7	3,9	3,2	5,3
Sahraaltı Afrika	24,6	26,2	24,6	27,5	52,8	40,7	28,5	25,9	2,2	2,8	5,1	5,0	7,9	11,1	15,4	15,5
Nijerya	28,9	41,0	45,1	49,3	57,1	34,6	21,2	22,9	0,5	0,3	2,9	1,0	5,5	8,9	16,4	18,9
Güney Afrika	--	--	12,4	12,5	--	--	28,3	26,0	--	--	10,3	11,7	--	--	12,9	11,3
Yükselen Avrupa	6,8	3,5	3,6	2,6	42,5	50,1	60,1	52,2	1,3	1,1	0,5	0,4	17,9	24,2	17,0	26,2
Macaristan	5,1	3,8	3,5	2,5	49,6	59,0	64,9	55,1	0,8	1,1	0,6	0,5	17,8	24,3	16,9	27,5

Kaynak: Köse ve Prasad, *Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies*, s.143.

EK 3 Çin'in Doğu Asya*'nın Geri Kalanı ile Ticareti (1994/5, 1999/2000 ve 2006/7)

Kalem	İhracatlar			İthalatlar		
	1994-1995	1999-2000	2006-2007	1994-1995	1999-2000	2006-2007
3.1: Emtia Kompozisyonu	100	100	100	100	100	100
3.1a: Toplam Ticaret	100	100	100	100	100	100
Hammaddeler	16,2	12,5	10,4	23,5	19,8	13,5
Petrol ve Gaz Hammaddeleri	3,5	2,9	3,0	10,0	9,0	5,6
İmalat	83,4	87,1	89,2	76,1	79,9	86,3
Kimyasallar	3,6	3,0	4,2	12,5	17,2	15,1
Kaynağa Dayalı Ürünler	15,8	12,5	13,0	29,5	21,3	8,9
Tekstil	8,4	5,8	4,1	14,2	8,7	2,8
Makine ve Taşıma Ekipmanları	20,8	31,4	46,6	26,4	35,6	49,7
Güç Üretim Makineleri	1,2	1,5	1,2	0,9	1,2	0,8
Talaşlı İmalat Makineleri	0,4	0,5	0,9	5,1	2,0	1,7
Metal İşleme Makineleri	0,2	0,2	0,3	0,9	0,5	0,9
Genel Sanayi Makineleri	1,3	1,4	2,5	2,8	2,1	2,0
Elektrik ve Elektronik Malzemeleri	16,7	26,7	40,6	15,0	29,4	43,0
Taşıma Ekipmanları	0,9	1,1	1,1	1,7	0,5	1,2
Muhtelif İmalatlar	43,3	40,2	25,5	7,7	5,7	12,5
Giysi ve Kumaş Aksesuarları	18,5	17,2	10,3	1,3	1,4	0,4
3.1b: Parça ve Bileşenler	100	100	100	100	100	100
Makine ve Taşıma Ekipmanları	90,2	94,6	95,5	92,1	95,7	95,1
Elektrik ve Elektronik Malzemeleri	81,0	87,2	87,7	74,6	84,8	85,7
Taşıma Ekipmanları	3,7	2,8	2,3	0,7	0,7	1,8
Muhtelif İmalatlar	9,8	5,4	4,5	3,8	1,5	3,3
3.2: Parça ve Bileşenlerinin İmalat Ticaretindeki Payı						
Toplam İmalat	7,5	14,8	25,6	17,9	30,5	44,4
Makine ve Taşıma Ekipmanları	6,8	14,0	24,4	46,1	66,2	73,3
Elektrik ve Elektronik Malzemeleri	30,3	42,1	49,3	73,1	77,4	82,5
Taşıma Ekipmanları	25,4	33,6	50,1	16,3	67,1	79,0
Muhtelif İmalatlar	1,4	1,7	4,0	18,0	13,0	14,4
3.3: Çin'in Dünya Ticaretinde Doğu Asya'nın Payı						
3.3a: Toplam Ticaret	55,8	45,4	33,7	21,3	25,0	28,4
Hammaddeler	74,6	68,0	59,2	27,9	23,5	15,5
Petrol ve Gaz Hammaddeleri	78,4	73,1	71,8	58,0	32,8	16,2
İmalat	53,3	43,4	32,2	19,9	25,6	32,7
Kimyasallar	53,5	41,3	38,4	22,6	30,3	36,2
Kaynağa Dayalı Ürünler	63,6	46,3	34,4	29,4	31,9	27,9
Tekstil	71,6	58,4	39,6	36,8	35,0	34,0
Makine ve Taşıma Ekipmanları	53,7	44,4	33,1	13,4	21,5	32,0
Güç Üretim Makineleri	69,4	60,1	40,9	7,7	11,8	13,2
Talaşlı İmalat Makineleri	54,5	42,2	31,7	10,4	10,2	15,0
Metal İşleme Makineleri	49,2	44,5	44,0	7,1	8,0	17,4
Genel Sanayi Makineleri	50,0	34,5	27,8	11,3	14,0	16,3
Elektrik ve Elektronik Malzemeleri	60,4	42,5	34,6	53,0	51,7	52,0
Taşıma Ekipmanları	55,6	36,9	21,6	7,3	4,0	11,1
Muhtelif İmalatlar	50,1	42,0	29,1	27,2	25,0	36,0
Giysi ve Kumaş Aksesuarları	59,1	57,0	38,1	45,1	59,1	52,9
3.3b: Parça ve Bileşenler	60,1	53,5	44,7	22,4	27,1	38,7
Makine ve Taşıma Ekipmanları	59,8	53,8	44,6	21,7	27,3	38,6
Elektrik ve Elektronik Malzemeleri	61,2	55,6	46,0	68,9	58,0	56,2
Taşıma Ekipmanları	44,2	33,7	23,2	5,6	6,1	21,7
Muhtelif İmalatlar	62,2	48,6	45,7	30,3	22,2	40,7

Kaynak: Athukorola ve Kohpaiboon, *Intra Regional Trade in East Asia: The Decoupling Fallacy, Crisis and Policy Challenges*, ss.15-16.

* Doğu Asya; yükselen Doğu Asya ve Japonya'dır.

EK 4 Toplam Mal İhracatlarının ve İthalatlarının Büyümesi (2007 1. Ç.-2009 1. Ç., Yoy % Değişim)

İhracatlar	2008 1. C.	2008 2. C.	2008 3. C.	2008 4. C.	Ekim 08	Kasım 08	Aralık 08	Ocak 09	Şubat 09	Mart 09	Nisan 09	Mayıs 09
Doğu Asya	20,6	21,0	19,3	-5,6	7,0	-9,1	-14,6	-29,4	-30,8	—	—	—
Yükselen Doğu Asya	19,0	21,3	19,9	-4,7	8,2	-9,3	-13,2	-27,3	-25,8	—	—	—
ASEAN+3	21,1	21,9	21,5	-4,3	9,0	-8,5	-13,4	-29,9	-32,3	—	—	—
ASEAN	18,9	26,9	22,9	-10,3	-1,4	-10,3	-19,2	-42,4	-31,1	—	—	—
Japonya	22,9	16,4	15,2	-8,1	6,6	-8,2	-22,6	-35,3	-46,1	-44,9	41,1	—
Hong Kong-Çin	10,5	8,3	5,7	-2,1	9,4	-4,9	-10,8	-21,3	-22,6	-19,2	—	—
Çin	21,1	22,4	23,0	4,6	19,0	-2,3	-2,9	-17,5	-25,7	-17,1	-22,6	-26,4
Kore	17,4	23,2	27,1	-9,9	7,8	-19,5	-17,9	-34,2	-18,3	-21,1	-19,6	—
Taipei-Çin	17,4	18,2	7,6	-24,6	-8,5	-23,3	-41,9	-44,0	-28,2	-35,5	-27,9	—
Endonezya	31,9	29,4	27,9	-5,3	4,7	-1,8	-18,7	-36,1	-32,4	-28,9	—	—
Malezya	19,4	28,5	21,6	-12,6	-6,7	-11,0	-20,2	-33,9	-25,5	-23,5	—	—
Filipinler	-2,0	-0,6	2,0	-22,3	-14,1	-12,3	-40,6	-40,7	-30,0	-30,9	—	—
Singapur	21,7	26,4	21,2	-12,9	-4,8	-15,3	-18,6	-37,8	-33,7	-20,5	—	—
Tayland	25,5	25,5	27,2	-10,2	3,5	-21,2	-13,0	-28,7	-13,7	-26,7	—	—
Vietnam	27,7	31,8	37,5	6,0	20,1	-6,3	4,3	-25,5	-32,3	13,4	-11,8	—
Hindistan	37,9	37,4	24,7	-8,0	-13,1	-9,9	-1,1	-15,9	-21,7	—	—	—
İthalatlar	2008 1. C.	2008 2. C.	2008 3. C.	2008 4. C.	Ekim 08	Kasım 08	Aralık 08	Ocak 09	Şubat 09	Mart 09	Nisan 09	Mayıs 09
Doğu Asya	29,6	29,0	29,8	-4,1	12,7	-8,5	-16,5	-35,2	-31,2	—	—	—
Yükselen Doğu Asya	29,0	28,9	26,6	-8,0	10,4	-13,4	-20,9	-38,6	-28,9	—	—	—
ASEAN+3	30,6	32,0	32,0	-3,5	15,2	-9,5	-16,1	-36,0	-33,4	—	—	—
ASEAN	37,9	36,2	32,6	-5,0	9,5	-9,4	-15,1	-36,9	-37,4	—	—	—
Japonya	25,6	26,8	35,8	8,3	24,3	7,3	-6,5	-18,9	-32,9	-35,1	—	—
Hong Kong-Çin	12,0	9,6	7,0	-4,0	11,2	-7,6	-15,7	-26,6	-17,1	-18,7	—	—
Çin	29,4	32,9	25,9	-8,0	15,3	-18,0	-21,3	-43,1	-24,1	-25,1	—	—
Kore	29,0	30,5	42,9	-8,8	10,3	-15,0	-21,6	-31,5	-30,9	-35,9	-35,6	—
Taipei-Çin	26,1	19,2	20,3	-21,9	-7,4	-13,7	-44,6	-56,5	-31,6	-49,5	—	—
Endonezya	91,6	96,1	82,3	33,3	70,7	16,1	13,2	-31,3	-40,0	-36,5	—	—
Malezya	16,1	17,3	14,5	-17,1	-9,3	-14,4	-27,6	-36,2	-35,6	-38,6	—	—
Filipinler	22,1	8,4	4,5	-23,4	-9,4	-29,2	-31,6	-25,3	-34,5	-31,0	—	—
Singapur	32,1	35,4	32,9	-9,3	3,5	-12,9	-18,4	-35,8	-33,8	-20,3	-28,1	—
Tayland	39,6	25,7	37,8	3,8	17,8	-1,4	-5,1	-39,1	-41,9	-38,2	—	—
Vietnam	69,0	61,0	22,8	-8,2	8,7	-19,1	-14,3	-53,8	-27,8	-28,0	-33,8	—
Hindistan	52,2	36,8	53,5	6,9	5,8	6,1	8,8	-18,2	-23,3	—	—	—

Kaynak: Athukorola ve Kohpaiboon, *Intra Regional Trade in East Asia: The Decoupling Fallacy, Crisis and Policy Challenges*, ss.20-21.

EK 5 Varış Bölgesine/Ülkesine Göre İhracat Büyümesi (2007 1. Ç.-2009 Şubat) (Yoy)

Bölge/Ülke	Varış Yeri Bölge/Ülke										
	Toplam	Doğu Asya	Japonya	YDA*	ASEAN+3	Çin	Kore	Taipei-Çin	ASEAN6	ABD	AB
Doğu Asya											
2008 1. Ç.	20,6	18,1	15,0	18,8	20,3	17,8	25,6	7,6	23,8	16,8	-1,5
2008 2. Ç.	21,0	19,6	16,0	20,8	22,5	22,8	24,8	11,0	25,1	15,8	5,4
2008 3. Ç.	19,3	16,5	18,4	17,4	19,4	14,5	29,1	15,3	21,5	14,3	5,8
2008 4. Ç.	-5,6	-9,6	5,9	-12,6	-9,0	-17,0	-8,9	-13,3	-10,1	-5,9	-8,0
2009 Ocak	-29,4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2009 Şubat	-30,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Yükselen Doğu Asya											
2008 1. Ç.	19,0	17,2	14,6	16,7	19,2	17,2	26,0	2,5	21,8	15,2	-1,9
2008 2. Ç.	21,3	20,6	16,8	20,2	23,0	23,5	29,8	7,7	24,5	16,9	5,1
2008 3. Ç.	19,9	17,4	19,6	16,7	19,7	13,5	37,3	10,2	21,4	15,5	5,7
2008 4. Ç.	-4,7	-9,2	9,2	-13,6	-8,5	-16,3	-5,9	-17,8	-11,8	-3,8	-7,7
2009 Ocak	-27,3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2009 Şubat	-25,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
ASEAN+3											
2008 1. Ç.	21,1	18,8	16,8	18,2	20,6	18,4	24,7	10,3	22,4	14,0	3,0
2008 2. Ç.	21,9	21,8	17,9	21,5	24,8	29,9	26,4	8,2	24,7	14,0	7,0
2008 3. Ç.	21,5	20,5	20,4	20,2	23,7	22,2	35,7	9,1	22,8	11,5	6,8
2008 4. Ç.	-4,3	-8,1	9,9	-11,7	-6,6	-14,6	-7,1	-19,3	-9,1	-6,6	-8,9
2009 Ocak	-29,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2009 Şubat	-32,3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

EK 5 Varış Bölgesine/Ülkesine Göre İhracat Büyümesi (2007 1. Ç.-2009 Şubat) (Yoy) (Devamı)

Bölge/Ülke	Varış Yeri Bölge/Ülke										
	Toplam	Doğu Asya	Japonya	YDA*	ASEAN+3	Çin	Kore	Taipei-Çin	ASEAN6	ABD	AB
ASEAN											
2008 1. Ç.	21,7	15,9	21,9	13,6	16,8	12,4	22,0	-2,3	15,9	4,4	-10,3
2008 2. Ç.	25,5	22,2	19,0	22,4	23,6	31,0	25,5	1,5	22,8	3,4	-1,2
2008 3. Ç.	22,1	19,2	23,5	18,4	21,1	23,5	26,5	12,2	18,8	3,9	-6,6
2008 4. Ç.	-11,9	-10,4	16,3	-16,2	-10,0	-17,0	-15,1	-18,4	-15,8	-12,4	-18,5
2009 Ocak	-36,2	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2009 Şubat	-29,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Japonya											
2008 1. Ç.	22,9	24,9		24,4	25,8	24,5	19,6	24,1	31,9	7,9	23,9
2008 2. Ç.	16,4	20,5		19,8	23,2	26,0	15,3	9,0	24,9	1,4	10,2
2008 3. Ç.	15,2	19,7		19,7	23,4	21,4	26,2	6,6	24,2	-4,6	8,3
2008 4. Ç.	-8,1	-7,1		-7,3	-4,0	-4,7	-14,7	-19,1	3,6	-16,2	-16,1
2009 Ocak	-42,1	-43,2		-43,5	-39,5	-41,5	-38,6	-57,5	-37,7	-49,8	-43,9
2009 Şubat	-48,9	-45,8		-45,8	-44,9	-39,0	-45,1	-51,4	-51,5	-58,0	-54,2
Hong Kong-Çin											
2008 1. Ç.	10,5	12,7	-1,4	13,7	12,8	11,6	5,4	3,5	36,6	8,4	-0,9
2008 2. Ç.	8,3	9,0	-0,4	9,6	8,9	8,0	-2,4	7,4	27,6	8,2	-1,4
2008 3. Ç.	5,7	4,6	3,4	4,6	4,6	3,9	-3,6	4,6	12,6	10,0	0,6
2008 4. Ç.	-2,1	0,1	4,0	-2,4	-2,1	-2,4	-22,3	0,4	2,3	-0,6	-7,8
2009 Ocak	-21,3	-30,6	3,3	-32,7	-30,2	-34,5	-30,9	-36,6	-19,8	-2,0	-7,0
2009 Şubat	-22,6	-16,5	-24,4	-15,5	-16,0	-14,1	-27,8	-21,3	-19,3	-36,1	-36,7

EK 5 Varış Bölgesine/Ülkesine Göre İhracat Büyümesi (2007 1. Ç.-2009 Şubat) (Yoy) (Devamı)

Bölge/Ülke	Varış Yeri Bölge/Ülke										
	Toplam	Doğu Asya	Japonya	YDA *	ASEAN+3	Çin	Kore	Taipei-Çin	ASEAN6	ABD	AB
Çin											
2008 1. Ç.	21,1	19,4	12,1	20,2	24,3		33,1	15,4	34,0	25,0	5,4
2008 2. Ç.	22,4	19,5	18,0	17,7	25,6		38,3	21,1	26,3	29,7	12,2
2008 3. Ç.	23,0	21,5	18,1	21,9	29,1		52,9	17,3	27,0	23,5	15,3
2008 4. Ç.	4,6	-1,2	7,9	-3,9	5,9		7,5	-10,4	3,0	4,1	0,7
2009 Ocak	-17,5	-25,7	-9,0	-31,2	-18,6		-29,1	-43,9	-22,3	-17,5	-9,8
2009 Şubat	-25,7	-22,8	-27,4	-22,2	-27,6		-27,2	-32,1	-28,1	-30,2	-23,9
2009 Mart	-17,1	—	—	—	—		—	—	—	—	—
Kore											
2008 1. Ç.	17,4	19,0	12,3	19,9	22,9	20,5		-1,8	35,5	18,4	-2,7
2008 2. Ç.	23,2	29,4	16,8	30,7	32,0	33,7		1,4	38,8	10,1	5,6
2008 3. Ç.	27,1	24,9	14,5	25,6	26,9	21,5		-5,0	48,5	17,4	9,9
2008 4. Ç.	-9,9	-17,4	-11,5	-20,1	-17,0	-24,1		-39,7	-5,6	-15,4	-6,2
2009 Ocak	-34,2	-37,1	-34,3	-38,1	-37,6	-38,6		-61,7	-37,7	-40,3	-27,9
2009 Şubat	-18,3	-20,8	-31,3	-19,2	-23,1	-13,4		-44,5	-33,8	-26,0	-18,2
2009 Mart	-21,2	—	—	—	—	—		—	—	—	—
Taipei-Çin											
2008 1. Ç.	17,4	22,3	-0,7	25,0	30,4	41,5	26,4		30,7	12,1	-0,6
2008 2. Ç.	18,2	21,7	18,3	21,4	29,4	38,3	27,1		19,8	14,8	-1,4
2008 3. Ç.	7,6	6,4	21,5	4,9	12,6	8,9	31,8		12,2	9,2	3,4
2008 4. Ç.	-24,6	-29,7	4,9	-33,6	-29,1	-39,6	-28,3		-23,7	-14,8	-16,4
2009 Ocak	-44,0	-51,9	-17,8	-55,8	-53,2	-63,5	-45,3		-51,1	-32,7	-26,5
2009 Şubat	-28,2	-26,8	-10,5	-29,2	-31,4	-32,6	-38,7		-36,6	-34,7	-24,7
2009 Mart	-35,5	—	—	—	—	—	—		—	—	—

EK 5 Varış Bölgesine/Ülkesine Göre İhracat Büyümesi (2007 1. Ç.-2009 Şubat) (Yoy) (Devamı)

Bölge/Ülke	Varış Yeri Bölge/Ülke										
	Toplam	Doğu Asya	Japonya	YDA*	ASEAN+3	Çin	Kore	Taipei-Çin	ASEAN6	ABD	AB
Endonezya											
2008 1. Ç.	31,9	40,1	32,2	40,8	40,0	44,4	59,7	0,9	39,9	17,4	13,3
2008 2. Ç.	29,4	27,3	11,9	36,7	27,1	29,6	59,8	22,6	38,6	18,2	20,4
2008 3. Ç.	27,9	28,7	35,7	20,1	25,4	32,5	9,0	28,8	18,9	18,3	20,6
2008 4. Ç.	-5,3	-6,1	-3,6	-9,0	-8,7	-19,5	-27,3	39,5	-2,5	-4,5	-3,3
2009 Ocak	-36,1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2009 Şubat	-32,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Malezya											
2007 1. Ç.	8,0	1,1	-4,4	1,8	1,7	35,4	7,4	15,4	-4,4	10,3	-2,8
2007 2. Ç.	7,8	5,1	19,4	1,9	6,2	35,9	14,3	5,6	-5,0	9,5	-18,6
2007 3. Ç.	6,9	2,2	2,7	1,7	2,8	14,7	1,1	-7,5	-0,7	0,9	-18,6
2007 4. Ç.	16,4	14,4	6,6	17,1	16,3	33,0	14,9	2,3	15,1	-3,0	-15,7
2008 1. Ç.	19,4	12,9	25,2	9,7	15,5	13,8	9,8	-1,1	13,9	2,9	-17,6
2008 2. Ç.	28,5	28,2	23,9	28,6	28,4	55,2	20,3	5,4	23,4	-3,7	-0,3
2008 3. Ç.	21,6	23,9	27,2	23,6	26,3	38,0	38,4	14,2	21,0	1,2	-9,5
2008 4. Ç.	-12,6	-5,8	43,6	-16,7	-4,3	-18,3	-13,1	-22,5	-15,2	-14,2	-22,1
2009 Ocak	-33,9	-27,8	-3,6	-34,8	-28,6	-33,3	-13,7	-46,7	-38,5	-29,3	-33,1
2009 Şubat	-25,5	-11,1	-1,0	-12,5	-12,0	6,9	-19,2	-9,7	-21,1	-35,5	-31,5
Filipinler											
2008 1. Ç.	-2,0	0,8	12,4	-2,6	6,3	1,5	33,7	-16,8	-0,9		3,3
2008 2. Ç.	-0,6	5,9	13,5	3,9	13,5	14,1	93,3	-14,5	-6,8		3,8
2008 3. Ç.	2,0	6,4	8,5	5,8	8,4	3,5	47,0	13,3	3,6		-4,6
2008 4. Ç.	-22,3	-24,5	-12,0	-28,6	-26,8	-35,3	0,3	11,0	-39,8		-18,3
2009 Ocak	-42,4	-50,4	-38,3	-54,4	-49,8	-67,6	-18,9	1,2	-53,6		-33,6

EK 5 Varış Bölgesine/Ülkesine Göre İhracat Büyümesi (2007 1. Ç.-2009 Şubat) (Yoy) (Devamı)

Bölge/Ülke	Varış Yeri Bölge/Ülke										
	Toplam	Doğu Asya	Japonya	YDA*	ASEAN+3	Çin	Kore	Taipei-Çin	ASEAN6	ABD	AB
Singapur											
2008 1. Ç.	21,7	23,4	28,8	21,4	21,3	8,7	38,0	14,2	22,6	9,7	-3,3
2008 2. Ç.	26,4	27,4	31,8	26,6	29,3	23,4	28,9	11,4	31,0	25,1	-5,0
2008 3. Ç.	21,2	21,0	14,8	22,0	22,3	21,0	23,5	20,0	23,8	12,6	-10,6
2008 4. Ç.	-12,9	-16,8	-8,3	-17,8	-17,4	-19,3	-19,7	-24,0	-17,8	-12,8	-19,3
2009 Ocak	-40,2	-45,2	-35,1	-46,9	-46,6	-53,4	-37,6	-46,2	-47,4	-22,4	-47,3
2009 Şubat	-29,1	-29,3	-37,8	-27,6	-30,1	-19,2	-20,3	-40,2	-33,2	-34,8	-46,5
Tayland											
2008 1. Ç.	25,5	23,7	9,5	27,9	23,4	26,0	19,7	-23,3	32,6	19,0	10,2
2008 2. Ç.	25,5	27,9	18,8	30,5	29,3	22,9	12,9	-14,2	42,9	11,6	7,6
2008 3. Ç.	27,2	24,8	23,3	25,4	27,6	15,8	61,4	-4,6	37,5	15,0	14,3
2008 4. Ç.	-10,2	-12,3	-6,4	-15,1	-12,2	-5,6	-0,9	-31,1	-20,5	-9,0	-11,7
2009 Ocak	-28,7	-37,1	-20,9	-41,3	-37,2	-47,7	-27,8	-54,2	-39,2	-29,5	-29,5
Hindistan											
2008 1. Ç.	37,9	44,6	39,3	45,6	46,6	34,1	45,2	76,0	73,3	—	11,1
2008 2. Ç.	37,4	42,4	-0,2	49,0	51,6	38,6	97,6	16,0	87,5	—	13,6
2008 3. Ç.	24,7	21,6	3,4	23,8	21,1	-0,7	74,1	106,5	37,8	—	8,8
2008 4. Ç.	-8,0	-30,3	-26,8	-30,6	-31,9	-59,3	38,5	-48,3	-14,8	—	-16,0

Kaynak: Athukorola ve Kohpaiboon, Intra Regional Trade in East Asia: The Decoupling Fallacy, Crisis and Policy Challenges, ss.25-29.

* YDA: Yükselen Doğu Asya (Japonya hariç Doğu Asya).

EK 6 Çin'in Ticari Ortaklarına Toplam Mal İhracatlarının Büyümesi (2007 1. Ç.-2009 1. Ç., Yoy % Değişim, Cari Dolar Kurlarına Göre)

A: İhracatlar	2008 1. Ç.	2008 2. Ç.	2008 3. Ç.	2008 4. Ç.	2009 1. Ç.	Ekim 08	Kasım 08	Aralık 08	Ocak 09	Şubat 09	Mart 09
Toplam	21,1	22,4	23,0	4,6	-20,1	19,0	-2,3	-2,9	-17,5	-25,7	-17,1
Doğu Asya	19,5	19,5	21,6	-1,2	-22,8	15,6	-8,8	-10,3	-25,6	-22,8	-20,0
Yükselen Doğu Asya	20,3	17,7	22,1	-3,9	-25,3	15,2	-12,5	-14,4	-31,1	-22,2	-22,7
ASEAN+3	24,5	25,4	29,2	5,8	-21,9	23,5	0,0	-6,0	-18,6	-27,5	-19,7
ASEAN	34,2	26,0	27,4	2,8	-22,6	21,5	-2,4	-10,6	-22,0	-27,7	-18,1
Japonya	12,1	18,0	18,1	7,9	-16,7	17,3	4,0	2,4	-9,0	-27,4	-13,6
Kore	33,1	38,3	52,9	7,5	-29,2	38,3	-3,3	-12,6	-29,1	-27,2	-31,3
Taipei-Çin	15,4	21,1	17,3	-10,4	-34,5	9,1	-13,1	-27,1	-43,9	-32,1	-27,5
Hong Kong-Çin	10,8	6,5	11,0	-9,9	-24,0	5,9	-20,1	-15,4	-35,5	-15,2	-21,4
Endonezya	33,2	41,5	54,8	20,2	-26,4	57,7	15,0	-12,1	-20,9	-36,7	-21,6
Malezya	33,3	28,2	20,8	7,1	-23,9	17,1	-1,7	5,8	-23,8	-34,7	-13,1
Filipinler	30,4	22,8	34,5	1,3	-11,8	11,1	-8,3	1,1	-5,5	-21,0	-9,1
Singapur	15,3	5,9	17,1	-0,6	-17,1	15,8	-2,2	-15,4	-10,6	-21,3	-19,4
Tayland	37,2	42,1	38,3	5,9	-27,3	35,4	0,4	-18,1	-29,9	-31,3	-20,8
Vietnam	88,8	45,1	16,0	-11,1	-30,0	8,7	-21,1	-20,9	-42,7	-24,3	-23,0
Hindistan	48,2	56,6	28,5	2,3	-12,6	14,0	-5,8	-1,5	-17,7	-11,9	-8,1
AB	25,0	29,7	23,5	4,1	-22,6	15,7	0,0	-3,5	-17,5	-30,2	-20,2
ABD	5,4	12,2	15,3	0,7	-15,4	12,4	-6,1	-4,1	-9,8	-23,9	-12,6

Kaynak: Athukorola ve Kohpaiboon, *Intra Regional Trade in East Asia: The Decoupling Fallacy, Crisis and Policy Challenges*, s.30.

EK 7 Çin'in Ticari Ortaklarından Toplam Mal İthalatlarının Büyümesi (2007 1. Ç.-2009 1. Ç., Yoy % Değişim, Cari Dolar Kurlarına Göre)

B: İthalatlar	2008 1. Ç.	2008 2. Ç.	2008 3. Ç.	2008 4. Ç.	2009 1. Ç.	Ekim 08	Kasım 08	Aralık 08	Ocak 09	Şubat 09	Mart 09
Toplam	29,4	32,9	25,9	-8,0	-30,8	15,3	-18,0	-21,3	-43,1	-24,1	-25,1
Asya	21,0	25,9	13,7	-18,9	-34,4	1,9	-28,6	-30,0	-50,0	-26,4	-26,9
Yükselen Doğu Asya	19,8	23,2	10,8	-23,5	-35,3	-2,7	-33,0	-34,8	-51,6	-27,5	-26,7
ASEAN+3	17,2	24,1	15,6	-13,5	-30,2	7,3	-22,9	-24,8	-46,5	-20,5	-23,7
ASEAN	19,9	23,8	12,7	-18,9	-33,8	-0,1	-25,4	-31,4	-49,7	-26,3	-25,5
Japonya	17,0	23,7	18,7	-5,0	-29,8	15,3	-14,8	-15,4	-43,6	-20,4	-25,5
Kore	14,9	25,0	14,8	-18,5	-26,6	4,9	-30,2	-30,0	-46,4	-14,1	-19,4
Taipei-Çin	24,5	24,2	5,0	-33,3	-43,9	-13,4	-42,3	-44,3	-58,1	-40,1	-33,4
Hong Kong- Çin	26,0	-2,5	11,0	-21,4	-49,1	3,3	-41,1	-26,5	-57,9	-45,7	-43,8
Endonezya	31,7	30,3	17,3	-13,5	-38,0	3,1	-18,1	-25,6	-42,8	-32,7	-38,6
Malezya	18,4	29,5	22,4	-16,1	-25,0	5,6	-21,9	-31,9	-44,4	-16,1	-14,4
Filipinler	12,7	5,7	-23,2	-48,6	-61,3	-34,9	-52,0	-59,0	-71,3	-57,9	-54,5
Singapur	6,7	35,5	27,4	-9,3	-23,7	5,8	-21,3	-12,5	-41,2	-12,5	-17,3
Tayland	26,0	22,9	15,8	-5,6	-29,2	21,2	-13,0	-25,1	-47,7	-21,5	-18,5
Vietnam	64,3	19,0	69,4	6,8	-7,9	36,0	-16,5	0,8	-50,4	14,9	11,8
Hindistan	80,8	107,7	35,3	-37,9	-47,7	-12,7	-51,8	-49,3	-59,9	-43,9	-39,1
AB	25,9	33,0	22,7	2,3	-14,7	21,6	-8,6	-6,0	-21,7	-4,9	-17,4
ABD	29,7	23,0	15,7	3,7	-17,7	10,2	-5,5	6,5	-29,9	-10,6	-12,7

Kaynak: Athukorola ve Kohpaiboon, *Intra Regional Trade in East Asia: The Decoupling Fallacy, Crisis and Policy Challenges*, s.31.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Athukorala, Prema-chandra ve Nobuaki Yamashita. "Patterns and Determinants of Production Fragmentation in World Manufacturing Trade", Filippo di Mauro, Warwick J. McKibbin ve Stéphane Déés (Ed.). **Globalisation, Regionalism and Economic Interdependence** içinde. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2009, ss.45-72.
- Bibow, Jörg. **Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty: Liquidity Preference Theory and the Global Financial Crisis**. London: Routledge, 2009.
- Cooley, Thomas F. (Ed.). **Frontiers of Business Cycle Research**. Princeton University Press, 1995.
- Eichengreen, Barry ve Yung C. Park. "Global Imbalances and Emerging Markets", Jan J. Teunissen ve Age Akerman (Ed.). **Global Imbalances and the U.S. Debt Problem** içinde. The Hague: Fondad, 2006, ss.14-44.
- Gujarati, Damodar N. **Temel Ekonometri**. U. Şenesen ve G. G. Şenesen (çev.), İstanbul: Literatür Yayınları, 1999.
- Hamilton, James D. **Time Series Analysis**. UK: Princeton University Press, 1994.
- Kawai, Masahiro ve Shujiro Urata. "Trade and Foreign Direct Investment in East Asia", Gordon de Brouwer ve Masahiro Kawai (Ed.). **Exchange Rate Regimes in East Asia** içinde. London and Newyork: Routledge Curzon, 2004, ss.15-102.
- Kim, Soyoung, Yong-Wha Lee ve Kwanho Shin. "Regional and Global Financial Integration in East Asia", Barry Eichengreen, Charles Wyplosz ve Yung C. Park (Ed). **China, Asia, and the New World Economy** içinde. New York: Oxford University Press, 2008, ss.168-200.
- Krugman, Paul. "Lessons of Massachusetts for EMU", Francesco Giavazzi ve Francisco Torres (Ed.). **The Transition to Economic and Monetary Union in Europe** içinde. New York: Cambridge University Press, 1993, ss.241-266.
- National Bureau of Statistics of China. **Historical Data on China Quarterly GDP Estimator 1992-2005**. Second Edition. Beijing: China Statistical Publishing House, 2008.
- World Bank. **Migration and Remittances FactBook 2011**. Second Edition. Washington, DC: World Bank, 2011.

Yoshitomi, Masaru. "Global Imbalances and East Asian Monetary Cooperation", Duck-Koo Chung ve Barry Eichengreen (Ed.). **Towards an East Asian Exchange Rate Regime** içinde. Washington, DC: Brookings Institution, 2007, ss.22-47.

Sürekli Yayınlar

- Akin, Çiğdem ve M. Ayhan Köse. “Changing Nature of North-South Linkages: Stylized Facts and Explanations”, **Journal of Asian Economics**. Vol.19, No.1, February 2008, ss.1-28.
- Artis, Michael J. ve Wenda Zhang. “International Business Cycles and the ERM: Is There a European Business Cycle?”, **International Journal of Finance and Economics**. Vol.2, No.1, January 1997, ss.1-16.
- Artis, Michael J. ve Wenda Zhang. “Further Evidence on the International Business Cycle and the ERM: Is There a European Business Cycle?”, **Oxford Economic Papers**. Vol.51, No.1, 1999, ss.120-132.
- Athukorala, Prema-chandra. “Product Fragmentation and Trade Patterns in East Asia”, **Asian Economic Papers**. Vol.4, No.3, October 2007, ss.1-27.
- Baxter, Marianne ve Michael A. Kouparitsas. “Determinants of Business Cycle Comovement: A Robust Analysis”, **Journal of Monetary Economic**. Vol.52, No.1, January 2005, ss.113-157.
- Bicksler, James L. “The Subprime Mortgage Debacle and its Linkages to Corporate Governance”, **International Journal of Disclosure and Governance**. Vol.5, No.4, July 2008, ss.295-300.
- Bley, Jorg. “European Stock Market Integration: Fact or Fiction?”, **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**. Vol.19, No.5, December 2009, ss.759-776.
- Bonfiglioli, Alessandra ve Carlo A. Favero. “Explaining Co-movements between Stock Markets: The Case of US and Germany”, **Journal of International Money and Finance**. Vol.24, No.8, December 2005, ss.1299-1316.
- Canova, Fabio ve Harris Dellas. “Trade Interdependence and the International Business Cycle”, **Journal of International Economics**. Vol.34, No.1-2, February 1993, ss.23-47.
- Clark, Todd E. ve Eric van Wincoop. “Borders and Business Cycles”, **Journal of International Economics**. Vol.55, No.1, October 2001, ss.59-85
- De Aenlle, Conrad. “Decoupling: Theory vs. Reality”, *The New York Times*. 7 February 2008. <http://www.nytimes.com/2008/01/27/business/worldbusiness/27iht-26delink.9520541.html> (12 Kasım 2009).
- Dickey, David A. ve Wayne A. Fuller. “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root,” **Journal of the American Statistical Association**. Vol.74, No.366, June 1979, ss.427-431.

- Doğan, Nükhet ve Yeliz Yalçın. “Yurt Dışı Borsaların Türkiye Borsasına Sektörel Bazda Etkisi: Asimetrik Eşbütünleşme ve Hata Düzeltme Modeli”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi**. Vol.45, No.525, 2008, ss.23-34.
- Dollar, David ve Aart Kraay. “Institutions, Trade, and Growth”, **Journal of Monetary Economics**. Vol.50, No.1, January 2003, ss.133-162.
- Economist. “Emerging Markets: Decoupling Debate”, 6 March 2008, ss.2-3.
<http://www.economist.com/node/10809267> (30 Eylül 2009).
- Eğilmez, Mağfi. “Decoupling Hipotezi”, *Radikal Gazetesi*. 17 Ocak 2008.
<http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=244724> (10 Eylül 2009).
- Engle, Robert F., Clive W. J. Granger. “Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing”, **Econometrica**. Vol.55, No.2, March 1987, ss.251-276.
- Engle, Robert F., Byung S. Yoo. “Forecasting and Testing in Co-Integrated Systems”, **Journal of Econometrics**. Vol.35, No.1, May 1987, ss.143-159.
- Fan, He. “Economic Decoupling Has No Weight”, *China Daily*. 11 January 2008.
http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2008-01/11/content_6388254.htm (5 Ekim 2009).
- Faruquee, Hamid. “IMF sees Global Imbalances Narrowing, But More to Be Done”, *IMF Survey Magazine*. 19 February 2008, ss.1-6.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/res021908a.htm> (08 Ağustos 2009).
- Feldstein, Martin. “A More Competitive Dollar is Good for America”, **Financial Times**. 14 October 2006.
- Fidrmuc, Jarko ve Iikka Korhonen. “Meta-Analysis of the Business Cycle Correlation between the Euro Area and the CEECs”, **Journal of Comparative Economics**. Vol.34, No.3, September 2006, ss.518-537.
- Frankel, Jeffrey A. ve Andrew K. Rose. “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria”, **Economic Journal**. Vol.108, No.449, July 1998, ss.1009-1025.
- Frankel, Jeffrey A. ve David Romer. “Does Trade Cause Growth?”, **The American Economic Review**. Vol.89, No.3, June 1999, ss.379-399.
- Fukao, Kyoji, Hikari Ishido ve Keiko Ito. “Vertical Intra-Industry Trade and Foreign Direct Investment in East Asia”, **Journal of the Japanese and International Economics**. Vol.17, No.4, December 2003, ss.468-506.
- Gilmore, Claire G., Brian M. Lucey ve Ginette M. McManus. “The Dynamics of Central European Equity Market Comovements”, **The Quarterly of Economics and Finance**. Vol.48, No.3, August 2008, ss.605-622.

- Global Finance Magazine. "Features: Breaking Up or Breaking Down?", December 2008, par.7. <http://www.gfmag.com/archives/32-dec2008/382-features.html> (25 Ekim 2009).
- Granger, Clive W. J. "Investigating Causal Relations By Econometric Models and Cross-Spectral Methods", **Econometrica**. Vol.37, No.3, July 1969, ss.424-438.
- Granger, Clive W. J. "Testing For Causality: A Personal Viewpoint", **Journal of Economic Dynamics and Control**. Vol.2, May 1980, ss.329-352.
- Granger, Clive W. J. "Some Properties of Time Series Data and Their Use in Econometric Model Specification", **Journal of Econometrics**. Vol.16, No.1, May 1981, ss.121-130.
- Granger, Clive W. J. "Some Recent Development in a Concept of Causality", **Journal of Econometrics**. Vol.39, No.1-2, January-February 1988, ss.199-211.
- Gürses, Uğur. "'Decoupling' (Ayrışma) Umudu", *Radikal Gazetesi*. 30 Ocak 2008. <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=245971> (10 Eylül 2009).
- Heathcote, Jonathan ve Fabrizio Perri. "Financial Globalization and Real Regionalization", **Journal of Economic Theory**. Vol.119, No.1, November 2004, ss.207-243.
- Hummels, David. "Transportation Costs and International Trade in the Second Era of Globalization", **Journal of Economic Perspective**. Vol.21, No.3, Summer 2007, ss.131-154.
- Hummels, David, Jun Ishii ve Kei-Mu Yi. "The Nature and Growth of Vertical Specialization in World Trade", **Journal of International Economics**. Vol.54, No.1, February 2001, ss.75-96.
- İbicioğlu, Mustafa ve Ayhan Kapusuzoğlu. "İMKB ile Avrupa Birliği Üyesi Akdeniz Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasalarının Entegrasyonunun Ampirik Analizi", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**. Vol.11, No.3, 2011, ss.85-102.
- Imbs, Jean M. "Trade, Finance, Specialization, and Synchronization", **The Review of Economics and Statistics**. Vol.86, No.3, October 2004, ss.723-34.
- Imbs, Jean M. "The Real Effects of Financial Integration", **Journal of International Economics**. Vol.68, No.2, March 2006, ss.296-324.
- Inklaar, Robert ve Jakob de Haan. "Is There Really a European Business Cycle? A Comment", **Oxford Economic Papers**. Vol.53, No.2, April 2001, ss.215-220.
- Johansen, Soren. "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", **Journal of Economics Dynamic And Control**. Vol.12, No.2-3, February-March 1988, ss.231-254.

- Kalemli-Özcan, Şebnem, Bent E. Sorensen ve Oved Yosha. "Economic Integration, Industrial Specialization, and the Asymmetry of Macroeconomic Fluctuations", **Journal of International Economics**. Vol.55, No.1, October 2001, ss.107-137.
- Karğın, Murat. "Hisse Senedi Piyasalarında Eşbütünleşme Analizi", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi**. Vol.45, No.525, 2008, ss.85-96.
- Kim, Suk-Joong, Fariboz Moshirian ve Eliza Wu. "Dynamic Stock Market Integration Driven by the European Monetary Union: An Empirical Analysis", **Journal of Banking & Finance**. Vol.29, No.10, October 2005, ss.2475-2502.
- Köse, M. Ayhan, Eswar S. Prasad ve Marco E. Terrones. "How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles?", **American Economic Review**. Vol.93, No.2, May 2003, ss.57-62.
- Köse, M. Ayhan ve Eswar S. Prasad. "The Decoupling Debate is Back", *Foreign Policy*. 15 June 2009, ss.1-3.
http://www.foreignpolicy.com/articles/2009/06/14/the_decoupling_debate_is_back (25 Eylül 2009).
- Köse, M. Ayhan, Eswar S. Prasad ve Marco E. Terrones. "Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?", **Journal of International Money and Finance**. Vol.28, No.4, June 2009, ss.554-580.
- Köse, M. Ayhan, Eswar S. Prasad ve Marco E. Terrones. "Does Financial Globalization Promote Risk Sharing?", **Journal of Development Economics**. Vol.89, No.2, July 2009, ss.258-270.
- Köse, M. Ayhan, Eswar S. Prasad ve Ashley D. Taylor. "Thresholds in the Process of International Financial Integration", **Journal of International Money and Finance**. Vol.30, No.1, February 2010, ss.147-179.
- Krebs, Tom. "Fundamentals, Information, and International Capital Flows: A Welfare Analysis", **European Economic Review**. Vol.49, No.3, April 2005, ss.579-598.
- Kraay, Aart ve Jaume Ventura. "Trade Integration and Risk Sharing", **European Economic Review**. Vol.46, No.6, June 2002, ss.1023-1048.
- Krugman, Paul. "Innovating Our Way to Financial Crisis", *The New York Times*. 3 December 2007. www.nytimes.com/2007/12/03/opinion/03krugman.html (17 Mart 2011).
- MacKinnon, James G. "Numerical Distribution Functions for Unit Root and Cointegration Tests", **Journal of Applied Econometrics**. Vol.11, No.6, November-December 1996, ss.601-618.

- MacKinnon, James G., Alfred Haug ve Leo Michelis. "Numerical Distribution Functions of Likelihood Ratio Tests for Cointegration", **Journal of Applied Econometrics**. Vol.14, No.5, September-October 1999, ss.563-577.
- McCauley, Robert N. ve Patrick McGuire. "Dollar Appreciation in 2008: Safe Haven, Carry Trades, Dollar Shortage and Overhedging", **Bank for International Settlements Quarterly Review**. December 2009, ss.85-92.
- Monetary Authority of Singapore. "Macroeconomic Review", Vol. II, Issue I, January 2003, s.64.
- MoneyWeek. "Emerging Markets 'Decoupling' Theory is Back but It's Still Wrong", 11 June 2009, s.1. <http://www.moneyweek.com/investments/stock-markets/emerging-markets-decoupling-theory-is-back-but-its-still-wrong-43709.aspx> (5 Ocak 2010).
- Mylonidis, Nikolaos ve Christos Kollias. "Dynamic European Stock Market Convergence: Evidence from Rolling Cointegration Analysis in the First Euro-Decade", **Journal of Banking & Finance**. Vol.34, No.9, September 2010, ss.2056-2064.
- Onaran, Yalman ve Christopher Scinta. "Lehman Makes Largest Bankruptcy Filing in History", *Financial Post*. 15 September 2008, par.2. www.financialpost.com/news/story.html?id=790965 (19 Ağustos 2010).
- O'Neill, Jim. "Cloudy Picture as Concept of Decoupling is Put in Context", *Financial Times*. 29 July 2008. <http://www.ft.com/cms/s/0/38f238d8-5d05-11dd-8d38-000077b07658.html#axzz1Kp3gibfU> (10 Ocak 2010).
- Özgen, Ferhat B. ve Bülent Güloğlu. "Türkiye'de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniği ile Analizi", **ODTÜ Gelişme Dergisi**. Vol.31, No.1, Haziran 2004, ss.93-114.
- Park, Yung C. ve Kwanho Shin. "Economic Integration and Changes in the Business Cycle in East Asia: Is the Region Decoupling from the Rest of the World?", **Asian Economic Papers**. Vol.8, No.1, January 2009, ss.107-140.
- Pascual, Antonio G. "Assessing European Stock Markets (Co)integration", **Economic Letters**. Vol.78, No.2, February 2003, ss.197-203.
- Phillips, Peter C. B. ve Pierre Perron. "Testing for a Unit Root in Time Series Regression", **Biometrika**. Vol.75, No.2, June 1988, ss.335-346.
- Prakash, Akash. "Decoupling or Recoupling?", *Business Standard*. 12 February 2008. <http://www.business-standard.com/india/news/akash-prakash-decoupling-or-recoupling/313393/> (01 Nisan 2010).
- Richardson, Karen ve Gregory Zuckerman. "Subprime Game's Reckoning Day", **The Wall Street Journal**. 2 February 2007.

- Rose, Andrew K. ve Charles Engel. "Currency Unions and International Integration", **Journal of Money, Credit and Banking**. Vol.34, No.4, November 2002, ss.1067-1089.
- Shin, Kwanho ve Yunjong Wang. "Trade Integration and Business Cycle Co-movements: the Case of Korea with Other Asian Countries", **Japan and the World Economy**. Vol.16, No.2, April 2004, ss.213-230.
- Shin, Kwanho ve Sohn Chan-Hyun. "Trade and Financial Integration in East Asian: Effects on Co-movements", **The World Economy**. Vol.29, No.12, December 2006, ss.1649-1669.
- Stein, Peter. "Asian Growth Revives 'Decoupling' Concept", *The Wall Street Journal*. 14 September 2009.
<http://online.wsj.com/article/SB125287080543006725.html> (02 Şubat 2010).
- Syriopoulos, Theodore C. "Dynamic Linkages between Emerging European and Developed Stock Markets: Has the EMU Any Impact?", **International Review of Financial Analysis**. Vol.16, No.1, February 2007, ss.41-60.
- Şahinöz, Erkin I. "Decoupling Yok... Recoupling Var...", *Dünya Gazetesi*. 29 Ağustos 2008. http://www.dunya.com/decoupling-yok-recoupling-var-erkin-isahinoz_77_20037_yazar.html (10 Ocak 2009).
- Volz, Ulrich. "Decoupling 2.0?", *The Wall Street Journal*. 16 September 2009.
<http://feer.wsj.com/economics/2009/september53/Decoupling-2.0> (10 Mart 2010).
- Willett, Thomas D., Priscilla Liang ve Nan Zhang. "The Slow Spread of the Global Crisis", **Journal of International Commerce, Economics and Policy**. Vol.1, No.1, April 2010, ss.34-35.
- Wynne, Mark A. ve Erasmus K. Kersting. "Trade, Globalization and the Financial Crisis", **Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter**. Vol.4, No.8, November 2009, ss.1-8.
- Yi, Kei-Mu. "Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?", **Journal of Political Economy**. Vol.111, No.1, February 2003, ss.52-102.
- Zuckerman, Gregory. "How Street Hit Lender", **The Wall Street Journal**. 29 March 2007.

Diğer Yayınlar

- ADB. **Asian Development Outlook 2006: Routes for Asia's Trade**. Hong Kong, China: Asian Development Bank, March 2006.
- ADB. **Asian Development Outlook 2007: Change Amid Growth**. Manila: Asian Development Bank, March 2007.
- ADB, **Asian Development Outlook 2008: Workers in Asia**. Manila: Asian Development Bank, April 2008.
- ADB. **Emerging Asian Regionalism: A Partnership for Shared Prosperity**. Mandaluyong City, Phil.: Asian Development Bank, May 2008.
- ADB. **Asian Development Outlook 2008 Update**. Manila: Asian Development Bank, September 2008.
- ADB. **Asian Development Outlook 2009: Rebalancing Asia's Growth**. Manila: Asian Development Bank, March 2009.
- Agrawal, Amol. "Decoupling or Recoupling", **IDBI Gilts Economic Research**. Mumbai, 7 January 2008.
- Ahearne, Alan, John Fernald, Prakash Loungani ve John Schneider. "Flying Geese or Sitting Ducks: China's Impact on the Trading Fortunes of Other Asian Countries", **International Finance Discussion Paper**. No.51, Washington, DC: Board of Governors of Federal Reserve System, October 2006.
- Apak, Sudi. "Ekonomi Şeffaf ve Güvenilir Olmalı", *Ekovitrin*. 11 Şubat 2010. par.2. <http://www.ekovitrin.com/index.php/prof-dr-sudi-apak-%E2%80%98ekonomi-seffaf-ve-guvenilir-olmalı%E2%80%99/> (02 Mayıs 2011).
- Athukorola, Prema-chandra. "The Rise of China and East Asian Export Performance: Is the Crowding-out Fear Warranted?", 2007. Australian National University, Arndt-Corden Department of Economics.
- Athukorala, Prema-chandra ve Archanun Kohpaiboon. "Trade and Investment Patterns in Asia: Implications for the Debate on Multilateralising Regionalism", **Multilateralizing Asian Regionalism Conference**. Asian Development Bank Institute, Tokyo, Japan, 18-19 September 2008, slide 1-25.
- Athukorala, Prema-chandra ve Archanun Kohpaiboon. "East Asian Exports in the Global Economic Crisis: The Decoupling Fallacy and Post-crisis Policy Challenges", 2009. The Australian National University, The Arndt-Corden Division of Economics, College of Asia and the Pacific. http://www.crawford.anu.edu.au/acde/publications/publish/papers/wp2009/wp_econ_2009_13.pdf (10 Ocak 2011).

- Athukorala, Prema-chandra ve Archanun Kohpaiboon. “Intra Regional Trade in East Asia: The Decoupling Fallacy, Crisis and Policy Challenges”, **ADB Working Paper Series**. No.177, Tokyo: ADBI, December 2009.
- Auboin, Marc. “Boosting the Availability of Trade Finance in the Current Crisis: Background Analysis for a Substantial G20 Package”, **Centre for Economic Policy Research Policy Insight**. No.35, June 2009.
- Bank Indonesia ve SEACEN Centre. “Financial Deepening to Support Monetary Stability and Sustainable Economic Growth”, **43rd SEACEN Governors’ Conference and 27th Meeting of the SEACEN Board of Directors**. Jakarta, Indonesia: Bank Indonesia, 20-23 March 2008, ss.1-58.
- Bank of Japan. “Financial System Report”, **BOJ Reports and Research Papers**. March 2008.
- Barth, James R. “US Subprime Mortgage Market Meltdown”, **14th Dubrovnik Economic Conference**. Dubrovnik, Croatia: The Croatian National Bank. 25-28 June 2008, www.hnb.hr/dub-konf/14-konferencija/barth.ppt (22 August 2010), slide 62.
- Bayoumi, Tamim ve Andrew Swiston. “Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers Across Industrial Countries”, **IMF Working Paper**. WP/07/182, Washington, DC: International Monetary Fund, July 2007.
- Bernanke, Ben S. “Asia and the Global Financial Crisis”, **Federal Reserve Bank of San Francisco’s Conference**. Santa Barbara, California, 19 October 2009, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20091019a.htm> (10 Ocak 2010), par.16.
- Bibow, Jörg. “Global Imbalances, U.S. Dollar, and How the Crisis at the Core of Global Financing Spread to “Self-Insuring” Emerging Market Economies”, **Levy Economic Institute Working Paper**. No.591, New York, March 2010.
- Boorman, Jack. “The Impact of the Financial Crisis on Emerging Market Economies: The Transmission Mechanism, Policy Response and Lessons”, **Global Meeting of the Emerging Markets Forum**. Mumbai, India, 23 June 2009, ss.3-6.
- Brandimarte, Walter. “Emerging Markets not Decoupling, but Still Better Off”, *Reuters*. 23 January 2007. ss.1-2.
<http://www.reuters.com/article/idUSN2345870920080123> (10 Ekim 2009).
- Caballero, Ricardo J. Emmanuel Farhi ve Pierre-Olivier Gourinchas. “An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates”, **NBER Working Paper**. No.11996, Massachusetts Avenue Cambridge, U.S.A.: National Bureau of Economic Research, February 2006.

- Cetorelli, Nicola ve Linda Goldberg. “Banking Globalization, Monetary Transmission and the Lending Channel”, **NBER Working Paper**. No.14101, Massachusetts Avenue Cambridge, U.S.A.: National Bureau of Economic Research, June 2008.
- Chua, Hak B. “A US Slowdown: Asia Decoupling or Vulnerable?”, **Citigroup Asia Macro Views**. 4 September 2006.
- Collings, Bryan. “The Re-emergence of the Decoupling Debate”, **Hexam Capital Investment Views**. Scotland, September 2009.
- Commodity Online. IMF Says India, China to Lead Economic Expansion. (2009). <http://www.commodityonline.com/news/IMF-says-India-China-to-lead-economic-expansion-21589-3-1.html> (02 Aralık 2009).
- Danske Bank. “From Decoupling to Recoupling”, **Emerging Markets Briefer**. 4 February 2008.
- Deardorff, Alan V. “Deardorff’s Glossary of International Economics”, <http://www-personal.umich.edu/~alandear/glossary/>.
- Dées, Stéphane ve Isabel Vansteenkiste. “The Transmission of US Cyclical Developments to the Rest of the World”, **European Central Bank Working Paper**. No.798, Frankfurt am Main, Germany, August 2007.
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau ve Peter Garber. “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, **NBER Working Paper**. No.9971, Massachusetts Avenue Cambridge, U.S.A.: National Bureau of Economic Research, September 2003.
- Dooley, Michael ve Michael Hutchison. “Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis”, **JIMF/Warwick Conference**. Warwick, 6 April 2009, s.9.
- Eichengreen, Barry ve Hui Tong. “Is China’s FDI Coming at the Expense of Other Countries?”, **NBER Working Paper**. No.11335, Massachusetts Avenue Cambridge, U.S.A.: National Bureau of Economic Research, May 2005.
- Eichengreen, Barry ve Yung C. Park. “Asia and the Decoupling Myth”, 2008. University of California, Berkeley. https://www.econ.berkeley.edu/users/eichengr/asia_decoup_myth.pdf (8 Aralık 2009).
- Eichengreen, Barry ve Kevin H. O’Rourke. “A Tale of Two Depressions”, *Vox*. 6 April 2009. par.2. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421> (15 Haziran 2010).
- El-Erian, Mohamed. “Decoupling versus Recoupling”, 10 August 2009. par.5. <http://europe.pimco.com/LeftNav/Viewpoints/2009/Viewpoints+Mohamed+El+Erian+August+2009+Decoupling+vs+Recoupling.htm> (22 Mart 2010).

- Escaith, Hubert. "Trade Collapse, Trade Relapse and Global Production Networks: Supply Chains in the Great Recession", **Munich Personal RePEc Archive**. No.18433, Germany, 28 October 2009.
- Esterhuizen, Eben. "Commoditizing the 'Decoupling Theory'", 10 March 2008. ss.1-2. <http://seekingalpha.com/article/67844-commoditizing-the-decoupling-theory> (05 Ekim 2009).
- Financial Service Agency of Japan. "Exposures of Japanese Deposit-taking Institutions to Subprime-related Products", 30 November 2007. s.1. <http://www.fsa.go.jp/en/news/2010/20100312-1/01.pdf> (15 Mayıs 2010).
- Finch, Gavin ve Kim-Mai Cutler. "Credit Markets Seize Up as Libor Rate Doubles on AIG, Lehman", *Bloomberg*. 16 September 2008. par.1-2. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aw.2dIKbBmRg> (20 Ocak 2010).
- Fitch Ratings. "Banks in Asia Excluding Japan: Update on Exposure to Subprime and Structured Credit Products", *Asia Special Report*. 21 April 2008. ss.1-10. <http://www.fitchratings.cn/uploaded/20081007110255477.pdf> (10 Nisan 2010).
- Fukao, Kyoji ve Tangjun Yuan. "Why Is Japan So Heavily Affected by the Global Economic Crisis? An Analysis Based on the Asian International Input-Output Tables", *Vox*. 8 June 2009. par.13-16. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3637> (02 Aralık 2010).
- Goldberg, Linda. "Financial-Sector FDI and Host Countries: New and Old Lessons", **NBER Working Paper**. No.10441, Massachusetts Avenue Cambridge, U.S.A.: National Bureau of Economic Research, April 2004.
- Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap ve Hyun Song Shin. "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown", **The U.S. Monetary Policy Forum 2008**. New York, 29 February 2008, ss.25-33.
- Haltmaier, Jane T, Shaghil Ahmed, Brahim Coulibaly, Ross Knippenberg, Sylvain Leduc, Mario Marazzi ve Beth A. Wilson. "The Role of China in Asia: Engine, Conduit, or Steamroller?", **Board of Governors of Federal Reserve System International Finance Discussion Papers**. No.904, Washington, D.C., September 2007.
- He, Dong, Lilian Cheung ve Jian Chang. "Sense and Nonsense on Asia's Export Dependency and Decoupling Thesis", **Hong Kong Monetary Authority Working Paper**. No.03/2007, 10 April 2007.
- Hoguet, George R. "Perspectives on Emerging Markets", *State Street Global Advisor*. 30 June 2009. ss.7-8. http://www.ssga.com/library/mkcm/Forecasts_Q3_2009_7.6.09CCRI1246910137.pdf (24 Kasım 2009).

- IMF. **Asia-Pacific Regional Outlook**. Washington, DC: International Monetary Fund, September 2005.
- IMF. **World Economic Outlook: Spillovers and Cycles in the Global Economy**. Washington, DC: International Monetary Fund, April 2007.
- IMF. **World Economic Outlook: Globalization and Inequality**. Washington, DC: International Monetary Fund, October 2007.
- IMF. **World Economic Outlook: Housing and the Business Cycle**. Washington, DC: International Monetary Fund, April 2008.
- IMF. “Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness”, **Global Financial Stability Report**. Washington DC: International Monetary Fund, April 2008.
- IMF. “Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks”, **Global Financial Stability Report**. Washington DC: International Monetary Fund, April 2009.
- IMF. COFER Database. 31 March 2011.
<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm> (04 Nisan 2011), ss.1-2.
- IMF. **World Economic Outlook: Tensions from the Two-Speed Recovery Unemployment, Commodities, and Capital Flows**. Washington, DC: International Monetary Fund, April 2011.
- IMF. World Economic Outlook Database. April 2011.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/index.aspx> (3-10-11 Mayıs 2011).
- IMF. World Economic Outlook Database. September 2011.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/index.htm> (30 Aralık 2011).
- ING Investment Management. **Emerging Markets: Testing the Decoupling Theory**. Sidney, April 2009.
- Institute of International Finance. Capital Flows Data. 25 September 2011.
<http://www.iif.com/emr/global/capflows/> (26 Kasım 2011).
- Jarayam, Shruthi, Ila Patnaik ve Ajay Shah. “Examining the Decoupling Hypothesis for India”, **National Institute for Public Finance and Policy Working Papers**. New Delhi, 13 May 2009.
- Keskin-Benli, Yasemin ve Sıdıka Başçı. “Avrupa Birliği Ülkeleri ile Türkiye Hisse Senedi Borsalarının Ortak Trend Analizi”, TÜBİTAK, Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırma Grubu, Proje No:105K267, 2007.

- Kim, Soyoung, Sunghyun H. Kim ve Yunjong Wang. "International Capital Flows and Boom-Bust Cycles in the Asia Pacific Region", 2005. Tufts University, Department of Economics, Medford.
- Kim, Soyoung, Jong-Wha Lee ve Cyn-Young Park. "Emerging Asia: Decoupling or Recoupling", **Conference on International Linkages**. Tokyo, Japan, 2-3 October 2008, ss.1-28.
- Kim, Soyoung, Jong-Wha Lee ve Cyn-Young Park. "The Ties That Bind Asia, Europe, and the United States", **ADB Economic Working Paper Series**. No.192, Tokyo: ADB, February 2010.
- Kohn, Donald L. "Global Economic Integration and Decoupling", **The International Research Forum on Monetary Policy**. Frankfurt Am Main, Germany, 26 June 2008, <http://www.bis.org/review/r080627e.pdf> (26 Aralık 2009), ss.1-5.
- Köse, M. Ayhan ve Kei-Mu Yi. "The Trade Comovement Problem in International Macroeconomics", **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**. No.155, Washington, DC: International Monetary Fund, December 2002.
- Köse, M. Ayhan, Christopher Otrok ve Eswar S. Prasad. "Global Business Cycles: Convergence or Decoupling?", **IMF Working Paper**. WP/08/143, Washington, DC: International Monetary Fund, June 2008.
- Köse, M. Ayhan, Christopher Otrok ve Eswar S. Prasad. "Dissecting the Decoupling Debate", *Vox*. 4 October 2008. s.3. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1867> (28 Ekim 2008).
- Köse, M. Ayhan ve Eswar S. Prasad. "Resilience of Emerging Market Economies to Economic and Financial Developments in Advanced Economies", **European Commission Economic and Financial Affairs Economic Papers**. No.411, Belgium: European Commission, October 2010.
- Lane, Philip R. ve Gian M. Milesi-Ferretti. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", **IMF Working Paper**. WP/06/69, Washington, DC: International Monetary Fund, March 2006.
- Lash, Herbert. "Emerging Market "Decoupling" Theory May Be Premature", *Reuters*. 12 October 2007. ss.1-2. <http://www.reuters.com/article/idUSN1259286920071012> (26 Ekim 2009).
- Leung, Bill ve Joanne Yim. "Consumption to be Mainland China's Next Growth Driver", *Hang Seng Bank Economic Focus*. 30 March 2009. s.2. http://www.hangseng.com/ermt/eng/fxmv/pdf/ecof_e_20090330.pdf (10 Şubat 2010).

- Levy-Yeyati, Eduardo. "On Emerging Markets Decoupling and Growth Convergence", *Vox*. 7 November 2009. ss.1-5. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4172> (12 Ocak 2010).
- Liang, Hong ve Helen (Honh) Qiao. "Asia Economics Flash: China: Decoupling-Why Do We Believe This Time Would Be Different", *Goldman Sachs Economic Research*. 24 September 2007. ss.2-4. <http://www2.goldmansachs.com/china/ideas/chinese-observations/research-docs/res-9.pdf> (12 Eylül 2009).
- Lin, Justin Y. "The Impact of the Financial Crisis on Developing Countries", **Korea Development Institute**. Seoul, Korea, 31 October 2008, ss.2-9.
- Malouche, Mariem. "Trade and Trade Finance Developments in 14 Developing Countries Post September 2008: A World Bank Survey", **World Bank Policy Research Working Paper**. Washington, DC, 2009.
- Maslakovic, Marko. "Sovereign Wealth Funds 2010", **IFSL Research**. London, March 2010.
- MasterCard Worldwide. **Trade and Economic Growth in Asia: The Paradox of Globalization and Decoupling**. 2 Quarter 2008.
- Meng, Bo, Hajime Sato, Jun Nakamura, Nobuhiro Okamoto, Hiroshi Kuwamori ve Satoshi Inomata. "Inter-industrial Structure in the Asia-Pacific Region: Growth and Integration, by Using 2000 AIO Table", **Institute of Developing Economies Discussion Paper**. No.50, Chiba, Japan, March 2006.
- Mink, Mark, Jan P.A.M. Jacobs ve Jakob de Haan. "Measuring Synchronicity and Co-movement of Business Cycles with an Application to the Euro Area", **CESifo Working Paper**. No.2112, The Netherlands, October 2007.
- Mori, Tomoko ve Hitoshi Sasaki. "Interdependence of Production and Income in Asia-Pacific Economies: An International Input-Output Approach", **Bank of Japan Working Paper Series**. No.07-E-26, Tokyo: Bank of Japan, November 2007.
- MSCI. MSCI Emerging Markets Indices. http://www.msci.com/products/indices/country_and_regional/em/ (20 Mayıs 2011).
- National Bureau of Statistics of China. Statistical Data. Quarterly Data. <http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/Quarterlydata/> (30 Aralık 2011).
- Naudé, Wim. "The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries", 2009. United Nations University. World Institute for Development Economics Research.

- Ng, Francis ve Alexander Yeats. "Major Trade Trends in East Asia: What Are Their Implications for Regional Cooperation and Growth?", **Policy Research Working Paper**. No.3084, Washington DC: World Bank, June 2003.
- OECD. Statistics from A to Z - Beta version. GDP, Quarterly Gross Domestic Product, Change Over Same Quarter, Previous Year. 13 December 2011.
http://www.oecd.org/document/0,3746,en_2649_201185_46462759_1_1_1_1_00.html (30 Aralık 2011).
- Palley, Thomas. "Decoupling vs. Concertina Effect", *Economics for Democratic and Open Societies*. 8 September 2008. ss.1-2.
<http://www.thomaspalley.com/?p=125> (24 Kasım 2009).
- Park, Yung C. ve Kee-Hong Bae. "Financial Liberalization and Economic Integration in East Asia", **PECC Finance Forum Conference, Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development**. Hilton Hawaiian Village, Honolulu, 11-13 August 2002, ss.1-38.
- Paula, Gabor ve Tuomas A. Peltonen. "Has Emerging Asia Decoupled?: An Analysis of Production and Trade Linkages Using the Asian International Input-Output Table", **European Central Bank Working Paper Series**. No.993, Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank, January 2009.
- Rizvi, Saima. "Emerging Markets Decoupling Theory - A Myth", 22 April 2008. Amity University, MBA, PhD Lecturer (Finance).
http://www.indianmba.com/Faculty_Column/FC794/fc794.html (25 Ekim 2009).
- Rose, Andrew K. "Business Cycles Become Less Synchronised over Time: Debunking 'Decoupling'", *Vox*. 1 August 2009. ss.1-5.
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3829> (15 Ocak 2010).
- Rossi, Vanessa. "Decoupling Debate Will Return: Emergers Dominate in Long Run", **Chatham House Briefing Note**. IEP BN 08/01, London, October 2008.
- Rosgen, Markus, Chris W. Leung ve Elanie Chu. "Asia ex Japan Strategy, Myth: Decoupling; Busted, for Now", **Citigroup Global Markets Equity Research**. 24 October 2007.
- Roubini, Nouriel. "12 Reasons Why the World Will Not De-Couple From the Coming U.S. Growth Slowdown or 'Why When the U.S. Sneezes the World Gets the Cold'", *Roubini Global Economics*. 14 June 2006. s.2-4.
http://www.roubini.com/roubini-monitor/131886/12_reasons_why_the_world_will_not_de-couple_from_the_coming_us_growth_slowdownor_why_when_the_us_sneezes_the_world_gets_the_cold (27 Eylül 2009).

- Roubini, Nouriel. "The Fairy Tale that the World Will "Decouple" from the Coming U.S. Recession", *Roubini Global Economics*. 3 August 2006. ss.2-5. http://www.roubini.com/roubini-monitor/139556/the_fairy_tale_that_the_world_will_decouple_from_the_coming_us_recession (27 Eylül 2009).
- Roubini, Nouriel. "Recoupling rather than Decoupling: the Forthcoming Contagion to China, East Asia and Emerging Markets", *Roubini Global Economics*. 23 November 2007. ss.1-2. http://www.roubini.com/roubini-monitor/228535/recoupling_rather_than_decoupling_the_forthcoming_contagion_to_china_east_asia_and_emerging_markets (15 Kasım 2009).
- Roubini, Nouriel. "Martin Wolf on My Estimates of Financial Losses: \$1 Trillion is the New Size 6!", *Roubini Global Economics*. 11 March 2008. par.1. http://www.roubini.com/roubini-monitor/249040/martin_wolf_on_my_estimates_of_financial_losses_1_trillion_is_the_new_size_6 (24 Ekim 2009).
- Taylor, John B. "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", **NBER Working Paper**. No.14631, Massachusetts Avenue Cambridge, U.S.A.: National Bureau of Economic Research, January 2009.
- United Nations Conference on Trade and Development. **World Investment Report 1992: Transnational Corporations as Engines of Growth**. New York: United Nations, August 1992.
- United Nations Conference on Trade and Development. **World Investment Report 2008: Transnational Corporations, and the Infrastructure Challenge**. New York and Geneva: United Nations, September 2008.
- Urata, Shujiro. "A Shift from Market-Driven to Institution-Driven Regionalization in East Asia", 2006. Stanford University, Stanford Center for International Development.
- Wälti, Sébastien. "The Myth Of Decoupling", *Vox*. 27 July 2009. ss.1-3. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3814> (30 Ekim 2009).
- Wälti, Sébastien. "No Decoupling, More Interdependence: Business Cycle Comovements between Advanced and Emerging Economies", **Munich Personal RePEc Archive**. No.20869, Germany, February 2010.
- Willett, Thomas. D., Priscilla Liang ve Nan Zhang. "Global Contagion and the Decoupling Debate", **Claremont Institute for Economic Policy Studies**. USA, 26 April 2010.
- World Bank. **East Asia and Pacific Update: Will Resilience Overcome Risk?** Washington, D.C.: World Bank, November 2007.

World Bank. **East Asia and Pacific Update: Testing Time Ahead**. Washington, D.C.: World Bank, April 2008.

WTO. **International Trade Statistics 2008**. Geneva: World Trade Organization, 23 July 2008.

WTO. "The Challenges of Trade Financing", 2009. par.1-13.
http://www.wto.org/english/thewto_e/coher_e/challenges_e.htm (10 Nisan 2010).

WTO. **World Trade Report 2010**. Geneva: World Trade Organization, 23 July 2010.

WTO. Statistics Database. March 2011.
<http://stat.wto.org/Home/WSDBHome.aspx?Language=E> (14 Nisan 2011, 13-27 Mayıs 2011).

WTO. **World Trade 2010, Prospects for 2011**. Geneva: World Trade Organization, 7 April 2011.