

TC  
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANA BİLİM DALI  
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE A.B.D.  
EKONOMİSİNİN YÜKSELEN PİYASALAR ÜZERİNE  
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**AHMET TALAT KARASU  
05710022**

**TEZ DANIŞMANI  
Prof. Dr. GÜLSÜN GÜRKAN YAY**

**İSTANBUL  
2008**

TC  
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANA BİLİM DALI  
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE A.B.D.  
EKONOMİSİNİN YÜKSELEN PİYASALAR ÜZERİNE  
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

AHMET TALAT KARASU

05710022

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih: 07/11/2008

Tezin Savunulduğu Tarih: 13/11/2008

Tez Oy birliği/~~Oy çokluğu~~ ile başarılı bulunmuştur.

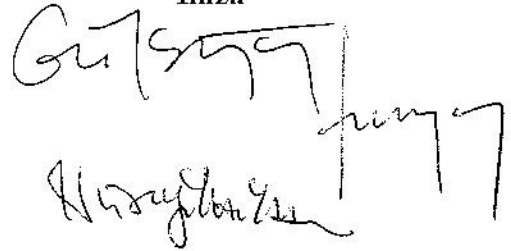
Unvan Ad Soyadı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Gülsün Gürkan Yay

Jüri Üyeleri: Prof. Dr. Turan Yay

Yrd. Doç. Dr. Hüseyin Taştan

İmza



İSTANBUL

KASIM, 2008

**ÖZ**  
**KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE A.B.D. EKONOMİSİNİN YÜKSELEN**  
**PIYASALAR ÜZERİNE ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**  
**Ahmet Talat Karasu**  
**Kasım, 2008**

Bu çalışmanın amacı, özellikle son yüzyılda tüm dünyayı etkisi altına alan küreselleşme hareketinin dünya ekonomisinde yarattığı değişimi, Amerika Birleşik Devletleri ve gelişmekte olan ekonomiler ekseninde incelemektir. Çalışmada, küreselleşme sürecinin başlangıcından günümüze dek dünya ekonomisinde yarattığı değişim ve bu değişimin olumlu/olumsuz yönleri ortaya konmakta ve bunların sonuçları analiz edilmektedir.

Küreselleşme sürecinin son yüz yılda önümüze getirdiği en önemli gelişme, kuşkusuz, değişen merkez-çevre ilişkileri ve tek kutuplu dünya düzenidir. Oluşan yeni düzenin en önemli aktörü konumundaki Amerika Birleşik Devletleri'nin diğer ülkeler ile olan ilişkileri ve bu ilişkiler neticesinde dünya ekonomisinde gözlenen dengesizlikler, çalışmanın temel araştırma konuları arasında yer almaktadır.

Dünya ekonomisinin yeni gündemi haline gelen küresel dengesizlikler sürecinde, iktisat literatüründe kendine önemli bir yer edinen yükselen piyasa ekonomileri, Türkiye'nin de bu kapsama dahil ülkelerden biri olması sebebi ile çalışmanın içeriğine dahil edilmiştir. Küreselleşme sürecinden önemli kazanımlar elde ettiği düşünülen, bununla birlikte iktisat tarihinde sıklıkla ekonomik kriz ve bunalımlara maruz kaldığı gözlenen yükselen piyasa ekonomilerinin küreselleşme karşısındaki çaresizliği ve bu resmin bir parçası olma arzusunun altında yatan sebepler, ilgili bölümde detayları ile ele alınmaktadır.

Çalışmanın kapsamına dahil eden konular ortaya koymaktadır ki, dünya ekonomisinde son yüzyılda küreselleşme hareketinin temel varsayımlarından bir tanesi olan tek pazar fikrine ulaşmada önemli aşamalar kaydedilmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgular, sürecin başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere sanayileşmiş ülkeler ve gelişmekte olan ekonomiler için farklı sonuçlar ve sorunlar ürettiğini doğrular niteliktedir.

**Anahtar Kelimeler:** Küreselleşme, Küresel Dengesizlikler, Amerika Birleşik Devletleri, Yükselen Piyasa Ekonomileri

## **ABSTRACT**

### **EFFECTS OF THE U.S. ECONOMY ON EMERGING MARKET ECONOMIES IN GLOBALIZATION PROCESS: THE CASE OF TURKEY**

**Ahmet Talat Karasu**

**November, 2008**

The aim of this study is to analyse the effects of globalization process, which significantly increase its influence on world economy in last century, within the context of the U.S. and developing countries. In our study, changing world in the globalization process, and pluses and minuses of this phenomenon are discussed in the wide time horizon, from the beginning of the globalization process to today's world.

The main development experienced in the globalization process is, of course, changing centre and periphery relations and unipolar world structure. The relations of the U.S., which is the major actor of the new world structure, with other countries and the imbalances caused by these relations are two of the research subjects of this study.

Emerging market economies which is one of the most popular investigation topics of the globalization and global imbalances processes are also included in our study. Turkey's position and importance among the emerging market economies are discussed particularly. Historical evidences are brought into sharp relief that emerging market economies has obtained important gains in the globalization process. Frequency of the economic slow-downs and recessions, and desperation of the emerging market economies against globalization, however, are interpreted in related chapter.

Results of this study confirm that world economy made great progress to achieve the single market dream which is one of the main assumptions of globalization movement. But the evidences also point out that globalization process generated heterogeneous results and drawbacks for developed, in the first instance the U.S., and developing economies.

**Keywords:** Globalization, Global Imbalances, The United States Of America, Emerging Market Economies

## ÖNSÖZ

Son yüzyılda hareketinde önemli bir ivmelenme gözlenen küreselleşme olgusu, artan oranda dünya ekonomilerini etkisi altına almaktadır. Bu durum kuşkusuz ki dünya ekonomisinde önemli değişimleri de beraberinde getirmektedir. Değişen merkez-çevre ilişkileri, Doğu Bloku'nun yıkılmasını takiben oluşan ve Amerika Birleşik Devletleri'nin odağında yer aldığı tek kutuplu dünya düzeni, diğer gelişmekte olan ekonomilerden sergiledikleri önemli yapısal dönüşüm ve büyüme performansı ile ayrılan ve yükselen piyasa ekonomileri olarak adlandırılan bazı ekonomilerin dünya ekonomisi içindeki ağırlığında gözlenen artış ve bu süreçte merkez ile çevre arasında beliren iktisadî dengesizlikler bunlardan en önemli olanlarıdır. Bu çalışmada, küreselleşme sürecinin dünya ekonomisi üzerinde yarattığı değişim ve ekonomik parametreler arasında beliren yeni ilişkiler, sebep ve sonuç yönünden analiz edilmekte, elde edilen bulgular vasıtası ile dünya ekonomisinin geleceğine ilişkin beklentiler ortaya konulmaktadır.

Tamamladığım lisans eğitimim üzerine yeni bakış açıları kazandığım yüksek lisans eğitimim boyunca akademik altyapıma çok şey katmama katkıda bulunan hocalarım, Prof. Dr. Yavuz Cezar, Prof. Dr. Ercan Eren, Prof. Dr. Turan Yay, Prof. Dr. Nuri Yıldırım, Doç. Dr. Ensar Yılmaz ve Doç. Dr. Ester Ruben'e içten teşekkürlerimi sunarım.

Kendisinden yüksek lisans ders aşamasında Parasal İktisat dersini aldığım, tamamladığım ders aşamasını takiben, tezin konu seçimi, teorik araştırma ve yazım aşamalarında desteğini hiç esirgemeyen, yapıcı eleştirileri ile çalışmamın arzu ettiğim noktaya ulaşmasında büyük katkıları bulunan tez danışmanın Prof. Dr. Gülsün Gürkan Yay'a ayrıca teşekkür etmek isterim.

Ekonometrik model seçimi ve modelin geliştirilmesi sürecinde yardımlarını esirgemeyen hocam Yrd. Doç. Dr. Hüseyin Taştan'a teşekkür ederim.

Tez çalışmalarım boyunca iş yükümü paylaşan tüm çalışma arkadaşlarıma ve bu süreçte çalışmalarına ayırdığım zaman konusunda desteğini eksik etmeyen müdürüm Sn. Pınar Bileci'ye teşekkür ederim.

Son olarak, tüm hayatım boyunca maddi ve manevi desteğini üzerimden hiç eksik etmeyen ailemden emeklerinin meyvelerini gören ve göremeyen herkese sonsuz minnet ve teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul; Kasım, 2008

Ahmet Talat Karasu

## İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
<b>ÖZ</b> .....	.iii
<b>ABSTRACT</b> .....	.iv
<b>ÖNSÖZ</b> .....	.v
<b>İÇİNDEKİLER</b> .....	.vi
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	.viii
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ</b> .....	.ix
<b>1. GİRİŞ</b> .....	.1
<b>2. KÜRESELLEŞME</b> .....	.2
2.1. Küreselleşmenin Doğuşu. ....	.2
2.2. Günümüz Koşullarında Küreselleşme. ....	.5
2.3. Küreselleşme Ve Değişen Merkez-Çevre İlişkileri. ....	.7
2.4. Küresel Dengesizlikler. ....	.8
2.5. Cari Denge Ve Uyum Süreci. ....	.12
2.5.1. Cari Açığın Sürekliliği. ....	.13
2.5.2. Cari Dengede Yaşanacak Ters Yönlü Hareketlerin (Current Account Reversal) Etkileri. ....	.14
2.5.3. Ülkeye Yönelmiş Olan Yabancı Sermaye Girişlerinde Yaşanacak Ani Bir Duruşun (Sudden Stop) Etkileri. ....	.15
2.5.4. Cari Dengede Yaşanan Ters Yönlü Hareketler Ve Büyüme İlişkisi. ....	.15
2.5.5. Dış Borçlar Ve Cari Dengede Ters Yönlü Hareketler. ....	.16
<b>3. AMERİKAN EKONOMİSİ</b> .....	.18
3.1. Makroekonomik Verilere Genel Bakış. ....	.20
3.2. Amerikan Ekonomisinin Dünya Ekonomisindeki Yeri. ....	.28
3.3. Birleşik Devletler’de Oluşan Ekonomik Dengesizliklerin Yayılma Kanalları. ....	.36
3.3.1. Ticari Bağlantılar. ....	.37
3.3.2. Finansal Bağlantılar. ....	.40
3.4. Amerikan ekonomisinin güncel ekonomik sorunları. ....	.43

3.4.1. Birleşik Devletler Ekonomisinde Gözlenen İkiz Açıklar. . . . .	44
3.4.1.1. Federal Bütçe Verilerinin Değerlendirilmesi. . . . .	44
3.4.1.2. Bütçe Açıkları - Cari Denge İlişkisi. . . . .	46
3.4.1.3. İkiz Açıklar Teorisi: İki Karşıt Görüş. . . . .	47
3.4.1.4. Literatürde İkiz Açıklar. . . . .	48
3.4.2. 2007-2008 Mortgage Krizi. . . . .	50
3.4.2.1. Mortgage Krizinin Oluşumuna Zemin Hazırlayan Etkenler. . . . .	51
3.4.2.2. Mortgage Krizinin Makroekonomik Sonuçları. . . . .	57
<b>4. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ. . . . .</b>	<b>61</b>
4.1. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Temel Özellikleri. . . . .	62
4.2. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Sınıflandırılması. . . . .	64
4.3. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Global Ekonomideki Yeri. . . . .	66
4.4. Yükselen Piyasa Ekonomilerine Özel Bir Durum Olarak Orijinal Günah Önermesi. . . . .	74
4.4.1. Orijinal Günahın Evrimi. . . . .	75
4.4.2. Orijinal Günahın Kaynakları. . . . .	80
4.4.3. Orijinal Günahın Sonuçları. . . . .	83
4.4.4. Orijinal Günahın Sakınmaya Yönelik Bir Öneri. . . . .	84
4.4.4.1. Yükselen Piyasalar Endeksi. . . . .	85
4.5. Türkiye'nin Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasındaki Yeri. . . . .	88
4.6. Birleşik Devletler Ekonomisi İle Türkiye Ekonomisi Arasındaki Dinamik İlişki: Bir Vektör Otoregresyon Modeli. . . . .	95
4.6.1. Vektör Otoregresyon Modeli. . . . .	95
4.6.1.1. Veri Seçimi. . . . .	95
4.6.1.2. Modele İlişkin Sınamalar. . . . .	96
4.6.1.3. Model. . . . .	104
4.6.1.4. Modelin Sonuçları. . . . .	107
<b>5. SONUÇ. . . . .</b>	<b>110</b>
<b>KAYNAKÇA. . . . .</b>	<b>115</b>
<b>EKLER. . . . .</b>	<b>120</b>
Ek 1. Birleşik Devletler'de Büyüme Oranları. . . . .	121
Ek 2. Birleşik Devletler'de Enflasyon Oranları. . . . .	121
Ek 3. Birleşik Devletler'de Gecelik Ve Gösterge Faiz Oranları. . . . .	122
Ek 4. Birleşik Devletler'de Sabit Sermaye Yatırımları. . . . .	123

Ek 5. Birleşik Devletler’de İşsizlik Oranları. ....	124
Ek 6. Birleşik Devletler’de Cari Açık. ....	125
Ek 7. Birleşik Devletler’de Bütçe Dengesi. ....	125
Ek 8. Ülke Gruplarının Hesaplamalarda Kullanılan Makroekonomik Verileri. .	126
Ek 9. Kullanılan Ülke Gruplarının İçerikleri. ....	128
Ek 10. Hesaplamalarda Kullanılan Türkiye Ekonomisi Verileri. ....	129
Ek 11. Türkiye Ekonomisinin İç Borç Stoku/GSYH Ve Dış Borç Stoku/GSYH Oranları. ....	129
Ek 12. VAR Modelinde Kullanılan Veriler (Mevsimsel Olarak Uyarlanmış) . . .	130
<b>ÖZGEÇMİŞ.</b> ....	131



## TABLolar LİSTESİ

	Sayfa No
<b>Tablo 2.1</b> Seçilmiş Yıllarda Cari İşlemler Dengeleri.....	9
<b>Tablo 2.2</b> Seçilmiş Ülkelerin/Ülke Gruplarının Tasarruf-Yatırım Bileşimleri.....	11
<b>Tablo 3.1</b> Dünya Ekonomisinde En Büyük On Ülke.....	31
<b>Tablo 3.2</b> Amerikan Ekonomisinde Yaşanan Gerileme Dönemleri Ve Global Büyüme.....	33
<b>Tablo 3.3</b> Global Kriz Neticesinde Meydana Gelen Önemli Olaylar.....	58
<b>Tablo 4.1</b> 2050 Yılında Dünyanın En Büyük On Ekonomisi.....	64
<b>Tablo 4.2</b> Ülke Grupları Ve Para Birimlerine Göre Uluslararası Borçlar.....	76
<b>Tablo 4.3</b> Birleşik Devletler Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisine Ait Birim Kök Testi Sonuçları.....	97
<b>Tablo 4.4</b> Türkiye Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisine Ait Birim Kök Testi Sonuçları.....	99
<b>Tablo 4.5</b> Birleşik Devletler Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisine Ait Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar İle).....	101
<b>Tablo 4.6</b> Türkiye Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisine Ait Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar İle).....	102
<b>Tablo 4.7</b> Birleşik Devletler Ve Türkiye Serilerine İlişkin Eşbütünleşme Testinin Sonuçları.....	103
<b>Tablo 4.8</b> Birleşik Devletler-Türkiye Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serilerine İlişkin Vektör Otoregresyon Modeli.....	105
<b>Tablo 4.9</b> Garanger Nedensellik Testi Sonuçları.....	106

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 2.1	Ulaşım, Telefon Görüşmesi Ve Bilgisayar Fiyatlarındaki Düşüş.....	3
Şekil 2.2	İmkansız Üçleme.....	6
Şekil 3.1	Birleşik Devletler’de Ekonomik Büyümenin Seyri.....	20
Şekil 3.2	Birleşik Devletler’de Enflasyonun Seyri.....	21
Şekil 3.3	Birleşik Devletler’de Gecelik Ve Gösterge Faiz Oranlarının Seyri.....	23
Şekil 3.4	Birleşik Devletler’de Sabit Sermaye Yatırımlarının Seyri.....	24
Şekil 3.5	Birleşik Devletler’de İşsizlik Oranının Seyri.....	25
Şekil 3.6	Birleşik Devletler’de Cari Açığın Seyri.....	26
Şekil 3.7	Birleşik Devletler Büyüme Şokunun Etki-Tepki Fonksiyonu.....	34
Şekil 3.8	Birleşik Devletler Büyüme Şoklarının Seçilmiş Ülke Grupları Üzerindeki Etkisi.....	35
Şekil 3.9	İthalatın Resesyon Ve Yavaşlama Dönemlerindeki Seyri.....	37
Şekil 3.10	Reel Döviz Kurunun Resesyon Ve Yavaşlama Dönemlerindeki Seyri .....	38
Şekil 3.11	Birleşik Devletler İle Olan Büyüme-Sermaye Piyasası Korelasyonu.....	43
Şekil 3.12	Birleşik Devletler’de Federal Bütçe Dengesi.....	45
Şekil 3.13	Mortgage Ve Mortgage Dışı Borçların Geri Dönme Oranları.....	51
Şekil 3.14	Mortgage Sektörü Dışı Aracı Kurumlara Satılan Mortgage Varlıkları.....	53
Şekil 3.15	Birleşik Devletler’de Sıkılaştıran Kredi Standardı.....	56
Şekil 4.1	Seçilmiş Ülke Gruplarının Büyüme Hızları.....	67
Şekil 4.2	Seçilmiş Ülke Gruplarının Tüketici Fiyatları.....	68
Şekil 4.3	Seçilmiş Ülke Gruplarının Cari Dengeleri.....	69
Şekil 4.4	Yükselen Piyasa Ekonomilerine Yönelen Sermaye Hareketleri.....	71
Şekil 4.5	Yükselen Piyasa Ekonomilerine Yönelen Sabit Sermaye Yatırımları.....	72
Şekil 4.6	Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Dış Borçları.....	73
Şekil 4.7	İtibarı Yüksek Para Birimlerinin Uluslararası Borçlanma İlişkilerindeki Ağırlığı.....	79
Şekil 4.8	Türkiye Ekonomisinin Büyüme Performansı.....	90
Şekil 4.9	Türkiye Ekonomisinin Enflasyon Performansı.....	91
Şekil 4.10	Türkiye Ekonomisinin Cari Denge Performansı.....	92
Şekil 4.11	Türkiye Ekonomisinin İç Borç Performansı.....	93
Şekil 4.12	Türkiye Ekonomisinin Dış Borç Performansı.....	94
Şekil 4.13	Birleşik Devletler Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisinin Logaritmik Değerleri.....	96
Şekil 4.14	Türkiye Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisinin Logaritmik Değerleri.....	98
Şekil 4.15	Birleşik Devletler Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisinin Logaritmik Değerlerinin Birinci Farkları.....	100
Şekil 4.16	Türkiye Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisinin Logaritmik Değerlerinin Birinci Farkları.....	100

<b>Şekil 4.17</b>	Sisteme Verilen Bir Standart Sapmalılık Şokun Etkileri.....	108
<b>Şekil 4.18</b>	Sisteme Verilen Birim Şokun Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	109

## 1. GİRİŞ

Bu çalışmanın amacı, küreselleşme sürecinin dünya ekonomisinde yarattığı değişimi, bu değişimin sebep ve sonuçlarını Amerika Birleşik Devletleri ve yükselen piyasa ekonomileri çerçevesinde değerlendirmektir. Sürecin bu ülkeler lehine ve aleyhine doğurduğu sonuçlar, çalışmanın temel araştırma konusunu oluşturmaktadır. Bu yönü ile değerlendirildiğinde çalışmanın, ilk ayağında küreselleşme süreci, ikinci ayağında Birleşik Devletler ekonomisi ve üçüncü ayağında yükselen piyasa ekonomilerinin bulunduğu bir sacayağı üzerine inşa edildiği düşünülebilir.

Çalışmanın organizasyonunda yukarıda açıklanan sıraya sadık kalınarak öncelikle küreselleşme süreci, oluşumu, gelişimi ve olumlu/olumsuz sonuçları itibariyle ele alınacaktır. Bu bölümün temelinde, günümüz makroekonomik ilişkilerinde gözlenen önemli problemlerden bir tanesi olan küresel dengesizlikler konusu yer almaktadır. İkinci bölümde küreselleşme sürecinin parlayan yıldızı durumundaki Birleşik Devletler ekonomisini küreselleşme sürecinde öne çıkaran etmenler, ülkenin bu süreçten elde ettiği kazanımlar ve bu arada katlandığı maliyetler değerlendirilecektir. Üçüncü bölümde ise küreselleşme sürecinin dikkat çeken diğer aktörleri durumundaki yükselen piyasa ekonomileri, temel özellikleri ve bu süreçteki varlıkları yönünden irdelenecek, ardından tipik bir yükselen piyasa ekonomisi görünümü sergileyen Türkiye ekonomisinin yükselen piyasalar içindeki yeri ve Birleşik Devlet ekonomisi ile olan ilişkileri ekonometrik olarak analiz edilecektir.

## **2. KÜRESELLEŞME**

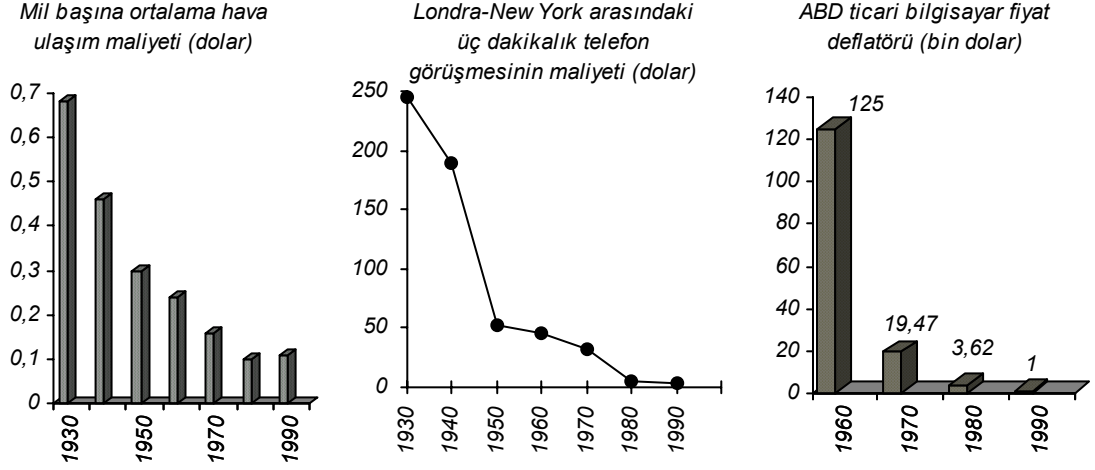
Güncel çalışmaların popüler konularından biri olan küreselleşme olgusu, sosyal, kültürel, ekonomik, siyasal...vs pek çok alanda tüm hayatımızı artan bir ivme ile çevrelemeye devam etmektedir. En geniş anlamı ile düşünüldüğünde ülke sınırlarının olmadığı bir dünyayı ifade eden küreselleşme, bazı yazarlara göre tamamiyle ekonomik bir oldugur. Bu yönü ile ele alındığında ülkeler arası ticaret engellerinin kaldırılması, tüm üretim faktörlerinin dünya üzerinde serbest dolaşımı, üretim organizasyonunun tüm dünyaya yayılması gibi temel ekonomik unsurlar, küreselleşmenin nihai amacı olarak değerlendirilebilecek olan “tek piyasa” fikrine hizmet etmektedir .

### **2.1. Küreselleşmenin Doğuşu**

Akademik yazında başlangıcı ile ilgili bir fikir birliğine varılamayan küreselleşmenin ortaya çıkışını insanlığın var oluşuna dek götüren çalışmalara rastlamak mümkündür. Ancak XV. yüzyıla dek bahsi geçen harekette bir süreklilik gözlemek mümkün değildir. Süreç, asimetriktir ve ciddi kopukluklar içermektedir. XV-XVII. Yüzyıllar arası ele aldığımız manada bir ivmelenmeden söz etmek mümkün ise de bizim ilgilendiğimiz anlamı ile küreselleşme hareketinin buhar gücünün gemilere uygulandığı, telgraf ve telefon gibi iletişim araçlarının kullanımının yaygınlaştığı XVIII. yüzyılda başladığını söylemek mümkündür.

Günümüz koşullarında da küreselleşmeyi hızlandıran etkenler önceki dönemkilerden ciddi farklılıklar içermemektedir. İletişim ve bilgi teknolojilerinde yaşanan hızlı ilerleme, bugün de küreselleşme sürecinde rol alan başat niteliği taşımaktadır. Örneklendirmek gerekirse 1930’larda yaklaşık 0.70 Dolar olan mil başına ortalama ulaşım maliyeti, teknolojik gelişmeler ile birlikte hızlı bir düşüş trendi içine girmiş ve

1990’larda 0.10 Dolara kadar düşmüştür. Benzer şekilde, 1930 yılında 245 Dolar olan New York ile Londra arasındaki üç dakikalık bir telefon görüşmesinin maliyeti 1990’da 3.30 Dolara düşerken, bilgisayar maliyetleri son 40 yıl içinde 125 kat düşerek 1990’larda 1000 Dolara kadar gerilemiştir. Şekil 2.1, yaşanan teknolojik ilerlemelerin ulaştırma ve iletişim maliyetlerinde meydana getirdiği düşüşü ortaya koymaktadır.



**Şekil 2.1: Hava Ulaşım, Telefon Görüşmesi ve Bilgisayar Fiyatlarındaki Düşüş, (1990 fiyatlarıyla)**

Coskun Can Aktan, H. Şen “Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye”, TOSYÖV Yayınları, 1999, <http://www.canaktan.org> [17.05.2007]

Küreselleşme, salt ekonomik bir olgu olarak ele alındığında dahi, ekonomik karar alıcıların genellikle siyasal otoriteyi oluşturan unsurlar olması, küreselleşmeyi yalnızca ekonomik bir olgu olmaktan çıkarmakta, bu yönü ile küreselleşme, ekonomik, siyasal ve sosyokültürel bir kavramlar bütünü halini almaktadır. Buradan hareketle küreselleşme sürecinin bileşenlerini, üretim sürecinin küreselleşmesi, finansal faaliyetlerin küreselleşmesi, siyasal ve kültürel küreselleşme olarak ele almak mümkündür.

Üretim faaliyetlerinin küreselleşmesi, ulusal firmaların üretim süreçlerini dünyanın çeşitli bölgelerine yaymasını ifade etmektedir. Bu süreç, sabit sermaye yatırımları, uluslararası iştirakler ve fason üretim ilişkileri biçiminde oluşabilmektedir. Bu sayede ulusal firmalar, üretimlerini yahut üretim sürecinin belirli aşamalarını

kendilerine işgücü, hammadde, ara malı gibi üretim faktörleri ya da çevre önlemleri, yasal çerçeve gibi dışsal maliyetlerde avantaj sağlayacak ülkelere kaydırmaktadır.

Finansal faaliyetlerin küreselleşmesi ise ulusal sermayenin ülke sınırlarını aşarak kendisine minimum risk-maksimum getiri bileşimini sağlayacak ülkelere herhangi bir sınırlamaya maruz kalmaksızın ulaşmasını ifade etmektedir. Bu süreçte özellikle açıkların finansmanında yabancı sermayeye gereksinim duyan gelişmekte olan ekonomilerin uluslararası finansal yatırımlardan daha çok pay alma arzusunda olmaları, bu ülkelerin bir takım deregülasyon uygulamalarına gitmelerine neden olmuş ve bir noktada aksamayı öngörülen finansal küreselleşme sürecinde beklenenin altında aksaklık yaşanması sonucunu doğurmuştur. Günümüz koşullarında dünya finans piyasalarının artık tam anlamıyla birbirine entegre olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Uluslararası sermaye, piyasalara düşen yeni haberler veya ülke otoritelerince açıklanan yeni veriler ışığında çok kısa sürelerde bir ülkeden diğerine yahut bir piyasadan diğerine hareket edebilmektedir.

Yukarıda da değinildiği üzere ülkeler bazında değerlendirildiğinde ekonomi politikalarının siyasal otorite tarafından şekillendirilmesi, siyasal ilişkilerin de küreselleşme sürecinden etkilenmesine neden olmuştur. Ulus ekonomilerinde uygulamaya konulacak ekonomi politikalarının, diğer ülke ekonomileri üzerinde de bir takım etkiler yaratması, siyasal küreselleşme sürecinin doğmasına neden olmuştur. Bu süreç çeşitli ülke grupları arasında yakınlaşmalara neden olmuş ve zaman içinde ekonomik birlik fikrinin doğmasına sebebiyet vermiştir. Takip eden dönemde ise bahsi geçen fikirler olgunlaşmış ve ulus devletler bir takım yetkilerini uluslararası ve uluslararası kuruluşlara devretmiştir.

Sosyokültürel küreselleşme süreci de siyasal küreselleşmeye benzer biçimde ülkeler arasında artan yakınlaşmanın bir sonucu olarak ele alınabilir. Çünkü ülkeler arasında ekonomik ve siyasal hayatta yaşanan yakınlaşma, iletişim teknolojilerinde yaşanan ivmelenmenin de etkisi ile toplumsal yaşayış biçimlerinin birbirine yakınlaşmasını beraberinde getirmiştir. Günümüzde demokrasi, insan hakları, özgürlükler gibi evrensel değerler ile AIDS, uyuşturucu, terörizm ve küresel ısınma ile mücadele gibi konularda farklı toplumlar üzerinde benzer toplumsal reflekslerin izlenmesi, bahsi geçen sosyokültürel küreselleşme sürecinin bir ürünü olarak değerlendirilebilir.

## 2.2. Günümüz Koşullarında Küreselleşme

Yukarıda ele alınan küreselleşme yaklaşımları içinde kuşkusuz en can alıcı ve konumuzla ilgili olanı üretim süreçleri ve finansal faaliyetlerin küreselleşmesidir. Kuşkusuz ki söz konusu iki alanda son 50 yılda çok hızlı bir dönüşüm yaşanmış ve tek piyasa emeline ulaşmada önemli aşamalar kaydedilmiştir. Ne var ki bu sürecin geçen zaman dilimi içinde kendi olumsuzunu yaratmadığını düşünmek gerçekçi bir yaklaşım değildir. Günümüz koşullarında merkez bankalarınca yapılan faiz oranı değişikliklerinin, çeşitli sektörlerde yaşanan ve balon tabir edilen aşırı ısınmaların, bazı ülke gruplarının yüksek cari fazla verirken bazılarının sürekli büyüyen cari açıklarla yüzüze gelmelerinin ardında bahsi geçen küreselleşme sürecinden izler bulmak mümkündür.

Bu yönü ile küreselleşmenin ekonomi politikalarının belirlenmesi süreci üzerinde de belirgin bir etkisi olduğunu düşünmek yanlış olmayacaktır. Zaten gelinen noktada küreselleşme sürecinin para, maliye ve kur politikaları uygulamalarında, dışa açık tüm ekonomilere benzer davranış biçimlerini dayattığı ortadadır. Gelişmiş, sermaye birikimi yüksek ülke yatırımcılarının sıcak para yatırımları için sürekli yüksek faiz-düşük kur bileşimini kollaması, dolayısı ile belirli zaman dilimlerinde dünyanın belirli bölgelerinin likidite cenneti haline gelmesi, yakın geçmişte birçok ekonominin kur tercihlerini ara rejimlerden köşe çözümlerine çekmesi, dünya ekonomisinde görece yüksek öneme sahip bir merkez bankasından gelen faiz değişikliği haberlerinin neredeyse tüm ikincil öneme sahip ekonomiler üzerinde aynı etkiyi yaratması, hakim iktisat öğretisi ışığında merkezde uygulamaya konan arz yahut talep yönlü maliye politikalarının zaman içinde “diğerleri” tarafından da benimsenip uygulamaya konması gibi sayısı daha arttırılabilecek pek çok örnek bu durumu doğrular niteliktedir.

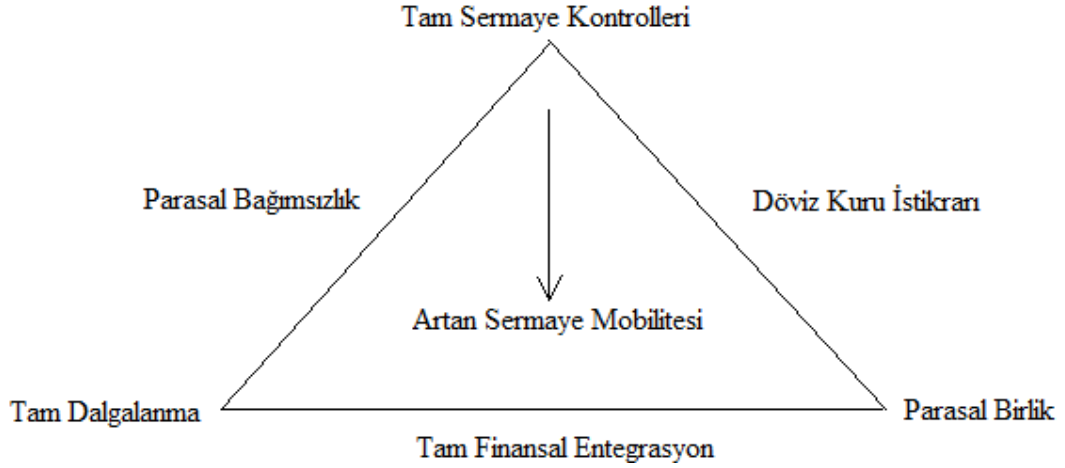
Frankel<sup>1</sup>'in güncel kur ilişkileri üzerine fikir ve bulgularını paylaştığı çalışması, küreselleşme sürecinin ülkelerin politika tercihleri üzerinde yarattığı etkiler konusunda da önemli sonuçlar ortaya koymuş ve takip eden dönemde akademik çevrelerde yaygın destek bulmuştur. İmkansız Üçleme adı ile anılan bu önermeye göre bir ülkenin döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve finansal piyasaların entegrasyonu amaçlarının tamamını eşanlı olarak sağlaması mümkün değildir.

---

<sup>1</sup> Frankel, Jeffrey Alexander. “No Single Currency Regime Is Right For All Countries Or At All Times”, **NBER, Working Paper No: 7378**, <http://www.nber.org/papers/w7338.pdf> [10.07.2008]



Amaçlardan bir tanesinden vazgeçmek, diğer ikisinden başarı sağlayabilmek için gereklidir. Aşağıda yer alan Şekil 2.2, imkansız üçleme görüşünü ortaya koymaktadır.



**Şekil 2.2: İmkansız Üçleme**

---

Frankel, age, 9

Şekildeki üçgenin köşe noktaları sırası ile tam sermaye kontrolleri, tam dalgalanma ve parasal birliğin gerçekleştiği durumları ifade etmektedir. Buna göre üçgenin köşelerinden birine yönelik olarak yapılan tercih, köşeden bağımsız olan kenarda yer alan amaçtan vazgeçmek anlamını taşımaktadır. Yani tam dalgalanmanın seçimi, döviz kuru istikrarından, parasal birliğin seçimi, parasal bağımsızlıktan ve tam sermaye kontrollerinin seçimi de tam finansal entegrasyondan vazgeçmeyi zorunlu kılmaktadır.

İmkansız üçleme fikrinin de açık biçimde ortaya koyduğu üzere, her biri küreselleşme sürecinin birer ürünü olan ve günümüz koşullarında ülkelerin kendi ekonomik çıkarlarını koruyabilmesinde önemli birer koz haline almış olan tam sermaye kontrolleri, tam dalgalanma ve parasal birlik olgularının tümünden eşanlı olarak söz etmek mümkün değildir. Bu yönü ile küreselleşme sürecinin, oluşumundan bu yana ortaya koyduğu arzulanır (perfect) durumların tamamına ulaşmayı olanaklı hale getirecek süreç ve mekanizmaları yaratma noktasında önemli bir acziyet yaşadığını söylemek yanlış olmayacaktır.

### 2.3. Küreselleşme Ve Değişen Merkez-Çevre İlişkileri

Yakın iktisat tarihi, son yüzyılda adeta fitili ateşlenmiş olan küreselleşme süreci sebebi ile global ekonomik yapıda meydana gelen çok önemli değişikliklere şahitlik etmiştir. Sovyet Rusya'nın yıkılmasını takiben oluşumu hızlanan tek kutuplu dünya düzeni, ekonomik serbestleşme ve özelleştirme dalgası ile birlikte kısa zamanda arzulan sonuca doğurmuş ve Amerika Birleşik Devletleri'nin dünya ekonomisinin merkezine konuşlanmasına sebep olmuştur. Merkezden diğer gelişmiş, gelişmekte olan ülkeler kadar etkilenmeseler de İngiltere, Almanya, Fransa gibi güçlü Avrupa ülkeleri de aslında merkezin itişinden etkilenmiş ve tam olarak çevreye savrulmasalar dahi Birleşik Devletler'e kıyasla pasif pozisyonda kalmışlardır.

Asya krizini takiben 2000'li yılların başında yaşanan internet krizine<sup>2</sup> dek Birleşik Devletler'in merkezdeki konumu neredeyse kesintisiz olarak güçlenmiştir. Ancak gerek Asya Krizi sonrasında bölge ekonomilerinin içine girdiği ekonomik ve sosyal dönüşüm süreci, gerekse patlayan IT balonu sonucunda tüm dünya ekonomilerini etkileyen düzeltme süreci, global ekonomide girilen yeni dönemin ilk adımları olmuştur. Günümüze dek gelişimini kesintisiz olarak sürdüren yeni dönemde dünya ekonomisi, kimilerine göre dünyanın yeni ekonomik gücü olmaya aday olan Çin'in ekonomik anlamda yeniden doğuşu, Japonya'nın dünya ekonomisindeki göreceli öneminin azalması, petrol ihracatçısı Arap sermayesinin dünya finans piyasalarındaki önem ve ağırlığının muazzam biçimde artması gibi pek çok önemli gelişmeye sahne olmuştur.

Yukarıda değinilen gelişmeler, dünya ekonomisindeki merkez-çevre ilişkilerinde gözlenen önemli yapısal değişiklikleri de beraberinde getirmiştir. Günümüz koşullarında ne merkez görece eskisi kadar güçlüdür, ne de çevre artık içinden çıkılması olanaksız bir labirent durumundadır. Yakın tarihte tecrübe edilen gelişmeler ortaya koymuştur ki, uygun politika önlemleri benimsendiği takdirde, çevrenin kabuğunu çatlatmak yahut ekonomik birleşmeler yolu ile birlikte hareket etmek sureti ile merkeze yönelmek önceki dönemlerde olduğu kadar zor değildir. 2000'li Yıllar, açıkça merkezin odağı olma amacıyla olan birden fazla ülkenin

---

<sup>2</sup> Literatüre "IT (Information Technologies) Bubble" olarak geçen ve iletişim teknolojilerinde yaşanan hızlı ilerlemenin yarattığı aşırı ısınmayı ortaya koyan bu ifade, kısaca internet krizi adı ile de anılmaktadır.

iktidar mücadelesi içine girdiği, çevrenin kompozisyonu ve dinamizminde belirleyici değişikliklerin yaşandığı önemli dönüm noktaları içermektedir.

Günümüzde yapılan bir çok akademik ve politik çalışmada yukarıda sözünü ettiğimiz süreçler sebebi ile ulaşılan ekonomik denge(sizlik) durumunun artık sürdürülemez bir hal aldığı ve ilgili parametrelerde yakın zamanda sert veya yumuşak bir düzeltme sürecinin zorunlu olacağı vurgulanmaktadır. Sözü geçen durum, dünya ekonomisinde bilakis regülatör rolü üstlenmiş olan IMF tarafından “Küresel Dengesizlikler (Global Imbalances)” olarak isimlendirilmektedir. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde bu isimle değerlendirilecek olan sürece ulaşılmasında etkili olan bir takım değişikliklerden bahsetmek mümkündür:

1. Amerika Birleşik Devletleri, 1997 yılından itibaren ciddi boyutlarda ve sistematik biçimde artan cari açıklar vermektedir.
2. 1997-98 Asya Krizi’ni takip eden aynı dönemde Asya ekonomileri ciddi biçimde kabuk değiştirmiş, Amerika Birleşik Devletleri’ne ters biçimde, büyük miktarda cari fazla vermeye başlamış ve uluslararası rezervlerini önemli ölçüde arttırmıştır.
3. Merkez bankaları, bahsi geçen dönemde kısa vadeli faiz oranlarını yüzyılın en düşük düzeylerine çekmiştir.
4. Para piyasası araçlarının getirileri ciddi biçimde düşmüştür ve bu düşüş kısa vadeli faiz oranlarında yapılan oynamalarla dahi kolayca değiştirilemeyen bir hal almıştır.
5. Gelişmiş ve yükselen piyasalarda yaşanan bu dengesizliklere rağmen piyasalardaki risk algılaması beklenenin aksine yükselmemiş ve risk marjı oldukça düşük düzeylerde kalmıştır.

#### **2.4. Küresel Dengesizlikler**

Akademik yazında yukarıda beş madde halinde sıralanan gelişmeleri doğrudan Birleşik Devletleri’in giderek artan cari açığına ya da başta Çin olmak üzere Asya ekonomilerinin hızla artan cari fazlasına bağlayan çalışmalara rastlamak mümkündür. Ancak konu genel hatları ile değerlendirildiğinde, mevcut sorunun açık veya fazla veren tekil ekonomilerin ötesinde, farklı ülkelerin/ülke gruplarının farklı

iktisadi yönelim ve tercihlerinden ileri geldiği ön kabulü daha bütüncül bir başlangıç noktası niteliği taşımaktadır. Çünkü dünya ekonomisinde de ulusal ekonomilerde olduğu gibi klasik ödemeler dengesi özdeşliği geçerlidir. Yani ülkeler/ülke grupları arasındaki cari işlemler hesapları, net hata-noksan kalemi haricinde sıfır toplamı olmalıdır. Günümüz koşullarında, neredeyse hiçbir açık ekonominin kendi başına dış dengesini sağlayabilir noktada olmadığı ortadadır. Aşağıdaki tablo, çeşitli ülkelerin/ülke gruplarının açık/fazla pozisyonları ile birlikte dünya ekonomisinde son on yılda yaşanan ciddi dönüşümü ve değişen merkez-çevre ilişkisini rahatlıkla görülecek biçimde ortaya koymaktadır.

**Tablo 2.1: Seçilmiş Yıllarda Cari İşlemler Dengeleri**

	1996	2003	2006
<b>Merkez</b>	<b>36</b>	<b>-302</b>	<b>-651</b>
ABD	-118	-527	-857
Japonya	66	136	170
Diğer Batı	88	89	36
<b>Çevre</b>	<b>-85</b>	<b>228</b>	<b>631</b>
Petrol İhracatçıları	39	109	396
Çin	7	46	239
Diğer Çevre	-131	73	-4
<b>Kayıt Dışı</b>	<b>49</b>	<b>74</b>	<b>20</b>

Korkut Boratav, "Dünya Ekonomisinde Değişimler Ve Türkiye'ye Yansımaları",  
www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar\_Uye/Boratav\_Mayis07.pdf [09.06.2007]

Tablo 2.1'den de görüldüğü üzere Amerika Birleşik Devletleri'nin cari açığı son on yılda 7 kat büyümüş ve artık merkezdeki ülkeler tarafından finanse edilemeyecek boyutlara ulaşmıştır. Çevrede ise petrol ihracatçısı ülkeler ile Çin'in durumu özellikle dikkat çekicidir. Tablodan okunan veriler ışığında, son on yılda yaşanan gelişmelerin merkez-çevre ilişkisini tam tersine çevirdiğini ve Amerika Birleşik Devletleri'nin cari açığının, neredeyse tamamen diğer ülke ekonomilerince finanse edilmeye başlandığını söylemek mümkündür.

Tablo 2.1'de gözlenen değişimi genel olarak farklı ülkelerin sahip olduğu farklı tasarruf oranları ile açıklamak mümkündür. Bunlardan en bilineni ve Japon ekonomisinin yükselme dönemini takiben hafızalara yerleşmiş olanı, Asya ekonomilerine özgü yüksek tasarruf oranlarıdır. Bunun yanı sıra Batı ekonomileri,

yeterli kabul edilebilecek düzeyde olmakla birlikte Asya ekonomilerine nispetle çok daha makul tasarruf oranlarına sahiptir. Yukarıda değinilen basit ödemeler dengesi özdeşliği kapsamında değerlendirildiğinde, ülke içinde gerçekleştirilen yatırımlar ile örtüşen tasarruf oranlarının, ekonomi açısından cari açık veya fazla anlamında herhangi bir risk unsuru oluşturmadığı söylenebilir. Ancak dünya ekonomisinin mevcut durumu ortaya koymaktadır ki, ulusal ekonomilerde gerçekleştirilen yatırımların tamamı, ülke içi tasarruflarla finanse edilmemekte ve/veya yapılan tasarrufların tamamı ülke içinde yatırıma dönüşmemektedir. Bu durum finansal globalleşme ile finans piyasalarında sağlanan eş zamanlılığın doğal bir sonucu olmakla birlikte tasarruf-yatırım bileşiminde gözlenen büyük uçurumlar, günümüz itibariyle dünya ekonomisinde yaşanan çalkantıların önemli sebeplerinden biridir.

Amerikan ekonomisinin bahsi geçen dönemdeki tasarruf-yatırım bileşimi incelendiğinde, geçmişten günümüze gelindikçe daha fazla miktarda yatırımın yurt dışı tasarruflarla finanse edildiği görülmektedir. Bu durumun altında yatan temel sebep, Amerikan ekonomisinde 1996 yılından bu yana gerek kamu tasarruflarında, gerekse özel tasarruflarda sürekli büyüyen açıklardır.

Konu, bahsi geçen tasarruf açıkların finansmanı olduğunda, sorunun odağına bu kez Asya ekonomileri oturmaktadır. Çünkü Asya ekonomileri, Amerika Birleşik Devletleri'nin tasarruf açığını sürekli olarak arttırdığının belirtildiği dönemde sürekli artan tasarruf fazlaları vermişlerdir. Bu durumun altında yatan temel sebep ise 1997-98 Asya Krizi'ne dek sürekli olarak cari açık veren bölge ekonomilerinin, kriz sonrası dönemde yatırımlarını milli gelirlerinin %7-8'i oranında azaltmalarındadır. Takip eden dönemde yaşanan kabuk değişimine paralel olarak ekonomi yönetimlerinde ani sermaye hareketlerinden olumsuz etkilenmemenin bir aracı olarak öngörülen harcama kesintileri (özellikle yatırım harcamalarında gidilen kısıntılar), ciddi rezerv birikimine neden olarak kısa zamanda kronik hale gelmiş ve bölge ekonomilerin göze çarpan özellikleri arasındaki yerini almıştır. Aşağıda yer alan Tablo 2.2, konu ile ilgili seçilmiş ülkelerin/ülke gruplarının tasarruf-yatırım bileşimlerini ortaya koymaktadır.

**Tablo 2.2: Seçilmiş Ülkelerin/Ülke Gruplarının Tasarruf-Yatırım Bileşimleri\***

	1989-1996	2003	2006
<b>ABD</b>			
Tasarruf	16,70	13,30	13,40
Yatırım	18,30	18,40	20,20
<b>Euro Bölgesi</b>			
Tasarruf	21,00	20,40	21,00
Yatırım	21,30	20,00	21,00
<b>Japonya</b>			
Tasarruf	32,40	26,20	27,60
Yatırım	30,30	23,00	23,90
<b>Asya (Japonya Hariç)</b>			
Tasarruf	31,30	34,90	40,20
Yatırım	32,30	32,00	36,30
<b>Petrol İhracatçıları</b>			
Tasarruf	22,40	29,70	39,80
Yatırım	24,10	22,70	22,10
<b>Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler</b>			
Tasarruf	25,60	26,80	30,90
Yatırım	27,60	26,10	30,10

\*(%, GSYİH)

Boratav, age, 11

Tablodan görüldüğü üzere iki bölge dışındaki tüm ülkeler/ülke grupları, tasarruf-yatırım dengesizlikleri ile yüzyüzedir. Bu ülkelerden tasarruf fazlasına sahip olanlar (özellikle Çin, Petrol İhracatçıları ve Japonya) Amerika'nın büyük tasarruf açığını devlet tahvillerini, hazine bonolarını yahut özel şirket hisseleri ile borçlanma senetlerini satın alarak finanse etmektedir. Bir ülkeden diğerine doğru yaşanan bu "fon-finansal aktif akımı", yukarıda belirtildiği gibi net hata noksan kalemi dışında sıfır toplamlı bir denge durumuna yönelmektedir.

Gelinen nokta, küresel dengesizliklerin kaynağını, temelde ülke içi dinamiklerden aldığını ortaya koyması bakımından önemlidir. Bu manâda, konunun temel itibarıyla global denge üzerinde belirleyici gücü bulunan Birleşik Devletler, başta Çin olmak üzere gelişen Asya ekonomileri ve petrol ihracatçıları arasında cereyan eden ilişkilerin bir sonucu olduğunu düşünmek yanlış olmayacaktır. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde global dengesizliklerin merkezinde yer alan cari denge ilişkileri çeşitli yönleri ile ele alınacak ve ulaşılan sonuçlar irdelenecektir.

## 2.5. Cari Denge Ve Uyum Süreci

Geçtiğimiz elli yılda açık problemi, bir çok ekonomiyi giderek artan oranda etkisi altına almaktadır. Konu ile ilgili çalışan yazarlar, Birleşik devletlerin mevcut finansman problemini özellikle Asya merkez bankaları tarafından satın alınan devlet borçlanma araçları ile çözüme yoluna gitmesinin, ülkeyi uluslararası piyasalarda meydana gelebilecek herhangi bir olumsuzluk karşısında çaresiz bırakacağı fikrinde birleşmektedir.

Bahsedilen ve dünya ekonomisi için her geçen gün yeni politika önerilerinin ortaya atılmasına sebep olan durum, asıl itibariyle dünya gündemini yeni meşgul etmeye başlamış değildir. 1940'lı yıllarda Keynes, uluslararası ödemeler dengesinde yaşanacak sıkıntılara dikkat çekmiş ve geleceğe ilişkin uluslararası para sistemi önerilerini 1994 yılında Baretton Woods Konferansı'nda Clearing Union adını verdiği uluslararası bir banka önerisi ile somutlaştırmıştır. Bu banka bütün merkez bankalarının hesaplarını yönetecek ve bankor adıyla oluşturulacak bir dünya parası üzerinden krediler verecekti. Bu yolla hem uluslararası hesapların denetimi sağlanmış olacak, hem de olası bir dengesizlik durumunda ülkelerin açık veya fazla yönünden uyum sürecine eşit katkıda bulunması sağlanmış olacaktı. Ne var ki Keynes'in bu önerisi, gerek ülkelerin bahsi geçen dönemdeki iktisadi öncelikleri, gerekse uygulama usul ve esaslarına ilişkin anlaşmazlıklar sebebi ile rafa kaldırılmış ve tekrar tartışılma olanağı bulamamıştır.

Günümüzde özellikle gelişmekte olan ekonomilerde gözlenen ve kontrolsüz olduğu hissi veren ekonomik dönüşüm ve özellikle 1990'larda ve 2000'li yılların başında yaşanan kur krizlerinin de etkisiyle, konu üzerine yapılan çalışmalar genel itibariyle kriz eksenli bir tablo sergilemektedir. Ne var ki akademisyenler arasında konu ile ilgili tam bir fikir birliği oluştuğunu söylemek güçtür. Fischer<sup>3</sup>, cari açığın krizin önemli bir göstergesi olduğuna değinirken, Frankel ve Rose<sup>4</sup>, çalışmalarında cari açığın kriz olasılığını arttırıcı bir etkisi bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Ancak geçen zaman diliminde yaşanan gelişmeler ışığında, özellikle Birleşik Devletler'in cari açık sorununun sürdürülemez olduğu yönünde artan bir fikir birliğinden

---

<sup>3</sup> Fischer, Stanley "Financial Crises and Reform of the International Financial System", **Review of World Economics / Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 139, s.1-37**, <http://www.nber.org/papers/w9297.pdf> [27.11.2007]

<sup>4</sup> Jeffrey Alexander Frankel, Andrew Rose "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", **Journal of International Economics, Vol. 4**, <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/534/default.htm> [27.11.2007]

bahsetmek mümkündür. Konu ile ilgili yaygınlaşan fikir birliğine paralel olarak literatürün popüler konuları haline gelen iki yeni durum ise ülkeye yönelmiş olan yabancı sermaye girişlerinde yaşanacak ani bir yavaşlama (sudden stop) ve cari dengede ters yönlü, olumsuz hareketlerin (current account reversal) etkilerinin simule edildiği çalışmalardır.

Güncel çalışma konularında yaşanan bu değişim, artık sürdürülemeyeceği ön kabulü ile hareket edilen büyük cari açıkların uyumlaştırılması sürecine ilişkin konuları gündeme getirmiştir. Bu bölüme de temel teşkil edecek olan uyum sürecine yönelik cevaplanması gereken sorular şöyle sıralanabilir:

1. Cari açık süreklilik eğilimi gösteren bir değişken midir? Uyum için ne kadar süreye gereksinim vardır?
2. Uyum süreci adım adım mı gerçekleşmektedir, yoksa aniden mi ortaya çıkmaktadır?
3. Döviz kurları ile cari açığın uyum süreci arasındaki ilişki nedir?
4. Ülkeye yönelen yabancı sermaye girişlerinde yaşanacak ani bir yavaşlama (sudden stop) ve/veya cari dengede görülecek ters yönlü hareketlerin (current account reversal) maliyetleri nelerdir?
5. Gelişmekte olan ekonomilerin önemli problemlerinden olan ekonominin dış iktisadi ilişkilere açıklık düzeyi, ekonomide yaşanan para ikamesi (dolarizasyon) ve uygulanan döviz kuru rejimi bahsi geçen maliyetler üzerinde ne tür etkilere sahiptir?

### **2.5.1. Cari Açığın Sürekliliği**

Bilindiği üzere, dünya ekonomisi son on yılda açık yahut fazla yönünden önemli boyutlara ulaşmış cari dengesizliklerine sahne olmuştur. Konu üzerine yakın zamanda yapılan çalışmaların bir bölümü özellikle cari dengesizliklerin zaman içindeki seyri ve sürekliliği üzerinde durmaktadır. Çalışmalardan çıkan sonuçlarda genel eğilim, sürdürülebilir cari açık düzeyinden yaşanacak saplamaların uzun döneme yansıyan bir süreklilik göstermeyeceği yönündedir. Buna göre iç yahut dış kaynaklı yaşanabilecek geçici bir şok, cari açıktaki önemli bir genişlemeye sebep



olmakta ancak şokun etkisinin atlatılmasının ardından cari denge uzun dönemli sürdürülebilir düzeyine dönmektedir.<sup>5</sup>

Edwards<sup>6</sup>, cari açığın sürekliliğini incelediği çalışmasında yüksek cari fazlanın, yüksek cari açığa kıyasla daha ısrarcı bir yapı sergilediği sonucuna ulaşmıştır. Bu sonuç, dünya ekonomisinde cari açık veren ekonomilerin neden cari fazla veren ekonomilerden sayıca fazla oluşunu ve sayıca az olan cari fazla veren ekonomilerin, cari açık veren çok sayıda ekonominin açığını nasıl kompanse edebildiğini ortaya koyması bakımından önemlidir.

### **2.5.2. Cari Dengeye Yaşanacak Ters Yönlü Hareketlerin (Current Account Reversal) Etkileri**

Cari açık üzerine çalışan akademisyen ve yazarların üzerine en fazla mesai harcadığı konulardan bir diğeri, cari dengede kısa bir zaman dilimi içinde meydana gelebilecek olumsuz hareketlerin etkileridir. Konu üzerine yapılan çalışmalar, cari dengede meydana gelen bozulmanın büyüklüğü noktasında farklılıklar arzetsede de, genel itibariyle cari dengede yaşanacak ani bozulmaları ekonomilerin gelişmişlik düzeyleri ile ilişkilendirmektedir. Buna göre, orta vadede sürdürülebilir büyüme ve borç dinamiklerini tesis edebilmiş ekonomiler, panik ortamında oluşan olumsuz hareketlerden daha az etkilenmekte, dolayısı ile cari dengede oluşacak olumsuz hareketlere daha az maruz kalmaktadır.

Edwards<sup>7</sup>, cari dengede yaşanan ters yönlü hareketlerin en az görüldüğü bölgelerin sanayileşmiş ekonomiler, en sık görüldüğü bölgelerin ise başta Afrika olmak üzere geri kalmış ülkeler olduğuna vurgu yaparak, cari dengede gözlenen ters yönlü hareketler ile ekonomik gelişmişlik düzeyi arasındaki bağı ortaya koymaktadır.

---

<sup>5</sup> Detaylı bilgi için bkz: Edwards, Sebastian, 2001. "Does The Current Account Matter?" ve Aart Kraay, Jaume Ventura, 2002. "Current Accounts in the Long and Short Run".

<sup>6</sup> Edwards, Sebastian "Thirty Years Of Current Account Imbalances, Current Account Reversals And Sudden Stops", **NBER, Working Paper No: 10276**, <http://www.nber.org/papers/w10276.pdf> [10.11.2007]

<sup>7</sup> Edwards, age

### **2.5.3. Ülkeye Yönelmiş Olan Yabancı Sermaye Girişlerinde Yaşanacak Ani Bir Duruşun (Sudden Stop) Etkileri**

Son yüzyılda dünyayı saran globalleşme hareketi ve buna paralel olarak artan sermaye mobilitesi, yatırımcılar için yeni ve kârlı yatırım olanakları, ülkeler için ise yabancı finansman desteği sağlamıştır. Ancak 1990'lı yıllar, ülkeye giren yabancı sermayenin ani çıkışına bağlı olarak yaşanan onlarca krize sahne olmuş, politika yapıcıların ve akademisyenlerin ilgisinin bu noktaya kaymasını beraberinde getirmiştir.

Ülkeye yönelmiş olan sermaye hareketlerinde yaşanan ani bir duruş, prensip olarak kısa bir zaman diliminde meydana gelmeli ve sermaye girişinde büyük hacimde bir azalmayı ifade etmelidir. Literatürde azalmanın büyüklüğü ile ilgili olarak, cari hareketlerde gözlenen ters yönlü hareketlerde de olduğu gibi, henüz bir fikir birliği sağlanmış değildir. Ancak ampirik çalışmalar, politik ve ekonomik istikrarın yüksek olduğu, sağlam ekonomik altyapıya sahip ekonomilerin sermaye girişlerinde ani duruşlara daha az maruz kaldığı sonucunda birleşmektedir. Dolayısı ile sermaye hareketlerinde yaşanan duruş ve azalışların ilk muhatabının gelişmekte olan ekonomiler olduğunu düşünmek yanlış olmayacaktır.

Öncül olarak bekleneceği üzere, cari dengede kısa bir zaman dilimi içinde görülen ters yönlü hareketler ile ülkeye yönelen sermaye hareketlerinin ani duruşu arasında önemli bir ilişki vardır. Ancak bu ilişkin birebir olduğunu söylemek mümkün değildir. Geçmiş deneyimleri göstermiştir ki cari dengede kısa bir zaman dilimi içinde ters yönlü hareketler yaşayıp, sermaye girişlerinde ani bir duruşa maruz kalınmaması, yahut sermaye girişlerinde yaşanan duraklamaya rağmen cari dengede herhangi bir ters yönlü hareketin oluşmaması ihtimaler dahilindedir.

### **2.5.4. Cari Dengede Yaşanan Ters Yönlü Hareketler Ve Büyüme İlişkisi**

Bu bölüme dek çeşitli yönleri ile ele alınan cari dengede gözlenen ters yönlü hareketlerin ekonomik aktivite üzerinde yarattığı etkiler, bu alt bölümün temel konusunu oluşturmaktadır. Bilindiği üzere ekonomideki yatırım harcamaları, ekonomik aktiviteyi önemli ölçüde etkilemektedir. Cari denge, prensip olarak dış yatırımlar ile tasarruflar arasındaki farkı ifade ettiğine göre, cari dengede yaşanacak bozulmalar büyük olasılıkla yatırımlarda düşüşe, dolayısı ile ekonomik aktivitede yavaşlamaya neden olacaktır. Federal Reserve Bank of San Francisco, konu ile ilgili

olarak yayınladığı bir çalışmada<sup>8</sup> olumsuz cari açık gelişmelerinin artan risk algılaması sebebi ile yatırımlarda bozucu etki yaratığına işaret etmektedir.

Croke, Kamin ve Leduc<sup>9</sup>'e göre de cari dengede gözlenen ters yönlü hareketlerin ekonomik aktivite üzerinde önemli bozucu etkileri mevcuttur ve ekonomiler bu hareketleri takiben standart konjonktür dalgalarının dışına çıkmakta, tamamiyle uyum sürecinin etkisine girmektedir. Onlara göre ters yönlü hareketin uyum sürecine girdiği andan itibaren ekonomiler, ortalama olarak dört çeyrek boyunca %1'in altında bir büyüme performansı ortaya koymaktadır.

Eichengreen ve Adalet<sup>10</sup>, cari dengede meydana gelen tüm ters yönlü hareketlerin ekonomi üzerinde olumsuz etki yaratmadığına, hareketin altında yatan sebeplere bağlı olarak çıktıda meydana gelen tepkinin de farklı olacağına dikkat çekmektedir. Onlara göre kurda yaşanan aşırı değerlenme yahut tüketimde meydana geçici artışların yarattığı ters yönlü hareketler ile yatırımların verimliliğinde ve kârlılıkta meydana gelen artışlar sebebi ile meydana gelen ters yönlü hareketler, sonuçları bakımından önemli farklılık arz etmektedir.

Konu ile ilgili olarak akademisyenlerin üzerinde birleştiği önemli bir nokta, cari dengede meydana gelen ani hareketlerin ekonomik performans üzerine yarattığı etkilerin 19. ve 20. yüzyıllardan 21. yüzyıla geçişte ciddi biçimde değiştiğidir. Buna göre cari dengede meydana gelen ters yönlü hareketler, Birinci Dünya Savaşı öncesi dönemde çok daha küçüktür ve daha az yaygındır. Bu durumun en önemli sebebi kuşkusuz, finansal sistem ve ekonomik yapıda son yüzyılda meydana gelen muazzam dönüşüm ve entegrasyondur.

### **2.5.5. Dış Borçlar Ve Cari Dengede Ters Yönlü Hareketler**

Bilindiği gibi gelişmekte olan ekonomiler, içinde buldukları yapısal ve ekonomik dönüşüm dönemlerinde önemli ölçüde dış kaynak gereksinimi duymaktadırlar. Dış ekonomik ilişkiler vasıtası ile elde edilen kaynaklar, gelişmekte olan ekonomilerde görülen mali sıkışıklıkları aşmada önemli bir rol oynuyorsa da ekonomilerin

---

<sup>8</sup> FRBSF Economic Letter, N.2006-29, October 27, 2006

<sup>9</sup> Hilary Croke, Steven B. Kamin, Sylvain Leduc "Financial Market Developments and Economic Activity during Current Account Adjustments in Industrial Economies", **International Finance Discussion Papers 827, Board of Governors of the Federal Reserve System**, <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/827/default.htm> [23.11.2007]

<sup>10</sup> Barry Eichengreen, Muge Adalet "Current Account Reversals: Always A Problem?", **NBER, Working Paper No: 10277**, <http://www.nber.org/papers/w10277.pdf> [11.11.2007]

halihazırda mevcut bulunan kırılğanlıkları, dış kaynaklardan yararlanma ile ekonomik istikrarı koruma arasında bir vazgeçiş (trade-off) ilişkisinin doğmasına neden olmaktadır.

Temel itibariyle, borç vadesi, borçlanma maliyetleri, ekonominin borç yükü, vs. gibi birçok teknik detayı bulunan dış borçların yükselen piyasa ekonomileri açısından oldukça önemli kabul edilebilecek olan bir diğer özelliği ise borçlanılan para birimidir. Bilindiği gibi uluslararası piyasalardaki borçlanma ilişkilerinin oldukça büyük bir bölümü, Dolar, Euro, Yen gibi konvertibil para birimleri vasıtası ile kurulmaktadır. Yakın geçmişte borç krizi yaşamış birçok ülkede de görüldüğü üzere, yabancı para birimleri ile borçlanma ve ülkelerin toplam borcu içinde yabancı para cinsinden borçların artışı, günümüzde yükselen piyasaların yüzyüze olduğu en önemli risk faktörlerinden biri halini almıştır. Calvo, Izquierdo ve Talvi<sup>11</sup>, Latin Amerika borç krizini inceledikleri çalışmalarında, krizi ortaya çıkaran en önemli nedenlerden birinin kriz öncesi dönemde hem kamuda, hem de özel sektörde boyutları hissedilir biçimde artmış olan dolar cinsi yükümlülükler olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ülkelerin yabancı para cinsinden borçları ile cari denge kanalından maruz kaldıkları ters yönlü hareketlerin görülme sıklığı arasında eşyönlü bir ilişkinin var olduğu hususunda akademisyenlerin ortalama bir fikir birliği içinde olduğunu söylemek mümkündür. Buna göre cari dengede yaşanan ters yönlü hareketler üzerinde tesiri en yüksek parametrelerden biri, cari dönemdeki para ikamesinin boyutudur.

---

<sup>11</sup> Guillermo A. Calvo, Alejandro Izquierdo, Ernesto Talvi “Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons”, **NBER, Working Paper No: 9828**, <http://www.nber.org/papers/w9828> [11.11.2007]

### 3. AMERİKAN EKONOMİSİ

Son çeyrek asrın süper gücü Amerika Birleşik Devletleri, yaşadığı her türlü sosyoekonomik çalkantıya rağmen, içinde bulunduğumuz dönemde de tüm dünya ülkelerinin sosyal, ekonomik ve kültürel hayatını ciddi biçimde etkilemektedir. Bir yanda Irak savaşı, diğer yanda kültürel değişim ve yayılcılık, yeniden seçilen Bush, yeni bir FED başkanı, Çin tehdidi...vs. gibi pek çok gelişme ile birlikte Amerika Birleşik Devletleri'nin son birkaç yılda ilginç bir dönüşüm yaşadığını ve bir takım önceliklerinin değiştiğini söylemek mümkündür. Bazı komplo teorisyenlerinin de belirttiği gibi 'Amerikan Rüyası'nın sona erdiğini, balonun sönmeye başladığını düşünenlerin sayısı azımsanamayacak boyutlara ulaşmıştır.

31 Ocak 2006'dan itibaren Amerikan ekonomisinin patron koltuğuna Ben Shalom Bernanke oturmuştur. İlk kez Başkan Reagan döneminde (Ağustos 1987) bu koltuğa oturan ve 18 yıl bu görevi aralıksız sürdüren selefi, efsanevi başkan Greenspan'den sonra yapacakları ve uygulamaya koyacağı politikalar ciddi biçimde merak konusu olmuştur. Bernanke, Greenspan'dan farklı olarak piyasa deneyimi olmayan, ancak akademik çevrelerde yüksek saygınlığa sahip iktisatçı kimliği ile seçim kararının hemen akabinde birçok tartışmanın merkezine oturmuştur. Kimileri Greenspan gibi piyasalara hâkim bir ismin başkanlık koltuğuna oturması gerekliliğinin altını çizerken, kimileri de yüksek güvenilirliği nedeni ile Bernanke'den yana yapılan seçime tam puan vermiştir.

Bernanke, bazı fikirleri ile Greenspan'den ciddi anlamda ayrılmaktadır. Örneğin Greenspan, görev süresi boyunca belirgin bir ekonomik modelle ilişkilendirilebilecek herhangi bir tutum sergilememiş, ekonometrik tahminlere yönelmemiş ve belki de en önemlisi hiçbir zaman açık enflasyon hedeflemesi gibi yöntemlere inanmamıştır. Onun için esas olan, piyasa sinyalleri ve kendi belirlediği kilit reel sektör değişkenleri olmuştur. Bernanke ise ekonometrik modellemeye ve sonuçlarına güvenen ve açık enflasyon hedeflemesine inanan bir iktisatçı olarak birçok ekonomik

karar verici tarafından ciddi biçimde sorgulanmıştır. Ancak Bernanke, Greenspan'in politikalarına saygı duyduğunu ve genel olarak benzer hatlarda çalışacağını, son 10 yılda sürekli Greenspan'i izleyip incelediğini ve ondan bu işi devralmanın da kendisi için hem büyük bir onur, hem de büyük bir deneyim olacağını, ayrıca Greenspan kadar başarılı olursa çok da memnun olacağını dile getirdiği ilk açıklaması ile piyasalardaki endişeyi bir nebze ortadan kaldırmayı başarmıştır. Ne var ki, 2006 yılından 2008 yılına dek geçen zaman dilimi, başta Birleşik Devletler olmak üzere tüm global ekonomide önemli izler bırakan acı deneyimlerin yaşandığı bir dönem olmuştur.

Konuyu güncel anlamda değerlendirmek gerektiğinde, büyük resmi analiz etmeye çalışmak, ulaşılan sonuçların daha net olmasına olanak tanıyacaktır. Günümüz modern ekonomilerinin iktisadi yapıları incelendiğinde arada var olan ilişkilerin artık eskisi kadar net ve ölçülebilir olmadığı ortadadır. Enformasyon, risk, küresel dalgalanmalar, uluslararası likidite gibi kavramlar günümüzün iktisadi ilişkilerine yön veren temel değişkenler halini almış durumdadır ve uluslararası iktisadın temelini oluşturan mal ve hizmet ticareti, yerini her geçen gün değeri milyar dolarlarla ifade edilen finansal akımlarda terk ederken söz konusu büyük resmin baş ressamı durumundaki Amerika Birleşik Devletleri'nin tutumu, tüm dünya ülkelerince yakından izlenir bir hal almıştır. 2006 Yılı mayıs ayında başta madencilik sektörü olmak üzere enerji piyasalarında yaşanan küçük çaplı dalgalanma ve 2007 Mart ayında yaşanan ve takip eden dönemde bir kredi bunalımına dönüşecek olan 'Mortgage Skandalı'<sup>12</sup>nda da görüldüğü gibi Amerikan ekonomisinde patlak veren en ufak bir sıkıntı dahi birçok ekonomiyi kriz boyutunda etkileyebilmektedir. Deyim yerinde ise Amerika hapşırığında dünya ülkeleri grip olmaktadır. Zira hatırlamak gerekirse enerji fiyatlarındaki bahsi geçen dalgalanma Türkiye gibi 3 sene üst üste %6.5'in üzerinde büyüyen bir ekonomide dahi küçük bir ayarlamadan ziyade ciddi bir "devalüasyon etkisi" yaratmıştır.

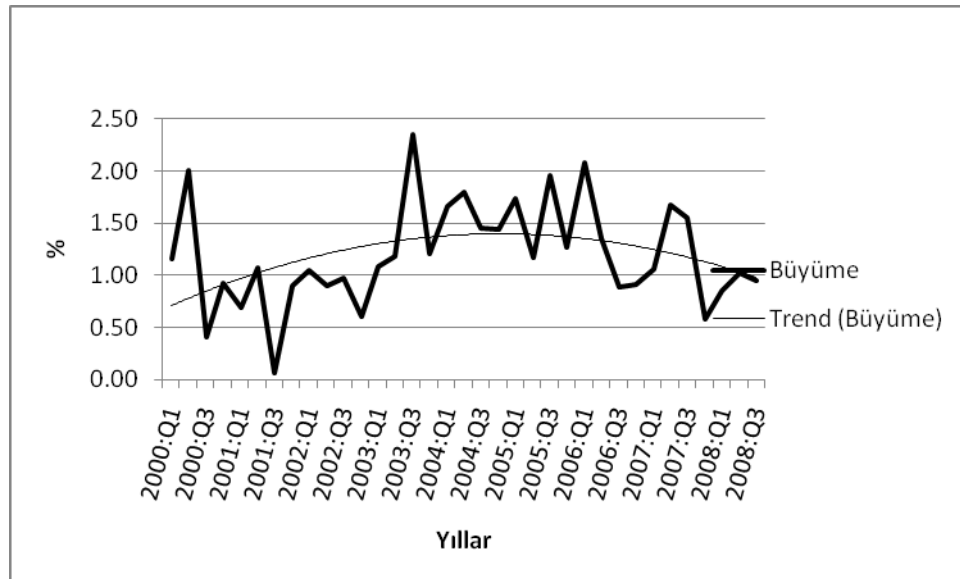
---

<sup>12</sup> Yaşanan kriz neticesinde geçmişte ABD'nin en hızlı büyüyen şirketleri arasında gösterilen sektör devlerinin aslında nasıl bir darboğazda olduğunu ve Birleşik Devletler'in finansal sistemin denetiminde aslında ne denli başarısız olduğunu ortaya koyması sebebiyle, sözkonusu durumu 'skandal' olarak değerlendirmek yanlış olmayacaktır.

### 3.1. Makroekonomik Verilere Genel Bakış

Amerikan ekonomisinin yapısal yahut geçici ekonomik problemlerini analiz etmeye geçmeden önce, ekonominin temel makroekonomik verilerini geçmişten günümüze değerlendirmek, cari dönemde ulaşılan sonuçları kavrama ve durumlara farklı yorumlar getirebilme açısından kolaylık sağlayacaktır. Bu sebeple bu bölümde Birleşik Devletler ekonomisinin güncel durumu üzerinde belirleyici etkide bulunan ekonomik değişkenler ele alınacaktır.

Bir ekonominin geçmiş performansı hakkındaki en önemli göstergelerin başında kuşkusuz büyüme oranı gelmektedir. Kaldı ki ilerleyen bölümlerde detaylı bir biçimde ortaya koyulacağı gibi, içinde bulunduğumuz tek kutuplu dünya düzeninde Birleşik Devletler'in büyüme performansının tüm dünya ekonomisi için taşıdığı anlam, çevre ekonomilerin büyüme performansından çok daha farklıdır. Aşağıda yer alan Şekil 3.1<sup>13</sup>, Birleşik Devletler'in 2000:Q1-2008:Q3 dönemindeki büyüme performansını ortaya koymaktadır.



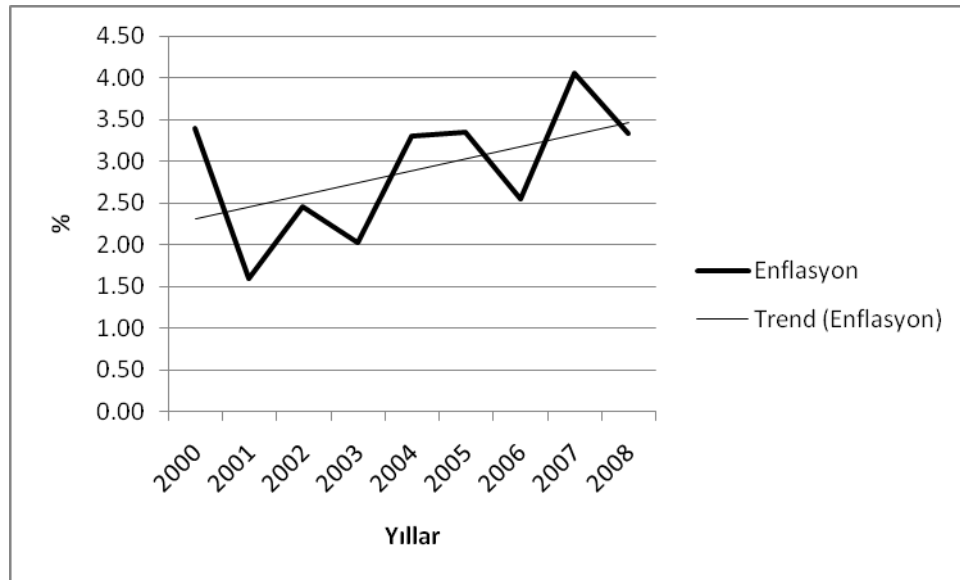
Şekil 3.1: Birleşik Devletler'de Ekonomik Büyümenin Seyri

Yukarıda şeklin de ortaya koyduğu gibi Birleşik Devletler ekonomisi, 2000'li yılları bir ekonomik yavaşlama süreci ile karşılamıştır. Takip eden dönem ise yaşanan global büyüme sürecinin de etkisi ile ekonominin üst üste yüksek büyüme oranlarını tekrar etmeyi başardığı bir dönem olmuştur. Çalışmaya konu olan dönem boyunca

<sup>13</sup> İlgili veriler için Bkz. EK 1

Birleşik Devletler ekonomisinin ortalama büyüme hızı %1.2 olmuştur. Grafiğin son bölümünden de açıkça görüldüğü gibi, son iki yılda yaşanan gelişmeler, hızla artmaya başlayan durgunluk söylentileri, yaşanan mortgage krizi ve nihayetinde gelen global kriz sıralamasını takip ederek, Amerikan ekonomisinin büyüme performansını önemli ölçüde sekteye uğratmıştır.

Ele alınan dönem boyunca FED'in ekonomik anlamda belki de hiç olmadığı kadar aktif rol oynamasının temel sebebi ise incelemeye konu olan dönemin yükseliş periyotlarında da, düşüş periyotlarında da sürekli tehlike sinyalleri veren enflasyon oranları olmuştur. Gerek artan enerji fiyatları, gerekse 2007 yılı ortalarında içine girilen ekonomik belirsizlik ortamı ve 2008 yılında patlak veren global kriz, enflasyonist beklentileri daha da şiddetlendirmiştir. Başlarda enflasyonu kontrol altında tutmanın bir aracı olarak başvurulmuş kısa vadeli faiz oranları ise 2008 yılı itibari ile zirve yapmış olan durgunluk ve hatta stagflasyon söylentileri sebebi ile bu parametreler üzerindeki etkinliğini önemli ölçüde kaybetmiştir. Aşağıda yer alan Şekil 3.2<sup>14</sup>, Birleşik Devletler'de yıllık tüketici fiyatlarının seyrini yansıtmaktadır.



**Şekil 3.2: Birleşik Devletler'de Enflasyonun Seyri**

Görüldüğü gibi enflasyon değerleri temelde istikrarsız ve artış trendi izleyen bir seyir koymaktadır. Ele alınan dönemin yıllık enflasyon ortalaması yaklaşık %2.89'dur. Ortalamanın düşük kalmasında FED'in özellikle 2005 ve 2006 yılında kendisini

<sup>14</sup> İlgili veriler için Bkz. EK 2

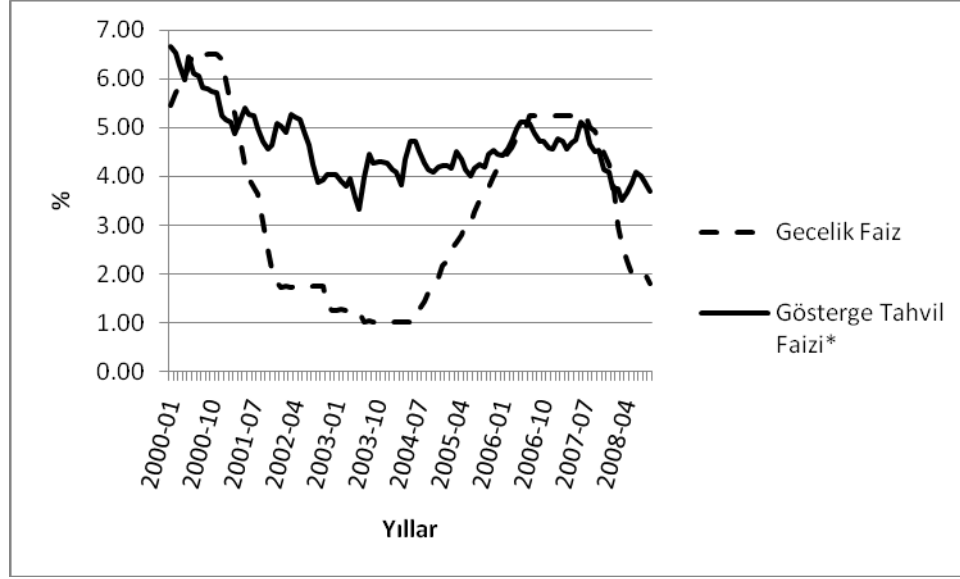


hissettiren antienflasyonist baskısı (faiz politikası) önemli rol oynamıştır. Bununla birlikte, gerek bir önceki yıla göre önemli artış kaydeden 2007 yılı enflasyonu, gerekse şekilde yer alan trend eğrisi, bazı kesimlerce içine girileceği ifade edilen şiddetli enflasyonist sürecin habercisi niteliğindedir. Özellikle FED'in açıkladığı yardım paketlerinin bu sürece ne şekilde etki edeceği merak konusudur. Bu noktada Amerikan ekonomisi için asıl ürkütücü olan, iyiden iyiye kriz ortamına giren ekonominin bir stagflasyon sürecine sürüklenmesidir.

Federal Reserve Bank'ın enflasyon hedeflemesinin bir aracı olarak, temelde enflasyon ve büyümeyi kontrol altında tutma amacı ile başvurduğu faiz politikasının çalışmama konu olan dönemin özellikle ilk yarısında beklenen başarıya ulaştığını söylemek mümkündür. Ne var ki sürecin ikinci yarısında Amerika ve dünyada meydana gelen pek çok olumsuz gelişme, Birleşik Devletler'in arzu edilen sonuca ulaşmadaki nihai başarısını öngörülemeyen bir tarihe ötelemiştir. 2006 Yılında %5,25'e dek çıkarılan gecelik faiz oranı bile 10 yıl vadeli gösterge tahvilin faizinin %5 sınırını hissedilir biçimde aşmasını sağlayamamıştır. Amerika'da finansal aktiflerin risk, faiz ve vade yapısında yaşanan bozulma, pek çok iktisadi aktörün dikkatini çeker bir hal alırken, neticede azalan finansal aktif talebi, son dönemin popüler konusu olan ekonomik durgunluğun iktisadi gerekçeleri arasındaki yerini almıştır. "Bu durumun ekonomi kanunlarının doğal bir sonucu olduğu ve finansal yatırımcının makul risk seviyelerinde yüksek faiz ödeyen ülkeleri tercih edeceği" yorumunu yapan sakin piyasa aktörlerinin sayısı da yakın zamana dek azımsanmayacak boyutlardaysa da, sonuçta içine girilen 2008 resesyonu, sözkonusu tespitlerin itibarını ortadan kaldırmıştır. Şekil 3.3<sup>15</sup>, 2007 yılının ikinci yarısı itibarı ile ilk sinyallerini veren durgunluk söylentilerinin ve 2008 yılı itibarıyla içine girilen kriz ortamının faiz oranları üzerinde yarattığı etkiyi açık biçimde ortaya koymaktadır. Büyümeye ilişkin riskleri ortadan kaldırmak ve oluşan likidite sıkışıklığının etkilerini bertaraf etmek amacı ile başvuru faiz indirimleri, 2001 krizinde yaşanan benzer biçimde gecelik faizler ile gösterge niteliğindeki 10 yıl vadeli hazine tahvilinin faiz oranı arasındaki makasın açılması sonucunu doğurmuştur.

---

<sup>15</sup> İlgili veriler için Bkz. EK 3



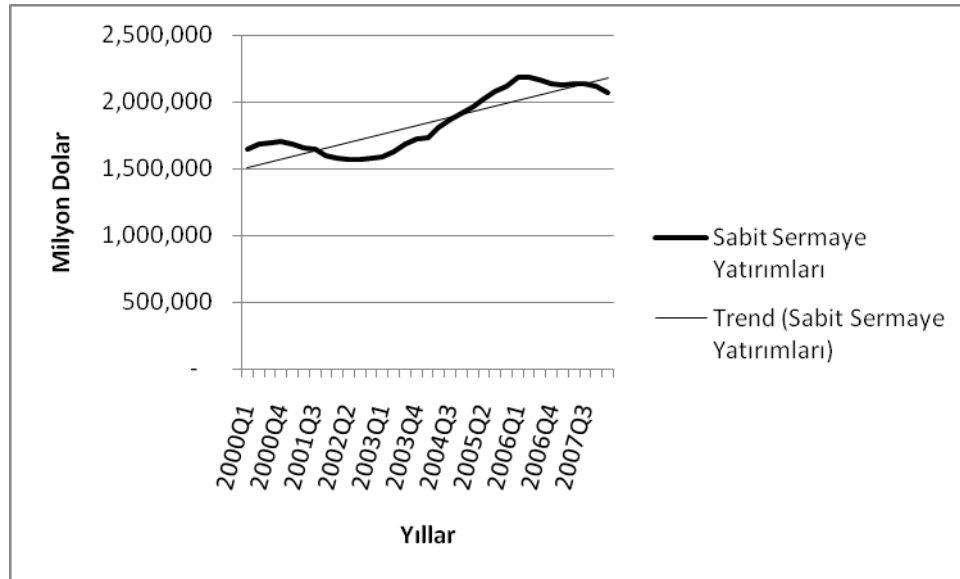
**Şekil 3.3: Birleşik Devletler’de Gecelik Ve Gösterge Faiz Oranlarının Seyri**

Şekil 3.3’ten izleneceği üzere, 2000’li yılların başında birbirine yakın seyreden gecelik faiz oranı ile gösterge niteliğindeki 10 yıl vadeli hazine tahvilinin faiz oranı arasındaki fark, yıllar itibariyle artma eğilimine girmiştir. 2003 yılında doruk noktasına ulaşan oranlar arası fark, takip eden dönemde gidilen periyodik arttırmalar neticesinde tekrar kapandıysa da, bahsi geçen dönem itibariyle faiz oranlarının birbirini etkileyebilme gücünün eskisi kadar yoğun olmadığını söylemek yanlış olmayacaktır. 2006 Yılıının ortalarından 2007 yılının ilk çeyreğine dek gecelik faiz oranlarında görülen stabil durum, FED’in ani değişen ekonomik parametreler karşısında yaşadığı şaşkınlığın bir göstergesi niteliğindedir. 2007 Yılıının sekizinci ayından itibaren her iki faiz oranında da görülen düşüş, piyasalarda artık varlığı iyice hissedilmeye başlayan likidite sıkışıklığını ve hemen akabinde ödünç piyasalarında gündeme gelen batık haberlerinin yarattığı kaosu açık biçimde ortaya koymaktadır.

Ekonomideki durgunluk göstergelerinden bir diğeri ve belki de cari dönem itibariyle en önemli olanı, ekonomide ‘kredilerin geri dönmeme oranı’dır. Söz konusu oran, yakın geçmişte ciddi biçimde artış göstermiştir ve bu konudaki ilk ciddi tehlike, 2007 Mart ayında sert bir biçimde test edilmiş ve birçok ekonomiyi etkisi altına almıştır. Takip eden dönemde sektör devi finans kuruluşlarının birbiri ardına açıkladığı zararlar ile kapatılan fonlar ve sonrasında hanehalkı cephesinden gelen ödeme güçlüğü haberleri, yaşanan likidite sıkışıklığının reel sektöre de sıçradığını ortaya koymaktadır. Daha sonra detaylı biçimde ele alınacağı gibi, Birleşik Devletler’de

mortgage sektörünün içine düştüğü bunalım, aşırı getiri beklentisi ve risk iştahı ile etkin denetim mekanizmalarından yoksunluğun bir ürünü olarak değerlendirilebilir.

Birleşik Devletler’de baş gösteren kredi, güven ve istikrar problemlerinin reel ekonomiye nasıl yansıdığı görülmek istediğinde, ekonomide gerçekleştirilen sabit sermaye yatırımlarının seyrini incelemek faydalı olacaktır. Aşağıda yer alan Şekil 3.4<sup>16</sup>’ün de ortaya koyduğu üzere, 2001 krizini takiben artan likidite, Birleşik Devletler’de gerçekleştirilen sabit sermaye yatırımları üzerinde olumlu etki yaratmıştır. Takip eden dönemde özellikle finans piyasaları kaynaklı ortaya çıkan olumsuz gelişmelerin, 2008 yılının ilk çeyreği itibari ile sabit sermaye yatırımları üzerinde önemli bir daraltıcı etki yaratmadığını söylemek mümkündür. Kuşkusuz bu durumun en önemli sebebi, Amerikan ekonomisinin yıllar içinde ortaya koyduğu ekonomik performans ve kendi iç dinamiklerinden beslenen kemikleşmiş yapısıdır.

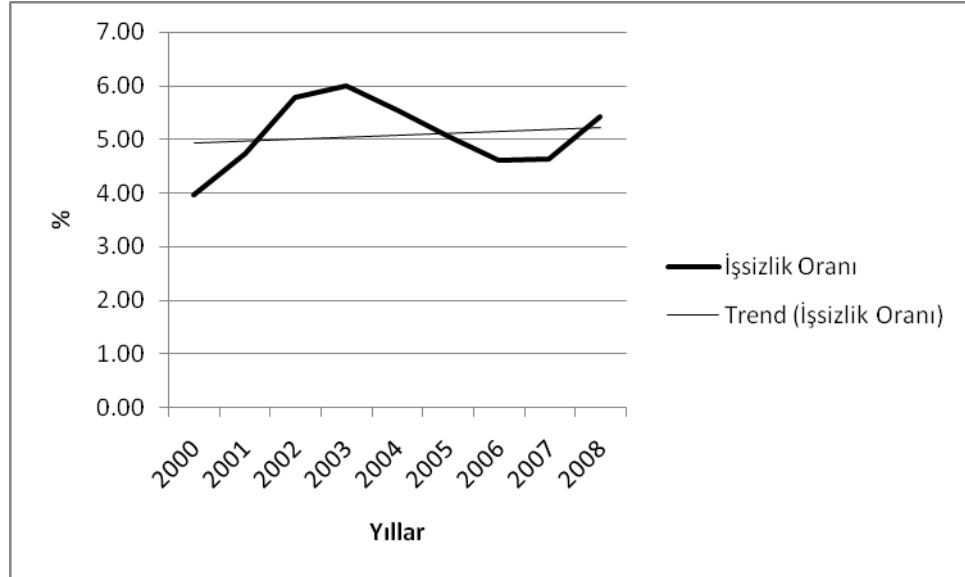


**Şekil 3.4: Birleşik Devletler’de Sabit Sermaye Yatırımlarının Seyri**

Geçilen zaman diliminde önemli bir aşınmanın yaşanmadığı sabit sermaye yatırımlarının hanehalkı cephesinde yarattığı etkileri ise işsizlik oranları vasıtası ile yorumlamak mümkündür. Bilindiği gibi FED, Avrupa’daki eşdeğerlerinden farklı olarak, fiyat istikrarının yanı sıra işsizlik ile mücadeleyi de amaçları arasına dahil etmekte, politika tercihlerinde bu değişkeni de öncelikleri arasında değerlendirmektedir. Dolayısı ile önemli bir daralma sürecine girilmediği müddetçe

<sup>16</sup> İlgili veriler için Bkz. EK 4

Amerika Birleşik Devletleri'nde işsizlik oranının çok uç değerlere yükselmesi beklenmemektedir.



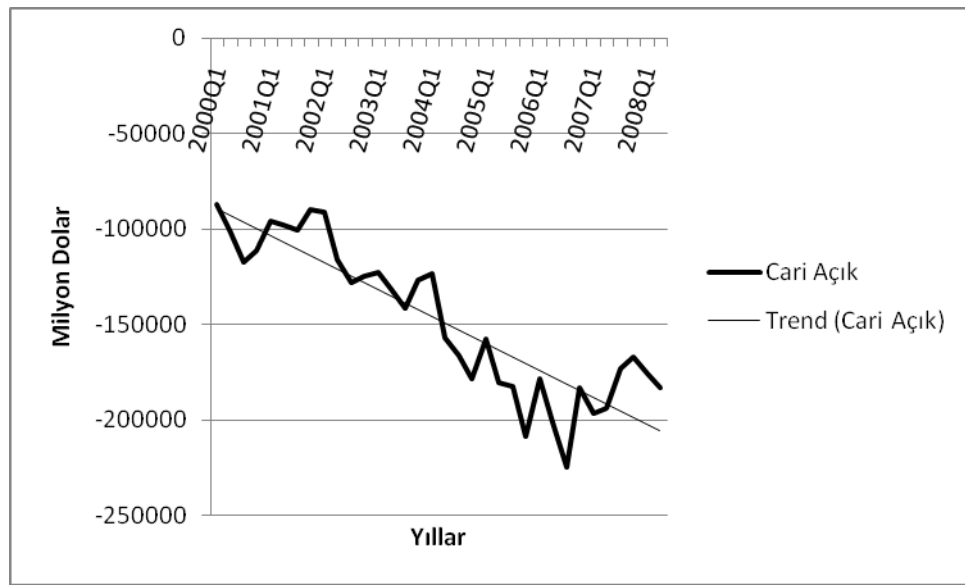
**Şekil 3.5: Birleşik Devletler'de İşsizlik Oranının Seyri**

Yukarıda yer alan Şekil 3.5<sup>17</sup>'ten görüldüğü gibi, Birleşik Devletler'de işsizlik oranı uzun dönemde istikrarlı bir yapı sergilemektedir. Ele alınan dönemde işsizlik oranı %3.96-%5.99 bandı içinde hareket etmiş ve %5.08 ortalama ile ekonominin stres anlarında dahi dünyada dönem dönem gözlenen %7 ve üstü oranlara hiç ulaşmamıştır. Şekilde 2003 yılının ikinci yarısından itibaren düşüşe geçen işsizlik oranı, tüm dünyayı etkisi altına alan global büyüme dalgasını yansıtmaktadır. 2007 Yılı sonrası oranlarda gözlenen artış ise 2008 resesyonunun etkisi olarak değerlendirilebilir. 2008 Yılı'nın ilk dokuz ayında Birleşik Devletler'de işsizlik oranı %5.41 olarak hesaplanmış ve 2000-2008 döneminin en yüksek değeri olan %5.99'a yaklaşmıştır.

Eldeki işsizlik verilerden hareketlerle ulaşılabilecek kısa vadeli sonuçları temelde iki başlık altında toplamak mümkündür. Bunlardan ilki, mortgage krizini takiben özellikle finans kuruluşlarında yaşanan işten çıkarma dalgasına rağmen, finans dışı kesimde işverenin yaşanan tedirginliğe rağmen henüz ciddi bir düzeltme gereksinimi duymadığı, ikincisi ise içine girilen kriz ortamına rağmen ekonominin potansiyel işlerliğini koruyacak bir alım gücü enjeksiyonunun devam ettiği.

<sup>17</sup> İlgili veriler için Bkz. EK 5

Amerikan ekonomisinde uzun bir süredir gündemi meşgul risk unsurlarından bir diğeri cari açıktır. Yüksek kredibilitesi ve dev hacmi nedeni ile Amerikan ekonomisine yönelmiş olan dış talebin halen güçlü bir yapı sergilemesine rağmen, Amerikalı yatırımcıların finansal yatırımları için ortaya koyduğu yurtdışı tercihi, cari açık problemini ciddi anlamda körüklemiş durumdadır. ABD tahvillerinin yarısı yabancı yatırımcıların elindeyken, Amerikalı yatırımcıların yurtdışına yönelik finansal yatırımları trilyon doları aşmış ve bunun neticesinde de Amerika’da tüketim ve yatırımı yabancılar finanse eder duruma gelmiştir.



**Şekil 3.6: Birleşik Devletler’de Cari Açığın Seyri**

Şekil 3.6<sup>18</sup> incelendiğinde cari açığın yıllar itibariyle genel bir artış trendi içinde olduğu görülmektedir. Ele alınan dönem öncesinde gayrisafi yurtiçi hasılanın ortalama olarak %2’si düzeyinde seyreden cari açığın büyüklüğü, çalışmamıza konu olan zaman dilimi içinde gayrisafi yurtiçi hasılanın %8’ine kadar ulaşmıştır. Bu oran cari dönem itibari ile %5 düzeyindedir. Mutlak rakamlarda ve dolayısı ise trendde son dönemde gözlenen nispi iyileşmeyi, mevcut belirsizlik ortamında iktisadi aktörlerin ihtiyatlı davranma arzusu ve buna paralel olarak tasarıflarda gidilen artış ile açıklamak mümkündür.

Yukarıda bahsedilenlere ek olarak cari açık ile dolar değeri arasındaki karşılıklı etkileşimin mevcut durum üzerindeki etkilerine değinmekte fayda vardır. Bilindiği

<sup>18</sup> İlgili veriler için Bkz. EK 6

gibi dolar değerindeki düşüşün ilk olarak kendisini hissettirmeye başladığı dönem, cari açık probleminin tehlike sinyalleri vermeye başladığı dönemdir. Yani cari açığın sermaye hesabı altında yer alan dış finansal yatırımlar ile dengelenmesi gereği, dolar değerinde aşağı yönlü bir hareket meydana getirmiştir. Takip eden dönemde FED tarafından gidilen faiz arttırmaları dolar değerinde yukarı yönlü bir baskı yararmış ise de, bu durum ikincil olarak mal dengesi kanalı ile ithal mal tüketimini körükleyerek cari denge üzerinde yeni bir bozucu etkiyi gündeme taşımıştır. 2007 Yılıının yedinci ayından itibaren FED'in değişen faiz politikasının ve global krizi takiben ilan edilen kurtarma paketlerinin bir sonucu olarak, bahsedilen ikinci etkinin zaman içinde etkisini yitirmeye başladığını söylemek mümkündür.

Dolar değerinde cari açık cephesinden gelen olumsuz haberler neticesinde gündeme düşüş beklentisinin düşünöldüğü kadar keskin biçimde yaşanmaması hakkında akademisyenlerce ortaya atılan görüşleri iki temel grupta toplamak mümkündür. Bunlardan ilki, dolarda beklenen şiddetli düşüşün yaşanmamasını Amerika'nın diğer iki konvertibil para biriminin yöneticisi durumundaki Avrupa Birliği ve Japonya'ya kıyasla daha etkin bir ekonomik yapıya sahip oluşuna bağlamaktadır. Bu görüşe göre Amerika, nispi olarak daha etkin ve kendi içinden beslenen büyüme yoluyla sermayeye daha fazla getiri sunmakta ve bu sayede ciddi miktarda finansal yatırım çekmektedir. Dolayısı ile dolara yönelen yüksek talep, beklenen değer düşüşünün önünde kuvvetli bir direnç oluşturmaktadır. İkinci görüşe göre ise beklenen düşüşün yaşanmamasının sebebi, doların birçok ülke merkez bankasınca 'rezerv para' olarak tutuluyor oluşudur. Yapılan araştırmalarda, merkez bankalarının varlıklarının %66 gibi büyük bir kısmını dolarda tuttukları, ancak pozisyonlarında dolar aleyhinde ciddi değişikliklere gittikleri/gidecekleri sonucuna ulaşılmıştır. Örneğin, İtalya, İsviçre, Rusya ve İsveç merkez bankaları, rezerv dağılımlarında dolar aleyhine ciddi ayarlamalar yaptıklarını resmen açıklamışlardır. Royal Bank of Scotland tarafından rezervleri 1,5 trilyon dolara ulaşan 47 merkez bankası arasında yapılan bir araştırmaya göre, sözkonusu merkez bankalarından 17 tanesi dolar pozisyonunu azaltırken, 10 tanesi dolar pozisyonunda artışa gitmiştir. Varlık kompozisyonlarında dolar aleyhinde değişikliğe giden bankaların pozisyonlarını değiştirme gerekçeleri arasında ilk sırayı 'daha çok gelir elde etme arzusu' almaktadır.

2008 Yılı dokuzuncu ayında Amerikan Doları'nın hemen hemen tüm para birimleri karşısında yaşadığı değer artışını ise Birleşik Devletler'in krizden çıkışa yönelik

olarak sunduğu yol planı ve açıkladığı yardım paketlerine bağlamak mümkündür. Benzer değer artışları bazı Avrupa ülkelerinde açıklanan yardım paketleri ve getirilen mevduat güvenceleri sebebi ile Euro’da da gözlene de açıklanan yardım planlarının büyüklüğü ile doğru orantılı olarak dolara yönelik talep artışı daha kuvvetli olmuş ve bu yönü ile FED ve Beyaz Saray’ın ilk beklentilerini karşılamıştır.

Bu noktada Dolar, Euro, Yen gibi konvertibilitesi yüksek para birimlerinde bu süreçte gözlenen değer artışlarının küçük kabul edilemeyecek bir kısmının uluslararası yatırımcıların spekülasyon güdüsü ile yarattığı köpükten ibaret olduğu unutulmamalıdır. Gerek teknik analiz detaylarından, gerekse beklenti araştırmalarından elde edilen sonuç, kurların ulaştığı yüksek değerlerin ve konvertibilitesi düşük para birimlerinin yaşadığı aşınmanın geçici ve spekülatif olduğu yönündedir.

Makroekonomik parametrelerin de açıkça ortaya koyduğu üzere, Amerikan ekonomisi enflasyonist etkiler, cari açık ve global kriz kışkıracısında, bir çok yönden bir “bıçak sırtı denge” durumuna gelmiştir. Amerika’da yaşanan ekonomik gerilimin nerede ve ne şekilde son bulacağı, bahsi geçen süreçte içine girilen bunalımdan kurtulmaya yönelik olarak uygulanacak olan ekonomi politikalarının yön, biçim, bileşim ve şiddetine bağlı olacaktır. Burada üzerinde önemle durulması gereken konu, büyüme ve cari fiyat düzeyinin mevcut durumdan daha da kötüye gitmesine engel olabilecek ve ilgili parametrelerdeki (özellikle işsizlik-enflasyon trade-off u olmaz üzere) hassas oynamalara olanak tanıyacak politika paketlerinin belirlenebilmesidir. Tabiidir ki mevcut istihdam düzeyinde aynı anda hem cari açığı düşürüp, hem yatırım harcamalarını arttırıp ekonomiyi hızlandırmak, hem de iktisadi birimlerin alım gücünü korumak mümkün olmayacaktır. Burada önemli olan nokta, ilgili uygulamalardaki öncelik ve önem sırasının düzgün biçimde test ve tayin edilebilmesidir.

### **3.2. Amerikan Ekonomisinin Dünya Ekonomisindeki Yeri**

Son yüz yılda hissedilirliği belirgin biçimde artan globalleşme ve finansal entegrasyon sürecinde dünya ekonomileri birçok kanaldan birbirine bağlanmış durumdadır. Öyle ki ekonomilerin “kısa dönemde” herhangi bir borç krizine, yavaşlama yahut depresyona girmemesi, ancak ve ancak diğer ülkelerden ekonomiye

yönelecek olan fon akımları ile mümkün olmaktadır.<sup>19</sup> Bu konuda önem arzeden temel nokta, dünya ekonomisindeki nispi ağırlığı ve önemi itibarıyla Amerika Birleşik Devletleri'nin özel durumudur. Güncel akademik çalışmalarda da sıklıkla değinildi üzere, mevcut durumda Amerikan ekonomisine yönelmiş olan fon akımlarının kesilmesi, sadece Amerikan ekonomisi üzerinde olumsuz etkiler yaratmayacak, tüm dünya ekonomilerini hissedilir biçimde sarsacaktır.

Amerikan ekonomisinin dünya ekonomisindeki göreceli ağırlığını aşağıdaki gerekçeler ile açıklamak mümkündür:

1. Amerikan ekonomisi, yaratılan global hasılanın beşte birine sahiptir (satılma gücü paritesine göre).
2. Amerika Birleşik Devletleri, global ekonominin en büyük ithalatçısı durumundadır.
3. Amerika Birleşik Devletleri, Euro Bölgesi'nin ardından global ekonominin en büyük ihracatçısıdır.
4. Amerika Birleşik Devletleri'nin yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ekonomiler ile girdiği ticari ilişkilerdeki artış oranı, Euro Bölgesi ve Japonya başta olmak üzere diğer gelişmiş ekonomilerden fazladır.
5. Amerikan finans piyasaları, dünyanın yalnızca en büyük değil, aynı zamanda en derin finans piyasalarıdır. Dolayısı ile finansal aktif fiyatlarındaki değişimler, tüm dünya piyasaları için önemli sinyaller içermektedir. Bu sebep ile bu piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmelerin kısa sürede diğer ülke piyasalarına sıçraması kuvvetli bir olasılıktır. Bu konuda yapılan çalışmalar, diğer ülke sermaye piyasalarının, özellikle Amerikan piyasalarının düşüş dönemlerinde, Amerikan piyasaları ile eşanlı hareket ettiğini ortaya koymuştur.
6. Finans piyasalarının büyüklüğü ve derinliğine bağlı olarak, yabancı portföy varlıklarında (net finansal yükümlülüklerde de olduğu gibi) en büyük pay Amerika Birleşik Devletleri'ne aittir.

---

<sup>19</sup> Bu dengesizliklerin orta-uzun vadede ortadan kaldırılabilmesi amacı ile IMF tarafından bir "çok taraflı görüşme" süreci başlatılmıştır. Konu ile ilgili detaylı açıklama için Bkz. IMF Publications: <http://www.imf.org/external/pubind.htm>



Aşağıda yer alan Tablo 3.1, dünyanın en büyük on ekonomisinin gelir düzeyi, ithalat ve ihracat cephesinden son kırk yılda geçirdiği evrimi ortaya koymaktadır.

**Tablo 3.1: Dünya Ekonomisinde En Büyük On Ülke**

	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla						Mal Ticareti								
	<u>Satınalma Gücü Paritesi</u>			<u>Piyasa Döviz Kuru İle</u>			<u>İhracat</u>			<u>İthalat</u>			<u>Borsa Payı</u>		
	1971- 75	1986- 90	2001- 05	1971- 75	1986- 90	2001- 05	1971- 75	1986- 90	2001- 05	1971- 75	1986- 90	2001- 05	1971- 74	1986- 90	2001- 05
A.B.D.	22.5	21.5	20.5	27.7	27	30.1	15.7	13.2	11.6	15.6	18.6	19.7	...	32.8	44.4
Euro Bölgesi <sup>1</sup>	21.3	18.4	15.7	20.2	22	21.9	21.2	20.1	18.5	21.2	19	16.9	...	11.3	15.3
Japonya	8	8.4	6.7	7.5	14	11.6	8.5	10.9	7.4	7.9	7.4	5.8	...	34.4	9.4
Birleşik Krallık	4.3	3.5	3.1	3.7	4.1	4.9	6.9	6.2	4.7	7.9	7.3	5.6	...	7.9	7.5
Çin <sup>2</sup>	3	5.8	14	2.6	1.9	4.6	1.2	2	7.2	1.3	2.1	6.2	...	...	1.9
Kanada	2.1	2	1.9	2.7	2.5	2.4	5.7	4.7	4.4	5.5	4.7	4	...	2.6	2.8
Meksika	1.7	1.9	1.8	1.3	1	1.8	0.5	0.9	2.7	0.8	0.9	2.9	...	0.2	0.5
Kore	0.6	1.1	1.6	0.3	1	1.7	0.7	2.3	3.1	0.9	2.1	2.7	...	0.8	1.1
Hindistan	3.6	4	5.7	1.7	1.5	1.6	0.7	0.6	1	0.8	0.8	1.2	...	0.3	0.8
Brezilya	2.7	3.2	2.7	1.2	1.9	1.5	1.3	1.3	1.2	1.9	0.8	0.9	...	0.3	0.8

<sup>1</sup>Euro Bölgesi içi ticaret dahil edilmemiştir.

<sup>2</sup>1971-75 sütununda 1976-80 dönemi verileri kullanılmıştır.

World Economic Outlook Apr 2007

Birleşik Devletleri'in yukarı maddeler halinde sıralanan gerekçeler sebebi ile dünya ekonomisine sahip olduğu mutlak üstünlük, bu ülkede gündeme gelen olumsuz hareketlerin tüm dünya ekonomisini etkisi altına alması sonucunu doğurmaktadır. Yaşanmış resesyon ve yavaşlama dönemleri üzerine yapılan ampirik çalışmalarda da bahsi geçen yayılma etkisini (spillover effect) doğrular nitelikte sonuçlar elde edilmiştir. Buna göre Amerikan ekonomisinde yaşanan resesyonlar, neredeyse tüm dünya piyasalarını etkisi altına almaktadır.

Aşağıda yer alan Tablo 3.2'nin ortaya koyduğu üzere, Amerikan ekonomisinde yaşanan bir resesyon, diğer sanayileşmiş ekonomilerin hasılasında %2 oranında bir azalışa neden olmaktadır. Aynı oran Latin Amerika ülkelerinde %1.7, Asya ekonomilerinde %1.3, yükselen Avrupa piyasaları ve eski Doğu Bloku'nda ise %3.6'dır. Bu rakamlar, yükselen piyasa ekonomilerinin Amerikan ekonomisine olan bağımlılığını ortaya koyması açısından önem arz etmektedir. Görüldüğü gibi Amerikan ekonomisinin geçmişte girdiği tüm resesyonlar, yükselen Avrupa piyasaları ve eski Doğu Bloku ülkelerinde neredeyse aynı boyutta bir gelir azalışına yol açmıştır. Oranlar resesyonun tüm dünya ekonomisi üzerindeki etkisini gözlemlemek amacı ile toplulaştırıldığında, Amerikan ekonomisinde %1'lik gelir azalışına sebep olan bir resesyonun, global hasılayı yaklaşık %0.395 oranında daraltacağı sonucuna ulaşılmaktadır.

Tabloda yer alan veriler ışığında değerlendirilmesi gereken bir diğer husus, Amerikan ekonomisinde yaşanan yavaşlamaların dünya ekonomisi üzerindeki etkisidir. Görüldüğü üzere Amerikan ekonomisinde 1986 ve 1995 yıllarında yaşanan yavaşlamalar, dünya ekonomisi için ihmal edilebilir sonuçlar doğurmuştur. Buna göre bahsi geçen yıllarda Amerikan ekonomisinin %1.1 küçülmesine sebep olan iki yavaşlama dönemi, yalnızca diğer gelişmiş ülke ekonomileri üzerinde çok küçük bir küçülmeye sebep olmuş (%0.1), global büyüme trendi üzerinde olumsuz etkiler yaratmakla birlikte dünya ekonomisi açısından önemli kabul edilebilecek bir yavaşlamaya sebep olmamıştır.

**Tablo 3.2: Amerikan Ekonomisinde Yaşanan Gerileme Dönemleri Ve Global Büyüme**

	Resesyonlar <sup>1</sup>					Yavaşlamalar <sup>2</sup>		Tüm Resesyonlar	Tüm Yavaşlamalar
	1974-75	1980	1982	1991	2001	1986	1995		
<i>Gayrisafi Yurtiçi Hasıladaki Değişim (bölgesel ortamalar)</i>									
Amerika Birleşik Devletleri	-6.1	-3.4	-4.5	-2.1	-2.9	-0.7	-1.5	-3.8	-1.1
Diğer Gelişmiş Ülkeler	-5.4	-1.5	0.4	-1.3	-2.0	-0.1	-0.3	-2.0	-0.1
Latin Amerika	-3.2	-0.8	-3.9	1.1	-1.8	1.9	-	-1.7	0.9
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	1.2	-1.0	-3.3	0.8	-0.7	-0.2	0.7	-0.6	0.3
Yükselen Asya	-3.5	-0.3	-1.5	-0.1	-1.1	0.9	0.3	-1.3	0.6
Alt-Sahra Afrikası	-0.5	-	1.0	-	0.6	-0.6	1.9	0.2	0.7
Yükselen Avrupa ve Eski Sovyet Ülkeleri	...	...	...	-6.9	-0.3	...	3.8	-3.6	3.8
<i>Ortalama Büyümenin A.B.D Büyümesine Göre Değişimi Oranı (yüzde)</i>									
Diğer Gelişmiş Ülkeler	90	44	-10	61	69	-17	20	51	1
Latin Amerika	52	22	87	-53	61	-279	-1	34	-140
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	-20	30	74	-38	24	28	-47	14	-9
Yükselen Asya	57	10	33	4	37	-131	-16	28	-74
Alt-Sahra Afrikası	9	-1	-23	0	-19	83	-123	-7	-20
Yükselen Avrupa ve Eski Sovyet Ülkeleri	...	...	...	335	11	...	-250	173	-250
<i>Gerileme Yaşanan Ülkelerin Yüzdesi</i>									
Diğer Gelişmiş Ülkeler	91	64	45	73	91	45	55	73	50
Latin Amerika	77	62	90	37	83	33	47	70	40
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	40	57	60	40	53	53	47	50	50
Yükselen Asya	72	56	78	53	84	47	42	68	45
Alt-Sahra Afrikası	53	50	46	50	35	58	25	47	41
Yükselen Avrupa ve Eski Sovyet Ülkeleri	...	...	...	93	60	...	17	76	17

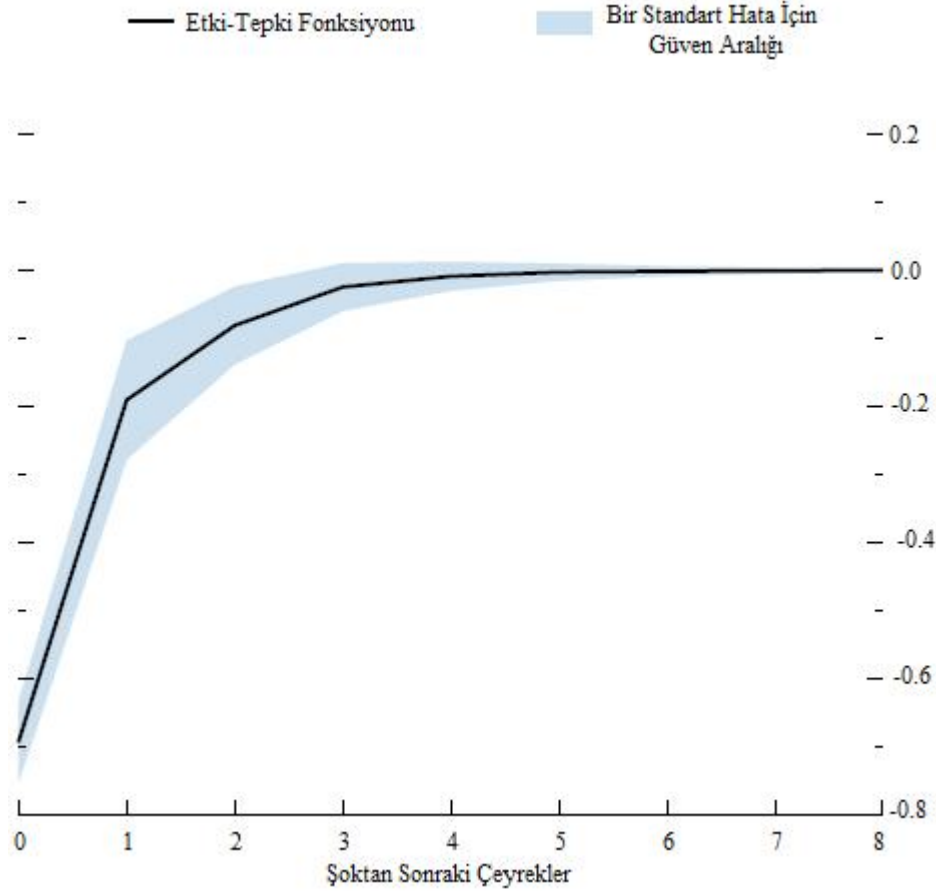
<sup>1</sup>Yüksek büyüme kayıpları yaşanan yıllar. Ulusal Ekonomik Araştırmalar Bürosu (NBER) – Amerika Birleşik Devletleri verilerinden ufak sapmalar içerebilir.

<sup>2</sup>Yavaşlamalar, Amerika Birleşik Devletleri'nin çıktı düzeyinin potansiyelin altında olduğu ve NBER tarafından resesyon olarak değerlendirilmeyen dönemleri kapsar.

World Economic Outlook Apr 2007

Yapılan değerlendirmeler ışığında ele alınması gereken bir diğer husus, Birleşik Devletler'de yavaşlama yahut resesyon boyutunda meydana gelen bir büyüme şokunun küresel ekonomi üzerinde yarattığı etkinin sürekliliğidir. Aşağıda Birleşik Devletler'de oluşan büyüme şokunun, global ekonomi üzerinde yarattığı etkiyi ve bu

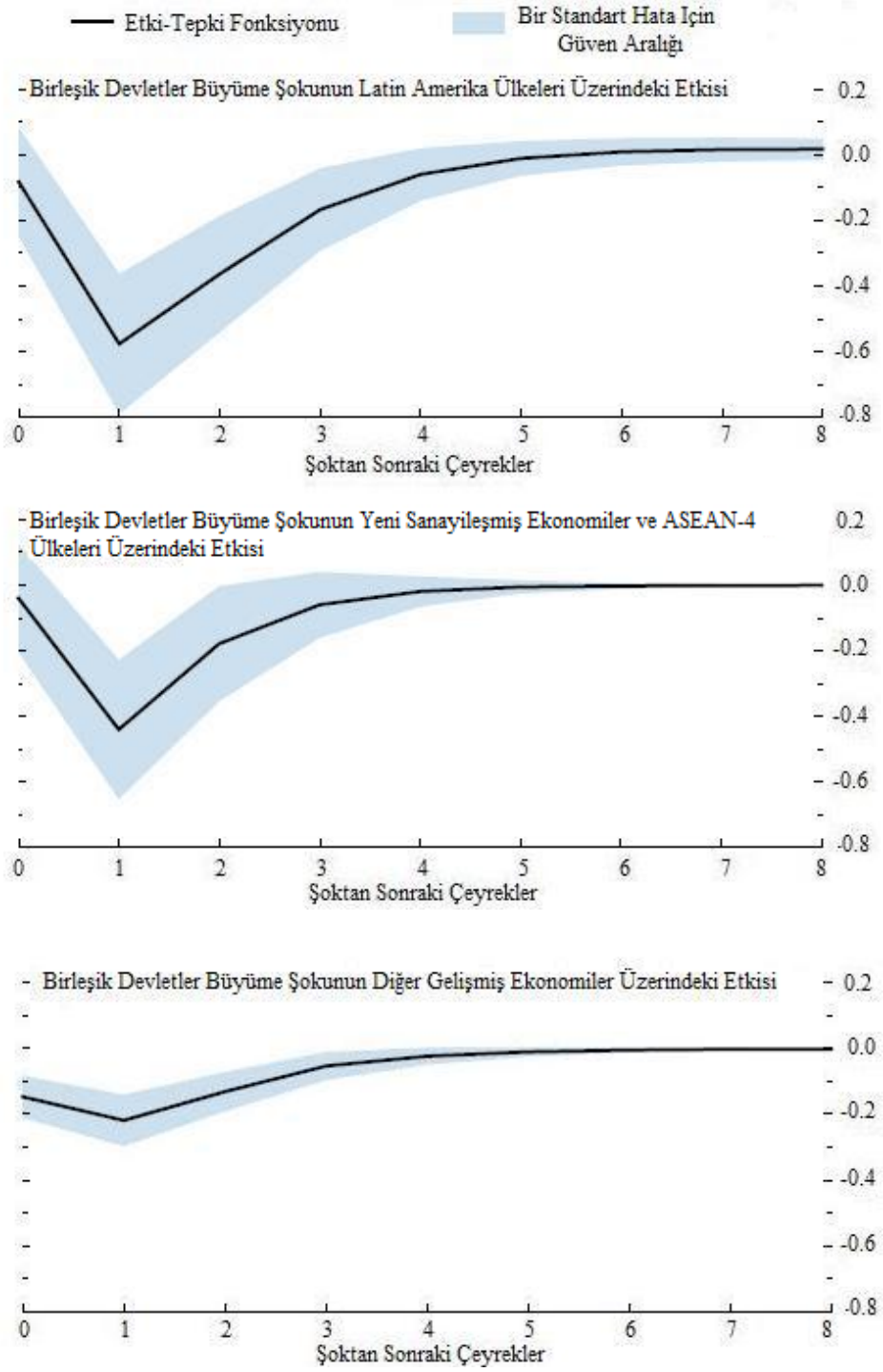
etkinin sürekliliğini ortaya koyan etki-tepki fonksiyonunun (IRF) grafiği yer almaktadır. Grafiğe göre şoklar, global ekonominin büyüme potansiyeli üzerinde önemli bir ısrar sergilememekte ve ortalama iki çeyrek sonra ölmektedir.



**Şekil 3.7: Birleşik Devletler Büyüme Şokunun Etki-Tepki Fonksiyonu (%)**

World Economic Outlook Apr 2007

Konu ile ilgili ortaya konan çalışmaların yansıttığı bir diğer önemli husus, yukarıda toplu etkilerine değinilen büyüme şoklarının tüm ülke ve ülke grupları üzerinde homojen bir yapı sergilemediğidir. Çalışmalarda ulaşılan en ilginç bulgu, Latin Amerika ülkelerinin büyüme şoklarına adeta Birleşik Devletler'in bir eyaletiymiş gibi tepki vermesidir. Aşağıda yer alan Şekil 3.8, Birleşik Devletler'de yaşanan büyüme şoklarının farklı ülke grupları üzerinde yarattığı farklı etkileri göstermesi ve bahsi geçen heterojen yapıyı ortaya koymasından önemlidir.



**Şekil 3.8: Birleşik Devletler Büyüme Şoklarının Seçilmiş Ülke Grupları Üzerindeki Etkisi**

World Economic Outlook Apr 2007

Şekil 3.8'in açık biçimde ortaya koyduğu üzere, Latin Amerika ülkeleri yayılımın en net görüldüğü ülkelerdir ve bu bölgede Birleşik Devletler'de meydana gelen şok, adeta bire bir takip edilmektedir. Yayılma bir çeyrek sonra zirve yapmakta ve asıl şokun ölmesini takiben, dört yahut beş çeyrek sonra etkisini yitirmektedir. Amerikan

büyüme şokları, dört çeyrek sonra yahut daha uzun periyotta bu bölgede yaşanan büyüme değişimlerinin %20'sini açıklamaktadır. Birleşik Devletler'de yaşanan büyüme şoklarının anlamlı ancak daha kısa ömürlü olduğu diğer ülke grubu, yeni sanayileşmiş ekonomiler ve ASEAN-4 ülkeleridir<sup>20</sup>. Şok, bu ülkelerde bir çeyrek sonra etkisini göstermekte ancak Latin Amerika ülkelerinden daha kısa dönemde, iki yahut üç çeyrek sonra ölmektedir. Dışsal büyüme şokları, dört çeyrek sonra yahut daha uzun periyotta bu bölgede yaşanan büyüme değişimlerinin %10'unu açıklamaktadır. Son olarak, Amerikan büyüme şoklarının etkili olduğu diğer ülke grubu, diğer gelişmiş ekonomilerdir. Şokun etkileri beklendiği gibi Kanada ve Avustralya gibi büyük mal ihracatçısı ülkelerde daha büyüktür. Bölgede şokun etkileri, yayılmaya kaynak teşkil eden asıl şokun ölmesinden üç ya da dört çeyrek sonra etkisini yitirmektedir.

Yapılan değerlendirmelerin ve yukarıda yer alan verilerin de açıkça ortaya koyduğu üzere, Amerikan ekonomisinde meydana genel resesyon veya ekonomik yavaşlamalar, dünya ekonomisinde trend olarak benzer yönlü etkiler yaratmakla birlikte, net olarak birbirinden farklı sonuçlar doğurmaktadır. Bu durumun sebeplerini açıklayabilmek, yaşanan resesyon yahut yavaşlamanın altında yatan sebepleri anlamak ve bu durumdan etkilenen ülkelerin ekonomik koşullarını ayrı ayrı değerlendirmek ile mümkün olabilir. Buradan hareketle Amerikan ekonomisi ile diğer ülke ekonomileri arasındaki ilişkileri sınıflamak, parametreler arasında daha açık nedensellik ilişkilerine ulaşmayı sağlayacaktır.

### **3.3. Birleşik Devletler'de Oluşan Ekonomik Dengesizliklerin Yayılma Kanalları**

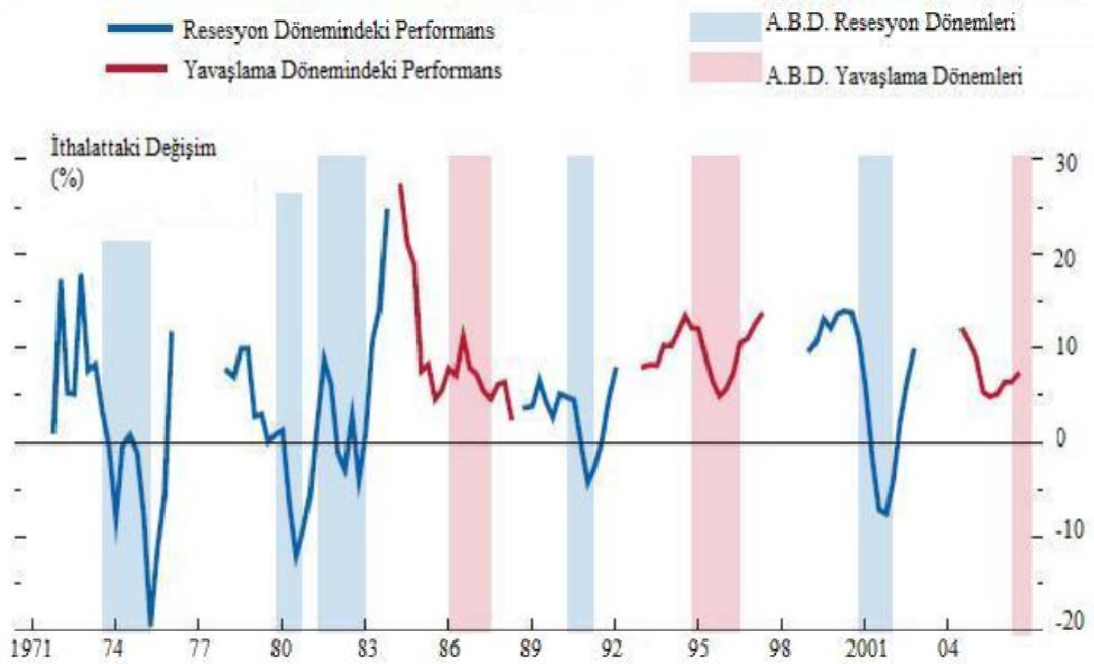
Genel olarak Amerikan ekonomisinde yaşanan gelişmelerin dünya ekonomilerini ticari ve finansal olmak üzere iki kanaldan etkilediğini söylemek mümkündür. "Ticari kanal", Amerikan ekonomisinin diğer ekonomiler ile olan ticari bağlantılarını, "finansal kanal" ise Amerikan ekonomisi ile diğer ülke ekonomileri arasındaki finansal bağlantıları ifade etmektedir.

---

<sup>20</sup> ASEAN, Güneydoğu Asya Uluslar Birliği (Association of Southeast Asian Nations)'nin kısaltmasıdır. ASEAN-4 Ülkeleri ise Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'dan oluşmaktadır.

### 3.3.1. Ticari Bağlantılar

Ticari bağlantıların en önemli bileşeni kuşkusuz ki ithalattır. Amerika Birleşik Devletleri'nin global ekonominin en büyük ithalatçısı oluşu, Amerikan ekonomisinin resesyon dönemlerinde global ihracatın önemli oranda düşmesine neden olmaktadır. Tabiidir ki, toplam ihracatı içinde Amerika Birleşik Devletleri'nin payı yüksek olan ekonomiler, yaşanan daralmalardan diğer ekonomilere kıyasla daha fazla etkilenmektedir. Hissedilen etkinin yoğunluğu ise ekonomilerin kendi iç dinamikleri ve yapısal koşulları ile bağlantılı olarak farklılaşmaktadır. Aşağıda yer alan Şekil 3.9'dan da görüldüğü üzere, resesyon dönemleri, Amerika Birleşik Devletleri'nin ithalatında %15 ile %40 arasında değişen oranlarda azalışa sebep olmakta, dolayısı ile bu durum, Amerikan ekonomisinden diğer ekonomilere yayılan bir yavaşlama sürecini beraberinde getirmektedir.



**Şekil 3.9: İthalatın Resesyon Ve Yavaşlama Dönemlerindeki Seyri**

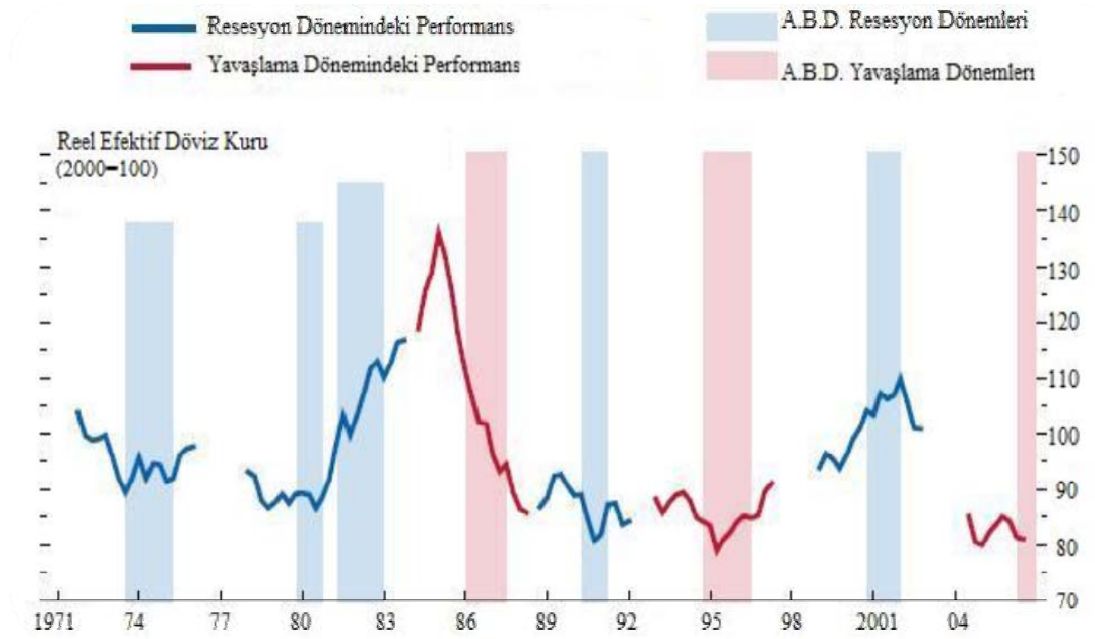
World Economic Outlook Apr 2007

Amerikan ekonomisinden ticari bağlantılar vasıtası ile diğer ekonomilere yayılan resesyonların geçiş mekanizması incelendiğinde, reel efektif döviz kurunun ilgili aktarım için önemli bir köprü vazifesi gördüğü sonucuna ulaşılmaktadır.

Yaşanan resesyon neticesinde gelişen ilk refleks, yukarıda bahsedildiği üzere ithalatta yaşanan daralmadır. Azalan ithalat ise, kısa dönemde dolar değeri üzerinde



yukarı doğru bir baskı yaratmaktadır (Bkz. Şekil 3.10). Yapılan çalışmalar dolar değerinde yaşanan yükselişin gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler üzerinde farklı etkiler ürettiği sonucunu ortaya koymuştur. Buna göre gelişmiş ekonomiler, dolardaki değer artışı sürecini küçük büyüme kayıpları ile atlattırken, yükselen piyasalar bu süreçten genellikle daha büyük kayıplar ile çıkmaktadır.



**Şekil 3.10: Reel Döviz Kurunun Resesyon Ve Yavaşlama Dönemlerindeki Seyri**

World Economic Outlook Apr 2007

Gelişmekte olan ekonomilerin bahsi geçen süreçten daha büyük kayıplar ile çıkması, zincirleme işleyen üç farklı mekanizmanın toplu etkisi olarak değerlendirilebilir. Bunlardan ilki, resesyon dönemlerinde bazı yükselen piyasa ekonomilerinde görülen döviz kuru bunalımlarıdır. Bu dönemlerde artan belirsizlik ve volatilité, ticaret hadleri üzerinde bu ülkeler aleyhine sonuçlar doğurmakta ve ülkelerin dış ticaret gelirleri üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır. Takip eden dönemde dolar'daki değerlenmeye paralel olarak yükselen Amerikan faiz oranları, bu ülkelere yönelen sermaye akımları üzerinde caydırıcı rol oynamakta ve ülkeleri bu kez ödemeler dengesi cehpesinden aldığı darbe ile ikinci bir dar boğaza sürüklemektedir. Süreçte işleyen üçüncü mekanizma ise içine düşülen iç finansman yetersizlikleri neticesinde dış borç cehpesinde kendini göstermektedir.

Bilindiği gibi gelişmekte olan ekonomiler, gelişmiş, güçlü ekonomi modellerine geçiş dönemlerinde dış kaynaklardan önemli ölçüde istifade etmektedir. Bu sebeple dış borcun milli gelire oranı, bu ekonomilerde yüksek olma eğilindedir. Bu noktada dolar değerinde meydana gelen artış, ülkelerin dış borç yükleri ve bu borçların sürdürülebilirliği üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır. Yakın geçmişte Arjantin, Rusya ve Asya ekonomilerinde de test edildiği üzere bu tip dönemler, iyi ihtimalle devalüasyonla, kötü ihtimalle depresyonla sonuçlanmaktadır.

Açıklamalarda göz önünde bulundurulması gereken bir diğer nokta, gelişmekte olan ekonomilerin ikdisadi pozisyonları itibari ile homojen bir yapı sergilemediğidir. Büyüme ve yapısal dönüşümde hızla katedilen kilometre taşları, bu ülkelerin ortak özelliklerinin başında yer almalla birlikte, ülkelerin Birleşik Devletler'den yayılan resesyon yahut yavaşlamaya vereceği tepki, genel olarak ekonomilerin geçmişten devraldıkları ikdisadî miras ve güncel iç dinamikleri tarafından belirlenmektedir. Dolayısı ile gelişmekte olan ekonomilerinin yayılmadan ne ölçüde etkileneceğini kesin kurallar çerçevesinde belirlemek olanaksızlaşmaktadır. Bu güçlüğü rağmen, bu ekonomilerin resesyon yahut yavaşlamanın yayılma etkilerine ne ölçüde maruz kalacağını geçmiş resesyon deneyimlerine dayanarak belirli maddeler altında toplulaştırmak mümkündür. Bu maddeler kısaca, uygulanan döviz kuru rejimi, ekonominin dışa açıklık düzeyi ve ekonominin resesyon öncesi dönemdeki pozisyonu olarak sıralanabilir.

Sıralanan maddelerden ilki olan döviz kuru rejimi üzerine yapılan çalışmalar, bu parametrenin yayılan resesyondan etkilenme durumu üzerinde önemli etkileri olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Çalışmalardan elde edilen ortak sonuç, esnek döviz kuru rejimlerinin yayılan resesyonun etkilerinden korunmada sabit kur rejimlerine kıyasla daha başarılı olduğu yönündedir<sup>21</sup>. Bu bilgi bir çok gelişmekte olan ekonominin içinde bulunduğu yapısal dönüşüm sürecinde sabit döviz kuru rejimlerini terkederek dalgalı kur rejimlerine yönelmesini açıklayıcı niteliktedir. Ancak sözkonusu geçişin ekonomilerin mevcut kırılmalıkları sebebi ile genellikle sınırlı düzeyde kaldığını ve ülkelerin, bir ucunda sabit kur rejiminin, diğer ucunda tam esnek kur rejiminin bulunduğu skalada esnek kur rejimine yakın duran uygulamalar arasında tercih yaptığını vurgulamakta yarar vardır. Bu tercihi genellikle kontrollü dalgalanmadan

---

<sup>21</sup> Devereux, Michael B., "Exchange Rates and Monetary Policy in Emerging Market Economies", <http://www.sfu.ca/~jennyx/EJpapertext0325.pdf> [08.12.2007]

yana kullanan geçiş ekonomileri, tamamlanan yapısal reformlar ve finans piyasalarında yaşanan derinleşmeye bağlı olarak zaman içinde tam esnek kur rejimine geçişi bir ekonomi politikası uygulaması olarak ekonomik programlarına dahil etmektedir.

Resesyondan etkilenme düzeyi üzerinde belirleyici güce sahip bir diğer etmen olan ekonominin dışa açıklık düzeyi ise hem ticari hem de finansal kanal üzerinden yayılma etkilerini geliştirmekte olan ekonomilere taşıyabilen bir yapıya sahiptir<sup>22</sup>. Ancak daha önce de değinildiği üzere ticari bağlantılar, özellikle Birleşik Devletler'in azalan ithalatı ile birlikte, bu ekonomilerin büyüme trendi üzerinde bozucu etki yaratan en önemli parametredir. Geçmiş resesyon deneyimlerinin ortaya koyduğu üzere, dışa daha açık olan geliştirmekte olan ekonomiler, Amerikan ekonomisinin resesyon dönemlerinden daha küçük büyüme kayıpları ile çıkmaktadır. Buna göre ülkelerin dışa açıklık düzeyi ile Amerikan resesyonlarından etkilenme düzeyleri arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığından bahsetmek mümkündür. Burada finansal bağlantıların yarattığı etki ise, tam sermaye mobilitesi varsayımı altında, artan finansal entegrasyonun süreçten doğan kayıplar üzerinde yarattığı düzeltici baskı noktasında kendini göstermektedir.

Resesyondan etkilenme düzeyinin belirleyicileri arasında yer alan son etmen olan ekonominin resesyon öncesi dönemdeki pozisyonu ise diğer parametrelere kıyasla daha kompleks bir ilişki arz etmektedir. Buna göre Birleşik Devletler'in resesyon dönemlerinde potansiyel büyüme düzeyinin altında bulunan ekonomiler, resesyonun yayılma etkilerinden potansiyel düzeye yakın ekonomilere kıyasla daha az etkilenmektedir. Beklentinin tersi yönde işleyen bu mekanizmanın altında yatan gerekçe, potansiyel düzeyin altında bulunan ve üretim açığına sahip olan ekonomilerde, varolan üretim açığını trend düzeyine çekecek bazı otomatik düzeltme ilişkilerinin işleyişidir.<sup>23</sup>

### 3.3.2. Finansal Bağlantılar

Dünya ekonomisi, 1970'lerden bu yana finans piyasalarında yaşanan muazzam bir eş zamanlılığa ve artan korelasyona şahitlik etmektedir. Gelişmiş ekonomilerin

---

<sup>22</sup> Hélène Rey, Hélène Rey, "Globalization And Emerging Markets: With Or Without Crash?" **NBER, Working Paper No: 11550**, <http://www.nber.org/papers/w11550> [12.07.2007]

<sup>23</sup> Artan işsizlik ve düşen kapasite kullanımı karşısında fiyat düzeyi veya ücretlerde yaşanan düşüşün talep üzerindeki düzeltici etkisi gibi ekonomik ilişkiler örüntüsü dahilinde sıralanabilecek pek çok örnek ile bu otomatik düzeltme senaryolarını çoğaltmak mümkündür.

1970'lerde gayri safi yurtiçi hasıllarının %28'i düzeyinde olan dış finansal aktifleri, 2000'li yıllara gelindiğinde %155'e ulaşmıştır. Yükselen piyasa ekonomilerinde ise aynı oranlar sırası ile %16 ve %57 olarak gerçekleşmiştir. Tutulan yurtdışı finansal aktif miktarında yaşanan bu artış, zaman içinde global yayılmanın bir bileşeni halini alan finansal bağlantıların dünya ekonomisindeki öneminde yaşanan artışı da beraberinde getirmiştir.

Finans piyasalarında yaşanan bozulmaların ülkeler arasında yayılmasını, bozulmanın kaynağına göre pek çok sebebe bağlamak mümkün ise de bu durumu temelde iki gerekçe ile özetlemek mümkündür. Bunlardan ilki, artan finansal bağlantılar sebebi ile benzer finansal aktif fiyatlarının ülkeler arasında benzer hareket sergilemesidir. Bu durum gelişmiş, derin piyasalar için değerlendirildiğinde, aktif getirilerinin birbirine yaklaşması neticesini doğurmaktadır. Gelişmekte olan ekonomiler söz konusu olduğunda ise mevcut senaryo bir miktar değişmekte ve aktif getirileri, Amerika Birleşik Devletleri başta olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki finansal aktif getirilerine yaklaşmaktadır. Ancak artan finansal entegrasyon ve gelişmekte olan ekonomilerinin finans pazarlarında yaşanan derinleşme neticesinde, son 15 yılda bu ekonomiler arasında da bahsi geçen anlamda bir eşanlılığın oluşmaya başladığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Bozulmalara kaynak teşkil eden ikinci sebep ise finansal aktif fiyatlarının birbirlerine yaklaşması ile birlikte piyasalarda yaşanan volatilitenin de ülkeler arasında giderek artan oranda eşanlılaştırmasıdır. Konu üzerine yapılan bazı çalışmalara göre yayılan volatilitenin temel kaynağı, asimetrik ve eksik bilgidir.<sup>24</sup> Özellikle piyasaların düşüş dönemleri ve stres anlarında ülkeler arası finansal aktif fiyatlarının hareketinde ciddi biçimde kendini gösteren asimetri, bu dönemlerde bir piyasada oluşan volatilitenin kısa zamanda diğer piyasalara yayılmasına neden olmaktadır.

Finansal kanaldan yayılan şoklar, yayılma süreleri bakımından, ticari kanaldan yayılan şoklardan belirgin biçimde ayrılmaktadır. Aktif fiyatlarında yaşanan değişimlerden ileri gelen finansal şoklar, ticari bağlantılar vasıtası ile yayılanlardan farklı olarak çok az gecikmeli, yahut hiç gecikmesiz olarak diğer ülke ekonomilerine yansımaktadır. Bu sebeple bir ülkenin finans piyasalarında meydana gelen bir dalgalanmanın, ülkenin kendi iç koşullarından mı yoksa diğer ekonomilerden kısa

---

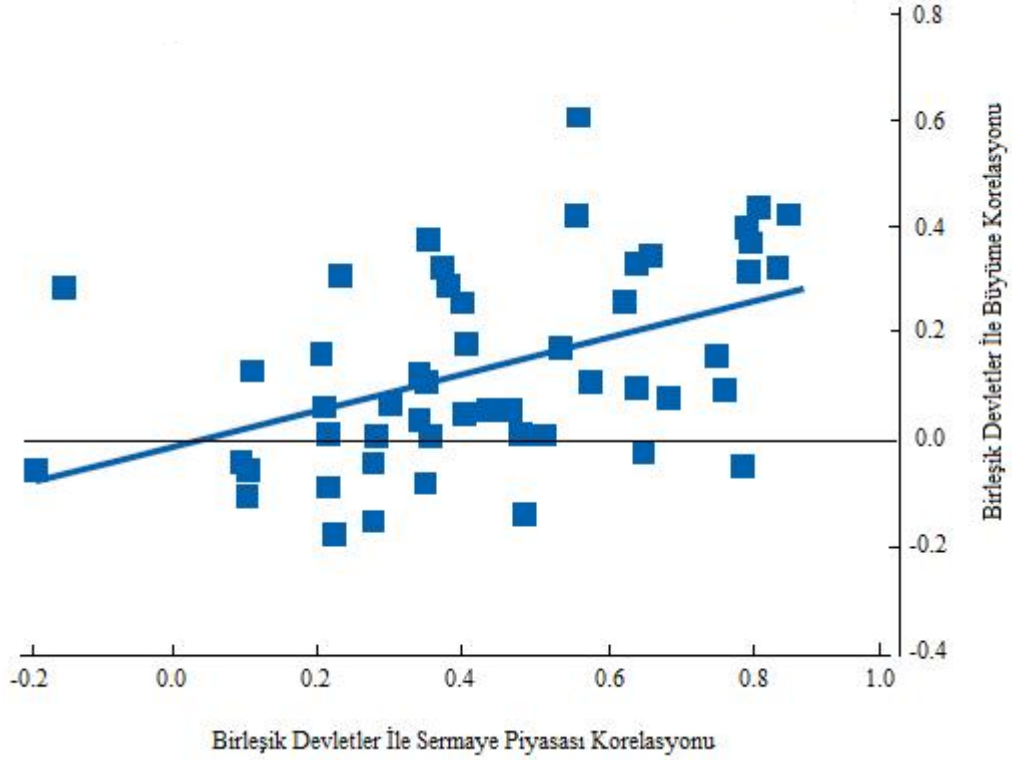
<sup>24</sup> Konu ile ilgili detaylı bilgi için bkz: Charles Goodhart, 1999. "Central Bankers and Uncertainty", **Keynes Lecture to the British Academy, in Proceedings of the British Academy, Vol.101**, Oxford University Press

zamanda yayılan bir şoktan mı ileri geldiğini ayırt etmek zorlaşmaktadır. Bu problemin üstesinden gelmek için kullanılacak yöntemlerden ilki, yayılma modeline ülkeye özgü şoklar ile global finansal şokları ayrı açıklayıcı değişkenler olarak dahil etmektir. Ehrmann, Fratzscher ve Rigobon<sup>25</sup>, bu yönetimi benimseyerek yaptıkları çalışmada Avrupa piyasalarında aktif fiyatlarında yaşanan değişmelerin %26'sının Birleşik Devletler'de yaşanan gelişmeler ile açıklanabildiği sonucuna ulaşmışlardır. Birleşik Devletler piyasalarında aktif fiyatlarında yaşanan değişmelerin ise %8'i Avrupa piyasalarında meydana gelen gelişmeler ile açıklanmaktadır. Finansal dalgalanmaların kaynağını anlamada kullanılacak olan bir diğer yöntem ise, günün farklı zaman dilimlerinde açık olan piyasalardaki fiyat hareketlerini izlemektir. Bu yaklaşıma göre, dünya üzerindeki konumları itibariyle günü ve dolayısı ile piyasaların açık olduğu periyotları birbirlerinden farklı zaman dilimleri içinde yaşayan ekonomiler için yayılmanın etkilerini ayırt edebilmek daha kolay bir hal almaktadır. Bu tip durumlarda, yayılma etkisine maruz kalan ekonomiler, yayılmaya kaynak teşkil eden piyasaların şokun ilk etkilerini yaşadığı dönemi takiben şoku yaşamaya başlayacaklardır. Dolayısı ile bu durum, piyasalarda dış kaynaklı yaşanan şokların etkisinin daha rahat ayırt edilebilir olmasına olanak tanıyacaktır.

Finansal bağlantılar ile ilgili olarak değinilmesi gereken bir diğer nokta, ülkelerin Amerika Birleşik Devletleri ile olan finansal eşanlılığı ile ticari kanal vasıtası ile yaratılan reel eşanlılığı arasında pozitif bir ilişkinin var olduğudur (Bkz. Şekil 3.11). Yani, finansal bağlantılar, yalnızca ülkeler arası finansal aktif hareketleri üzerinde değil, aynı zamanda reel değişkenler üzerinde de aynı yönlü hareketlere neden olmaktadır.

---

<sup>25</sup> Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Roberto Rigobon "Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission", **NBER, Working Paper No: 11166**, <http://www.nber.org/papers/w11166> [18.12.2007]



**Şekil 3.11: Birleşik Devletler İle Olan Büyüme-Sermaye Piyasası Korelasyonu**

World Economic Outlook Apr 2007

### 3.4. Amerikan Ekonomisinin Güncel Ekonomik Sorunları

Çalışmanın bu bölümünde araştırmamıza konu olan dönem boyunca Amerikan ekonomisini etkisi altına alan temel problemler tartışılacaktır. İçinde bulunduğumuz konjonktürde yukarıda detayları ile açıklanmış olan cari açık sorunu dışında, Amerikan ekonomisini ve dolayısı ile global ekonomiyi bugünkü durumuna taşıyan iki temel problemden bahsetmek mümkündür. Bunlardan ilki, özellikle son on yılda kronik bir hal aldığı düşünülen ve cari açık sorununuda içeren ikiz açık problemi, diğeri ise dünya ekonomisinde çok yeni tecrübe edilmeye başlanan ve global kriz ile nihayetlenen konut piyasası kaynaklı finansal krizdir.

Yukarıda sıralanan problemlerin her biri çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde kendi içinde sebep ve sonuçlarına ilişkin açıklamalar dahilinde ele alınacak ve açıklanacaktır.

### **3.4.1. Birleşik Devletler Ekonomisinde Gözlenen İkiz Açıklar**

Önceki bölümlerde değinildiği üzere Amerikan ekonomisi uluslararası alanda önemli bir cari açık problemi ile yüzyüzedir<sup>26</sup>. Birleşik Devletler'in uluslararası arenada tutturamadığı dengeyi ulusal alanda da tutturamadığı, ekonominin sürekli bütçe açıklarına yöneldiği, dahası ikiz açıklar teorisi gereği bu iki parametrenin birbiri ile ilişkili olduğu ve birinin diğerinden beslendiğini ifade eden çalışmaların sayısında kısa zamanda önemli artış yaşanmıştır.

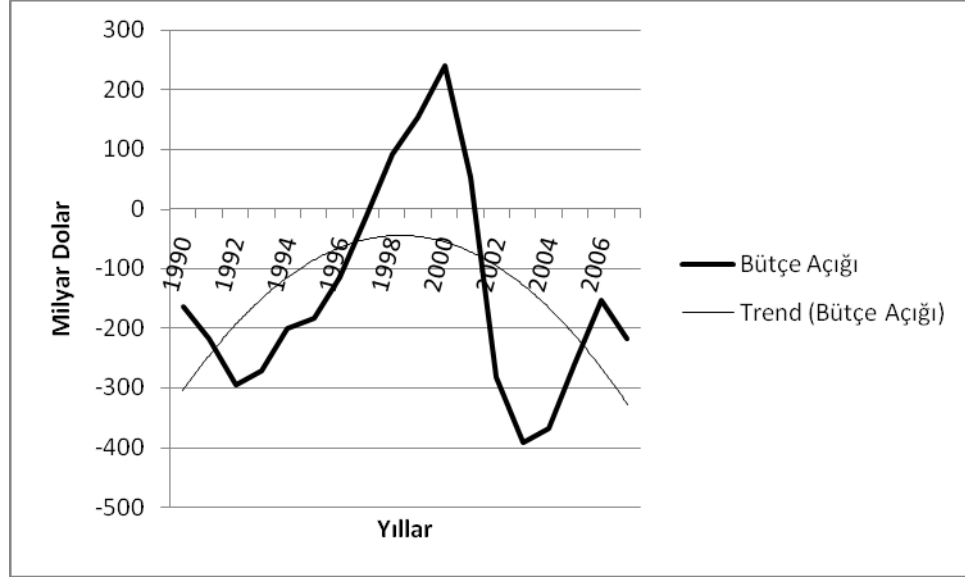
#### **3.4.1.1. Federal Bütçe Verilerinin Değerlendirilmesi**

İkiz açıklar teorisini değerlendirmeye geçmeden önce Birleşik Devletler'in bütçe verilerini değerlendirmekte fayda vardır. Amerikan ekonomisinde gözlenen bütçe açıkları ile ilgili olarak şu zamana kadar yapılmış olan çalışmalar, Amerikan Ekonomisi'nin yakın geçmişte "ulusal" boyutta karşı karşıya kaldığı en önemli "kronik" problemin ısrarcı bütçe açıkları olduğunu doğrular niteliktedir. Zira yakın geçmişte değişen ülke ve ekonomi yönetimlerine yahut uygulamaya konan yeni politika paketlerine rağmen bütçe dengesinde azrulanan noktaya gelinemediği ve bu hususta bir sürekliliğin yakalanamadığı, federal gelir/gider verileri vasıtası ile kolaylıkla doğrulanabilmektedir. Aşağıda yer alan Şekil 3.12<sup>27</sup> bütçe dengesinin bahsi geçen dönemdeki seyrini açık biçimde ortaya koymaktadır.

---

<sup>26</sup> Önceki bölümlerde kapsamı ve boyutu itibarıyla detaylı olarak incelenen Birleşik Devletler'in cari açık problemi, tekrar olmaması açısından bu bölümde tekrar ele alınmamaktadır.

<sup>27</sup> İlgili veriler için Bkz. EK 7



**Şekil 3.12: Birleşik Devletler’de Federal Bütçe Dengesi**

Bureau Of Economic Analysis, <http://www.bea.gov/national/nipaweb/GovView.asp>

Yukarıdaki şekilden de görüldüğü gibi Birleşik Devletler’in bütçe açığı/fazlası serisinin istikrarlı bir yapı sergilediğini söylemek güçtür. Ele alınan 1990-2007<sup>28</sup> döneminde yer alan toplam 18 gözlemin 14 tanesi bütçe açığının, 4 tanesi ise bütçe fazlasının yaşandığı dönemlere denk gelmektedir. Bu bilgi, bütçe açıklarının son yirmi yıllık dönemde kronik bir hal aldığını doğrular niteliktedir.

Verilen şekil incelendiğinde, bütçe açıklarının 90’lı yılların başında azalmaya başladığı, 2001 yılından itibaren tekrar artışa geçtiği görülmektedir. Politik çevrelerde ve bir kısım eleştirmenler arasında, bütçe açıklarında 2000’li yıllara dek gözlenen azalışları doğrudan Clinton döneminin başarılı ekonomi politikalarına bağlayanların varlığı her ne kadar azımsanamayacak boyutlarda ise de, bütçe açığında gözlenen azalışların konjonktürel olduğunu (business cycles) ve bu sürecin “11 Eylül Saldırısı” ile şanssız biçimde kesintiye uğradığı fikrini savunanların da varlığından söz etmekte fayda vardır. Tabiidir ki 2001 yılını takiben bütçe açıklarında gözlenen hızlı artışlar ve oluşan aşırı volatilitide “Irak İşgali”nin ardından yükselişe geçen savaş ve savunma harcamalarının payı büyüktür.

<sup>28</sup> Serinin başlangıç yılının 1990 olarak seçilmesindeki temel amaç, bütçe dengesinde Bill Clinton’un 1993-2001 yıllarını kapsayan başkanlık döneminde gözlenen iyileşmenin ortaya konabilmesidir.



### 3.4.1.2. Bütçe Açıkları - Cari Denge İlişkisi

Birleşik Devletler’de yakın zamanda bütçe açıkları üzerine yapılan çalışmalar, mali politikalarda yaşanan başarısızlıkların, özel tasarruflar, dolayısı ile cari denge üzerinde bozucu etkiler yarattığını ortaya koymaktadır. Ancak literatürde bahsi geçen ilişkinin zaman içinde zayıfladığı yönünde bir kanı mevcuttur. Örneğin Federal Reserve Bank Of New York tarafından yayınlanan bir çalışmada<sup>29</sup>, bütçede meydana gelen her 1 dolar değerindeki açığın, geçmişte özel tasarruflar üzerinde 50 cent civarında düşüşe sebep olduğuna, günümüzde ise bu değer 35 cent’e kadar düştüğüne dikkat çekilmektedir.

Günümüzde zayıflayan bu ilişkinin nedenlerini açıklamada kullanılan üç temel argümandan söz etmek mümkündür. Bunlardan ilki, modern finans piyasalarının güncel yapısı üzerinde de önemli belirleyici gücü bulunan finansal yeniliklerdir. Bahsi geçen finansal yenilikler, kurumsal yatırımcıların yanı sıra hanehalkının da değişen politika uygulamaları neticesinde finans piyasalarında işlem yapabilmesine olanak tanımıştır. Dolayısı ile uygulamaya konan açık bütçe politikaları neticesinde hanehalkı, ilk tepki olarak tüketimini kısmak yerine bu piyasalarda işlem yaparak gelecekteki gelirinden borçlanmak sureti ile tüketimini bu yeniliklerin olmadığı duruma göre daha düşük oranda azaltmaktadır.

Ulusal mali politikalar ile cari denge arasındaki ilişkinin zayıflama nedeni olarak ileri sürülen ikinci gerekçe, temelde sanayileşmiş ülkelerde geçerli olmakla birlikte, tüm dünyada artış gösteren ortama yaşam süreleridir. Bu görüş, artan ortalama ömürün, uygulamaya konan açık bütçe politikaları neticesinde gelecekte artacak olan vergi yükünün dönemin vergi mükelleflerinin üzerinde kalmasına neden olacağına, dolayısı ile mükelleflerin tüketimlerinde ayarlamaya gideceğine ve cari dengenin bu politika değişikliğinden daha az etkileneceğine dikkat çekmektedir.

Konu ile ilgili olarak ortaya atılan son görüş ise mali kurallar üzerinedir. Buna göre bir ülkede yahut ekonomik birlikte yürürlüğe girmiş olan mali kurallar (Maastricht Kriterleri gibi), ekonomi yönetimlerini ölçsüz açık politikaları izlemekten alıkoymakta, hanehalkının da gelecekle ilgili daha tutarlı tahminlerde bulunmasına katkı sağlamaktadır. Kısıtlı ve daha öngörülebilir bir ekonomik ortam, hem doğrudan, hem de dolaylı olarak tasarruflarda bir stabilitenin sağlanmasına, dolayısı

<sup>29</sup> Current Issues In Economics And Finance, Oct 2006, Vol.12, N.7

ile bütçe uygulamaları ile cari denge arasındaki bağı zayıflamasına zemin hazırlamaktadır.

### 3.4.1.3. İkiz Açıklar Teorisi: İki Karşıt Görüş

İktisat literatüründe, bütçe açıkları ile cari açıklar arasında bir ilişkinin varlığını ifade eden ikiz açıklar teorisi üzerine iki temel görüşün varolduğu söylenebilir. Bunlardan ilki bütçe açıkları ile cari açıklar arasında kuvvetli bir korelasyon olduğunu öngören Keynesyen Görüş, diğeri ise böyle bir ilişkinin varlığından söz edilemeyeceğini ifade eden Ricardocu Denklik Hipotezi'dir.

Keynesyen Görüş, bütçe açıkları ile cari işlem açıkları arasındaki etkileşimi iki mekanizma ile açıklar. Bunlardan ilki Keynesyen gelir-harcama görüşüdür. Buna göre kamu harcamalarının artması ya da vergi gelirlerinin azalması sonucu artan bütçe açıkları, üretim ve tüketime pozitif etkide bulunarak ulusal geliri arttırmaktadır. Artan gelir ise yabancı malların talebini tetiklemekte ve nihayetinde cari işlem açıklarını arttırmaktadır. Etkileşimi belirleyen ikinci mekanizma ise yüksek sermaye akışkanlığı durumundaki açık ekonomilerin durumunu yansıtan Mundell-Fleming anlayışıdır. Bu anlayışa göre<sup>30</sup>:

“...gerek kamu harcamalarının artması gerekse vergi kesintisi nedeniyle, bütçe açıklarının fazlaşması toplam talebin ve ulusal faiz oranının yükselmesine neden olur. Yüksek faiz oranları ise, yurt dışından ülkeye sermaye girişine yol açtığı için ulusal paranın değer kazanmasına yol açar. Ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması sonucunda, yabancı mallar daha ucuz hale geleceğinden ithalat artar, ihracat azalır. Bu da cari işlem açıklarını artırıcı etki yapar.”

Bu noktada belirtmekte fayda vardır ki, Keynesyen öngöründe değinilen aktarımın gerçekleşebilmesinde ülkenin uluslararası sermaye hareketlerine açıklık düzeyi belirleyici rol oynamaktadır. Örneğin yabancı sermaye akımlarına kapalı ekonomilerde, kamu borçlanması yolu ile finanse edilen mali genişleme yahut vergi indirimleri neticesinde azalan özel tasarruflar, diğeri koşullar sabit iken, yatırım harcamalarında yaşanacak azalış ile sonuçlanacaktır. Çünkü ülkenin yatırımları eski düzeyinde tutacak yabancı fon kaynaklarına başvurması olası değildir. Ancak yabancı sermaye hareketlerine açık ekonomiler, yabancı finansman kaynaklarından istifade ederek özel yatırımları stabil tutma gücüne sahiptir ve bu durum Keynesyen öngörünün ortaya koyduğu ikiz açıklar ilişkisinin bel kemiğini oluşturmaktadır.

<sup>30</sup> E. Anoruo, S. Ramchander, 1998, “Current Account And Fiscal Deficits: Evidence From Developing Economies of Asia”, *Journal of Asian Economics*, S.9, N.3, s.487-501'den aktaran Fatih Yücel, Ahmet Yılmaz Ata, “Eş-Bütünleşme Ve Nedensellik Testleri Altında İkiz Açıklar, s.5”

Ricarcodu Denklik Hipotezi ise Keynesyen öngörünün ortaya koyduğu beklentiyi reddetmektedir. Buna göre rasyonel bireyler, harcanabilir gelirden kamu harcamalarındaki artış yahut vergilerde gidilen azalış neticesinde oluşacak artışın gelecekte vergi oranlarında gidilecek artış ile telafi edileceğini beklemektedir. Bu sebeple bireylerin bugünkü gelirden yaşanan artışa verecekleri tepki, tüketimi değil tasarrufu arttırma yönünde olacak, azalan kamu tasarrufları, eşit miktarda artan özel tasarruflar ile dengelenecek ve neticede cari açık oluşmayacaktır.

Her iki önerme de matematiksel olarak açıklanmak istendiğinde aşağıda yer alan iki modelin katsayılarından hareket etmek mümkündür.

$$C/Y = \beta_1 + \beta_2(FISCDEF/Y) + \beta_3(G/Y) + \beta_4(D/Y) + \beta_5g_Y + \beta_6g_P$$

$$CA/Y = \alpha_1 + \alpha_2(FISCDEF/Y) + \alpha_3(G/Y) + \alpha_4(D/Y) + \alpha_5g_Y + \alpha_6g_P$$

Verilen modellerde sırası ile  $C$  özel tüketimi,  $Y$  gayrisafi yurtiçi hasılayı,  $FISCDEF$  bütçe açığını,  $G$  hükümet harcamalarını,  $g_Y$  gayrisafi yurtiçi hasıla büyümesini,  $g_P$  nüfus büyümesini,  $CA$  da cari dengeyi ifade etmektedir. Burada konumuz açısından önem arzeden iki önemli katsayı  $\beta_2$  ve  $\alpha_2$  dir. Ricarcodu Denklik Hipotezi'nin bu iki katsayı için öngördüğü değer,  $\beta_2 = \alpha_2 = 0$ 'dır. Yani ne tüketim, ne de cari denge, bütçe açığındaki değişimlere tepki vermemektedir. İkiz açıklar teorisini savunan Keynesyen Görüş ise bu parametreleri sırası ile  $\beta_2 > 0$  ve  $\alpha_2 < 0$  olarak tahmin etmektedir. Yani bütçe açığındaki artışa tüketimin verdiği tepki pozitif, cari dengenin verdiği tepki negatif olmaktadır.

#### 3.4.1.4. Literatürde İkiz Açıklar

İkiz açıklar üzerine yapılan güncel çalışmaların önemli bir bölümünde Amerikan ekonomisinin bugünkü pozisyonu, 80'li yılların başında gözlenen ikiz açık dönemi ile mukayese edilmekte ve iki dönem arasındaki benzer özelliklere dikkat çekilmektedir. Ancak çalışmalarda ulaşılan sonuçların tam olarak birbirini desteklediğini söylemek güçtür. Sonuçlarda gözlenen farklar, temel itibarıyla açıkların birbirini etkileme biçimi ve bu etkinin büyüklüğü hususunda varılan farklı neticelerden ileri gelmektedir.

Baxter<sup>31</sup>, vergi gelirleri ile karşılanamayan hükümet harcamaları artışı yahut işgücü ve sermayeden alınan vergilerde gidilen azalış neticesinde meydana gelen, gayrisafi yurtiçi hasılanın %1'i düzeyinde bir bütçe açığının, cari dengeyi %0,5 oranında kötüleştirdiği sonucuna ulaşmıştır. Erceg, Guerrieri ve Gust<sup>32</sup> da Baxter'in bulgularını destekler nitelikte sonuçlara ulaşmışlardır ancak onlara göre bütçe açığının cari dengeyi etkileme gücü Baxter'in ulaştığı sonuçların oldukça altındadır. Erceg, Guerrieri ve Gust'un analizde kullandıkları temel parametre, cari dengenin en önemli bileşeni olan mal dengesidir. Yapılan çalışma, hükümet harcamalarındaki artış neticesinde bütçe açığında meydana gelen, gayrisafi yurt içi hasılanın %1'i düzeyindeki artışın, ticaret dengesi üzerinde %0,15 oranında bozulmaya sebep olduğunu ortaya koymaktadır. Açığın işgücünden alınan vergilerde, gayrisafi yurtiçi hasılanın %1'i oranındaki azalış sonucunda oluşması durumunda ise ticaret dengesindeki bozulma %0,12 olarak gerçekleşmektedir.

Hökümet görüşüne ters biçimde Kim ve Roubini<sup>33</sup>, bütçe açığının cari denge üzerindeki etkilerini ekonomide gözlenen çıktı dalgalanmaları vasıtası ile açıklamaya çalıştıkları çalışmalarında, kısa dönemde bütçe açıklarının cari denge üzerinde olumlu etki yarattığı sonucuna ulaşmışlardır. Onlara göre bütçe açığındaki artış neticesinde oluşan tasarruf artışı (Ricardo Etkisi) ve devletin artan borçlanma gereksinimleri neticesinde yükselen borçlanma faizi ile azalan özel yatırım harcamaları, kısa dönemde kamu tasarrufundaki azalışı kompanse edecek düzeydedir ve bu durum cari dengede olumlu bir harekete sebep olmaktadır.

Değinilen çalışmalardan farklı olarak Yay ve Taştan<sup>34</sup>, Birleşik Devletler verilerini Granger Nedensellik Testi vasıtası ile değerlendirdikleri çalışmalarında, bütçe açıkları ile cari açıklar arasında, değişkenlerden herhangi birinden diğerine yönelmiş bir ilişki saptayamamıştır. Ancak yazarların bu konuda dikkat çektikleri nokta, değişkenler arasındaki ilişkinin uzun ve kısa vadede birbirinden farklı olabileceğidir.

---

<sup>31</sup> Baxter, Marianne "International Trade and Business Cycles", **Handbook Of International Economics**, Vol.3, <http://www.nber.org/papers/w5025.pdf> [08.06.2008]

<sup>32</sup> Christopher Erceg, J. Luca Guerrieri, Christopher Gust "Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit", **International Finance Discussion Paper 825, Federal Reserve Board**, <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/825/ifdp825.pdf> [08.06.08]

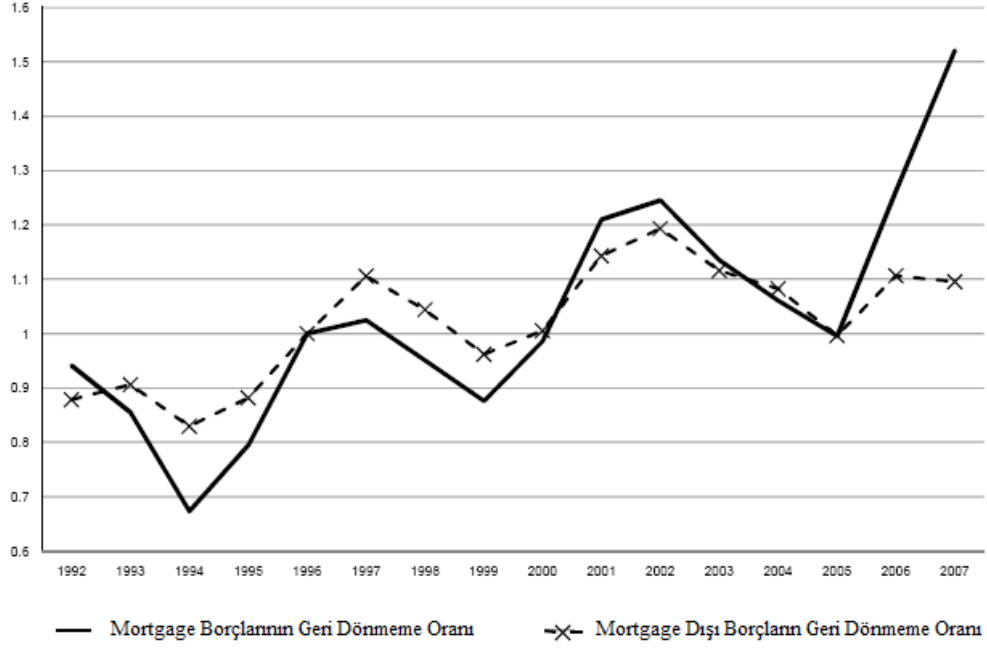
<sup>33</sup> Soyoung Kim, Nouriel Roubini "Twin Deficits or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account and Real Exchange Rate in the U.S.", <http://econ.korea.ac.kr/prof/sykim/files/fiscalus9.pdf> [08.06.2008]

<sup>34</sup> Gülsün Gürkan Yay, Hüseyin Taştan "İkiz Açıklar Olgusu: Frekans Alanında Nedensellik Yaklaşımı", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:37

Sonuç olarak, günümüz koşullarında ikiz açıklar teorsinin hala güncelliğini koruduğunu ve Amerikan ekonomisinin cari dönemde hem bütçe dengesinde, hem de cari dengede verdiği önemli açıkların bu kalıba oturduğunu söylemek mümkündür. Konu ile ilgili yapılan çalışmalar ortaya koymuştur ki bütçe dengesi ile cari dengede meydana gelen açıklar arasındaki etkileşimin gücü, modeli açıklamada kullanılan değişkenler ile yakından alakalıdır ve zaman içinde azalış kaydetmiştir. Bu anlamda politika yapıcılara düşen, sebepleri ve sonuçları iyi analiz edilmiş politika önemlerini uygulamaya koymak ve bu önlemlerin istikrarını sağlama noktasında katalizör görevi üstlenmektir.

### **3.4.2. 2007-2008 Mortgage Krizi**

Dünya ekonomisinde 2001 yılından 2007 yılının ortalarına dek geçen dönemde artan uluslararası likiditede, risk iştahı ve düşen borçlanma maliyetleri, Birleşik Devletler’de konut fiyatlarında ve mortgage borçlarında gözlenen aşırı artışları da beraberinde getirmiştir. Ne var ki takip eden dönemde artan geri ödeme güçlükleri, sürecin bir finansal krize dönüşmesi ile sonlanmıştır. 2005 Yılından 2007 yılına gelinene dek mortgage borçlarının geri dönmeme oranı, %50’nin üzerinde artmış ve bu durum, mortgage varlıklarının değerinde bir sene içinde %70’e varan düşüslere neden olmuştur (Bkz. Şekil 3.13). Takip eden dönemde borçlarını tahsilde zorlanan finans kurumları, birbiri ardına büyük zararlar açıklamışlardır. Piyasalarda oluşan sıkıntı, kısa zamanda kapanan fonlara, toplu işten çıkarmalara ve yönetici istifalarına ilişkin haberlerin ekonominin gündemine oturması sonucunu doğurmuştur. Kredi piyasalarında oluşan bu kargaşa ve güvensizlik ortamı, kısa zamanda gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ekonomiyi etkisi altına almış ve global bir ekonomik krizi gündeme getirmiştir. Bu bölümde Amerikan ekonomisini bir likidite krizine yönelten kredi bunalımının sebep ve sonuçları analiz edilecektir.



**Şekil 3.13: Mortgage Ve Mortgage Dışı Borçların Geri Dönme Oranları**

Atif Mian, Amir Sufi, "The Consequences Of Mortgage Credit Expansion: Evidence From The 2007 Mortgage Default Crisis", **NBER, Working Paper No: 13936**, <http://www.nber.org/papers/w13936> [01.07.2008]

#### 3.4.2.1. Mortgage Krizinin Oluşumuna Zemin Hazırlayan Etkenler

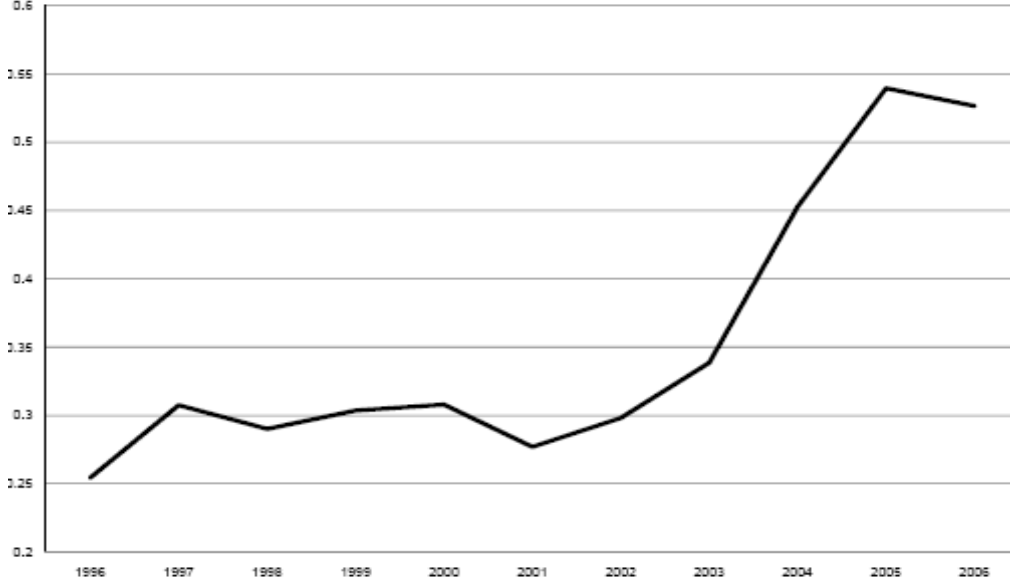
Artan uluslararası likiditenin nasıl olup da Birleşik Devletler kredi piyasasında bu denli bir şok yaratabildiği sorusunun cevabını, sürecin başına dönerek bulmak mümkündür. Bu konuda da milat noktası, çalışmamızda ele alınan pek çok konuda da olduğu gibi yine 2001 krizidir. 2001 krizinin etkilerinin atlatılmasının ardından global ekonomide gözlenen hızlı verimlilik artışları ve ekonomik büyüme, piyasalarda önemli bir para bolluğu oluşmasına sebep olmuştur. Takip eden dönemde içinde dünya devlerinin de yer aldığı birçok finans kuruluşu, yeni pazarlar ve ürünler ile başta kredi büyüklüklerini, ardından da kârlılıklarını arttırmıştır. 2005 yılına gelindiğinde, uluslararası borç vericilerin piyasaların sağlamlığına olan inancı ile paralel hareket sergileyen risk iştahında gözlenen artış, borç enstrümanlarından faydalananların profilinde önemli değişikliklere sebep olmuştur. Girilen yeni dönem ile birlikte mortgage piyasalarında artık yalnızca kredi değerliliği yüksek olan müşterilerin (prime) değil, aynı zamanda kredi geçmişi ve değerliliği diğerlerine kıyasla daha kötü olan müşterilerin de (sub-prime) yer alması, piyasaların değişen risk profilini açık biçimde ortaya koymaktadır.

Sürecin işleyişine etki eden tek parametre kuşkusuz, global büyüme süreci olmamıştır. Girilen yeni dönemde FED tarafından gerçekleştirilen faiz indirimleri, gayrimenkul yatırımlarındaki artışa zemin hazırlayan bir diğer önemli değişkendir. Düşürülen faiz oranları, piyasada kredi geçmişi iyi olan prime segmentindeki müşterilerin borçlanma maliyetlerini aşağı çekmiştir. Ancak bu süreçte hala daha yüksek faiz ödemesi karşılığında fon elde etme arzusunda olanların varlığı, sub-prime segmentine ait borçlarda yaşanan aşırı genişlemede önemli rol oynamıştır.

Mian ve Sufi<sup>35</sup>, uzun dönemli kredi talebini dahi önemli ölçüde aşacak biçimde genişleyen kredi arzının en önemli sebeplerinden birinin, mortgage varlıklarının oluşturulmasından çok kısa bir süre sonra, mortgage sektörü dışı aracı şirketler vasıtası ile ikincil piyasaya sunulması (disintermediation) olduğuna dikkat çekmektedir. Buradan hareketle yazarlar, yüksek kaliteli borçlanıcılar ile düşük kaliteli borçlanıcılar arasındaki boçlanma maliyeti farkını daha önce görülmediği kadar düşük düzeylere çekilmesinin oluşturduğu olumsuzluklara işaret etmektedir. Aşağıda yer alan Şekil 3.14, bahsi geçen süreçte (disintermediation), zaman içinde gözlenen değişimi ortaya koymaktadır.

---

<sup>35</sup> Atif Mian, Amir Sufi, **age**



**Şekil 3.14: Mortgage Sektörü Dışı Aracı Kurumlara Satılan Mortgage Varlıkları**

Mian Ve Sufi, *age*, s.40

Bahsi geçen ve piyasa dinamiklerinde bozulmaya yol açan aşırı menkul kıymetleştirme (securitization) sürecini iki temel makroekonomik gelişme ile açıklamak mümkündür. Bunlardan ilki, 2001-2005 döneminde FED'in kontrollü biçimde tarihsel minimumlara çektiği faiz oranları ve buna rağmen başta Çin ve petrol ihracatçısı ülkelerden güvenli sığınak olarak nitelendirilmesi sebebi Birleşik Devletler'e yönelen sermaye akımlarının yarattığı likidite bolluğudur. Oluşan aşırı likidite, borç vericilerin fonların atıl kalmasındansa artan risk ve getiri ile piyasaya sürülmesine razı olması sonucunu doğurmuştur. Menkul kıymetleştirme sürecini hızlandıran ikinci sebep ise finans piyasalarında gözlenen inovatif dalgadır. Finansal yenilik sürecinin ürünleri olan teminatlı borç yükümlülükleri (collateralized debt obligations) ve iptoteğe dayalı borç yükümlülükleri (mortgage based debt obligations), farklı itibara sahip finansal aktiflerin, piyasalara farklı faiz oranlarında ayrı ayrı sürülmesine olanak tanımış ve genel piyasa riskinin artmasına katkıda bulunmuştur.



Hampel, Schenk ve Rick<sup>36</sup>, oluşan yeni kredi koşullarını, yeni geliştirilen kredi notlandırma (credit scoring) teknikleri ile ilişkilendirmektedir. Buna göre geliştirilen yeni yöntemler sayesinde borçlanıcılar, kredi değerliliklerine göre sıralanmakta ve risk düzeylerine göre farklı faiz yükü gruplarında yer alarak ağırlaşan borçlanma koşullarına rağmen piyasaya girme şansı yakalamaktadır. Bu önerme, sonucu itibariyle daha önce yapılanlardan farklı bir noktaya işaret etmemektedir: Sebebi her ne olursa olsun Birleşik Devletler kredi piyasalarında operasyonel risk, son beş yıllık dönemde önemli bir artış kaydetmiştir.

Sub-prime grubunda yer alan yatırımcıları, bahsi geçen yeni ürünlere karşı cesur davranmaya iten iki önemli sebepten bahsetmek mümkündür. Bunlardan ilki, konut fiyatlarında gözlenen artışlardır. Bu artışlar, ileride beklenmedik bir ödeme gücüne düşülmesi durumunda gayrimenkulün satışı yolu ile borçlarını finanse etme ve yatırımdan arzu edilen netice elde edilemese dahi, hacze maruz kalmaksızın borç yüküden kurtulabilme nokasında yatırımcıları cesaretlendirmiştir. Süreçte rol oynayan ikinci etmen ise, 2001-2004 yılları arasındaki düşüş döneminde de, 2004-2007 yılları arasındaki artış döneminde de sürekli FED kontrolünde dalgalanan faiz oranlarının, değişken faizli mortgage ürünlerinin faizlerinde gözlenecek agresif hareketlerin önünde bir direnç oluşturacağı beklentisidir.

Borçlanma koşullarında yaşanan iyileşme, takip eden zaman diliminde konut piyasasına yönelik talebin ve buna bağlı olarak da konut fiyatlarının kısa zamanda artmasına neden olmuştur. Konut fiyatlarında gözlenen artış, kredi arzının genişlemeye başladığı ilk dönemde konutların finans kurumlarınca ipotek edilme opsiyonu sebebi ile çok olumsuz karşılanmamıştır. Ne var ki takip eden dönemde mortgage borçlarındaki artışın seyrinde sub-prime segmentinden yana gözlenen asimetri, sektörün genel risk düzeyi üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Main ve Sufi<sup>37</sup> ve Agarwal, Driscoll ve Laibson<sup>38</sup>, mortgage borçlarında ve konut fiyatlarında gözlenen artışların, kalitesiz borçlanıcıların ikamet ettiği yahut konut edindiği bölgelerde daha yoğun olduğunu ortaya koymuştur. Bu yönü ile mortgage krizinin deyim yerinde ise ‘geliyorum’ dediği ortadadır.

---

<sup>36</sup> Bill Hampel, Mike Schenk, Steve Rick “The U.S. Mortgage Crisis Causes, Effects And Outlook Including Suggested Credit Union Responses”, **Credit Union National Association Policy Analysis Division Research, Jan 31, 2008**, [advice.cuna.org/download/credit\\_crisis\\_08.pdf](http://advice.cuna.org/download/credit_crisis_08.pdf) [07.07.2008]

<sup>37</sup> Atif Mian, Amir Sufi, **age**

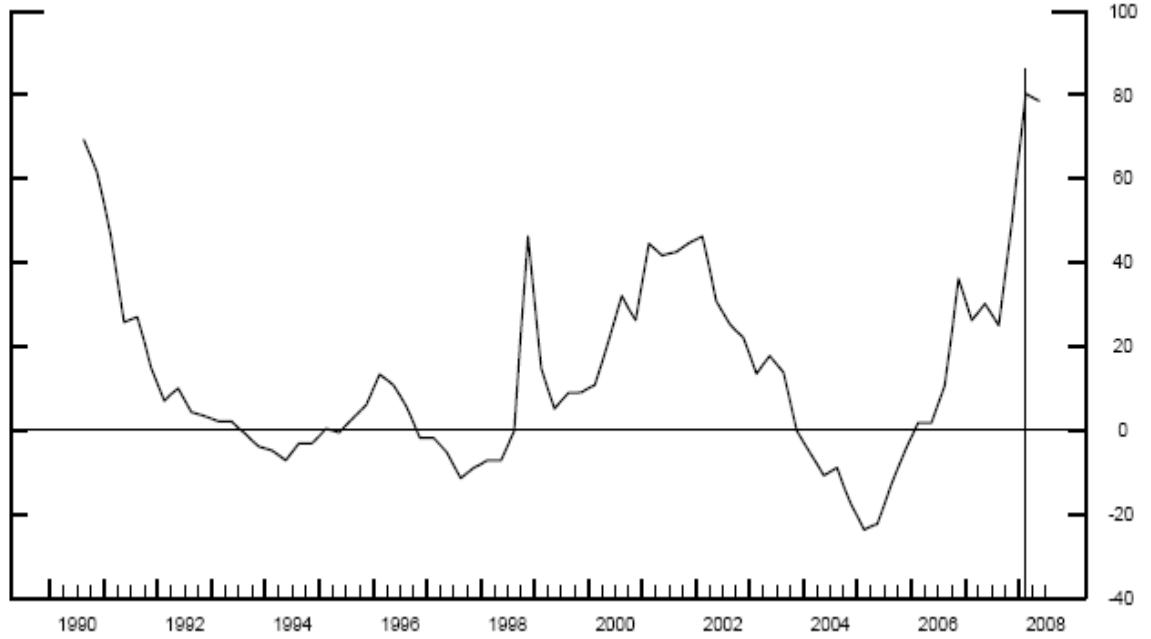
<sup>38</sup> Sumit Agarwal, John C. Driscoll, David Laibson “Optimal Mortgage Refinancing: A Closed Form Solution”, **NBER, Working Paper No: 13487**, <http://www.nber.org/papers/w13487> [08.07.2008]

2007 yılı sonunda başlayıp 2008 yılında iyiden iyiye şiddetlenen konut satışlarındaki düşüşler, sürecin bu kez tersine işlemesine zemin hazırlamıştır. Yavaşlayan konut satışları, konut fiyatlarının 2006 yılından 2007 yılına kadar %3.3 oranında azalması ile sonuçlanmıştır. Fiyatlardaki düşüş baskısı ile FED'in değişen faiz politikası sonucu yükselen faiz oranları neticesinde piyasada oluşan durgunluk, özellikle değişken oranlı mortgage ürünlerinin maliyetlerini önemli ölçüde arttırmıştır. Takip eden dönemde bozulan piyasa ve kredi koşullarından ilk etkilenen grup, beklendiği üzere kalitesiz kredi koşullarına sahip borçlanıcıların oluşturduğu sub-prime grubu olmuştur. Düşüşe geçen konut fiyatları sebebi ile haciz oranları 2007 yılı içinde %75 oranında artış göstermiştir. Ne var ki konut sektöründe yaşanan fiyat düşüşleri, finans kurumlarının haczedilen gayrimenkullerden arzu ettikleri geliri elde edememeleri sonucunu doğurmuştur. Bahsedilen bu talihsiz döngü, finans kurumlarının önce kendi içlerinde büyük zararlar açıklamaları, ardından kendi finansman kaynaklarına geri ödeme yapamaz duruma gelmeleri ile nihayetlenmiştir.

Yaşanan ödeme güçlükleri neticesinde hanehalkının ve kredi veren kurumların içine düştüğü durum, Birleşik Devletler'de kredi standartlarının ciddi biçimde sıkılaşması neticesini doğurmuştur. FED istatistikleri<sup>39</sup>, kaliteli mortgage müşterilerine (prime) yönelik araçları piyasaya süren finans kurumlarının %60'ının, standart dışı (non-traditional) mortgage ürünleri sürenlerin %75'inin ve kalitesiz mortgage müşterilerine (sub-prime) yönelik araçları sürenlerin de %78'inin kredi koşullarını ağırlaştırdığını ortaya koymaktadır. Bu yönü ile yaşanan kredi bunalımının yalnızca sub-prime segmentini etkilemediğini, aynı zaman da kaliteli kredi müşterilerinin yer aldığı prime segmentini de etkisi altına aldığını söylemek mümkündür. Yapılan istatistiki çalışmalar, bu sıkılaşmanın gerekliliğini açık biçimde ortaya koymaktadır. Örneğin sub-prime konut finansmanı segmentinde %16'ya ulaşan kredilerin geri dönmeme oranı, prime segmentinde 2006 yılı sonunda %3.1 olan kredilerin geri dönmeme oranının, 2007 yılı sonunda %5 düzeyine ulaşmasında önemli rol oynamıştır. Aşağıda yer alan Şekil 3.15, FED tarafından yayınlanan kredi standardı değerlerinin seyri ortaya koymaktadır.

---

<sup>39</sup> The April 2008 Senior Loan Officer Opinion Survey On Bank Lending Practices



**Şekil 3.15: Birleşik Devletler’de Sıkılaştıran Kredi Standardı**

FED, “The April 2008 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices”, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/snloansurvey/200805/>

Yukarıda yer alan şekil, incelememize konu olan dönemde kredi piyasalarında gözlenen tüm gelişmeleri ortaya koyar niteliktedir. Grafiğin 2000-2002 aralığı, başlangıçta kriz söylentilerinin, ardından da oluşan krizin kredi standartlarında yarattığı değişimi ortaya koymaktadır. 2002-2005 periyodu, global ekonominin genişleme dönemini ve artan kredi olanaklarını yansıtmaktadır. Şekilde yer alan eğrinin 2007-2008 döneminde içine girdiği trend ve ulaştığı maksimum düzey ise piyasada yaşanan güvensizlik ve kargaşayı gözler önüne sermektedir.

Zorlaşan finansman olanakları ve yavaşlayan konut satışlarının reel ekonomiye geçiş noktası ise beklendiği üzere yapı/inşa sektörü olmuştur. Yapısı itibariyle yaratılan hasılanın yüksek çarpan etkisiyle ekonomiye yayılmasına olanak tanıyan ve bu yönü ile ekonomideki canlılığın önemli göstergelerinden bir tanesi olarak kabul edilen yapı sektörü aktivitesi, içine girilen kriz döneminde önemli ölçüde azalmıştır. 2007 Yılı'nın son çeyreğinde yapı/inşa sektöründe gözlenen daralmanın gayrisafi yurtiçi hasıla büyümesi üzerinde yarattığı olumsuz etki %1.2 olarak hesaplanmıştır.

Hampel, Schenk ve Rick<sup>40</sup>, ekonominin içine girdiği global genişleme döneminde artan konut fiyatlarının servet etkisi yolu ile hanehalkı üzerinde önemli bir sermaye

<sup>40</sup> Bill Hampel, Mike Schenk, Steve Rick, age

kazancına yol açtığına ve bu durumun düşen ulusal tasarruf oranları üzerinde tetikleyici etki yaratığına dikkat çekmektedir. O halde konut sektöründe yaşanan yavaşlamanın ve düşen konut fiyatlarının bu kez negatif servet etkisi yolu ile tüketimi kısıp, tüm ekonominin tasarruf oranı üzerinde artış yönünde baskı yaratacağını düşünmek mümkündür. Düşen tüketim harcamalarının gelecek dönemde ekonomik aktivite üzerinde bir miktar daha bozucu etki yapacağı kabul edilse de, artan tasarruf oranlarının Birleşik Devletler'in önceki bölümlerde değinilen tasarruf açığı ile cari açığını düşürmede önemli rol oynayacağını beklemek mümkündür. Bu yönü ile mortgage krizinin bozulan ekonomik göstergelere bir düzeltme etkisi dayattığını düşünmek yanlış olmayacaktır.

#### **3.4.2.2.Mortgage Krizinin Makroekonomik Sonuçları**

Birleşik Devletler kredi piyasalarında başlayan, daha sonra tüm finans piyasalarını etkisi altına alan ve nihayetinde global ekonomiyi ciddi bir ekonomik krize sürükleyen süreç, gelişmiş, gelismekte olan ve yükselen tüm ekonomileri etkisi altına almış ve global düzeyde bir dizi ayarlamayı zorunlu kılmıştır. Birleşik Devletler, Avrupa ve Japonya merkez bankaları, global ekonominin süreçten minimum kayıpla kurtulabilmesi amacı ile sürecin başında koordineli çalışma kararı olarak piyasalara önemli ölçüde likidite enjekte etmiş, sonrasında piyasaları rahatlatma ve ekonomiyi soğutmaya yönelik aktif politikalara yönelmişlerdir.

Tabiidir ki süreçte tutumu en önemli olan kurum FED'dir. Beyaz Saray'ın da desteğini ardına alarak piyasaları hem likidite cephesinden, hem de reel ekonomi cephesinden rahatlatmaya çalışan FED'in faiz oranları üzerine tutumunun, enflasyonist çekinceler nedeni ile başta sınırlı kalacağı düşünülmüştür. Zira bir yandan piyasalara enjekte edilen milyarlarca doların, diğer yandan da düşen faiz oranlarının yaşanacak enflasyonist süreç eşliğinde ekonomiyi stagflasyona sürüklemesi kaçınılmaz görülmüştür. Ne var ki sürecin kimsenin beklemediği kadar keskin ve büyük buhrandan sonra Amerikan tarihinde görülmemiş ölçüde dramatik sonuçlar üretmesi, başta FED olmak üzere ilgili tüm kurumları zorlayıcı önlemler almak zorunda bırakmıştır.

Birleşik Devletler konut finansmanı sektöründe başlayıp takip eden dönemde derin bir likidite bunalımına dönüşen, ardından da tüm global ekonomiyi etkisi altına alan kriz ortamı, yukarıda da değinildiği gibi, eşi az bulunur cinsten dramatik sonuçlar

üretmiştir. Başta, kapanan fonlar, küçük çaplı işten çıkarmalar düzeyinde kalması ümit edilen süreçte, yüzlerce yıllık köklü kuruluşlar iflasını açıklamış yahut el değiştirmiş, global düzeyde işten çıkarmalar hızlanmış, hatta İzlanda gibi görece küçük ülkeler, ulusal iflasın eşiğine gelmiştir. İçine girilen kriz sürecinde yaşanan önemli gelişmeler, aşağıda yer alan Tablo 3.3'te tarih sırası ile verilmiştir. Tablo, oluşan krizin büyüklüğü ve vahametini açık biçimde ortaya koymaktadır.

**Tablo 3.3: Global Kriz Neticesinde Meydana Gelen Önemli Olaylar**

22 Şubat 2008	Northern Rock İngiliz Hükümeti tarafından kamulaştırıldı.
16 Mart 2008	JP Morgan Chase, Birleşik Devletler'in beşinci büyük yatırım bankası Bear Stearns'i 236 Milyon Dolar karşılığında satın aldı. Bear Stearns'in 2007 yılı ocak ayındaki aktif büyüklüğü, 5.95 Milyar Dolar düzeyinde bulunuyordu.
11 Temmuz 2008	Birleşik Devletlerin en büyük mortgage sağlayıcısı IndyMac Bank, iflas etti, varlıklarına Federal Tasarruf Sigorta Fonu (FDIC) tarafından el konuldu.
7 Eylül 2008	Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) ve Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)'in idaresi Federal Konut Finansmanı Ajansı (FHFA)'na geçti.
14 Eylül 2008	Bank Of America 50 Milyar Dolar karşılığında Merrill Lynch'i satın aldı.
15 Eylül 2008	Lehman Brothers 613 Milyar Dolar borcu ile iflasını açıkladı.
16 Eylül 2008	Amerikan Merkez Bankası, sigorta devi AIG (American International Group)'a hisselerinin %79.9'u karşılığında 85 Milyar Dolar nakit aktardı. Şirket bu şekilde iflastan kurtuldu.
18 Eylül 2008	İngiliz Bankacılık Ve Sigorta grubu HBOS (Halifax Bank of Scotland) plc, 12.2 Milyar Sterlin karşılığında İngiliz Finans kuruluşu Lloyds TSB'ye satıldı.
19 Eylül 2008	Birleşik Devletler'de 799 finansal varlığın açığa satışı yasaklandı.
25 Eylül 2008	Ülkenin en büyük mevduat bankası Washington Mutual'ın varlıkları, 1.9 Milyar Dolar karşılığında JP Morgan Chase'e satıldı.
3 Ekim 2008	Amerikan Senatosu 700 Milyar Dolar'ı doğrudan krizin yaralarını sarmak için kullanılması planlanan 850 Milyar Dolar değerindeki yardım paketini onayladı.
6 Ekim 2008	İzlanda başbakanı Geir Haarde, kriz sonrasında ülkenin en büyük üç bankasının (Glitnir, Landsbanki, Kaupthing) kamulaştırma yolu ile kurtarılmış olmasına rağmen, ulusal iflas açıklayabileceklerini ilan etti. 320 Bin nüfuslu ülkenin milli geliri 19 Milyar Dolar, ülke bankalarının yurtdışı yükümlülükleri 138 Milyar Dolar düzeyinde bulunuyor.
8 Ekim 2008	İngiltere Hükümeti, finans sektörü için 87.2 Milyar Dolar'ı bankalara ek likidite olanağı sağlamada kullanılacak olan 350 Milyar Dolar değerinde kurtarma paketini açıkladı.

**Tablo 3.3 – devam**

9 Ekim 2008	AIG, FED New York'tan 37.8 Milyar Dolar değerinde ek kaynak sağladı.
13 Ekim 2008	Almanya Hükümeti, 70 Milyar Euro'su bankalara doğrudan sermaye enjeksiyonu olarak kullanılacak 470 Milyar Euro değerinde kurtarma paketi açıkladı.
13 Ekim 2008	Fransa Hükümeti, 40 Milyar Euro'su bankalara doğrudan sermaye enjeksiyonu olarak kullanılacak 360 Milyar Euro değerinde kurtarma paketi açıkladı.
30 Ekim 2008	Japonya Hükümeti, küresel finansal risklerden korunmak amacı ile 273 Milyar Dolar değerinde kurtarma paketi açıkladı.

Son üç yıldır düşüş trendi içinde olan dolar değerinin süreç üzerinde yaratacağı etkiler, konu üzerine çalışan akademisyen ve yazarların ilgisini cezbeden önemli noktalardan bir tanesidir. Zira kriz öncesi dönemde büyük dolar rezervine sahip, aynı zamanda yönetilen kur sistemlerini benimsemiş olan Çin ve Körfez Ülkeleri gibi ülkelerin, dolar değerinde yaşanan düşüş sebebi ile kur sepetlerinde yeni ayarlamalara gideceklerinin sinyallerini vermeleri tüm piyasa aktörlerince tehlike sinyali olarak algılanmıştır. Bu durumun Amerikan ekonomisini, dolayısı ile tüm dünya ekonomisini sarsmakla kalmayıp, aynı zamanda dolar değeri üzerindeki aşağı yönlü baskıyı da arttırabileceği yönündeki genel kanı, başta politika yapıcılar olmak üzere tüm ekonomik birimleri endişelendirmiştir. Ancak açıklanan kurtarma paketleri vasıtası ile Birleşik Devletler'in yeniden tesis etme gayreti içinde olduğu güven ortamı, uluslararası yatırımcılar üzerinde şimdilik arzu edilen sonucu doğurmuş ve dolar değerindeki düşüşü bir süreliğine durdurmuştur.

Dooley, Landau ve Garber<sup>41</sup>, Birleşik Devletler'in içine düştüğü likidite krizini “2. Bretton Woods” sistemi olarak tanımladıkları günümüz sisteminin çöküşü olarak değerlendirmektedir.

“Bu sistem, Amerika ve Asya ülkeleri arasında zımnî bir mutabakata dayalıdır. Bu mutabakat, Amerika'nın cari açık vermesine, Asya ülkelerinin ise Amerikan tahvillerini almak suretiyle ona borç vermesine ve paralarını da sabit kurda ve az değerli (undervalued) tutmalarına dayalıdır ... Böylece Birleşik Devletler, cari işlemler ve bütçe açığını finanse edecek istikrarlı ve düşük maliyetli bir kaynak elde etmekte, böylelikle vergi oranlarını kolaylıkla azaltabilmekte ve aynı zamanda hükümet harcamalarını da arttırabilmektedir. Asya ülkeleri ise

<sup>41</sup> Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter M. Garber “Will Subprime Be A Twin Crisis For The United States?”, **NBER, Working Paper No: 13978**, <http://www.nber.org/papers/w13978> [08.07.2008]

az değerli kur sayesinde ihracata dayalı ekonomik büyüme sağlamakta ve istihdam yaratarak işsizliğin meydana getireceği sosyal baskıyı ortadan kaldırmaktadırlar.<sup>42</sup>

2. Bretton Woods olarak adlandırılan sistemin çöküşüne, yukarıda değinilen düzeltme süreci kapsamında, bu kez uluslararası sermaye hareketleri ve faiz oranları kanalı vasıtası ile ulaşmak mümkündür. Buna göre bozulan güven ortamı ve başta Çin ve petrol ihracatçısı ülkeler olmak üzere büyük dolar rezervi tutan ülkelerin çıpadan çıkma riskinin, dolar değerinde yarattığı düşüşe bağlı olarak Birleşik Devletler'e yönelen özel ve kamusal sermaye akımlarında gözlenecek bir düşüş, faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir hareket yaratacaktır. Bu hareket neticesinde ulusal yatırımların ulusal tasarruflar düzeyine çekilmesi zorunlu hale gelecek ve süreç Birleşik Devletler'in kendini ülke dışından fonlatmaya ve cari açığını şişirmeye yönelik büyüme politikasının sonunu hazırlayacaktır.

Yaşanan sürecin ortaya koyduğu ve sistemin çöküşüne zemin hazırlayan en önemli gerçek ise "Global Öğretmen" Amerika'nın dünyaya ihraç ettiği finansal denetim mekanizmalarını kullanmada aslında ne derece başarılı olduğudur. Yaşanan kriz, konu ile ilgili olarak iki temel acizyet ortaya koymuştur. Bunlardan ilki ve mikro düzeyde olanı, Birleşik Devletler'de finans kurumlarının kredi yaratma sürecinde etkin risk yönetimi tekniklerinden faydalanamayarak, aşırı kâr beklentisi içinde optimal işleyişten uzaklaşmış olmasıdır. Bu durumu birbiri ardına zarar açıklayan piyasa devlerinin finansal tablolarından izlemek, durumun vahametini anlamak için yeterli olacaktır. Başarısızlığın makro düzeydeki ve belki de en önemli sebebi ise devletin etkinlikten uzaklaşan finans kurumlarını etkin noktaya çekecek denetim mekanizmalarından yoksun oluşudur. Krizin hemen akabinde her ne kadar konu ile ilgili regülasyonu üstlenecek olan kurumların sorumluluk ve işleyiş detaylarına ilişkin değişiklikler ve önlemler gündeme geldiyse de, bugün krizin etkilerini hafifletmede üzerine düşeni ziyadesi ile yerine getirmekten kaçınmayan Birleşik Devletler hükümeti ve kurumlarının, kriz öncesi dönemde aynı hassasiyeti göstermediğini söylemek acımasız bir yargı olmayacaktır.

---

<sup>42</sup> Erkmen, Zafer, "Bretton Woods II Çökmeye Mahkum mu?", **Stratejik Boyut**, [http://www.stratejikboyut.com/article\\_detail.php?id=60](http://www.stratejikboyut.com/article_detail.php?id=60) [25.07.2008]

#### 4. YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ

Bu bölümde son yirmibeş yılda iktisat literatüründe kendine önemli bir yer edinen yükselen piyasa ekonomileri konusu çeşitli yönleri ile ele alınacaktır. Yükselen piyasa ekonomilerini dünya ekonomisi içinde öne çıkaran etkenler ve bu ülkelerin temel özellikleri, bu bölümün ilk konusunu oluşturmaktadır. Takip eden bölümlerde ise yükselen piyasa ekonomileri ile ilgili özel bir durum olan orijinal günah (original sin) önermesi ele alınacak, ardından bir yükselen piyasa ekonomisi olarak Türkiye ekonomisinin pozisyonu değerlendirilecek ve Türkiye özelinde bir uygulama örneği olarak, Birleşik Devletler ekonomisi ile Türkiye ekonomisi arasındaki dinamik ilişki, bir VAR (vektör otoregresyon) modeli çerçevesinde analiz edilecektir.

Yükselen piyasa ekonomileri ile ilgili yüzeysel bir kaynak taraması yapıldığında dahi bu ekonomilerin temel yapısal özellikleri ile ilgili fikir edinmek mümkündür. Ancak böylesi bir tarama ortaya koymaktadır ki çeşitli kaynaklarca bu ekonomilerin farklı yönlerine atıfta bulunmak sureti ile yapılan açıklamalar, konuyu bir noktadan sonra bir kavram kargaşasına dönüştürmektedir. Örneğin bir kaynağa göre<sup>43</sup> yükselen piyasa ekonomileri, finans piyasaları merkezli olarak, “finans pazarları gelişmekte olan piyasa ekonomileri” olarak tanımlanırken, başka bir kaynağa göre<sup>44</sup>, ekonomik gelişmişlik ekseninde, “kişi başına gelir düzeyinin düşük, genel risk algılamasının yüksek olduğu, yüksek regülasyona tabi ekonomiler” olarak tanımlanmaktadır. Bunlar ve burada verilemeyen pek çok tanımda belirtilen durum ve detaylar yanlış olmamakla birlikte ziyadesi ile karmaşıktır ve teorik bütünlükten uzaktır. Dolayısı ile bu gruba giren ekonomilerin temel özelliklerini ortaya koymak, ülke ekonomilerinin yapısal özelliklerini ve yükselen piyasa teriminin kuramsal boyutunu kavrama noktasında arzu edilen neticeyi verecektir.

---

<sup>43</sup> **The Wall Street Journal Glossary**, [http://online.wsj.com/documents/glos\\_e.htm](http://online.wsj.com/documents/glos_e.htm) [14.10.2008]

<sup>44</sup> **AMP Capital Investor**, <http://www.ampcapital.co.nz/corporate/glossary.asp> [14.10.2008]



#### 4.1. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Temel Özellikleri

Bilgi Toplulukları Merkezi (Center Of Knowledge Societies), “2008 Yılı Yükselen Ekonomi Raporu<sup>45</sup>”nda yükselen piyasa ekonomilerini, “limitli yahut eksik sanayileşme koşulları altında hızla bilgi toplumuna geçişi tecrübe eden ekonomiler” olarak tanımlamaktadır. Bu tanım, yükselen piyasa ekonomilerini, gelişmiş ekonomilerden ayırmaya yarayacak önemli iki noktayı içinde barındırmaktadır. Bunlardan ilkinde göre yükselen piyasa ekonomileri sanayileşme süreçlerini -yetersiz sermaye birikimi, eksik ekonomik altyapı, tam olarak şekillendirilememiş yasal çerçeve ve koruma altına alınmamış iktisadî ve sosyal haklar gibi pek çok sebeple henüz tamamlamamışlardır. İkincisine göre ise bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan ilerlemelerin çekişinde, pek çok kanaldan bu yolda önemli aşamalar kaydetmektedirler. Bu yönü ile yükselen piyasa ekonomilerinin en temel özelliği, içinde buldukları dönüşüm sürecidir. Bu dönüşüm, ekonomik, sosyal, kültürel, politik, vs. birçok alanda devam etmektedir.

Yükselen piyasa ekonomileri kavramını, günümüz koşullarında, herhangi bir coğrafi kısıt ile ilişkilendirmek mümkün değildir<sup>46</sup>. Kavramdan net biçimde anlaşılması gereken en önemli kısıt, ekonominin bir gelişme patikasında yer alması zorunluluğuna ilişkindir. Ancak bu durumun ekonominin büyüklüğü ile kesin bir bağlantı içinde olmadığı gözden kaçmamalıdır. Zira günümüzün dev ekonomisi Çin de, global ekonomide hissedilir bir ağırlığa sahip olmayan Fas da günümüz yükselen piyasa ekonomileri arasında yer almaktadır.

Li<sup>47</sup>’ye göre yükselen piyasa ekonomilerinin dört temel özelliğinden bahsetmek mümkündür. Bunlardan ilki, ekonomilerin sahip olduğu yüksek nüfustur. Bu nüfus tabiidir ki yeterince derin olmasa da görece büyük piyasa yapısını da beraberinde getirmektedir. İkincisi ekonomilerin içinde bulunduğu ekonomik ve sosyal dönüşüm sürecidir. Buna göre ülkeler, uygulamaya koydukları reform planları vasıtası ile ülkeyi ekonomik ve sosyal değişime yöneltme yolunda çaba sarfetmekte ve iktisadî kalkınma için elverişli piyasa koşulları ile yasal zemini tesis etmeye çalışmaktadır.

---

<sup>45</sup> **Emerging Economy Report**, <http://www.emergingeconomyreport.com> [14.10.2008]

<sup>46</sup> Asya Kaplanları, Latin Ülkeleri gibi terimler, yükselen piyasalar arasındaki coğrafi yakınlığa vurgu yapmak amacı ile değil, geçmişte yaşanan krizlerden etkilenen ülke gruplarını nitelendirmek amacı ile kullanılmaktadır.

<sup>47</sup> Chuan, Li “What Are Emerging Markets?”, [http://www.uiowa.edu/ifdebook/faq/faq\\_docs/emerging\\_markets.shtml](http://www.uiowa.edu/ifdebook/faq/faq_docs/emerging_markets.shtml) [14.10.2008]

Üçüncüsü ülkelerin sahip oldukları yüksek büyüme oranlarıdır. Bu oranlar genellikle gelişmiş ekonomilerin büyüme oranlarının üzerindedir. Yüksek büyüme oranları, gerek uluslararası platformda ilgiyi kendi üzerine toplama noktasında, gerekse yüksek getiri beklentisi içindeki uluslararası yatırımcıları teşvik edip yurt dışından ülkeye sermaye girişi sağlama noktasında önemlidir. Dördüncü özellik ise ülkelerin tüm dünyayı ilgilendiren önemli ekonomik, sosyal ve politik karar süreçlerinde taraf olarak yer almasıdır. Bu yol ile ülkeler, uluslararası siyasi arenada söz sahibi olup, global ekonomik pastadan daha büyük pay almaya çabalamaktadır.

Görüldüğü gibi sıralanan maddeler, temelde herhangi bir gelişmekte olan ekonominin koşullarından ülkelerin yakaladığı yüksek büyüme oranları dışında önemli farklılıklar içermemektedir. Klasik çağdaşlaşma görüşü çerçevesinde değerlendirildiğinde durum, kabuğu kırıp uluslararası piyasalara açılma arzusundan ibarettir. Ne var ki hakim iktisadın ulus ekonomileri kendi idealine yaklaştırma noktasındaki başarısı, bu noktada da etkinliğini koruyarak yükselen piyasa ekonomilerinin kendi aralarında bir büyüme yarışına girmesi sonucunu doğurmuştur.

Li<sup>48</sup>, bahsedilen özelliklerden hareketle yükselen piyasaların ortaya çıkışını iki gerekçe ile açıklamaktadır. Bunlardan ilki devlet eli ile kalkınma çabalarının sürdürülebilir büyümeyi sağlama noktasında yaşadığı başarısızlık, diğeri ise yurt içi finansman olanaklarının yetersizliğidir. Bu iki durum neticesinde ülkeler birer birer dışa açık ekonomi modellerine geçerek hem sürdürülebilir ekonomik büyümeyi sağlama, hem de yetersiz olan yurt içi finansman olanaklarını yurt dışı kaynaklar ile destekleyip büyümeyi finanse etme yoluna gitmektedirler.

Anlatılanların yükselen piyasa ekonomileri ile ilgili olarak ortaya koyduğu bir diğer özellik de ülkelerin yaşadığı iç finansman yetersizlikleri ve dış kaynaklara duyduğu gereksinimdir<sup>49</sup>. Ekonomik ve sosyal dönüşümü sağlamada oldukça büyük öneme sahip olan bu fonların büyüklüğü, ekonomilerin gelişmişlik düzeyleri arttıkça, dolayısı ile risk düzeyleri azaldıkça artmakta, dolayısı ile ülkelere hem devletler bazında, hem de finansal yatırımcı boyutunda yeni finansman olanakları sunmaktadır.

---

<sup>48</sup> Li, age

<sup>49</sup> Yükselen piyasa ekonomilerinin uluslararası finansman kaynaklarına başvurmada yaşadığı güçlükler ve özelde orijinal günah olgusu, takip eden bölümlerde detaylı biçimde ele alınacaktır.

#### 4.2. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Sınıflandırılması

Çeşitli kuruluş ve kaynaklarca, yukarıda açıklanan özelliklere sahip ekonomilere ilişkin yapılan farklı sınıflandırmalara sıklıkla rastlanmaktadır. Bahsedilen sınıflama anlayışına kaynak teşkil eden teknik, temelde ekonomileri gruplandırmaktan geçmektedir. Gruplandırma işlemi genellikle ülkelerin büyüme potansiyellerine yahut coğrafi pozisyonlarına göre yapılmaktadır.

Bahsedilen gruplandırmalardan en bilindik olanı, Goldman Sachs'ın 2050 yılında dünyanın baskın ekonomik gücü olacağı iddiası ile ortaya attığı "BRIC ülkeleri"dir. BRIC kısaltması Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in İngilizce ilk harflerinden oluşmaktadır. Günümüzde bu dört ülkenin global büyümeye en çok katkısı bulunan ülkeler olduğu görüşü akademik yazında hakimdir. BRIC ülkelerine çeşitli ülkelerin eklenmesi ile elde edilen yeni ülke grupları, son dönemde konu üzerine yapılan çalışmalarda kendilerine geniş yer bulmaktadır. Bu gruplandırmalardan en çok kullanılanı, BRIMC (Brezilya, Rusya, Hindistan, Meksika ve Çin)'dir<sup>50</sup>. Goldman Sachs'ın 2050 yılında oluşacak global tabloya ilişkin projeksiyonu<sup>51</sup> aşağıdaki tabloda verilmiştir. Görüldüğü gibi tüm BRIC ülkelerinin -hatta BRIMC ülkelerinin- 2050 yılında dünyanın en büyük on ekonomisi arasına girmesi beklenmektedir.<sup>52</sup>

**Tablo 4.1: 2050 Yılında Dünyanın En Büyük On Ekonomisi**

Sıra	Ülke	GSYH (Milyon Dolar)
1	Çin	70,710,000
2	A.B.D.	38,514,000
3	Hindistan	37,668,000
4	Brezilya	11,366,000
5	Meksika	9,340,000
6	Rusya	8,580,000
7	Endonezya	7,010,000
8	Japonya	6,677,000
9	Birleşik Krallık	5,133,000
10	Almanya	5,024,000

<sup>50</sup> Konu ile ilgili yapılacak bir taramada BRIMC ülkelerine Malezya, Türkiye, Güney Kore gibi ülkelerin eklenmesi ile oluşturulmuş yeni gruplamalara da rastlamak mümkündür.

<sup>51</sup> The N-11: More Than an Acronym, **Global Economics Paper No: 153**, <http://www.chicagogsb.edu/alumni/clubs/pakistan/docs/next11dream-march%20%2707-goldmansachs.pdf> [14.10.2008]

<sup>52</sup> Aynı çalışmada Türkiye'nin 2050 yılında 3,943,000 milyon dolar GSYH ile global ekonominin en büyük 14. ekonomisi olacağı öngörülmektedir.

Yükselen piyasa ekonomileri ile ilgili yapılan bir diğer gruplandırma, “Hızlı Gelişen Ekonomiler (Rapidly Developing Economies)”dir. Bu ülke grubuna dahil edilen ülkeler, Birleşik Arap Emirlikleri, Şili ve Malezya’dır. Bu ülkelerin global ekonomide edindikleri pozisyon BRIC ülkelerinin altındadır. Ancak adından da anlaşıldığı üzere bu ülkeler yüksek büyüme ve gelişme potansiyelleri ile dikkat çekmektedir.

Literatürde coğrafi yakınlığı esas alan nadir gruplandırma yönteminden en bilineni ve kabul göreni ise “Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri (Newly Industrialized Asian Economies)”dir. Bu ekonomilerin en belirgin ortak özelliği, Asya Krizi’ni takiben bölgenin değişen ekonomik koşullarına adaptasyonda önemli başarı kaydetmiş olmalarıdır. Henüz gelişmiş ekonomiler arasına girememiş olsalar dahi, bölgede gelişmekte olan eşdeğerlerinden ortaya koydukları makroekonomik performans ile ayrılmaktadırlar. IMF’nin bu gruba dahil ettiği ülkeler Hong Kong, Güney Kore, Singapur ve Tayvan’dır.

Görüldüğü gibi, pek çok farklı kaynak, konu ile ilgili farklı parametreleri esas alarak ülkeleri belirli özelliklerine göre gruplama yoluna gitmektedir. Bu durum, yükselen piyasa ekonomilerinin tanımı ve kapsamı noktasında da, hangi ekonomilerin yükselen piyasa olarak kabul edilebileceği noktasında da karmaşaya zemin hazırlamaktadır. Dünya ekonomisinin günümüzdeki pozisyonu açık biçimde ortaya koymaktadır ki, global ekonomide ortalama global büyüme hızının üsünde büyüme kaydeden ülkelerin sayısı yukarıda sıralan beş, altı öncü ekonominin sayısından oldukça fazladır. Bu konuda Morgan Stanley’in hazırladığı “Yükselen Piyasalar Endeksi (Emerging Markets Index)<sup>53</sup>” bahsi geçen problemin önüne geçmede faydalı bir araç niteliği taşımaktadır. Bu endekste yer alan ülkelerin, konu ile ilgili olarak yapılan çalışmaların bir çoğunda referans olarak kabul edildiğini söylemek mümkündür. Serbest dalgalanan menkul kıymet piyasalarının ekonomik performansı baz alınarak hazırlanan endekse 2006 yılı haziran ayı itibariyle dahil edilen 25 yükselen piyasa ekonomisi, Arjantin, Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İsrail, Ürdün, Güney Kore,

---

<sup>53</sup> Morgan Stanley Emerging Markets Index,  
[http://en.wikipedia.org/wiki/Emerging\\_markets#cite\\_note-7](http://en.wikipedia.org/wiki/Emerging_markets#cite_note-7) [14.10.008]

Malezya, Meksika, Fas, Pakistan, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Tayland, Tayvan ve Türkiye'dir.

#### 4.3. Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Global Ekonomideki Yeri

Bu bölümde yukarıda çeşitli yönleri ile ele alınan yükselen piyasa ekonomilerinin dünya ekonomisi içindeki yeri, büyüklüğü ve önemi tartışılacak, ülkelerin yukarıda açıklanan özellikleri rakamlar ile desteklenmeye çalışılacaktır. Ulaşılabilecek olan sonuçların hem yükselen piyasa ekonomilerinin temel karakteristiklerini rakamsal olarak ortaya koyması, hem de kıyaslama yolu ile bu ülkelerin global ekonominin neresinde olduğunu anlamaya yardımcı olması beklenmektedir. Kullanılan tanım ve hesaplamaların tamamı Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin veritabanından alınmıştır.<sup>54</sup> Hesaplamalarda kullanılan ülke gruplarına ilişkin detaylar, EK 8 ve EK 9'da sunulmuştur.

Çalışmanın bu bölümünde izlenecek olan yöntem, yükselen piyasa ekonomilerine ait makroekonomik verileri diğer ülke gruplarına ait veriler ile karşılaştırmak olacaktır.<sup>55</sup> Çalışmaya dahil edilen ülke grupları sırası ile “İleri Düzey Ekonomiler (Major Advanced Economies) - G7 Ülkeleri”, “Diğer Gelişmiş Ekonomiler (Other Advanced Economies), G7 ülkeleri ve Euro Bölgesi hariç”, “Avrupa Birliği (European Union)<sup>56</sup>” ve “Yükselen Ve Gelişmekte Olan Ekonomiler (Emerging And Developing Economies)<sup>57</sup>”dir.

Bilindiği gibi yükselen piyasa ekonomilerinin en temel ve bilinen özelliği, ulaştıkları yüksek büyüme oranlarıdır. Bu oranlar, global büyüme hızı üzerinde yarattıkları yukarı yönlü baskı ile dikkat çekmektedir. Aşağıda yer alan Şekil 4.1, ele alınan ülke gruplarının 2000-2009<sup>58</sup> dönemindeki ortalama büyüme performanslarını yansıtmaktadır.

---

<sup>54</sup> International Monetary Fund,

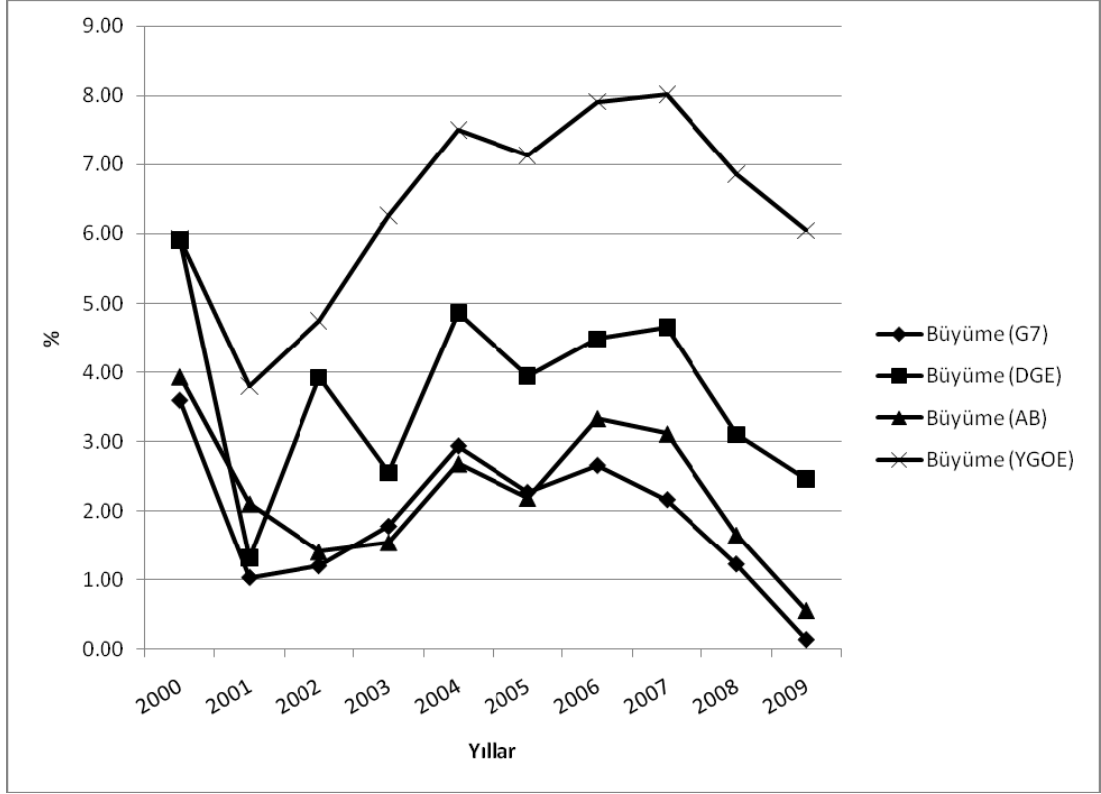
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/weoselagr.aspx> [14.10.2008]

<sup>55</sup> Çalışmada verilerin ulaşılabilirliği nispetinde karşılaştırma yönteminden faydalanılacaktır. Yeterli verinin bulunamadığı hallerde yalnızca yükselen piyasa ekonomilerine ait verilerden hareketle değerlendirmelerde bulunulacaktır.

<sup>56</sup> Bu grubu oluşturan ülkelerin çoğunluğunun G-7 ülkeleri grubunda da yer almasının bahsi geçen gruplara ilişkin verilerinin büyük ölçüde paralel hareket sergilemesine neden olması beklenmektedir.

<sup>57</sup> Bu grup, yalnızca yükselen piyasa ekonomilerini değil, gelişmekte olan ekonomileri de içermektedir. Bu anlamda elde edilecek sonuçların net değil, yaklaşık sonuçlar olması beklenmektedir.

<sup>58</sup> Analizde kullanılan tüm 2008 ve 2009 yılı verileri beklentileri içermektedir.

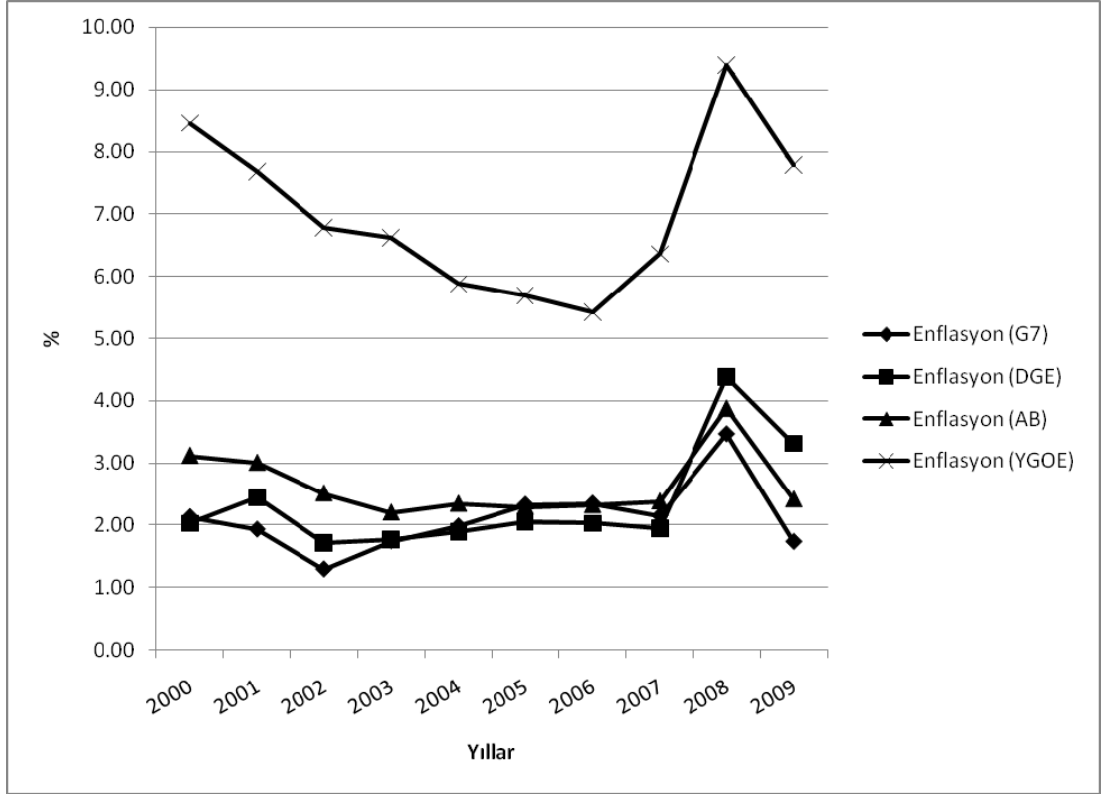


**Şekil 4.1: Seçilmiş Ülke Gruplarının Büyüme Hızları**

Şekilden de açıkça görüldüğü üzere, yükselen piyasa ekonomilerinin ortalama büyüme hızı diğer üç grubun ortalama büyüme hızlarından belirgin biçimde yüksektir. Ele alınan dönemde yükselen piyasa ekonomileri için hesaplanan ortalama büyüme hızı %6.4239'dur. Dört grubun büyüme ortalaması olarak hesaplanan %3.5735 değeri, yükselen piyasa ekonomileri dışlandığında %2.6233'e düşmektedir. Bu veri yükselen piyasaya ekonomilerinin global büyüme hızını yukarı çektiği bilgisini doğrular niteliktedir.

Yukarıda yer alan şekil, yapılan açıklamalara ek olarak 2007 yılı itibariyle içine girilen global kriz ortamını açık biçimde gözler önüne sermektedir. Görüldüğü gibi kriz, artan finansal eşanlılığın da etkisi ile, en çok gelişmiş mortgage piyasalarına sahip olan ülkelerin büyüme oranları üzerinde bozucu etki yaratmıştır. Bu noktada henüz derin mortgage piyasaları oluşturamamış olan yükselen piyasa ekonomilerinin krizden ilk etapta derin yara almaması şaşırtıcı bir durum değildir. Ancak krizin merkezi Birleşik Devletler'de reel sektör parametreleri üzerindeki olumsuz etkilerini hissettirmeye başlayan krizin, önceki bölümlerde değinilen yayılma etkisi (spillover effect) kanalı ile yakın zamanda yükselen piyasaları da etkisi altına alacağını beklemek hatalı olmayacaktır.

Analiz kapsamında ele alınacak olan ikinci parametre, yıllık ortalama tüketici fiyatlarıdır. Çalışmaya konu dört ülke grubunun enflasyon verilerini içeren Şekil 4.2 aşağıda yer almaktadır.



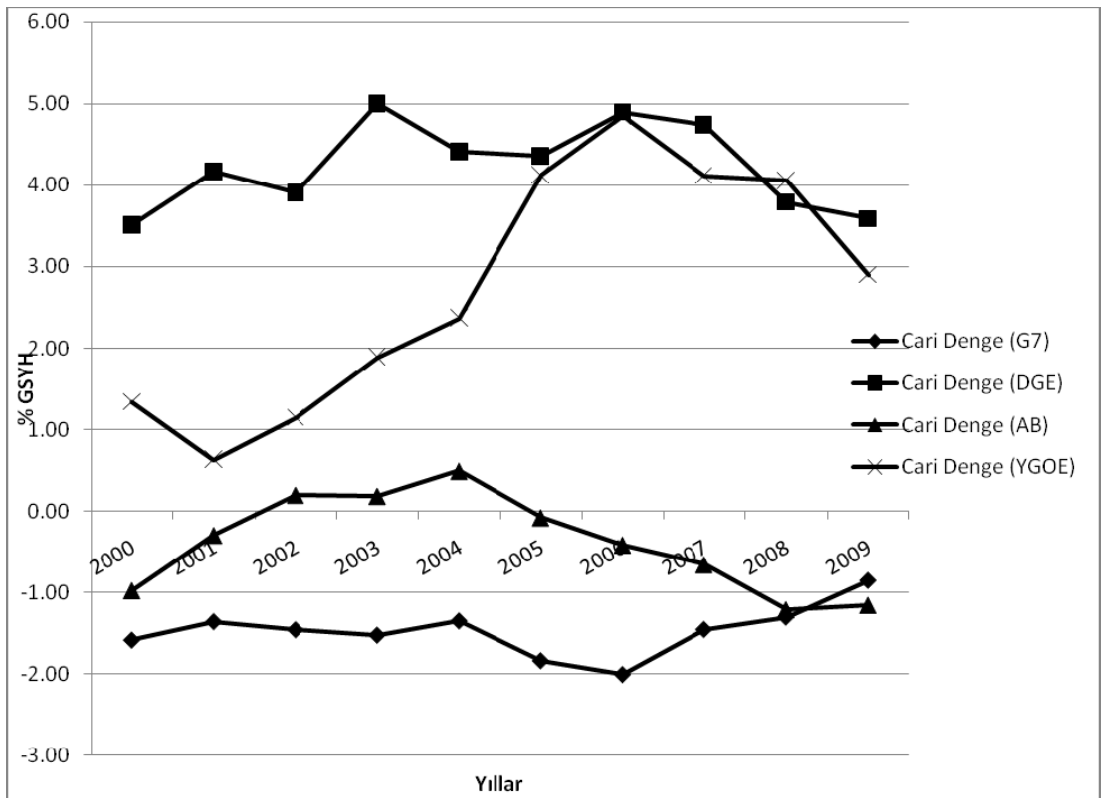
**Şekil 4.2: Seçilmiş Ülke Gruplarının Tüketici Fiyatları**

Şekil 4.2, yükselen piyasa ekonomilerini diğer üç gruptan ayıran önemli bir parametrenin de enflasyon verileri olduğunu açıkça doğrulamaktadır. Bu grubun enflasyon oranları, tıpkı tipik bir gelişmekte olan ekonomi gibi, gelişmiş ekonomilerin oldukça üzerindedir. Mevcut veri seti ile yükselen piyasa ekonomilerinin yıllık ortalama tüketici enflasyonu %7.0115 olarak hesaplanmıştır. Tüm serinin ortalama enflasyon değeri olan %3.8256, yükselen piyasa ekonomileri ortalamaya dahil edilmediğinde %2.2327'ye düşmektedir.

Şekil 4.2 de, bir önceki şekilde olduğu gibi içine girilen kriz ortamının göstergelerini barındırmaktadır. Görüldüğü gibi şekilde yer alan eğriler, 2007 yılının ortasından itibaren oluşan belirsizlik ortamı ve yaşanan güven sıkıntısının tesiri altında, oldukça yüksek bir eğim ile artışa geçmiştir. 2009 yılına ilişkin beklentiler, alınan önlemler sayesinde tüketici fiyatlarında düşüş beklentisine işaret etse de, piyasalara enjekte

edilen büyük miktarda paranın takip eden süreçte enflasyonist baskılara meydan verip vermeyeceği halen merak konusudur.

Yükselen piyasa ekonomilerinin referans özellikleri arasında gösterilebilecek olan bir diğer parametre cari dengedir. Daha önce ilgili bölümlerde detaylı biçimde incelendiği üzere, son on yılda global ekonomide yakalanan cari denge dinamikleri, dünya ekonomisini daha önce benzeri görülmemiş, hatta kimi yazarlarca 2. Bretton Woods olarak adlandırılan ve sürdürülemeyeceği öngörülen bir çok taraflı göz yumma sürecine sürüklemiştir. Bu anlamda cari dengenin zaman içinde nasıl hareket ettiğini incelemek, değinilen göz yumma sürecinin sonuçlarını yorumlamada faydalı bir araç olarak kullanılabilir. Aşağıda yer alan Şekil 4.3, ülke gruplarının ilgili dönemdeki cari denge seyirlerini yansıtmaktadır.



**Şekil 4.3: Seçilmiş Ülke Gruplarının Cari Dengeleri**

Yukarıdaki şekilden de görüldüğü üzere, yükselen piyasa ekonomileri, ele alınan dönemde sürekli cari fazla vermiştir. Cari fazlanın büyüklüğü ülkelerin gayrisafi yurtiçi hasıllarının %2.7414'ü düzeyindedir. Daha önce ilgili bölümlerde de değinildiği üzere, bu durum sıfır toplamı global cari dengede, bazı ülkelerin açık vermesi ile dengelenebilecek bir durumdur. Şeklin yansıttığı bilgidan hareketle açık

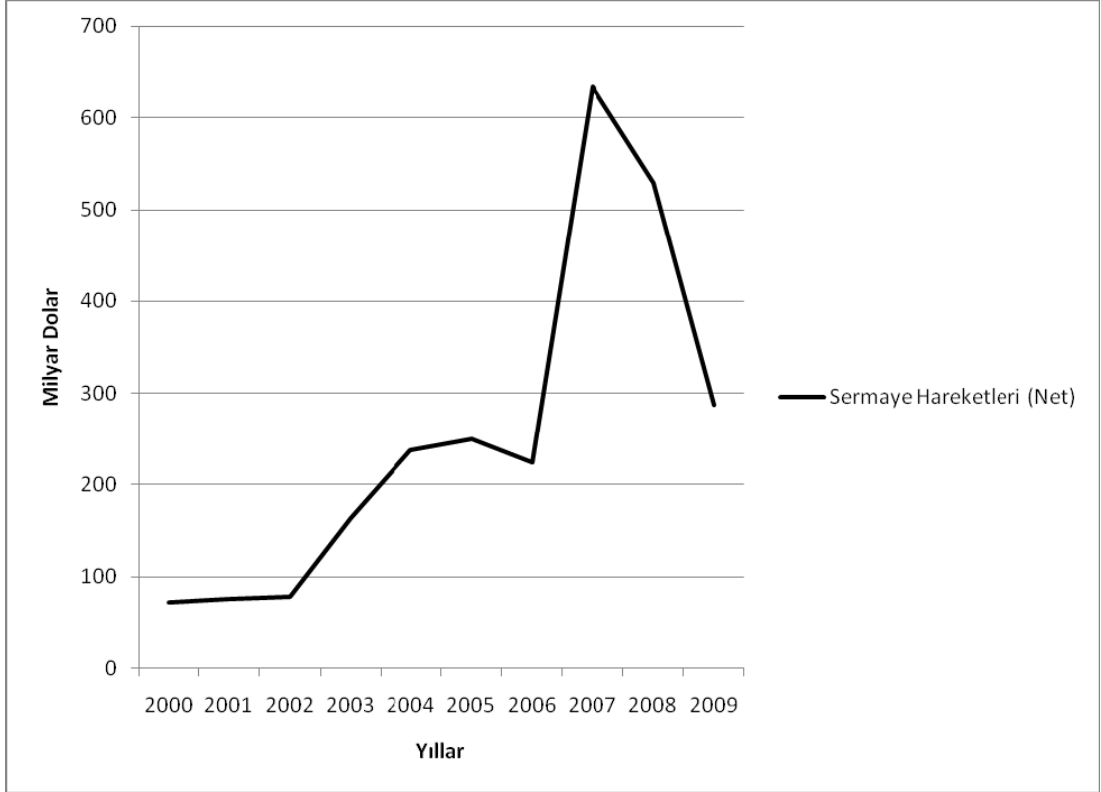


veren iki grubun G7 ülkeleri ve Avrupa Birliği olduğunu söylemek mümkündür. İki grubun ele alınan dönemdeki cari açık ortalaması gayrisafi yurtiçi hasıllarının %0.9328'dir. Yani şekilden henüz tam olarak gelişmemiş olan ekonomilerin cari fazla -ki bunların içinde başta Çin olmak üzere Asya ekonomilerinin ve petrol ihracatçısı Körfez Ülkeleri'nin payı büyüktür-, gelişmiş olanların ise cari açık verdiği sonucuna ulaşmak mümkündür. O halde şekildeki dördüncü grup olan diğer gelişmiş ekonomilerin cari fazlası (ilgili dönem itibariyle ülkelerin gayrisafi yurtiçi hasıllarının %4.2378) nasıl açıklanabilecektir?

Bu sorunun cevabını vermede faydalanılacak temel argüman, oluşturulan ülke gruplarının içeriklerinde saklıdır. Sorunun muhatabı diğer gelişmiş ekonomiler grubu incelendiğinde, grubun ya kendi para birimine sahip ekonomilerden, ya da Avrupa Birliği'ni yahut Euro'yu kabul etmemiş olan ekonomilerden oluştuğu görülecektir. Önceki bölümlerde yapılan açıklamalar doğrultusunda, sistemin başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere büyük ekonomilerin az değerli kurda yüksek ülke dışı finansman olanaklarından istifade etmesi biçiminde işlediği hatırlanacak olursa, neden diğer gelişmiş ekonomilerin G7 ülkeleri ve Avrupa Birliği gibi cari açık vermediği anlaşılabilir. Bu ülkelerin önemli derecede konvertibil olmayan ve dolayısı ile açık veren gelişmiş ekonomilerin para birimleri kadar manupile edilmeyen para birimleri, ülkelerin cari açık ile yüzyüze gelmesi önünde kuvvetli bir direnç noktası olmuştur. Bu sebeptir ki diğer gelişmiş ekonomiler, -global cari dengenin netleştirilmesinde önemli bir rol oynamasına rağmen- temel itibariyle yansız olan pozisyonları sayesinde, açıklanan cari denge ilişkilerinde bir taraf olarak yer almamakta ve sistemin olumsuz etkilerinden korunabilmektedir.

Yükselen piyasa ekonomilerinin sahip olduğu yüksek büyüme potansiyeli, bu ülkeleri yabancı yatırımcılar gözünde hem portföy yatırımları, hem de sabit sermaye yatırımları için birer cazibe merkezine dönüştürmüştür. Ekonomik büyümeye bağlı olarak sürekli artış trendi içine giren menkul kıymet borsaları ile risksiz getiri sunan devlet borçlanma araçları finansal yatırımcılar için yüksek getiri imkanı sağlarken, uygulanan ekonomik ve siyasal reformlar neticesinde önemli düzelme kaydeden ekonomik altyapı, sabit sermaye yatırımcılarını harekete geçirmektedir. Aşağıda yer

alan Şekil 4.4 ve Şekil 4.5, bu iki değişkende zaman içinde gözlenen değişimi yansıtmaktadır.<sup>59</sup>



**Şekil 4.4: Yükselen Piyasa Ekonomilerine Yönelen Sermaye Hareketleri<sup>60</sup>**

Şekilden açık biçimde görüldüğü üzere, 2001 IT krizini takip eden dönemde yükselen piyasa ekonomilerine yönelen sermaye hareketlerinde önemli artış yaşanmıştır. Tabiidir ki yaşanan artışta ülkelerin içinde bulunduğu köklü reform süreçlerinin etkisi büyük olmuştur. Reformlar sayesinde ülkelere çekilen yabancı sermaye, birçok alanda olduğu gibi yapısal reformların finansmanında da kullanılarak yeni sermaye girişimlerini teşvik etmiş, bu yönü ile ekonomik gelişme ile sermaye girişleri arasında kendi içinden beslenen bir döngü tesis edilmiştir.

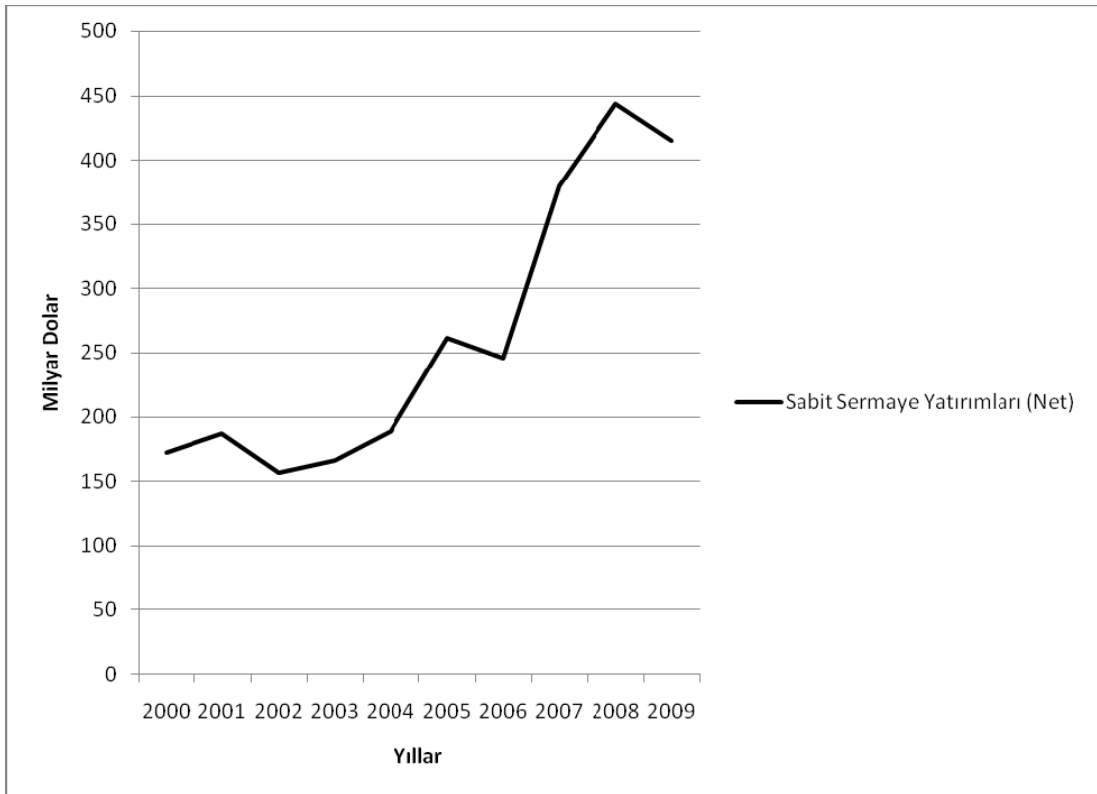
Şekil 4.4'te gözlenen değişimde etkili olan bir diğer faktör, 2002-2007 döneminde önemli artış kaydeden uluslararası likiditedir. Ancak istikrar ve güven ortamını tesis etmek amacı gidilen yapısal reformlar olmasa idi, hızla artan uluslararası likidite ortamında dahi finansal yatırım için yükselen piyasa ekonomilerini seçen kesimin yalnızca marjinal yatırımcılar olacağı akıldan çıkmamalıdır. Yani tüm dışsal koşullar

<sup>59</sup> Veri yetersizliği sebebi ile karşılatırmalı tablolara bu bölümde yer verilememektedir.

<sup>60</sup> Seri, İsrail ve Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri verilerini de içermektedir.

bir yana bırakıldığında, yükselen piyasa ekonomilerinin 2000 yılından bu yana çekmeyi başardığı yabancı sermayeyi teşvik eden temel gerekçenin ülkelerin yakaladığı gelişme trendi olduğunu düşünmek hatalı olmayacaktır.

Şeklin ortaya koyduğu bir diğer sonuç, yaşanan global krizin etkilerine yöneliktir. Görüldüğü gibi dünya ekonomisinin toplu büyüme sürecinin sona erdiği 2007 yılından itibaren yükselen piyasa ekonomilerine yönelen yabancı sermaye hareketleri yaklaşık olarak yarı yarıya azalmıştır. Yapılan 2009 yılı projeksiyonları da sermaye girişlerinde yaşanan düşüşün devam edeceği yönündedir. O halde 2008 yılı sonu itibariyle yükselen piyasaların gelişim trendlerini sürdürmesinin eskisi kadar kolay olmayacağını, hatta olumsuz senaryoların gerçeğe dönüşmesi halinde yükseliş döneminde oluşan olumlu tablonun tersine döneceğini beklemek dahi mümkündür.



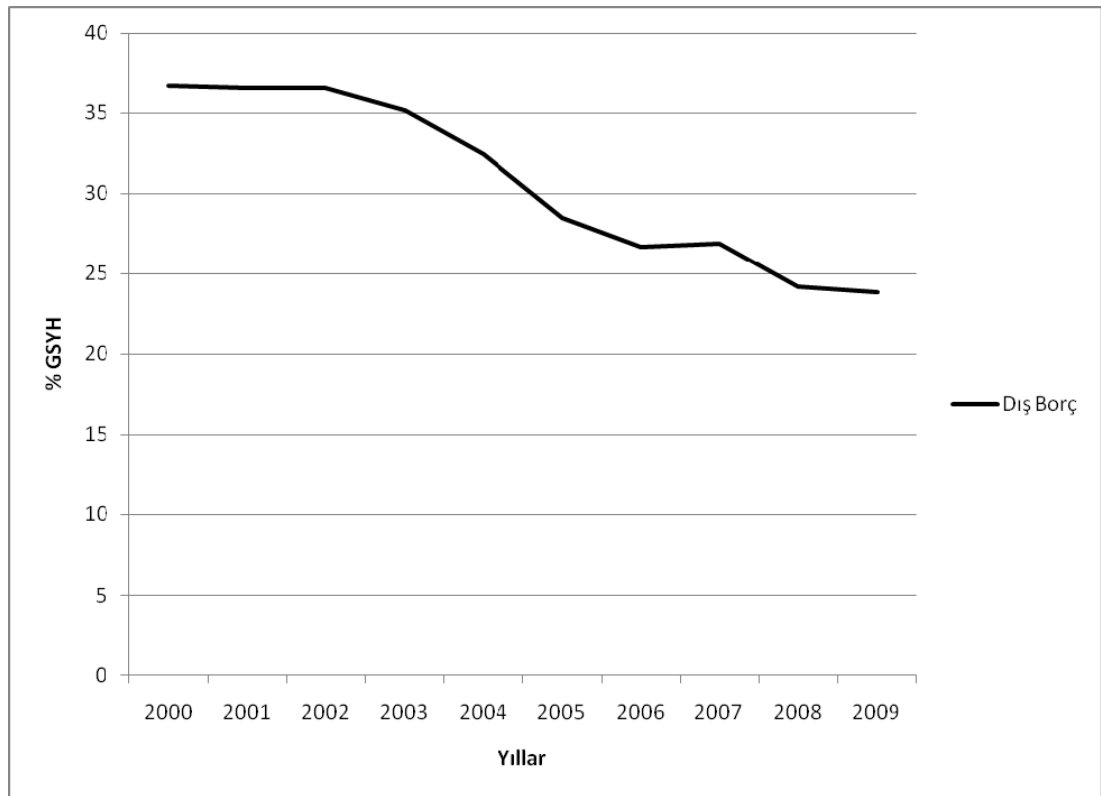
**Şekil 4.5: Yükselen Piyasa Ekonomilerine Yönelen Sabit Sermaye Yatırımları<sup>61</sup>**

Şekil 4.5'te görüldüğü gibi yükselen piyasa ekonomilerine yönelen sabit sermaye yatırımları da finansal yatırımlarda gözlenene benzer bir görüntü sergilemektedir. Artan para bolluğu ve oluşan iyimser beklentiler bu ülkelere yönelen sabit sermaye

<sup>61</sup> Seri, İsrail ve Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri verilerini de içermektedir.

yatırımları üzerinde kuvvetli bir artış etkisi yaratmıştır. Daha sonra gelen kriz, oluşan tablo üzerinde bozucu etki yaratmıştır. Ancak şekil de açık biçimde ortaya koymaktadır ki bu kez artış trendinde gözlenen düşüşün de, 2009 yılı itibariyle yaşanması beklenen azalışın da şiddeti çok daha düşüktür. Çünkü yabancı yatırımcının oluşan kriz ortamında üretim tesislerini kapatıp ülke organizasyonunu tasfiye ederek ülkeyi terk etmesi finansal yatırımlarda olduğu kadar kolay değildir. Finansal yatırımların krize verdiği ilk tepki azalış iken, sabit sermaye yatırımlarının verdiği ilk tepkinin artış trendinde azalış olması bu fikri doğrulamaktadır. Bu durum yabancı sabit sermaye yatırımlarının yükselen piyasa ekonomileri için sahip olduğu önemi net biçimde ortaya koymaktadır. Şekilden de görülmektedir ki ülkeye çekilen yabancı sabit sermaye yatırımları, yükselen piyasaların bu yatırımlardan umduğu sonucu -şimdilik- doğurmuştur.

Son olarak, yükselen piyasa ekonomilerinin kolay kolay elde etme olanağına sahip olmadığı yurtdışı borçların ele alınan dönemdeki seyrini incelemek oluşan tablo açısından tamamlayıcı nitelik taşıyacaktır. Aşağıda yer alan Şekil 4.6, yükselen piyasa ekonomilerinin ilgili dönemdeki dış borç seyrini ortaya koymaktadır.



**Şekil 4.6: Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Dış Borçları**

Görüldüğü gibi ele alınan dönemde yükselen piyasa ekonomilerinin dış borçları, %10'un üzerinde bir gelişme kaydederek %25'in altına inmiştir. Sergilenen dış borç performansında ülkelerin içine bulunduğu yapısal reform sürecinin önemli katkısı olduğu kadar, ülkelerin Avrupa Birliği yahut IMF ile olan ilişkileri gereği ulaşması gereken makroekonomik referans noktalarından birinin dış borca ilişkin olmasının da katkısı mevcuttur. Şeklin ortaya koyduğu trend incelendiğinde azalmanın en çok 2001 krizini takip eden global büyüme sürecinde gerçekleştiği görülmektedir. Bugün içinde bulunulan kriz ortamının kalıcı izler bırakmayacağı kabul edilecek olursa, yükselen piyasa ekonomilerinin mevcut trend ile gelecekte de dış borç yükünü hafifleteceklerini beklemek mümkündür.<sup>62</sup>

#### **4.4. Yükselen Piyasa Ekonomilerine Özel Bir Durum Olarak Orijinal Günah Önermesi**

Yükselen piyasa ekonomilerinin sıklıkla gereksinim duyduğu dış borçlarla ilgili olarak üzerinde durulması gereken konuların başında kuşkusuz söz konusu ekonomilerin ülke dışından fon sağlamada yaşadığı güçlükler gelmektedir. Ülkelerin dış borç sağlamada yaşadığı güçlüklerle geçmiş bölümlerde, ülkelerin kredi değerliliği, borcu geri ödeyebilme gücü ve çeşitli makroekonomik göstergeler kapsamında değinildi ise de bu kez konumuz, ülkelerin elde edilebilir olan dış fonlara neden başvuramayacağıdır. Diğer bir deyişle ülkelerin neden bazı durumlarda dış borçlanamayacağıdır. Konu bu ekseninde ele alınmak istendiğinde, detayların daha bütüncül omurga üzerine inşa edilmesinde fayda vardır.

Bilindiği gibi yükselen piyasa ekonomilerinin bir çoğu uluslararası piyasalarda geçerliliği olan kovertibil para birimlerine sahip değildir. Bu açıdan bakıldığında basit bir kur uyumsuzluğu biçimde değerlendirilmesi mümkün olan konu, temel itibariyle üçüncü nesil kriz modellerinin merkezinde yer almaktadır<sup>63</sup>. Bu çerçevede ilk kez Eichengreen, Hausmann ve Panizza<sup>64</sup> tarafından ele alınan ve Orijinal Günah

---

<sup>62</sup> Yükselen piyasa ekonomilerinin dış borçlanma koşul ve kısıtlarının değerlendirileceği takip eden bölümlerde, ülkelerin dış borç dinamiklerine ilişkin daha detaylı değerlendirmelere yer verilecektir.

<sup>63</sup> Bu modeller Asya krizinden hareketle, bankacılık ve finans sektörünün rolünü vurgulayarak, bankacılık krizleri ile para krizlerinin birbirlerini besleyen bir kısır döngü yarattığı ana fikrine dayanmakta ve krizlerin ülkeler arasında takip ettiği yayılma mekanizmasını açıklamaya çalışmaktadır. Krugman (1998)'in "ahlâki risk" yaklaşımı ve Radelet ve Sachs (1998)'in "finansal atak" yaklaşımı bu çerçevede değerlendirilen öncü çalışmalardandır.

<sup>64</sup> Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann, Ugo Panizza (2003a), "The Pain Of Original Sin", <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf> [09.10.2007]

(Original Sin) olarak adlandırılan kavram, *yükselen piyasa ekonomilerinin yabancı piyasalardan kendi para birimleri ile borçlanamaması durumunu* ifade etmektedir.

Bordo, Meissner ve Redish<sup>65</sup>, konuyu temel itibariyle global finans piyasalarının dinamiklerine bağlamakla birlikte, global finans piyasaları kavramından yalnızca günümüz piyasalarını algılamamanın yanlış olacağına dikkat çekmektedirler. Onlara göre orijinal günah, Birinci Dünya Savaşı öncesindeki finansal globalizasyon döneminde de varlığı hissedilen ve bu yönü ile tarihsel bir arka planı bulunan bir olgudur. Bahsi geçen dönemde uluslararası borçlanma ilişkilerinde başta İngiliz Sterlin'i olmak üzere az sayıda para biriminin (Frank ve Florin gibi) kullanılıyor olması bu bilginin doğruluğunu ortaya koyar niteliktedir. O halde konu ile ilgili olarak bahsi geçen dönemden günümüze dek yaşanan bilgi toplumuna geçiş, hızlanan teknolojik yenilikler, internet kullanımının yaygınlaşması gibi gelişmeler, temel itibariyle konunun niteliğinde değil, niceliğinde, oluşum biçim ve süreci üzerinde etkili olmuştur.

#### **4.4.1. Orijinal Günahın Evrimi**

Yükselen piyasa ekonomilerinin bir çoğunda iktisadi birimler, borcun finansmanında yabancı kaynaklara yönelirler. Buna karşılık, aynı iktisadi birimler genel itibariyle lokal finansal aktiflerden getiri beklentisi içindedirler. Hal böyle iken kurlarda herhangi bir sebep ile meydana gelecek bir bozulma, borçlanıcıların borç yükünü, borçların geri ödenememe riskini ve dolayısı ile kriz riskini arttırır. Gelişmekte olan ülkelerde 1999-2001 yılları arasında kullanılan uluslararası borçlanma araçlarının yalnızca %2.7'sinin lokal para birimleri üzerinden çıkarıldığı düşünüldüğünde, durumun yükselen piyasa ekonomileri açısından aslında ne denli ciddi olduğu ortaya çıkmaktadır. Aynı oranın, söz konusu dönemde Euro Bölgesi'nde %56.8 oluşu ise hem karşılaştırma yapmak açısından, hem de konvertibl para birimlerinin konu açısından arzettiği önemi ortaya koymak bakımından önemlidir. Dünya ekonomisinde yer alan çeşitli ülke gruplarının uluslararası borç dağılımının ve borçların para birimlerinin 1993-2001 yıllarını kapsayan veriler yardımı ile özetlendiği Tablo 4.2 aşağıda verilmiştir.

---

<sup>65</sup> Michael D. Bordo, Christopher Meissner, Angela Redish "How "Original Sin" Was Overcome: The Evolution Of External Debt Denominated In Domestic Currencies In The United States And The British Dominions 1800-2000" ?, **NBER, Working Paper No: 9841**, <http://www.nber.org/papers/w9841.pdf> [11.10.2007]

**Tablo 4.2: Ülke Grupları Ve Para Birimlerine Göre Uluslararası Borçlar**

1993-1998								
	Yerleşiklerin Toplam Boçlanma Enstrümanları		Yerleşiklerin Kendi Para Birimleri Üzerinden Toplam Boçlanma Enstrümanları		Ülke Gruplarının Para Birimleri Cinsinden Yerleşiklerin Toplam Boçlanma Enstrümanları		Ülke Para Biriminin Payı	Grup Para Biriminin Payı
Büyük Finans Merkezleri*	939.1	%34	493.6	%64	1868.4	%68.1	%52.6	%199.0
Euro Bölgesi	855.9	%31	198.4	%26	647.5	%23.6	%23.2	%75.7
Diğer Gelişmiş Ülkeler	390.1	%14	68.6	%9	128.2	%4.7	%17.6	%32.9
Gelişmekte Olan Ülkeler	269.0	%10	6.3	%1	16.8	%0.6	%2.3	%6.3
Uluslararası Organizasyonlar	289.7	%11	0.0	%0	0.0	%0	%0	%0
ECU	0.0	%0	0.0	%0	82.8	%3.0	%0.0	%0.0
Toplam	2743.7	%100	766.8	%100	2743.7	%100	%27.9	%100
1999-2001								
Büyük Finans Merkezleri	2597.7	%45	1773.6	%61	3913.8	%67.8	%68.3	%150.7
Euro Bölgesi	1885.6	%33	1071.5	%37	1722.2	%29.8	%56.8	%91.3
Diğer Gelişmiş Ülkeler	477.6	%8	45.9	%2	89.9	%1.6	%9.6	%18.8
Gelişmekte Olan Ülkeler	434.0	%8	11.6	%0	47.4	%0.8	%2.7	%10.9
Uluslararası Organizasyonlar	378.4	%7	0.0	%0	0.0	%0	%0	%0
ECU	0.0	%0	0.0	%0	0.0	%0	%0	%0
Toplam	5773.3	%100	2902.5	%100	5773.3	%100	%50.3	%100

\* Amerika Birleşik Devletleri, Japonya, Birleşik Krallık ve İsviçre

Eichengreen, Hausmann, Panizza, **age**, 28

Tablo 4.2, Euro'ya geçişin etkilerini ortaya koyabilmek amacı ile iki ayrı panel halinde hazırlanmıştır. Tabloda yer alan rakamlar her alt dönemde ülkelerin ortalama borç stokunu yansıtmaktadır. Tablonun birinci sütunu, grup ülkelerinde yaşayan yerleşiklerin ortalama borç stokunu, ikinci sütunu, ilgili rakamın toplam içindeki yüzdesel ağırlığını, üçüncü sütunu, grup ülkelerinde yaşayan yerleşiklerin kendi para birimleri cinsinden ortalama borç stokunu, dördüncü sütunu, ilgili rakamın toplam içindeki yüzdesel ağırlığını, beşinci sütunu, borçlanılan para birimlerine göre borç dağılımını, altıncı sütunu, ilgili rakamın toplam içindeki yüzdesel ağırlığını ifade etmektedir. Bunlara ek olarak, tabloda yer alan yedinci sütun her ülke grubunda

kurulan borç ilişkilerinin ne kadarının ülkenin kendi para birimleri üzerinden oluşturulduğunu (üçüncü sütunun birinci sütuna oranı), sekizinci sütun ise borçlanmaya konu para birimlerinin ne kadarının ülkede yaşayan yerleşikler tarafından kullanıldığını (beşinci sütunun birinci sütuna oranı) ortaya koymaktadır.

Tablo 4.2, ele alınan iki alt dönemde dünya ekonomisinin uluslararası borç kompozisyonunu çeşitli yönleri ile ortaya koymaktadır. İlgilenilen konunun orijinal günah olması sebebi ile, bu bölümde ekseriyetle gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomileri karşılaştırma yolu ile dünya ekonomisindeki borç dağılımı ve sonuçların orijinal günah ile bağlantısı ortaya konulmaya çalışılacaktır. Tablodan da görüldüğü üzere, dünya ekonomisinde kurulan uluslararası borç ilişkilerinde her iki alt dönemde de Büyük Finans Merkezleri olarak adlandırılan grubun ağırlığı dikkat çekmektedir. Bu gruba dahil olan ülkeler, 1993-1998 döneminde, dünya ekonomisindeki toplam borçlanma enstrümanlarının %34'ünden, 1998-2001 döneminde ise %45'inden istifade etmişlerdir. Burada asıl vurgulanması gereken nokta, bu ülkelerin bahsi geçen borçlanma ilişkilerinin ilk dönemde %68.1'ini, ikinci dönemde ise %67.8'ini kendi para birimleri vasıtası ile kurmuş olmalarıdır.

Euro'ya geçişin üzerinde olumlu etki yarattığı en önemli grup, kuşkusuz ki Euro Bölgesi'dir. Bölge ülkeleri, ilk alt dönemde dünya ekonomisindeki toplam borcun toplam %31'ine sahiptir ve bunun %23.6'sını kendi para birimleri üzerinden borçlanmıştır. İkinci alt dönemde de ise ülkeler dünya ekonomisindeki toplam borcun %33'üne sahiptir ve borçlanma ilişkilerinin %56.8'ini bölgenin birimi üzerinden kurmuştur. Burada şüphesiz ki Euro Bölgesi'nde yaşanan genişlemenin ve Euro ile yapılan ticaretin dünya ticaret hacmi içindeki artışının etkisi büyüktür.

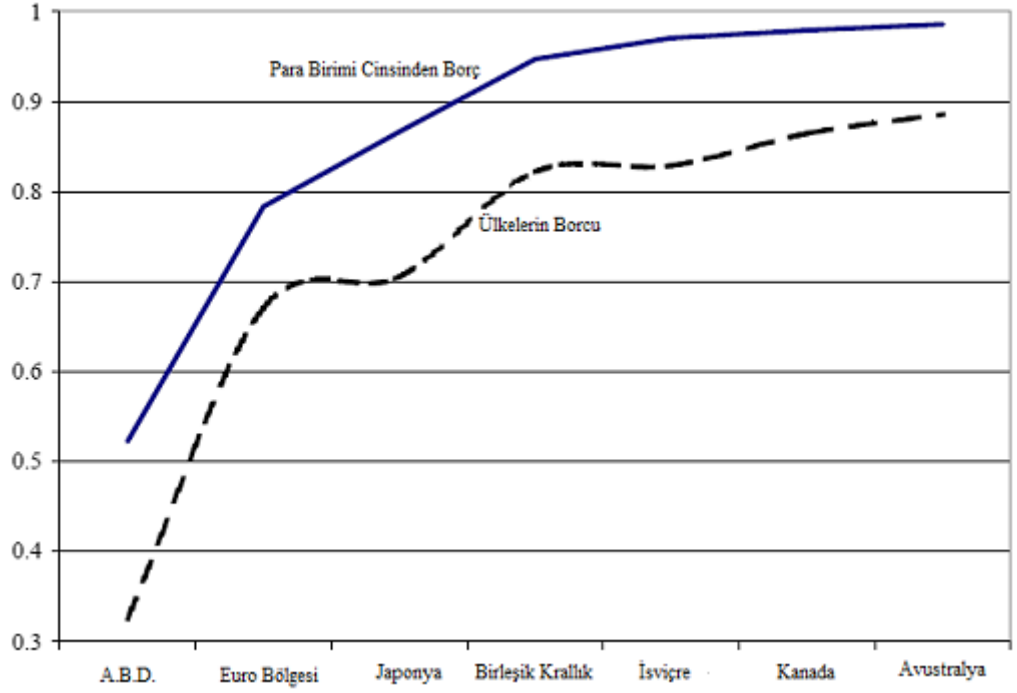
Diğer gelişmiş ülkeler grubunun uluslararası borç kompozisyonunun ele alınan ilk iki gruba nispetle daha başarısız olduğu söylenebilir. Bu grup, ilk alt dönemde dünyadaki toplam borcun %14'üne sahiptir ve bu borçların yalnızca %4.7'si ülkelerin kendi para birimleri üzerindedir. İkinci alt dönemde ise grup ülkelerinin borcu, dünya ekonomisindeki toplam borcun %8'ine, kendi para birimleri ile borçlanılan miktar ise %1.6'ya düşmüştür. Kuşkusuz grup ülkelerinin toplam borcundaki düşüşte de, bu borç içinde ülkelerin kendi para birimleri ile boçlandığı orandaki düşüşte de, Euro Bölgesi ülkelerinde de olduğu gibi Euro'ya geçişin etkisi büyüktür. Burada altı çizilmesi gereken nokta, ülkelerin uluslararası borçlarındaki oransal düşüşün yarattığı olumlu havanın, uluslararası borç ilişkilerinde yabancı para



birimlerine artan oranda bağımlılığın getirdiği olumsuzluklar vasıtası ile esas itibariyle ortadan kalktıdır. İlerleyen bölümlerde de ortaya konulacağı üzere, Büyük Finans Merkezleri'nden aşama aşama diğer gelişmiş ülkelere ulaşılırken ortaya konan durum orijinal günahın önemli bir göstergesidir.

Orijinal günah yaklaşımı dahilinde konunun odağında yer alan asıl grup olan gelişmekte olan ülkelerin durumu ise Büyük Finans Merkezleri grubunda gözlenenin durumun neredeyse tam tersidir. Tablonun ortaya koyduğu üzere bu gruba dahil ülkeler, ilk alt dönemde dünyadaki toplam uluslararası borcun %10'unda sahiptir ve sözkonusu borçlanma ilişkilerinin yalnızca %2.3'ü grup ülkelerinin lokal para birimleri üzerinden akdedilmiştir. Aynı durum, ikinci alt dönemde de neredeyse hiç değişmemiş ve bahsi geçen oranlar sırası ile %8 ve %2.7 olarak gerçekleşmiştir. Yalnızca oranlarda yaşanan değişimin bile bazı yönleri ile orijinal günah önermesini doğruladığı düşünülebilir. Örneğin 1993-1998 döneminden 1999-2001 dönemine geldiğinde, yapıları itibariyle büyük miktarda uluslararası finansman kaynaklarına gereksinim duyan gelişmekte olan ülkeler grubunun dünya uluslararası borç piyasasından faydalanabildikleri oranın %10'dan %8'e gerilediği görülmektedir. Bu durum, gelişen global ekonomi koşulları altında yükselen piyasaların uluslararası piyasalardan borçlanmasının daha da güçleştiğinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Bununla birlikte, lokal para birimleri üzerinden borçlanılan oranın %2.3'ten, %2.7'ye çıkışını açıklamada kullanılacak herhangi bir teorik yahut ampirik bilgi mevcut değildir. Temel itibariyle %3'ün altında bir oranda kendi para birimlerinden borçlanma olanağına sahip bir ülkenin/grubun, sözkonusu piyasada bahsi geçen oranı yukarı çekebilecek kadar söz sahibi olmasını beklemek olanaklı değildir. Görülen %0.4'lük değişim, ancak ve ancak daha önce değinilen ilk üç grupta yer alan ülkelerin borç kompozisyonlarında yaşanan ve bu grup için dışsal kabul edilebilecek olan değişim ile açıklanabilmektedir.

Buraya kadar anlatılanlar, orijinal günahın temel olarak yükselen piyasa ekonomilerinin bir sorunu olduğunu ortaya koymuştur. Analize konu olan veri setinin de ortaya koyduğu üzere, yükselen piyasa ekonomileri, uluslararası borç piyasalarına girebilmenin yanı sıra bu piyasalarda kendi para birimleri ile borçlanma açısından da sınırlanmış durumdadır. Aşağıda verilen Şekil 4.7, bu durumu açıkça ortaya koymaktadır.



**Şekil 4.7: İtibarı Yüksek Para Birimlerinin Uluslararası Borçlanma İlişkilerindeki Ağırlığı**

Eichengreen, Hausmann, Panizza, age, 29

Şekil 4.7’de yer alan kesiksiz eğri, dünya ekonomisinde itibarı ve konvertibilitesi yüksek para birimleri üzerinden akdedilen borçlanma ilişkilerinin kümülatif payını, kesikli eğri ise uluslararası borç piyasasında yer alan en büyük borçlanıcıların payının kümülatif oranını ortaya koymaktadır. Şekilde yer alan iki eğri arasındaki açıklık konumuz itibarıyla dikkat çekicidir. Buna göre, uluslararası piyasalarda kurulan borçlanma ilişkilerinin %87’si üç büyük para birimi dolar, euro ve yen üzerinden gerçekleşmektedir. Buna karşılık Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği ve Japonya’nın uluslararası borç piyasasındaki ağırlığı %71’dir. Aynı oranlar, hesaplamalara Birleşik Krallık Ve İsviçre de dahil edildiğinde sırası ile %97 ve %83 olmaktadır. Bu verilerin konumuz açısından bir kez daha ortaya koyduğu ilk bilgi, uluslararası borç ilişkilerinin %83’e varan oranda sınırlı sayıda ülke tarafından zaptedildiğidir. Yani uluslararası piyasalarda itibarı ve konvertibilitesi yüksek para birimlerinin piyasa üzerindeki ağırlığı fazlasıyla yüksektir. Şekilin ortaya koyduğu ve orijinal günahın varlığına işaret eden ikinci bilgi ise %83’e varan oranda az sayıda ülkenin kontrolünde olan uluslararası borç piyasalarında bu ülkelerin para birimleri üzerinden kurulan ilişkilerin, ülkelerin borç piyasalarında doldurduğu alanın ciddi biçimde üzerinde olduğudur. Yani dünyada bahsedilen beş ülkenin dışında kalan ve

toplam uluslararası borcun %17'sini paylaşan tüm ülkelerin kendi para birimleri cinsinden borçlandıkları oran, yalnızca %3'tür.

#### 4.4.2. Orijinal Günahın Kaynakları

Yukarıda çeşitli yönleri ile ele alınan orijinal günahı besleyen kanallar incelenmek istenildiğinde karşımıza oldukça karmaşık bir tablo çıkmaktadır. Konunun karmaşıklığı esas itibariyle, ele alınan olgunun bir nedensellik ilişkisi içinde belirli parametrelere bağlanıp net bir biçimde açıklanamamasından ileri gelmektedir. Konu ile ilgili akademik yazın incelendiğinde, konunun -deneysel olarak *kesin sonuçlara* ulaşabilme imkansızlığından olsa gerek- genel itibariyle piyasa ekonomisinin işleyişinde yaşanan aksaklıklar yahut kurumsal yetersizlikler ile açıklanmaya çalışıldığı görülür. Bu durum, bir anlamda orijinal günah ile etkileşim içinde olduğu bilinen bazı parametreleri belirli başlıklara adreslemeye ve genelleme yapmaya neden olmaktadır. O halde orijinal günahı çözümlenmede izlenmesi gereken yol, konu ile ilgisi olan/olması muhtemel parametreleri ayrı ayrı değerlendirmekten geçmektedir. Bu bölümde, geçmişte konu ile ilgili yapılan çalışmalarda orijinal günah ile arasında çeşitli yönleri ile bağlantı kurulmaya çalışılmış olan parametreler ele alınacak ve bunların sonuçları değerlendirilecektir.

Yukarıda detaylı biçimde ele alındığı üzere, orijinal günah genel itibariyle gelişmekte olan ekonomilerin karşı karşıya geldiği bir problemdir. Ancak buradan hiçbir gelişmiş ekonominin orijinal günah ile karşı karşıya gelmeyeceği sonucunu çıkarmak doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Zira önceki bölümlerde de belirtildiği gibi, dünya ekonomisindeki borç ilişkilerinin neredeyse tamamı az sayıda ülkenin para birimi üzerinden kurulmaktadır ve dünyada bu ülke/ülke gruplarına dahil olmayan gelişmiş ekonomiler de mevcuttur. O halde orijinal günah temelde para birimlerinin kovertibilitesi ile ilgili bir problemdir. Konuyu ekonomik gelişmişlik ekseninde ele almak daha farklı istatistiki tahminler yapmayı gerekli kılmaktadır. Eichengreen, Hausmann ve Panizza<sup>66</sup>ya göre orijinal günah, ekonomik gelişmişlik düzeyinin ölçüsü olarak değerlendirilebilecek olan değişkenlerden kişi başına gayri safi yurt içi hasıla ile istatistiki olarak anlamlı bir ilişki içinde değilken, ülkenin dünya ekonomisi içindeki nispi ağırlığı ile yakından ilişkilidir. Buna göre eğer ekonomik gelişmişlik düzeyi ile orijinal günah arasında anlamlı bir istatistiki ilişki kurulamıyor ise,

---

<sup>66</sup> Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann, Ugo Panizza (2003b), "The Mystery of Original Sin", <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/osmysteryaug21-03.pdf> [09.10.2007]

ekonomik gelişmişlik düzeyi üzerinde belirleyici etkisi olan ülke karakteristikleri ile orijinal günahdaki değişimin açıklanması mümkün değildir.

Orijinal günahın kaynakları arasında ele alınabilecek parametrelerden bir diğeri, uygulanan ekonomi politikalarının kredibilitesidir. Bilindiği gibi gelişmekte olan ekonomilerin yapısal dönüşüm sürecinde karşılaştıkları en önemli sorunlardan biri kurumsal düzenlemelerdir ve arzu edilen sonuçlara ulaşmada hedeften sapmalar neredeyse bu ülke gruplarının tamamında gözlenen bir olgudur. Bu durum, yerel para biriminin itibarı üzerinde önemli olumsuz sonuçlar yaratmakta ve uluslararası borç ilişkilerinde konvertibl para birimlerine yönelmenin yanı sıra ülke içinde de para ikamesi sorununu gündeme getirmektedir. Tirole<sup>67</sup>,ye göre yabancı yatırımcıların yatırımın para birimine karar verirken önemsedikleri iki temel gösterge mevcuttur. Bunlardan ilki hükümetlerin mülkiyet haklarını koruma konusundaki hassasiyeti, diğeri ise manipüle edilmeye müsait parasal büyüklükler üzerindeki tutumlarıdır. Bu iki göstergeden en az birinde gözlenecek bir olumsuzluk, yatırımcıların yatırımın değerini koruyacak ve enflasyon riskinden sakınacak para birimleri üzerinden çıkarılmış finansal aktiflere yönelmesine sebep olmaktadır. Bu durum yerel para biriminin borç enstrümanları üzerindeki geçerliliği üzerinde önemli sınırlayıcı etkiler yaratmaktadır.

Tirole<sup>68</sup>, bahsi geçen durumun devletin reel döviz kurlarına etki edecek politikalar geliştirmesi ile çözümlenebileceğini belirtmektedir. Ne var ki gelişmekte olan ekonomilerde reel kur ve nispi fiyat düzeyine etki edebilecek önlemler geliştirebilmek, gerek kurumsal yetersizlikler, gerekse ekonomilerin dünya ekonomisi içindeki göreceli ağırlığı sebebi ile pek mümkün olmamaktadır. Chamon<sup>69</sup>,a göre ise eğer orijinal günah kaynağını antienflasyonist politikaların kredibilitesindeki yetersizlikten alıyor ise bu durumdan enflasyona endeksli borç enstrümanlarının kullanımı ile kurtulmak mümkündür. Ancak bu önerinin, enflasyonist ortamda ülkeye uluslararası piyasalarda kendi para birimi ile borçlanma opsiyonu tanımayacağı, dolayısı ile orijinal günahın önüne geçemeyecek olması sebebi ile yaygın kabul görmediğini söylemek mümkündür. Bunun ötesinde ülkenin

---

<sup>67</sup> Tirole, Jean. "Inefficient Foreign Borrowing: A Dual-and Common-Agency Perspective", **American Economic Review Vol. 93, No. 5, Dec 2003**, <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/000282803322655491>

<sup>68</sup> Tirole, **age**

<sup>69</sup> Chamon, Marcos. "Why can't developing countries borrow from abroad in their currency?", [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=320001](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=320001) [09.10.2007]

mevcut ekonomik koşullar altında, itibarı yüksek yabancı para birimleri üzerinden enflasyona endeksli borçlanma enstrümanları çıkarması zaten olası alternatifler arasında yer almamaktadır.

Orijinal günah ile ekonomi politikalarının kredibilitelerini ilişkilendiren çalışmaların bir çoğuna göre orijinal günah kendi başında bir problemden ziyade, bir semptomdur. Bu problemin çözümü için getirilen önerilerdeki genel eğilim IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası kurumların geliştirmekte olan ekonomiler için sunduğu reçetelerden önemli farklılıklar arz etmemektedir. Sunulan öneri, antienflasyonist politikaların kredibilitelerini arttıracak kurumsal dönüşümü sağlamak ve bu yolda gerekli reformları tamamlamaktır. Merkez bankacılığının geliştirilmesi, merkez bankalarının ekonomik ve politik bağımsızlığını artırılması ve politika uygulamalarında gereken şeffaflığın tesis edilmesi, orijinal günah ile mücadele sürecinin başarısı için gerekli koşuldur.

Para politikası uygulamalarının etkinliğini arttırmanın yanı sıra, bu önlemleri şeffaf ve hesap verilebilirliği yüksek maliye politikası önlemleri ile destekleme hususunda akademisyenler arasında fikir birliği olduğu söylenebilir. Bu noktada maliye politikalarının oluşturulma sürecinde rol alan kurumların üzerindeki siyasal baskının azaltılması, konu itibarıyla olmazsa olmaz bir nitelik taşımaktadır. Orijinal günahı maliye politikalarının etkinliği ve politika uygulamalarının başarısı ile ilişkilendiren çalışmaların temel hareket noktası, mali kurum ve hesapları zayıf olan ekonomilerin kendi para birimlerinin değer ve itibarını koruma ve kontrol etme noktasında karşılaşacağı güçlüklerdir. Mali altyapısı sağlam olmayan ekonomilerin para birimi değerlerinde, yabancı para cinsi yükümlülüklerde gözlenen dengesizlikler sebebi ile zaman zaman meydana gelen büyük oynamalar bu bilgiyi doğrular niteliktedir. Bu durum, konu üzerine çalışan bazı yazarları temel mali parametreler vasıtası ile orijinal günahın varlığını test etme noktasına taşımıştır. Eichengreen, Hausmann ve Panizza<sup>70</sup>, çalışmalarında kamu borcu ve açığına gözlenen küçük bir anlamlı ilişki dışında orijinal günah ve maliye politikası uygulamaları arasında anlamlı bir ilişkiye rastlamamışlardır. Yazarlar bu durumu, maliye politikası uygulamalarında belirli dönemlerde önemli başarı ve ilerleme kaydetmiş olmalarına rağmen orijinal günahı kurtulmayı başaramamış Şili, Güney Kore gibi ülkelerin varlığı ile örneklendirmektedir.

---

<sup>70</sup> Eichengreen, Hausmann, Panizza, *age*

#### 4.4.3. Orijinal Günahın Sonuçları

Görüldüğü gibi yükselen piyasa ekonomileri, yapısal dönüşüm süreci içinde büyüme ve ekonomik stabiliteyi sağlama noktasında yaşanan bir takım aksaklıkların yanı sıra ülke dışı kaynaklardan kolaylıkla istifade edebilme noktasında da sınırlanmış durumdadır. Bu ekonomilerin ülke dışından kendi para birimleri ile borçlanabilme konusunda yaşadıkları sıkıntı, kuşkusuz ki kur uyumsuzluğu sebebi ile ülkenin ödemeler dengesinde de önemli sorunlar oluşmasına sebebiyet vermektedir. Ülkenin çeşitli kanallardan içine düştüğü durumun para ve maliye politikalarının uygulanabilirliği konusunda ülkeyi yeni bir açmaza sürüklemesi kaçınılmaz olmaktadır.

Temel itibariyle gelişmekte olan ekonomilerin çözümü konusunda önemli sıkıntılar yaşadığı istikrarlı büyüme, stabil döviz kurları ve makul faiz düzeyi gibi konuların tamamında orijinal günahın izleri bulmak mümkündür. Bu parametrelerin her birinin orijinal günah ile olan ilişkisini ayrı ayrı ele almak ve bunlardan bütüncül bir neticeye ulaşmak orijinal günahın sonuçlarını sağlıklı değerlendirebilmek açısından faydalı olacaktır.

Reel döviz kuru, yaşanan kaynak problemlerinin aşılması -ampirik olarak sık gözlenen bir durum olmasa da- yahut şiddetlenmesi noktasında belirleyici öneme sahiptir. Özellikle ekonomik gerginlik dönemlerinde kurlarda gözlenen değer kayıpları, merkez bankaları üzerinde kısa dönemli dış ekonomik gelişmelere uyum sağlama hususunda önemli bir baskı yaratmaktadır. Eichengreen, Hausmann ve Panizza<sup>71</sup>, çalışmalarında yükselen piyasa ekonomilerinin reel döviz kurunda görülen istikrarsızlıkların, gelişmiş ülkelerin reel döviz kurlarında görülenin ortalama olarak 2.5 katı olduğunu ortaya koymuştur. Bu durum, ülkenin arzu edilen şartlarda borçlanabilmesi için borç vericilere ek risk primi önermek zorunda kalınması ile sonuçlanabileceği gibi, oluşan panik ortamı sebebi ile aktif fiyatlarındaki meydana gelecek bir olumsuz hareket dalgası ile de sonuçlanabilecektir. Her iki durumda da ekonominin belirli etkinlik noktalarından uzaklaşması, dolayısı ile bir kaos ortamına sürüklenmesi kaçınılmaz olmaktadır.

Kurlarda görülen nispi bozulma ve aşırı değişkenlik, para ve maliye politikalarının kolaylıkla uygulanabilmesi önünde ciddi bir engel oluşturmaktadır. Özellikle reel

---

<sup>71</sup> Eichengreen, Hausmann, Panizza, *age*

kurlarda yukarıda açıklanan biçimde oluşan hareketler, zaten uzaklaşmış olan ekonomik etkinliğe ulaşmada başvurulan para politikalarının uygulayıcısı konumundaki merkez bankalarını, uygulanabilir politika paketleri arasından seçim yapma noktasında zora sokmaktadır. Çünkü artan yabancı para cinsi yükümlülükler, belirli bir eşik değerin üzerinde, merkez bankalarının yabancı para rezervlerini lüzumundan fazla şişirmesi sonucu doğurmakta ve bu durum merkez bankalarının “likiditenin son ayağı” olma rolünde başarısızlığa zemin hazırlamaktadır.

Arzu edilen koşullarda yurtdışı kaynaklardan yararlanamama, reel döviz kurlarında gözlenen bozulma ve aşırı volatilité ve nihayetinde para ve maliye politikası uygulamalarında beliren etkinsizlik, tabiidir ki ekonomik aktivite ve büyüme üzerinde olumsuz etki yaratacaktır. Yapılan çalışmalar, orijinal günahın varolduğu yükselen piyasa ekonomilerinin büyüme performansının, orijinal günaha maruz kalmayan gelişmiş ekonomilerin büyüme performansından belirgin biçimde düşük olduğunu ortaya koymuştur.

#### **4.4.4. Orijinal Günahın Sakınmaya Yönelik Bir Öneri**

Önceki bölümde de ele alındığı üzere, yükselen piyasa ekonomilerinde orijinal günahı engelleme maksadı ile gerçekleştirilen yapısal reformlar, yapılan kurumsal düzenlemeler ve alınan ekonomi politikası önlemleri tam anlamı ile beklenen sonucu vermemektedir. Bu durum, gerek ülkelerin ekonomi yönetimlerini, gerekse konu üzerine çalışan akademisyenleri, ekonomilerin orijinal günahın korunmasını sağlayacak yeni ve sonuca ulaşabilecek nitelikte yöntemler geliştirmeye sevk etmiştir.

Konu ile ilgili literatür incelendiğinde, önerilerin oldukça geniş bir yelpazede yer aldığını söylemek mümkündür. Önerilerden ilki 1999 yılında ticaret hadlerinde yaşanan değişiklikler sebebi ile oluşabilecek riskleri ortadan kaldırmaya yönelik bir sigorta piyasası oluşturmak amacı ile Dünya Bankası’ndan gelmiştir. Takip eden dönemde Borensztein<sup>72</sup>, ülkelerin gayrisafi yurtiçi hasıla düzeylerine bağlı ve kupon değerleri gayrisafi yurtiçi hasılda yaşanan dalgalanmalara göre değişen uluslararası

---

<sup>72</sup> Eduardo Borensztein, Paolo Mauro, “The Case For GDP Indexed Bonds”, **IMF Policy Discussion Paper, Economic Policy, April**, <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=801480> [09.10.2007]

tahvil fikrini ortaya atmıştır. Daha sonra Shiller<sup>73</sup>, ülkeler arasındaki makroekonomik risklerin ortadan kaldırmanın orijinal günahı engellemede etkin bir yöntem olabileceği fikri ile ülkelerin, her ekonominin gayrisafi yurtiçi hasıla düzeyi nispetinde değiş tokuş edebileceği türev yatırım enstrümanları yapılandırmasını önermiştir. Konu ile ilgili bir diğer öneri ise borçlanıcı durumundaki yükselen piyasa ekonomilerinin temel ihraç mallarının fiyat düzeylerine endeksli borçlanma enstrümanları geliştirilmesi fikri ise Cabalero<sup>74</sup> tarafından ortaya atılmıştır.

Görüldüğü gibi ortaya atılan önerilerin hemen hemen hepsi, uluslararası riski paylaştırmaya yöneliktir ve ülkeler arasında ortak bir paydada buluşmayı, dolayısı ile belirli koşullara tabi olmayı önceden kabul etmeyi içermektedir. Bahsedilen fikirlerde bu iki koşulun birlikte sağlanması gerekliliği, hem uluslararası alanda önerilerin kabul edilirliliğini arttırmak, hem de sonradan ülkeler arasında oluşabilecek muhtemel anlaşmazlıkların önüne geçebilmek amacına yöneliktir. Zira uluslararası alanda beklenen düzeyde kabul görececek bir öneri, öneriye konu tüm ekonomilere eşit uzaklıkta olmalı ve hiçbir ülkenin karşılaştırmalı üstünlüğü üzerinde olumsuz etki yaratmamalıdır. Pratikte uygulama imkanı bulamamış olsa da akademik çevrelerde bahsedilen kapsayıcılığa en çok yaklaştığı kabul edilen öneri Eichengreen, Hausmann<sup>75</sup>'nin 'Yükselen Piyasalar Endeksi (EM Index)' önerisidir. Takip eden bölümde bahsi geçen çözüm önerisi çeşitli yönleri ile ele alınacak ve analiz edilecektir.

#### 4.4.4.1. Yükselen Piyasalar Endeksi

Yükselen piyasalar endeksi önerisinin temelinde gelişmekte olan ekonomilerin para birimleri üzerinden oluşturulmuş, enflasyona endeksli bir kur sepeti oluşturma fikri yatmaktadır. Bu yol vasıtası ile gelişmekte olan ekonomilerin para birimlerinden oluşan yeni bir hesap birimi elde edilmiş olacaktır. Ortak hesap birimi anlayışı, orijinal günahı gündeme getiren, ülke dışından borçlanmada arzu edilen para birimini kullanamama sorununun önüne geçmede atılmış en önemli adımdır. Sepetteki ağırlıklandırma vasıtası ile ülkelerin bu birim üzerindeki söz hakkı sınırlanmış

---

<sup>73</sup> Shiller, J. Robert, "The Invention Of Inflation-Indexed Bonds In Early America", **Cowles Foundation Discussion Paper No: 1442**, <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d14a/d1442.pdf> [09.10.2007]

<sup>74</sup> Caballero, Ricardo J., "On the International Financial Architecture: Insuring Emerging Markets", <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=801481> [09.10.2007]

<sup>75</sup> Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann, "**Original Sin: The Road to Redemption**", <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/osroadaug21-03.pdf> [09.10.2007]



olacak, böylelikle ülkelerin yeni birim üzerindeki manipülasyon gücü minimal düzeye çekilebilecektir.

Yükselen piyasalar endeksi, gelişmiş ekonomilerdeki uluslararası yatırımcılar için önemli avantajlar sunmaktadır. Herşeyden önce endeksin temel özelliği olan çeşitlendirme, uluslararası yatırımcılar için orta-uzun dönem dengesi yönünde salınan bir getiri anlamına gelmektedir. Bununla birlikte önemli ölçüde azalan volatilite, dolayısı ile artan istikrar ve yükselen piyasaların genel trendine yakınsayan değer artışı beklentisi, uluslararası yatırımcıların yatırımlarını bu araca endekslenmiş enstrümanlara yönlendirmesi yolunda önemli bir motivasyon olacaktır. Bu şekilde endeksin oluşundan önce görece önemsiz kur çeşitleri üzerinden borç verme fikri karşısında kayıtsız kalan ve bu yönü ile orijinal günahın oluşumda önemli rol oynayan uluslararası yatırımcılar, bu kez -öncekiyle aynı finansman olanakları ile-orijinal günahı engelleyen piyasa aktörlerine dönüşecektir.

Endeksin oluşturulması süreci, endeksten arzulanan yön ve biçimde istifade edebilme yolunda katedilen en önemli kilometre taşlarından bir tanesidir. Eichengreen, Hausmann<sup>76</sup>, iyi çeşitlendirilmiş ve yükselen piyasalar üzerindeki kapsayıcılığı yüksek bir endeksin oluşturulması gereğine özellikle vurgu yapmaktadır. Onlara göre stabil bir likidite birimine ulaşabilmek ancak bu şekilde mümkün olacaktır.

Endekse dahil olacak ülkelerin belirlenmesinde en uygun yolun uluslararası finansal istatistiklere başvurmak olduğu literatürde yaygın kabul gören bir görüştür. Başarılı bir çeşitlendirme için ilk anda endekse belirlenen özellik ve eşik değerlerin dışına çıkmayan maksimum sayıda para biriminin eklenmesi gerektiği düşünülebilir. Ne var ki endekse dahil edilen kur sayısındaki artış, ekleme işleminden edilecek marjinal fayda yaşanacak düşüşü beraberinde getirecektir. Zira sepete eklenecek her yeni para biriminin endeksin toplam risk değeri üzerinde belirli bir etkisi olacaktır. Fayda analizi ve işlem maliyeti hesaplamalarını içeren para birimlerinin seçim sürecini takip eden dönemde ülkelerin sepet içindeki ağırlıklarının belirlenmesi gerekmektedir. Bu ağırlıklandırmada ülkelerin satınalma gücü paritesine göre gayri safi yurtiçi hasıla düzeylerinden faydalanılması, konu ile ilgili çalışmalarda en çok kabul gören yöntemdir.

---

<sup>76</sup> Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann, *age*

Yükselen piyasalar endeksinin analiz edildiği çalışmaların çoğunda böylesi bir endeksin yaygınlaştırılmasında regülatör görevi üstlenecek uluslararası kurumların gerekliliğine vurgu yapılmaktadır. Konu ile ilgili kurumların içinde, dünyadaki kalkınma yardımı kaynaklarının en önemlileri arasında yer alması sebebi ile Dünya Bankası'nın öne çıktığını söylemek mümkündür. Buna göre düzenleyici rolü üstlenecek olan uluslararası kuruluşun ilk görevi, endekslenmiş borçlanma enstrümanlarının piyasaya sürülmesi olacaktır. Enstrümanı piyasaya süren kurumun kredibilitesinin yüksek oluşu, endeksleme vasıtası ile kur riski düşürülmüş olan borçlanma enstrümanlarının kredi riskinin de düşmesine olanak tanıyacak, böylece sözkonusu enstrümanların uluslararası piyasadaki geçerliliği, dolayısı ile talebi artacaktır.<sup>77</sup> Artan talep, borç enstrümanların piyasaya sürülmesini takiben bu enstrümanlarının kısa zamanda kendi piyasasını yaratmasına neden olacaktır. Bu yönü ile regülatör görevi üstlenen kuruluş, endekse dahil ülkelerin finans piyasalarının derinleşmesi noktasında da önemli bir rol üstlenmiş olacaktır.

Endekslenmiş enstrümanlara yönelen yüksek talep neticesinde yükselen piyasaların finans sistemlerinde gözlenecek derinleşme sürecinin, ilerleyen dönemde reel değişkenler üzerinde de olumlu sonuçlar yaratması kuvvetle muhtemeldir. Bu süreci, piyasalardaki gelişime paralel olarak ekonomilerin yapısal özellikleri ve kurumsal örüntüsünde yaşanacak gelişmeler takip edecektir. Yükselen piyasa ekonomilerinin mevcut iyimser trendi koruması varsayımı altında, endekse yönelen talebin takip eden zaman dilimi içinde orijinal günahattan etkilenmeyen ülkeleri de kapsayacak biçimde artması aşırı iyimser bir beklenti değildir. Gelişmiş ekonomilerin kur takası (currency swap) yolu ile endekslenmiş borçlanma enstrümanlarına yönelmesi, uluslararası borç piyasalarının tam entegrasyonuna giden yolda önemli bir adım olacak ve yükselen piyasalar endeksi bir anlamda gelişmiş bir global borç piyasasının oluşumuna zemin hazırlayacaktır.

Görüldüğü gibi orijinal günah, küçük bir ülke grubu dışında tüm dünya ekonomilerinin, özelde ise yükselen piyasa ekonomilerinin maruz kaldığı, ekonomik büyüme ve finans piyasalarının derinleşmesi önünde önemli bir engel teşkil eden global bir problemdir. Mevcut tablo ortaya koymuştur ki, klasik ekonomi politikası önlemleri, ekonomileri bu sorunun önüne geçmede arzu edilen sonuçlara ulaştırmada

---

<sup>77</sup> Burada altı çizilmesi gereken nokta, regülatör kuruluşun bu operasyondan dolayı üzerine herhangi bir bilanço yahut kredi riski almamasıdır. Zira regülatör kuruluş, sözkonusu operasyon ile yalnızca endeksleme öncesinde gelişmekte olan ülkeler üzerinde bulunan kur riskini yeniden biçimlendirmektedir.

yetersiz kalmaktadır. Kurumsal düzenlemeler ve reform paketleri ile ülkeler bazında orijinal günah ile mücadelede yol katetmek mümkün gibi görünse de olumlu etkinin sınırlı kalacağı katidir. O halde orijinal günaha uluslararası arenada bir çözüm sunabilmek, ancak ve ancak çok taraflı bir mütabakat ve inisiyatif süreci ile mümkün olabilecek niteliktedir. Yükselen piyasalar endeksi, bu ortamın sağlanması ve mevcut sorunların alt edilmesi sürecinde kullanılabilir potansiyel bir araçtır.

#### **4.5. Türkiye'nin Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasındaki Yeri**

Türkiye, 2001 krizini takip eden dönemde içine girdiği yeniden yapılanma ve ekonomik reform sürecinde önemli aşamalar kaydederek, yükselen piyasa ekonomileri arasında hatırı sayılır bir noktaya ulaşmıştır. Bağlı kalınan mali disiplin ve uygulanan sıkı para politikası neticesinde yakalanan yüksek büyüme oranları ve dezenflasyon sürecinde ortaya konan başarı, ekonominin uluslararası itibarını arttırmada önemli kilometre taşları olmuştur. Bu süreçte uluslararası arenada elde edilen rekabet gücü, ekonominin iş yaratma potansiyeli üzerinde genişletici etki yaratmıştır.

Ekonominin profilini değiştiren gelişmelerin altında yatan temel etkenin, 2001-2007 döneminde sıkı sıkıya bağlı kalınan para ve maliye politikası kuralları olduğunu söylemek mümkündür. Merkez bankasının bağımsızlığını ve şeffaflığını artırma yönünde atılan adımlar para politikası için, IMF kontrolünde belirlenen harcama programları ve birincil bütçe fazlasına verilen önem ise maliye politikası için temel hareket noktaları olmuştur. Neticede bir süre siyasi irade tarafından da desteklenen ekonomi politikası hedeflerinin tutturulması çok gecikmemiş, Türkiye ekonomisine gerek bölgesinde, gerekse tüm yükselen piyasalar içinde önemli bir ekonomik kuvvet olarak bakılmaya başlanmıştır.

Yapısal olarak önemli düzelmeler yaşayan Türkiye ekonomisi, 2002-2007 döneminde ortalama olarak %6.78 oranında bir büyüme performansı sergileyerek, yabancı yatırımcı ilgisinin üzerinde toplanmasını sağlamıştır. Yüksek reel faiz ve ekonomide yaşanan ekonomik reformun cazibesine kapılan uluslararası finansal yatırımcılar, Türkiye'yi öncelikli yatırım alanları arasında değerlendirmeye başlamışlardır. Türkiye'ye yönelen yoğun ilgi, Türk Lirası'nda önemli değer artışları yaşanmasına neden olmuştur. Aşırı değerli Türk Lirası, dezenflasyon sürecine olumlu katkıda bulunurken, uluslararası ticarete Türkiye'nin nüfusu yüksek, yaşam

standardı ve işçüğü maliyetleri düşük Çin ve Hindistan gibi ülkeler karşısında karşılaştırmalı üstünlüğünü yitirmesine sebep olmuştur<sup>78</sup>.

Aşırı değerli Türk Lirası'nın ekonomi üzerinde yarattığı en önemli etkilerden bir diğeri kuşkusuz, ithal kullanımını teşvik etmesi sebebi ile dış ticaret dengesinde ve cari açıkta yarattığı bozucu etki olmuştur. Hem nihai ürün, hem de girdi ve ara malı kullanımında gözlenen yüksek ithal eğilimi, Türkiye ekonomisini dış ticaret dengesi açısından çözümsüz bir duruma sürüklemiştir. Bu durum, ulusal sanayinin yalnızca klasik endüstri ürünleri üretmesinin ve yüksek teknoloji ile nitelikli işgünü gerektiren üretim tekniklerine henüz yönelememiş olmasının önemli sonuçlarından biridir.

Kurlarda gözlenen bu hareketlerin ve Türkiye'ye yönelik artan yabancı ilgisi bileşiminin sebep olduğu bir diğere önemli gelişme, Merkez Bankası'nın rezerv kompozisyonunda gözlenen değişimdir. Merkez Bankası'nın 2000 yılı başında 23.995 milyar dolar düzeyinde olan uluslararası rezervleri, ekonomik krizin etkilerini arttırdığı 2001 yılının ortalarında 15.913 milyar dolara kadar gerilemiş, sonrasında gerek alınan önlemler, gerekse uluslararası konjonktür sayesinde 78.314 milyar dolara dek yükselmiştir<sup>79</sup>. Merkez Bankası'nın artan yabancı para rezervleri, kurumun hem operasyonel açıdan, hem de kredibilite açısından önemli kazanımlar elde etmesine neden olmuştur.

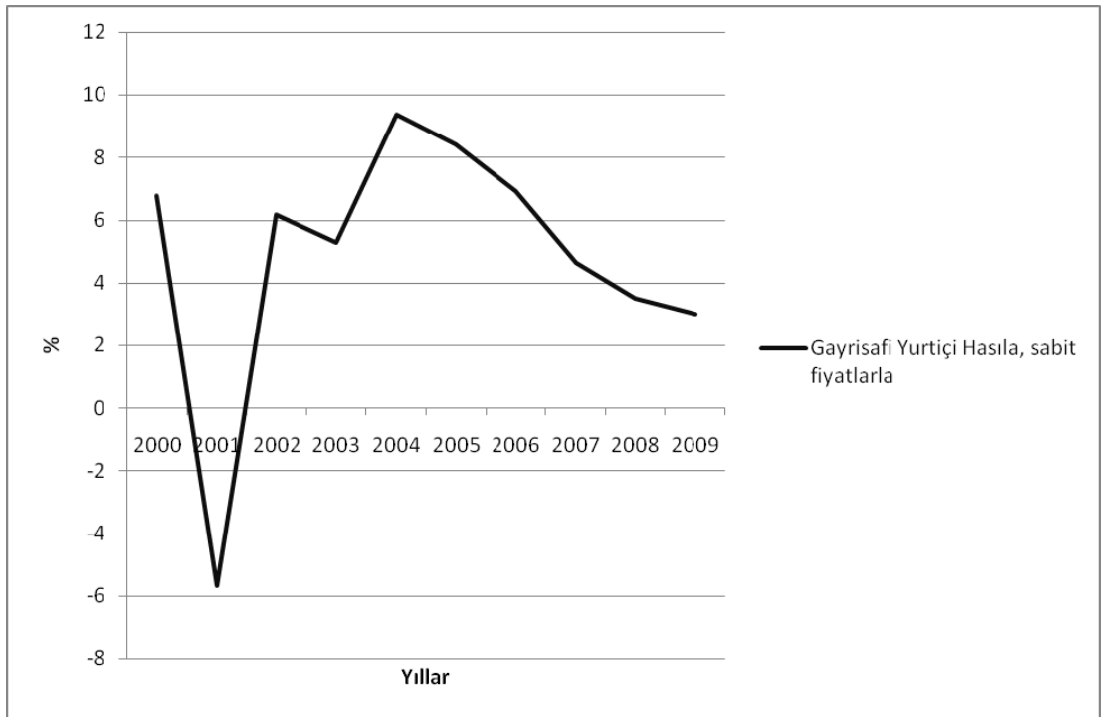
Görüldüğü gibi Türkiye ekonomisi, 2002-2007 döneminde yaşadığı tüm olumlu ve olumsuz gelişmeler ile klasik bir yükselen piyasa ekonomisi tablosu çizmektedir. Yüksek büyüme oranları, yapısal dönüşüm ve reformlar, artan yabancı ilgisi, üretim ayağında önemli ölçüde dışa bağımlılık...vs. bunlardan bazılarıdır. 2007 yılı itibariyle tehlike sinyalleri vermeye başlayan global ekonomi koşulları altında da Türkiye ekonomisi, yurtdışından gelecek gelişme ve haberlere kilitlenmiş, olumsuz gelişmeler karşısında bahsi geçen beş senelik dönemde elde ettiklerinden önemli tavizler vermiş, kayıplar yaşamış, dolayısı ile gelişmiş ekonomilere koşturarak, klasik yükselen piyasa ekonomisi görüntüsünü korumuştur.

Türkiye ekonomisinin özellikle 2008 yılı içinde şiddetlenen ekonomik krizden etkilenmediğini söylemek elbette ki mümkün değildir. Ancak önceki krizler ile kıyaslandığında ekonominin değişen yüzünün krizin yayılma etkileri karşısında önemli bir direnç oluşturduğu ortadadır. Yayılmanın finansal ayağından sakınmak neredeyse

<sup>78</sup> OECD, 'Economic Survey Of Turkey, 2008', **Policy Brief Jul 2008**

<sup>79</sup> Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, <http://evds.tcmb.gov.tr/> [14.10.2008]

dışa açık hiçbir ekonomi için mümkün olmamıştır. Bununla birlikte, Türkiye ekonomisinin üretim ve büyümede gözlenen yavaşlama, dezenflasyon sürecinden belirgin uzaklaşma, döviz kurunda beliren değer kaybına rağmen, eşdeğer ekonomilere kıyasla krizden daha az etkilenen ülkeler arasında yer aldığını söylemek yanlış olmayacaktır. Aşağıda yer alan şekiller, Türkiye ekonomisinin yükselen piyasa ekonomileri arasındaki pozisyonunu genel hatları ile ortaya koymaktadır. Hesaplamalarda kullanılan veriler, Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin veri tabanından alınmış<sup>80</sup> ve EK 10'da sunulmuştur.



**Şekil 4.8: Türkiye Ekonomisinin Büyüme Performansı**

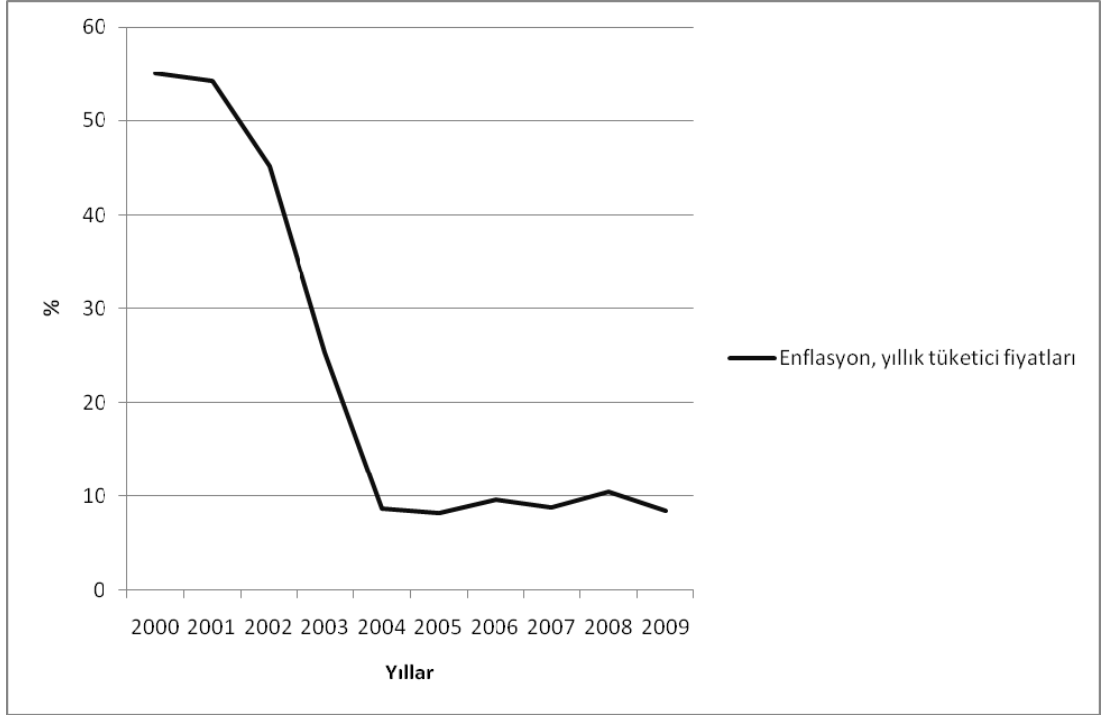
Şekil 4.8'nin de ortaya koyduğu üzere, Türkiye ekonomisi 2000-2009<sup>81</sup> döneminde önemli bir büyüme performansı ortaya koymuştur. Kriz öncesinden devralınan %6,774 oranı, 2001 yılında -%5,697'e düşerek bugünkü ekonomik ortamın oluşması için adeta bir milat olmuştur. Krizin etkilerinin atlatılmasının ardından ekonomik büyüme hızlı bir artış ortaya koymuş ve potansiyel etkisini 2007 yılına dek yitirmemiştir. IMF tarafından yapılan tahminlerde, Türkiye ekonomisinin 2008 ve 2009 yıllarında sırası ile %3.5 ve %3 büyüyeceği öngörülmektedir. Aynı dönemler

<sup>80</sup> International Monetary Fund,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/weoselgr.aspx> [14.10.2008]

<sup>81</sup> Analizde kullanılan tüm 2008 ve 2009 yılı verileri beklentileri içermektedir.

için IMF'nin global büyüme beklentileri sırası ile %3.910 ve %3.028'dir. Ele alınan dönemde Türkiye ekonomisinin yıllık büyüme ortalaması %4,8285 -2001 krizinin etkilerini içeren 2001 yılı verisi dışarıda bırakıldığında %5.998- hesaplanmıştır<sup>82</sup>.

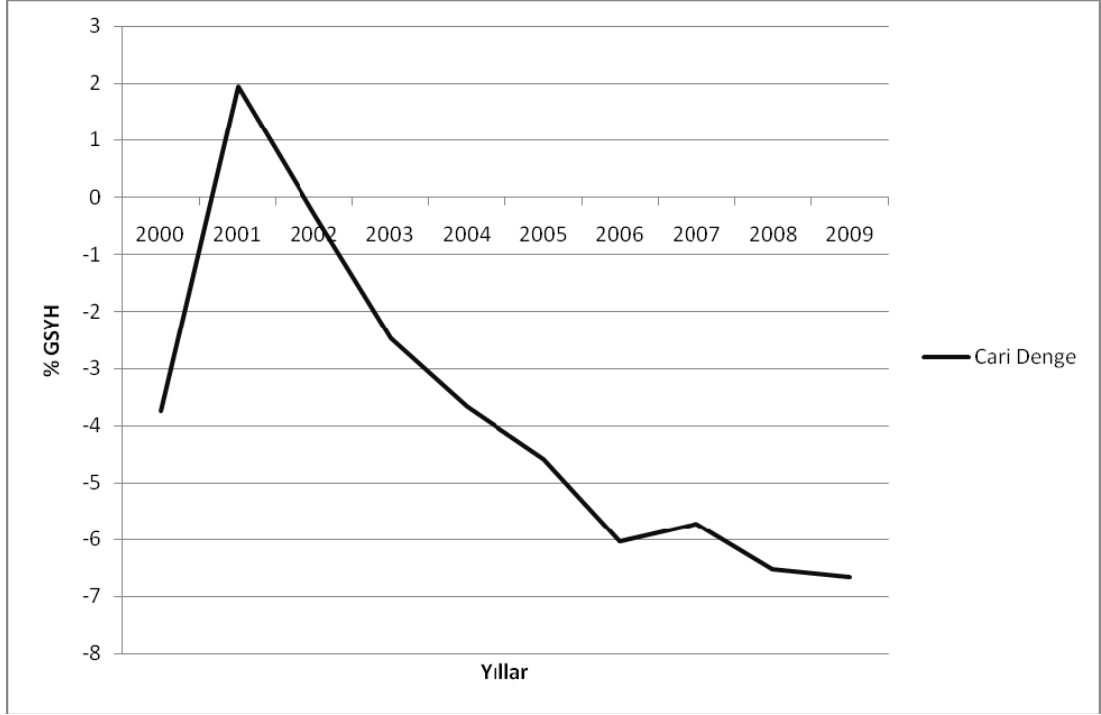


**Şekil 4.9: Türkiye Ekonomisinin Enflasyon Performansı**

Şekil 4.9 açık biçimde ortaya koymaktadır ki, Türkiye ekonomisinin fiyat istikrarına ilişkin yapısı, son on yılda köklü bir değişim geçirmiştir. Yıllarca yüksek enflasyona maruz kalan ekonomide uygulamaya konan sıkı para politikası kuralları neticesinde enflasyonun %45 oranında düşürülmesi mümkün olmuştur. Bu yönü ile yukarıda yer alan grafiği “temel dezenflasyon süreci” ve “enflasyonu düşük seviyede koruma dönemi” olarak adlandırılabilen iki parça halinde analiz etmek mümkündür. İlk bölümde yüksek enflasyonla mücadele esastır ve sıkı maliye politikası önlemleri, merkez bankasının örtülü enflasyon hedeflemesi ile desteklenmektedir. İkinci bölümde ise düşürülen enflasyon, maliye politikasında gevşemeyi beraberinde getirirse de süreç, merkez bankasının açık enflasyon hedeflemesi uygulaması ve bu uygulamada etkin biçimde kullandığı faiz aracı ile yürütülmektedir. 2000-2009 dönemine ilişkin ortalama enflasyon %23,3789 olarak hesaplanmıştır. IMF'nin 2008 ve 2009 yıllarına ilişkin enflasyon beklentileri sırası ile %10,477 ve %8,429'dur

<sup>82</sup> Hesaplamalar, 2008 ve 2009 yılı beklentilerini de içermektedir.

Yukarıda ilk bölüm olarak değerlendirilen döneme ilişkin ortama %44.9382 iken, ikinci bölümün ortalaması ise %9.006'dır. Aradaki %35,9322'lik fark, Türkiye ekonomisinin ilgili dönemde yaşadığı kabuk değişiminin en önemli göstergelerinden bir tanesidir.



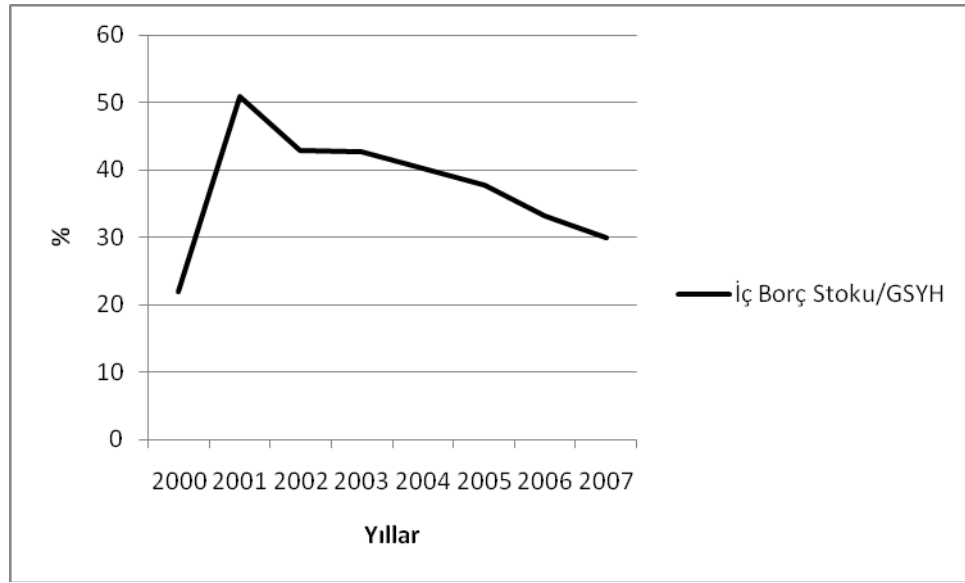
**Şekil 4.10: Türkiye Ekonomisinin Cari Denge Performansı**

Şekil 4.10, Türkiye ekonomisinde yaşanan cari açık problemini açık biçimde ortaya koymaktadır. Yukarıda belirtildiği gibi gerek aşırı değerli kur sebebi ile ithal kullanımına yönelme, gerekse enerji ve hammadde kullanımında yüksek oranda dışa bağımlılık, oluşan tablonun temel gerekçeleridir. Ele alınan dönem itibariyle kriz yılı 2001 dışında cari denge hiç fazla vermemiştir. Tüm dönemin cari denge ortalaması -%3.7717'dir. Yani Türkiye ekonomisinin cari dengesi 2000-2009 döneminde ortalama %3.7717 oranında açık vermiştir. IMF'nin 2008 ve 2009 yılına ilişkin cari açık beklentileri olan %6.523 ve %6,66 oranları bu ortalamaya dahildir. Yani IMF, 2008 ve 2009 yıllarında cari açıktaki artışın devam edeceğini beklemektedir.

Görüldüğü gibi içine girilen kriz ortamının cari dengede bir düzelme süreci yahut 2001 yılında gözlenene benzer bir tersinme yaratacağı öngörülmemektedir. Bu durumun altında yatan sebeplerden ilki, bu kez kurda geçmişte yaşanan devalüasyonların yarattığı etkiye eşdeğer büyüklükte bir hareketin beklenmemesi,

dolayısı ithal tüketiminde aşırı bir azalma öngörülmeysi, diğeri ise arada geçen yedi yıllık dönemde önemli artış kaydeden sanayi üretimine girdi temin edebilme zaruretidir.

Son olarak incelenmesinde fayda olan bir diğere parametre, Türkiye ekonomisinin ele alınan dönemde ortaya koyduğu borçlanma performansdır. Aşağıda yer alan Şekil 4.11 ve Şekil 4.12, sırasıyla Türkiye ekonomisinin iç ve dış borç durumunu yansıtmaktadır<sup>83</sup>.

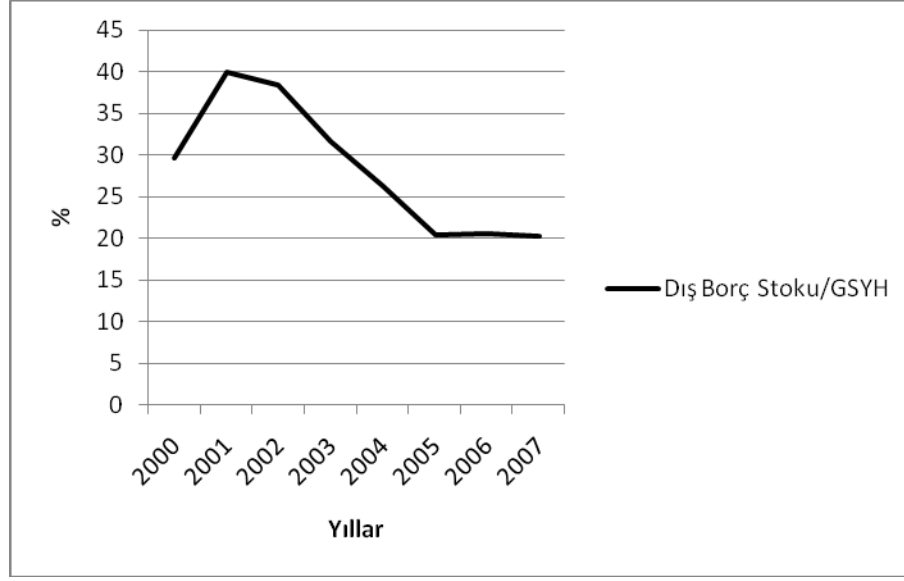


**Şekil 4.11: Türkiye Ekonomisinin İç Borç Performansı**

Şekil 4.11'dan görüldüğü gibi, Türkiye'nin 2000'li yılların başında %22 düzeyinde olan İç Borç Stoku/GSYH oranı, 2001 krizi ile birlikte %51'e yaklaşmıştır. Takip eden dönemde içine girilen ekonomik reform süreci, yukarıda da değinildiği gibi etkin para ve maliye politikaları vasıtası ile daha çok borç ödeyip daha az yeni borçlanmaya gitmeyi olanaklı kılmış ve 2007 yılına gelindiğinde İç Borç Stoku/GSYH oranı %30'a gerilemiştir. Görüldüğü gibi şeklin 2003-2007 aralığı neredeyse doğrusal bir düşüş trendi içermektedir. Ne var ki 2008 yılında içine girilen kriz ortamının, 2008 ve 2009 yıllarında aynı performansın ortaya konmasına olanak tanınması beklenmemektedir.

<sup>83</sup> Türkiye ekonomisine ilişkin İç Borç Stoku/GSYH ve Dış Borç Stoku/GSYH serileri, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı verilerinden elde edilmiş ve EK 11'de sunulmuştur.





**Şekil 4.12: Türkiye Ekonomisinin Dış Borç Performansı**

Yukarıda verilen Şekil 4.12, Türkiye ekonomisinin aynı dönemdeki dış borç performansını yansıtmaktadır. Görüldüğü gibi Türkiye ekonomisi, Dış Borç Stoku/GSYH oranında da kayda değer bir ilerleme kaydetmiş ve 2001 krizinde %40'a ulaşan oranı, 2005 yılında %20 düzeyine kadar çekmiştir. Ancak 2005 yılından bu yana adeta yerinde sayan oran, geçen zaman diliminde mali disiplinden uzaklaştığının bir göstergesi olarak kabul edilebilecek niteliktedir.

Açıklamalardan elde edilen kanaat, Türkiye ekonomisinin gerek içinde bulunduğu ekonomik reform süreci, gerek yaşadığı sosyal dönüşüm, gerekse kilit makroekonomik değişkenlerde gözlenen hareketler açısından tipik bir yükselen piyasa ekonomisi profili çizdiği yönündedir. İçine girilen kriz ortamı tabiidir ki diğer yükselen piyasa ekonomilerini olduğu gibi Türkiye ekonomisini de etki alanına katacaktır. Ancak Türkiye ekonomisine yükselen piyasa ekonomisi statüsü kazandıran temel parametre olan büyüme ve gelişme potansiyeli üzerinde sürekli olumsuz etki yaratacak herhangi bir etki oluşmadığı müddetçe, Türkiye ekonomisinin yükselen piyasa ekonomileri arasında yer almaya devam edeceği açıktır.

#### **4.6. Birleşik Devletler Ekonomisi İle Türkiye Ekonomisi Arasındaki Dinamik İlişki: Bir Vektör Otoregresyon Modeli**

Bu bölümde, Birleşik Devletler ekonomisi ile Türkiye ekonomisi arasındaki dinamik ilişki, bir vektör otoregresyon (VAR) modeli çerçevesinde ele alınacak ve ulaşılan sonuçlarına ilişkin tespitlerde bulunulacaktır. Sims<sup>84</sup>'in teorik makroekonomik beklentiler ile gerçekleştirmeler arasındaki tutarlılığı araştırdığı çalışması, VAR modellerinin makroekonomik ilişkileri modellemede etkin bir araç olarak kullanılabilmesini ortaya koymuştur. Takip eden dönemde yayınlanan pek çok çalışmada, özellikle makroekonomik şokların meydana getirdiği etkilerin ve değişimin analizinde VAR modellerinden faydalanılmıştır<sup>85</sup>.

Modelin geliştirilmesinde izlenecek adımlar sırası ile kullanılacak verinin seçimi, birim kök (unit root) ve eşbütünleşme (cointegration) sınamaların yapılması, değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünü belirlemek amacı ile başvuru olan nedensellik testi (causality test) sonuçlarının analizi, vektör otoregresyon modelinin (vector autoregression model) kurulması, sisteme verilecek şokun etkilerinin incelendiği etki-tepki analizi (impulse-response analysis)'ne ilişkin sonuçların ortaya konması ve oluşan tepkilerin zaman içindeki seyrini yansıtan varyans ayrıştırması (variance decomposition) sonuçlarının değerlendirilmesi olacaktır.

##### **4.6.1. Vektör Otoregresyon Modeli**

###### **4.6.1.1. Veri Seçimi**

Çalışmada kullanılan Birleşik Devletler verileri, Amerikan Ticaret Bakanlığı, Ekonomik Analiz Bürosu (U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis)<sup>86</sup>'ndan elde edilmiştir. Seri, Birleşik Devletler ekonomisinin 1998 yılı birinci çeyreği ile 2008 yılı ikinci çeyreği arasında yer alan üç aylık gayrisafi yurtiçi hasıla verilerinin mevsimsel olarak uyarlanmış değerlerinden oluşmaktadır.

Faydalanılan Türkiye verileri ise Türkiye İstatistik Kurumu<sup>87</sup>'undan elde edilmiştir. Seri, Türkiye ekonomisinin 1998 yılı birinci çeyreği ile 2008 yılı ikinci çeyreği

---

<sup>84</sup> Sims, Christopher A., "Macroeconomics And Reality", **Econometrica**, Vol. 48, No:1, January 1980,

<http://books.google.com/books?hl=tr&lr=&id=180ipKzWPScC&oi=fnd&pg=PA137&dq=%22Sims%22+%22Macroeconomics+and+Reality%22+%22&ots=VXNTsIXaOy&sig=gOVdyM-wY5yo7uqrI0dcnTfZjKo> [17.10.2008]

<sup>85</sup> Konu ile ilgili güncel gelişmeler için Bkz. Villaverde, Rubio-Ramirez, Sargent (2005) ve Chari, Kehoe, McGrattan (2005)

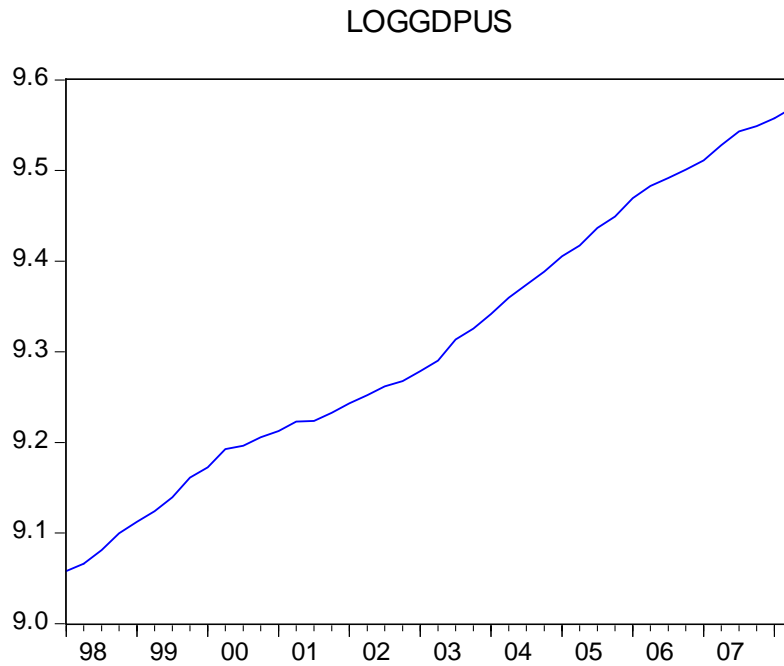
<sup>86</sup> <http://www.bea.gov/national/index.htm>

<sup>87</sup> [http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb\\_id=55&ust\\_id=16](http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=55&ust_id=16)

arasında yer alan üç aylık gayrisafi yurtiçi hasıla verilerinin mevsimsel olarak uyarlanmış değerlerinden oluşmaktadır.

#### 4.6.1.2. Modele İlişkin Sınamalar

Modelin oluşturulması sürecinde kullanılan veriler, elde edilen serilerin logaritmik değerlerinden oluşmaktadır<sup>88</sup>. Birleşik Devletler gayrisafi yurtiçi hasıla serisinin logaritmik değerlerinden elde edilen grafik aşağıdaki gibidir.



**Şekil 4.13: Birleşik Devletler Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisinin Logaritmik Değerleri**

Serinin birim kök içerip içermediğini araştırmada kullanılacak test yöntemi, ADF (Augmented Dickey-Fuller) Testi'dir. Seriden elde edilen grafik vasıtası ile serinin hem sabit, hem de trend içerdiği kabul edilmiş ve bu iki değer de eşitliğe dışsal olarak dahil edilmiştir. Hesaplama da kullanılacak gecikme değerlerinin sayısı üst sınırı dokuz olmak üzere, Schwarz Bilgi Kriteri vasıtası ile sıfır olarak belirlenmiştir. Uygulanan birim kök testinin sonuçlarını içeren E-Views sonuç tablosu aşağıdaki gibidir.

<sup>88</sup> Amerika Birleşik Devletleri Ve Türkiye'nin gayrisafi yurtiçi hasıla serileri EK 12'de sunulmuştur.

**Tablo 4.3: Birleşik Devletler Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisine Ait Birim Kök Testi Sonuçları**

Null Hypothesis: LOGGDPUS has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.180631	0.9013
Test critical values:		
1% level	-4.198503	
5% level	-3.523623	
10% level	-3.192902	

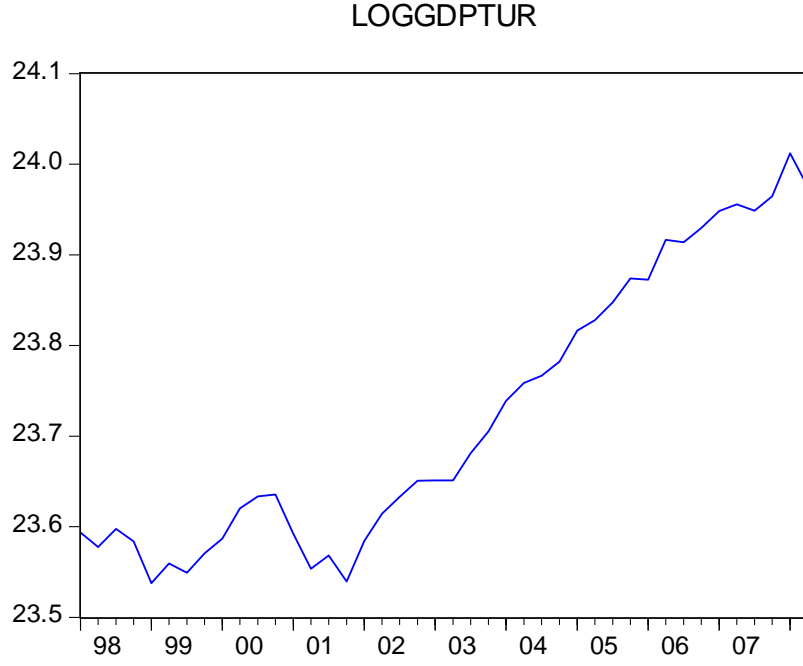
\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(LOGGDPUS)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1998Q2 2008Q2  
 Included observations: 41 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGGDPUS(-1)	-0.070661	0.059850	-1.180631	0.2451
C	0.651316	0.541286	1.203276	0.2363
@TREND(1998Q1)	0.000891	0.000749	1.188892	0.2419
R-squared	0.035906	Mean dependent var		0.012461
Adjusted R-squared	-0.014836	S.D. dependent var		0.004933
S.E. of regression	0.004970	Akaike info criterion		-7.700524
Sum squared resid	0.000939	Schwarz criterion		-7.575141
Log likelihood	160.8607	Hannan-Quinn criter.		-7.654866
F-statistic	0.707622	Durbin-Watson stat		1.555331
Prob(F-statistic)	0.499192			

Verilerden elde edilen t istatistiği değeri tüm anlam düzeylerine ait kritik değerlerinden büyük olduğundan, serinin birim kök içerdiğini ifade eden boş hipotezi reddetmeye yeterli değildir. Yeterince büyük olasılık değeri bu sonucu doğrular niteliktedir.

Yukarıda açıklanan benzer biçimde Türkiye'nin gayrisafi yurtiçi hasıla serisinin logaritmik değerlerinden elde edilen grafik aşağıdaki gibidir.



**Şekil 4.14: Türkiye Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisinin Logaritmik Değerleri**

Görüldüğü gibi Türkiye serisi Birleşik Devletler serisinden farklı olarak daha dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu durum ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyi farkının önemli göstergelerinden bir tanesidir. Zaman içinde seride gözlenen trendi açıkça ortaya koyan grafikten faydalanarak, Türkiye verilerine uygulanacak olan birim kök testi eşitliğine de hem sabit hem de trend değişkeni dışsal olarak dahil edilmiş, sonuç tablosundan da görüleceği üzere her iki değişken de anlamlı çıkmıştır. Hesaplama yapılacak gecikme değerlerinin sayısı, yine üst sınırı dokuz olmak üzere, Schwarz Bilgi Kriteri kullanılarak belirlenmiştir. Uygulanan birim kök testinin sonuçlarını içeren E-Views sonuç tablosu aşağıda verilmiştir.

**Tablo 4.4: Türkiye Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisine Ait Birim Kök Testi Sonuçları**

Null Hypothesis: LOGGDPTUR has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

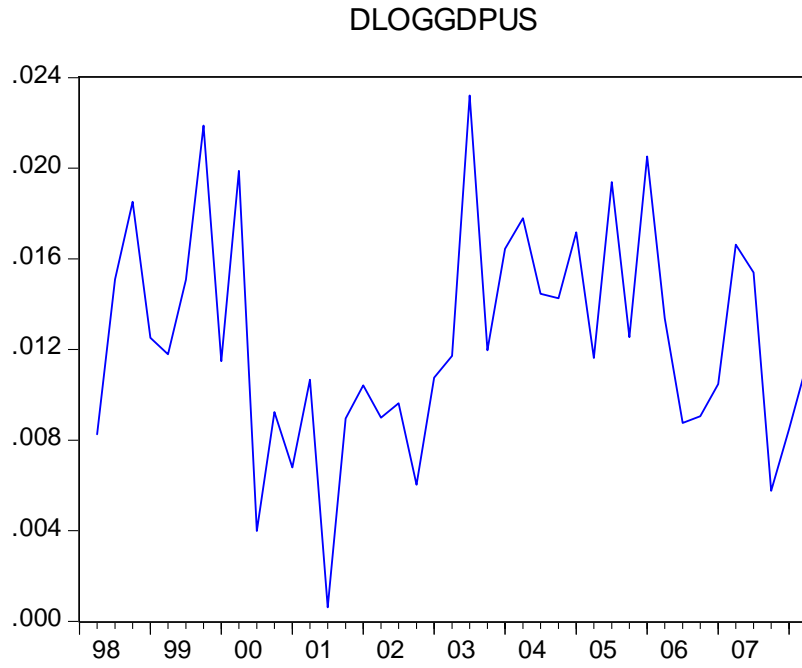
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.328485	0.4099
Test critical values:		
1% level	-4.198503	
5% level	-3.523623	
10% level	-3.192902	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

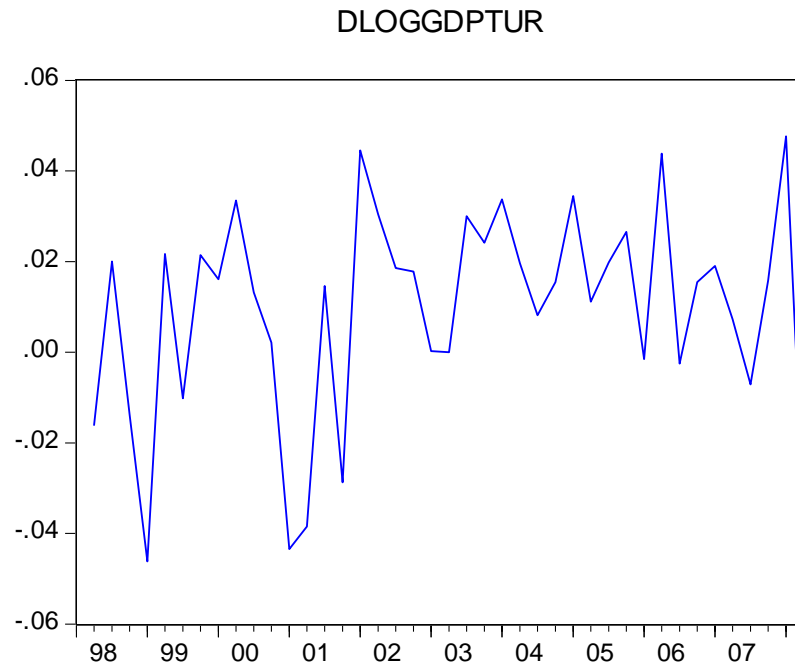
Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(LOGGDPTUR)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1998Q2 2008Q2  
 Included observations: 41 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOGGDPTUR(-1)	-0.152167	0.065350	-2.328485	0.0253
C	3.571244	1.533861	2.328270	0.0253
@TREND(1998Q1)	0.002229	0.000815	2.735730	0.0094
R-squared	0.171923	Mean dependent var		0.009298
Adjusted R-squared	0.128340	S.D. dependent var		0.023591
S.E. of regression	0.022025	Akaike info criterion		-4.722916
Sum squared resid	0.018434	Schwarz criterion		-4.597532
Log likelihood	99.81977	Hannan-Quinn criter.		-4.677258
F-statistic	3.944727	Durbin-Watson stat		1.909048
Prob(F-statistic)	0.027755			

Sonuç tablosundan gözleneceği üzere, Türkiye gayrisafi yurtiçi hasıla serisi de birim kök içermektedir. Bu durumda her iki seri için de aynı tahminleri bu kez birinci farklardan faydalanarak yinelemek, birinci farkların da birim kök içerip içermediğini anlama noktasında gereklidir. Öncül olarak fark değerleri ile çalışmanın serilere ait ilk grafiklerinde gözlenen doğrusal trendi ortadan kaldıracağını beklemek mümkündür. Aşağıda yer alan Şekil 4.15 ve Şekil 4.16, bu beklentinin doğruluğunu yansıtmakta ve serilerin rastsal yürüyüşe (random walk) yaklaştığını ortaya koymaktadır.



**Şekil 4.15: Birleşik Devletler Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisinin Logaritmik Değerlerinin Birinci Farkları**



**Şekil 4.16: Türkiye Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisinin Logaritmik Değerlerinin Birinci Farkları**

Şekil 4.15 ve Şekil 4.16'dan gözlemlendiği üzere, serilerin ilk aşamada gözlenen belirgin trend değerlerinden fark eşitliklerinin kullanımı neticesinde arındırılmış olması,

birim kök testlerinde bu kez trend değişkeninin kullanılmamasına olanak tanımıştır. Her iki eşitlikte de kullanılacak olan gecikme değerlerinin sayısı, üst sınırı dokuz olmak üzere, Schwarz Bilgi Kriteri tarafından sıfır olarak belirlenmiştir. Fark değerlerinin kullanımı neticesinde elde edilen birim kök testi sonuçları aşağıda verilmiştir.

**Tablo 4.5: Birleşik Devletler Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisine Ait Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar İle)**

Null Hypothesis: D(LOGGDPUS) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.155192	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.605593	
5% level	-2.936942	
10% level	-2.606857	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(LOGGDPUS,2)  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 1998Q3 2008Q2  
 Included observations: 40 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGGDPUS(-1))	-0.814321	0.157961	-5.155192	0.0000
C	0.010248	0.002121	4.831676	0.0000
R-squared	0.411546	Mean dependent var		7.76E-05
Adjusted R-squared	0.396061	S.D. dependent var		0.006338
S.E. of regression	0.004925	Akaike info criterion		-7.740104
Sum squared resid	0.000922	Schwarz criterion		-7.655660
Log likelihood	156.8021	Hannan-Quinn criter.		-7.709571
F-statistic	26.57601	Durbin-Watson stat		2.054681
Prob(F-statistic)	0.000008			



**Tablo 4.6: Türkiye Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serisine Ait Birim Kök Testi  
Sonuçları (1. Farklar İle)**

Null Hypothesis: D(LOGGDPTUR) has a unit root  
Exogenous: Constant  
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.787931	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.605593	
5% level	-2.936942	
10% level	-2.606857	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
Dependent Variable: D(LOGGDPTUR,2)  
Method: Least Squares  
Sample (adjusted): 1998Q3 2008Q2  
Included observations: 40 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LOGGDPTUR(-1))	-0.974296	0.168332	-5.787931	0.0000
C	0.009664	0.004160	2.323402	0.0256
R-squared	0.468533	Mean dependent var		-0.000527
Adjusted R-squared	0.454547	S.D. dependent var		0.032272
S.E. of regression	0.023834	Akaike info criterion		-4.586677
Sum squared resid	0.021587	Schwarz criterion		-4.502233
Log likelihood	93.73353	Hannan-Quinn criter.		-4.556144
F-statistic	33.50015	Durbin-Watson stat		1.867707
Prob(F-statistic)	0.000001			

Yukarıda yer alan ilk tablodan da görüldüğü üzere, Birleşik Devletler serisi birinci farkların kullanımı neticesinde içerdiği birim kökten arındırılmıştır. Hesaplanan test istatistiği, tüm güven aralıklarında boş hipotezin reddedilmesini mümkün kılmaktadır. ADF eşitliğine dışsal olarak dahil edilen sabit terim anlamlıdır.

Türkiye verilerine aynı yöntemin uygulanması neticesinde de Birleşik Devletler verilerinden elde edilen sonuçlara benzer sonuçlara ulaşılmıştır (Bkz. Tablo 4.6). Fark değerlerinin kullanımı, seriyi içerdiği trendden arındırmıştır. Hesaplanan ADF istatistiği değeri, tüm güven aralıklarının kritik değerlerin küçüktür. Bu durumda Türkiye serisinin birinci farklarının birim kök içermediğini söylemek mümkündür.

Eşitliğe dışsal olarak dahil edilen sabit terim, Birleşik Devletler eşitliğinde de olduğu gibi anlamlıdır.

Literatürde durağan olmayan iki ya da daha çok zaman serisinin lineer bileşiminin durağan bir seri oluşturabileceğini ortaya koyan eşbütünleşme (cointegration) teorisi, aynı zamanda seriler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi ortaya koyması bakımından önemlidir. Seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını sınamak amacı ile yapılan teste ilişkin E-views sonuç tablosu aşağıdaki gibidir.

**Tablo 4.7: Birleşik Devletler Ve Türkiye Serilerine İlişkin Eşbütünleşme Testinin Sonuçları**

Sample (adjusted): 1998Q3 2008Q2  
 Included observations: 40 after adjustments  
 Trend assumption: Linear deterministic trend  
 Series: LOG(GDPUS) LOG(GDPTUR)  
 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	0.258450	11.98909	15.49471	0.1574
At most 1	0.000714	0.028566	3.841466	0.8657

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.258450	11.96052	14.26460	0.1121
At most 1	0.000714	0.028566	3.841466	0.8657

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b\*S11\*b=I):

LOG(GDPUS)	LOG(GDPTUR)
-24.22616	21.96836
-2.738884	9.767555

**Tablo 4.7 – devam**

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LOG(GDPUS))	0.001070	0.000115
D(LOG(GDPTU))	-0.009751	0.000328
1 Cointegrating Equation(s):		
	Log likelihood	257.6658
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)		
LOG(GDPUS)	LOG(GDPTUR)	
1.000000	-0.906803	
	(0.08434)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)		
D(LOG(GDPUS))	-0.025914	
	(0.01885)	
D(LOG(GDPTU))	0.236234	
	(0.08313)	

Tablodan da görüldüğü üzere hem Trace Testi, hem de Maksimum Özgül Değer testi seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi olmadığını ortaya koymaktadır ( $\log(gdpus) - 0.906803\log(gdptur)$ ).

#### 4.6.1.3. Model

Ele alınan seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin bulunmayışı, serilerin birbirini etkileme biçimlerini ‘Vektör Otoregresyon Modeli (Vector Autoregression Model - VAR)’ çerçevesinde tahmin etmeyi olanaklı kılmaktadır. Modelin tahmininde kullanılacak olan iki seri, *gdpus* ve *gdptur* serilerinin birinci gecikme değerleri, yani büyüme oranlarıdır. Kurulan VAR modeline ilişkin E-Views sonuç tablosu aşağıda verilmiştir.

**Tablo 4.8: Birleşik Devletler-Türkiye Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Serilerine İlişkin Vektör Otoregresyon Modeli**

Vector Autoregression Estimates  
Sample (adjusted): 1999Q2 2008Q2  
Included observations: 37 after adjustments  
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	DLOG(GDPUS)	DLOG(GDPTUR)
DLOG(GDPUS(-1))	0.385848 (0.16961) [ 2.27493]	0.976844 (0.68968) [ 1.41638]
DLOG(GDPUS(-2))	0.299284 (0.16623) [ 1.80039]	1.493188 (0.67595) [ 2.20901]
DLOG(GDPUS(-3))	-0.030538 (0.16941) [-0.18026]	0.143267 (0.68889) [ 0.20797]
DLOG(GDPUS(-4))	0.325180 (0.16170) [ 2.01103]	-1.489396 (0.65751) [-2.26519]
DLOG(GDPTUR(-1))	-0.008303 (0.03727) [-0.22281]	-0.077098 (0.15153) [-0.50878]
DLOG(GDPTUR(-2))	0.040712 (0.03860) [ 1.05472]	0.155496 (0.15696) [ 0.99068]
DLOG(GDPTUR(-3))	-0.086374 (0.03849) [-2.24413]	-0.013123 (0.15651) [-0.08385]
DLOG(GDPTUR(-4))	0.033106 (0.03932) [ 0.84207]	-0.253694 (0.15987) [-1.58691]
R-squared	0.240850	0.352014
Adj. R-squared	0.057606	0.195604
Sum sq. resids	0.000692	0.011444
S.E. equation	0.004885	0.019865
F-statistic	1.314371	2.250581
Log likelihood	148.9031	97.00194
Akaike AIC	-7.616382	-4.810915
Schwarz SC	-7.268076	-4.462609
Mean dependent	0.012339	0.011816
S.D. dependent	0.005032	0.022149

**Tablo 4.8 – devam**

Determinant resid covariance (dof adj.)	9.12E-09
Determinant resid covariance	5.61E-09
Log likelihood	246.4909
Akaike information criterion	-12.45897
Schwarz criterion	-11.76235

Yukarıda açık biçimi verilen VAR modelinde bağımsız değişkenler için gecikme aralığı dört olarak seçilmiştir ve bir sabitten faydalanılmıştır. Yani model, her değişkenin dördüncü gecikme değerine kadar gitmektedir. Sabit terim ile birlikte elde edilen martisin boyutu  $9 \times 2$ 'dir. Ancak tablodan da, açıkça görüldüğü üzere, hesaplanan tüm değerler istatistiki olarak anlamlı değildir. %5 Anlam düzeyinde birinci eşitlik için ilk değişken  $(\log(\text{gdpus}))_{t-1}$ 'in birinci, ikinci ve dördüncü gecikme değerleri ile  $(\log(\text{gdptur}))_{t-1}$ 'in üçüncü gecikme değeri anlamlı iken; ikinci eşitlik için ilk değişken  $(\log(\text{gdpus}))_{t-1}$ 'in ikinci ve dördüncü gecikme değerleri anlamlı,  $(\log(\text{gdptur}))_{t-1}$ 'in tüm gecikme değerleri anlamsızdır.

Ele alınan parametreler arasında nasıl bir nedensellik ilişkisi olduğunu görmek için kullanılacak yöntem ise literatürde ağırlıklı olarak başvurulan 'Granger Nedensellik Testi (Granger Causality Test)'dir. VAR modelinde kullanılan verilere ilişkin Granger Nedensellik Testi sonuç tablosu aşağıdaki gibidir.

**Tablo 4.9: Garanger Nedensellik Testi Sonuçları**

Pairwise Granger Causality Tests  
Sample: 1998Q1 2008Q2  
Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLOG(GDPTUR) does not Granger Cause DLOG(GDPUS)	37	1.46382	0.2397
DLOG(GDPUS) does not Granger Cause DLOG(GDPTUR)		2.56619	0.0600

Görüldüğü gibi düşük F testi değeri %5 anlam düzeyinde Türkiye verilerinin Birleşik Devletler verilerinin 'Granger Nedeni' olamayacağını ortaya koymaktadır. Bu bilgi, Türkiye gibi hacmi ve uluslararası iktisadi ilişkilerinin yoğunluğu Birleşik Devletler ekonomisine kıyasla oldukça düşük olan bir ekonominin Birleşik Devletler ekonomisinin etkileme gücünün de düşük olacağı beklentisi ile tutarlıdır. Bu sebeple

tabloda yer alan boş hipotezlerden ilki kabul edilir. Bununla birlikte yeterli büyüklükteki F testi değeri, Birleşik Devletler çıktı düzeyinin Türkiye çıktısının ‘Granger Nedeni’ olduğunu ortaya koymaktadır. Buna göre tabloda yer alan boş hipotezlerden ikincisi reddedilir. İlki görece yüksek, ikincisi düşük olasılık değerleri de bu sonuçları doğrulamaktadır.

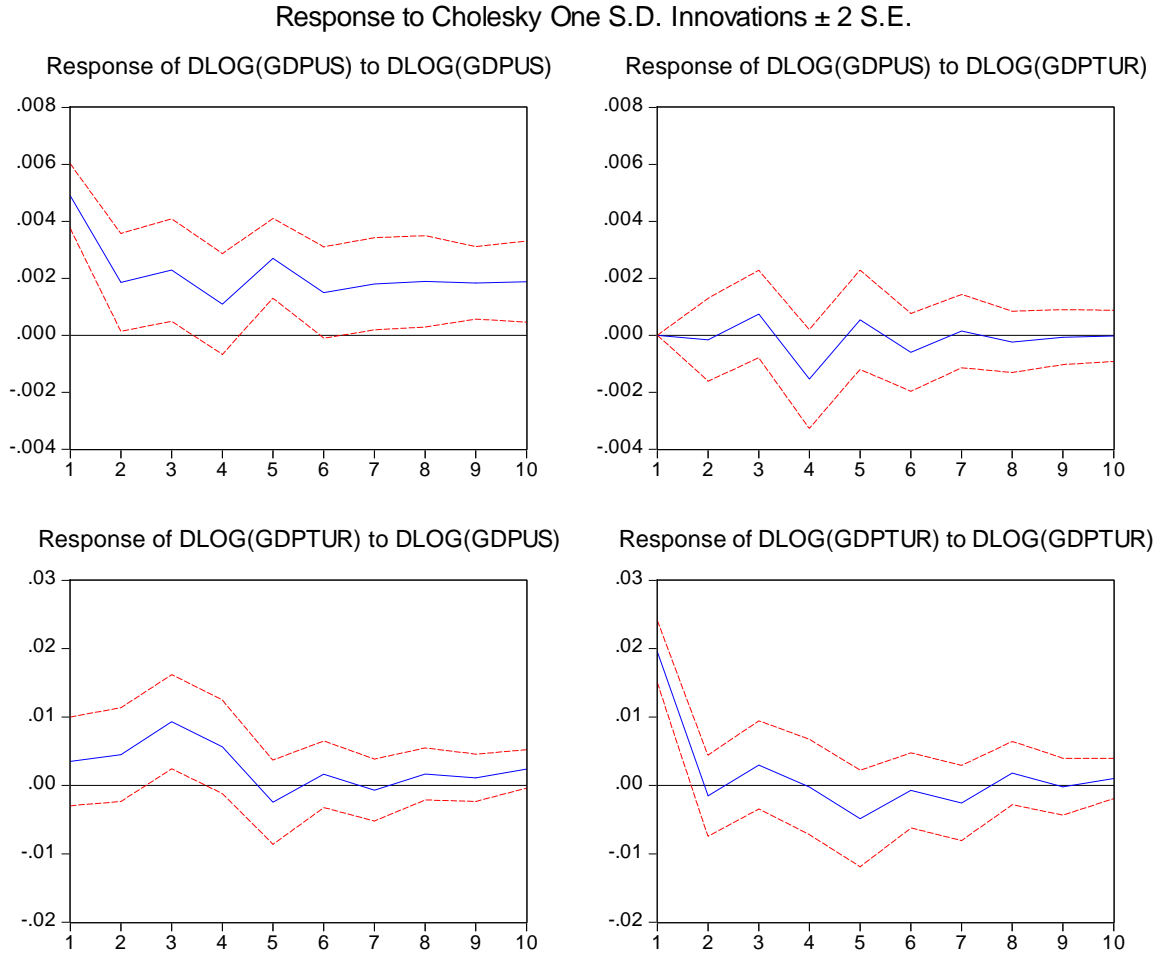
#### 4.6.1.4. Modelin Sonuçları

Sisteme verilen birim şokun değişkenler üzerinde yarattığı etkiyi görebilmek için ‘Etki-Tepki Fonksiyonu (Impulse Response Function - IRF)’ndan faydalanılır. Aşağıda yer alan Şekil 4.17, sisteme verilen bir standart sapmalı şokun değişkenler üzerinde yarattığı etkileri  $\pm 2$  standart hatalık güven aralığı içinde ortaya koymaktadır. Görüldüğü gibi Birleşik Devletler çıktı düzeyinin kendi gecikme değerlerine verilen bir şoka verdiği tepki, beklendiği üzere pozitif ve ısrarcı bir yapı sergilemektedir.<sup>89</sup> Çalışmamız açısından önem arzeden iki temel sonuçtan ilki ise Birleşik Devletler çıktı düzeyinin Türkiye çıktı düzeyine verilen şoka tepki vermemesidir. Yani önceki sonuçlarla tutarlı biçimde, Türkiye çıktı düzeyinin Birleşik Devletler çıktı düzeyi üzerinde herhangi bir etkisi bulunmadığını söylemek mümkündür. Çalışmanın araştırma konusu bakımından önem arzeden ikinci sonuç ise Türkiye çıktısının Birleşik Devletler çıktısına verilen şoka gösterdiği tepki ile ilgilidir. Şekilden de açıkça görüldüğü üzere, tepki ilk etapta pozitif ve anlamlıdır ve ortalama olarak beşinci dönem sonunda ölmektedir. Yani Birleşik Devletler çıktı düzeyinde meydana gelen bir değişme, Türkiye ekonomisini beş dönem boyunca etkisi altında tutmaktadır. Bu bilgi, daha önce de değinilen, yükselen piyasa ekonomilerinin özellikle Birleşik Devletler gibi büyük ekonomilerde meydana gelen değişikliklerden yoğun biçimde etkilenmesi olgusunu doğrular niteliktedir. Analizin ulaşılan ikinci ve üçüncü sonuçlarda birlikte değerlendirildiğinde daha da önem kazanan son bulgusu ise, Türkiye çıktı düzeyinin kendi gecikmelerine verilen şoka gösterdiği tepki ile ilgilidir. Şekilden de görüldüğü gibi, Türkiye çıktı düzeyinin kendisine verilen şoka gösterdiği tepki oldukça kısa ömürlüdür ve ikinci dönem sonunda ölmektedir. Bu bilgiyi bahsi geçen biçimde anlamlı kılan durum ise, analizin Türkiye ekonomisinin kendi çıktı düzeyine verilen şok altında geçirdiği sürenin

---

<sup>89</sup> Mevcut veri seti ile çeşitli periyot uzunluklarında yapılan simülasyonlarda, bahsi geçen tepkinin zaman içinde ölmediği ve asimptotik biçimde sifıra yaklaştığı sonucuna ulaşılmıştır.

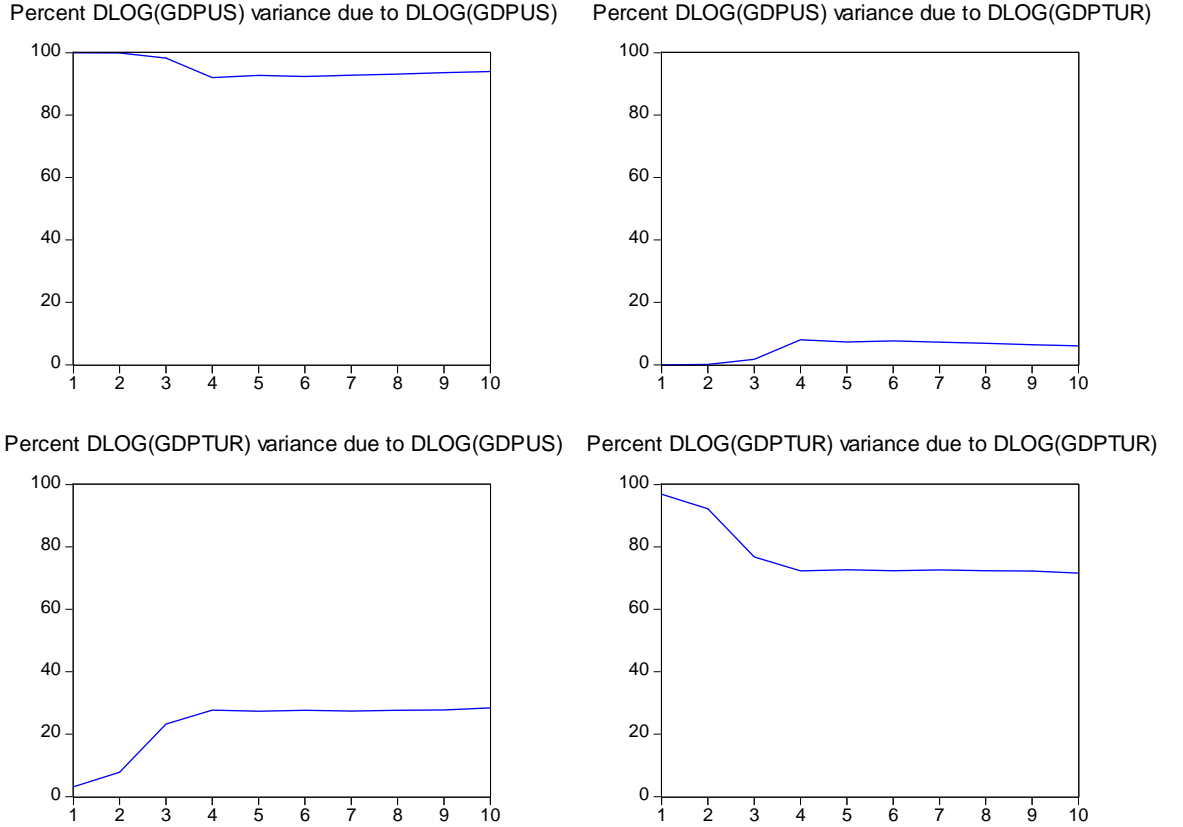
Birleşik Devletler çıktı düzeyine verilen şok altında geçirdiği süreden kısa olduğunu ortaya koymasındır.



**Şekil 4.17: Sisteme Verilen Bir Standart Sapmalı Şokun Etkileri**

Yukarıda bahsedilen tepkilerin zaman içinde nasıl ortaya çıktığını ve değiştiğini görmek için varyans ayrıştırması yönteminden fayadalanılabilir. Aşağıda yer alan Şekil 4.18, yukarıda bahsedilen tepkisel hareketlerde gözlenen yüzdesel değişimi ortaya koymaktadır.

### Variance Decomposition



### Şekil 4.18: Sisteme Verilen Birim Şokun Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Şekilde yer alan ilk iki grafik, Birleşik Devletler'in kendi çıktı düzeyi ile Türkiye çıktı düzeyine verilen şoklara gösterdiği tepkiyi yansıtmaktadır. Görüldüğü gibi ilk grafik %100 etafında, ikincisi ise %0 etrafında hareket etmekte, dördüncü dönem sonunda maksimum düzeyine ulaşmış ve sırası ile %95 ve %5 düzeylerine yakınsamaktadır. Üçüncü ve dördüncü grafikler ise sırası ile Türkiye çıktısının Birleşik Devletler çıktısına ve kendisine verilen şoklara gösterdiği tepkilerin yüzdesel değişimini göstermektedir. Gidilen yinelemelerde bu değişimlerin yüzüncü dönemin başlarında sırası ile %38 ve %62 değerlerine yakınsadığı sonucuna ulaşılmıştır.



## 5. SONUÇ

Bu çalışmada makroekonominin önemli araştırma konularından bir tanesi olan yükselen piyasa ekonomileri, küreselleşme süreci ve Amerika Birleşik Devletleri ile etkileşim çerçevesinde ele alınmıştır. Çalışma ortaya koymuştur ki günümüzün uluslararası iktisadi ilişkileri büyük ölçüde, küresel dengesizlikler (global imbalances) olarak adlandırılan bir dizi dengesizlik durumu ve bu dengesizliklerden çeşitli kazanımlar elde eden az sayıda ülkenin menfaatleri doğrultusunda şekillenmektedir.

Küresel dengesizliklerin oluşumuna sebep veren ilişkiler, büyük ölçüde Amerika Birleşik Devletleri ve yükselen piyasa ekonomileri arasında cereyan etmektedir. Amerika Birleşik Devletler’ni bu ilişkilerde taraf yapan sebep, global ekonomideki ağırlığı ve gücü iken, yükselen piyasa ekonomilerini taraf yapan sebep yüksek büyüme ve gelişme potansiyelleridir. İki taraf arasındaki etkileşimde köprü vazifesi gören temel parametre ise tüketim, tasarruf ve yatırım kanalı vasıtası ile cari dengedir. Buna göre Birleşik Devletler’in son on yılda fazlasıyla artan cari açığı, başta Çin ve petrol ihracatçısı ülkeler olmak üzere az sayıda cari fazla veren ülke tarafından finanse edilmekte, bu durum ise aşırı değerli/değersiz kur oluşumuna sebebiyet vermektedir.

Cari dengede gözlenen ters yönlü hareketler (current account reversal) ve sermaye girişlerinde yaşanan ani duruşlar (sudden stop), cari denge ilişkilerinin iki önemli konusudur. Yani bu iki durumun mahatabı, temelde yükselen piyasa ekonomileridir. Her iki durum da ekonomik gelişmişlik ve istikrar ile ters orantılı hareket etmektedir. Ekonomik gelişmişlik düzeyinden eşyönlü etkilenen bu iki durumun birbirini etkileme gücü, birebirden düşüktür. Global ekonomide cari dengede kısa bir zaman dilimi içinde ters yönlü hareketler yaşayıp, sermaye girişlerinde ani bir duruşa maruz kalmayan, yahut sermaye girişlerinde yaşanan duruşa rağmen cari dengede herhangi bir ters yönlü hareket yaşamayan ülkeler mevcuttur.

Amerikan ekonomisinin global ekonomideki gücü ve büyüklüğü sebebiyle, neredeyse tüm ulus ekonomilerce takip edilen bir yapı sergilediğini söylemek mümkündür. Bu sebeple Birleşik Devletler ekonomisinin içine düştüğü herhangi bir olumsuzluk, kısa zamanda dünya ekonomisini etkisi altına almaktadır. Yayılma etkisi (spillover effect), etkilenen ülke grubu yahut bölgeye göre farklılık göstermektedir. Etkilenme birebire yakın veya az olabilmektedir. Yayılmanın global ekonomi üzerinde yarattığı etki, hemen hemen gecikmesiz olarak oluşmakta ve ortalama ikinci çeyrek sonunda ölmektedir.

Yayılma, ticari ve finansal olmak üzere iki temel kanaldan gerçekleşmektedir. Birleşik Devletler ile olan mal ticareti, ticari kanalı, finansal bağlantılar ise finansal kanalı oluşturmaktadır. Hızlı teknolojik yeniliklerin ve artan finansal entegrasyonun bir sonucu olarak, finansal kanaldan meydana gelen yayılmalar, ticari kanaldan meydana gelenlerden farklı olarak, neredeyse hiç gecikmesiz olarak ortaya çıkmaktadır. Esnek döviz kuru sistemleri, daha yüksek dışa açıklık düzeyi ve potansiyel düzeyin altındaki büyüme oranları, meydana gelen yayılmanın olumsuz etkilerini azaltmaktadır.

Amerika Birleşik Devletleri, son yirmi yıllık dönemde kronik bütçe açıkları vermektedir. Ülkenin sahip olduğu yüksek cari açık ile birlikte değerlendirildiğinde, ülkede bu iki parametrenin ikiz açıklar teorisi gereği birlikte hareket edip etmediği çalışmada ele alınan bir diğer konudur. Elde edilen sonuçlar, federal bütçede meydana gelen açıkların cari açıkları arttırdığını doğrulamaktadır. Bu sebeple, Birleşik Devletler ekonomisinde Ricardocu Denklik Hipotezi'nin değil, Keynesyen Görüş'ün geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak bahsedilen etkinin son yirmi yıllık dönemde önemli biçimde azaldığına işaret eden bulgular mevcuttur. Açıklar arasında var olan birbirini etkileme gücünün azalmasına sebep olan gerekçeler, finansal yenilikler, artan ortalama yaşan süreleri ve uygulamaya konan mali kurallar olarak sıralanmaktadır.

Büyük buhrandan bu yana Birleşik Devletler ekonomisinin içine girdiği en önemli kriz olarak nitelendirilen, konut finansmanı sektöründe başlayıp, global bir likidite krizine dönüşen 2008 krizi, çalışmanın bir diğer araştırma konusudur. Global ekonominin genişleme döneminde oluşan likidite bolluğu, düşen faizler ve artan risk iştahı, konut finansmanı olanaklarından faydalananların profilinde önemli değişikliğe sebep olmuştur. Sub-prime olarak nitelendirilen kredi geçmişi kötü, riskli gruba daha

karlı koşullarda kredi kullandıran finans sektöründe meydana gelen aşırı sekürütizasyon süreci, takip eden süreçte düşen konut fiyatlarının bir sonucu olarak sistemin çökmesine zemin hazırlamıştır. Düşen konut fiyatları, varlıkların satış yahut haczinden arzulan gelir sağlanamamasına sebep olarak, kredi kullananların geri ödeme yapamaz duruma gelmesine meydan vermiştir. Alacaklarını tahsil edemeyen finans kurumları birer birer iflasa sürüklenmiştir.

Dünyanın en güçlü finans kurumlarının batışının kısa sürede reel ekonomiye de yansıtacağını öngören devlet otoritesi, bu durumun önüne geçmek amacı ile art arda milyarlarca dolar değerinde kurtarma planları açıklayarak global ekonomiyi stabilizasyon sürecine çekme çabası içine girmişlerdir. Ancak yaşananlar açık biçimde ortaya koymuştur ki, Amerika Birleşik Devletleri, dünyaya yayılmasına önyak olduğu finansal denetim mekanizmalarını uygulama konusunda tarihi bir acziyet ve başarısızlık yaşamıştır. 2008 yılı itibariyle içine girilen kriz ortamının, iyimser beklentiler ile 2009 yılı ortasına kadar etkilerini sürdürmesi beklenmektedir.

Çalışmada ele alınan son konu, küreselleşme sürecinin ön plana çıkardığı diğer taraf olarak nitelendirilen yükselen piyasa ekonomileridir. Bu ülkelerin sergilediği en belirgin iki özellik, sahip oldukları yüksek gelişme potansiyeli ve içinde buldukları hızlı büyüme sürecidir. Bu ekonomilerden özellikle BRIMC ülkeleri olarak adlandırılan Brezilya, Rusya, Hindistan, Meksika ve Çin'in yakın geleceğin en büyük ekonomik güçleri arasında yer alması beklenmektedir.

Yükselen piyasa ekonomilerini kabuğunu kırıp gelişmiş ekonomiler seviyesine erişme noktasında kısıtlayan en önemli problem, dış finansman olanaklarından faydalanmada karşı karşıya geldikleri zorluklardır. Literatüre orijinal günah (original sin) olarak geçen önerme, yükselen piyasaların dış borçlanmada yaşadığı güçlükleri konvertibil para birimlerine sahip olmamalarına bağlamaktadır. Günümüzde kurulan uluslararası borç ilişkilerinin %83'e varan oranda az sayıda para birimi üzerinden gerçekleştirilmesi, orijinal günah önermesini doğrulamaktadır. Yapılan çalışmalarda ulaşılan sonuç, orijinal günahın ülkelerin gelir düzeylerinden çok uluslararası iktisadi ilişkilerinin yoğunluğu ile bağlantılı olduğu yönündedir. Uygulanan ekonomi politikalarının şeffaflığının ve kredibilitesinin artırılması, orijinal günahın kurtulma yolunda atılacak en önemli adımlardır.

Orijinal günahın oluşumunu tamamiyle engelleme amacı ile ortaya atılan önerilerden en yaygın kabul göreni, Yükselen Piyasalar Endeksi (EM Index)'dir. Önerinin temelinde enflasyona endeksli bir kur sepeti oluşturma fikrinden hareket ile gelişmekte olan ekonomilerin para birimlerinden oluşan yeni bir hesap birimi elde etme fikri yatmaktadır. Sepetteki ağırlıklandırma vasıtası ile ülkelerin yeni birim üzerindeki söz hakkının sınırlandırılabilceği, böylelikle ülkelerin bu birim üzerindeki manipülasyon gücünün azaltılabileceği düşünülmektedir.

Tipik bir yükselen piyasa ekonomisi olan Türkiye ekonomisi, 2001 krizini takiben gidilen köklü reformların ardından uluslararası ekonomideki pozisyonunu belirgin biçimde güçlendirmiştir. Ancak son yıllarda gevşeyen mali disiplinin, elde edilen başarının yitirilebileceği yönündeki kuşkuları güçlendirdiğini söylemek mümkündür.

Çalışmada uygulama konusu olarak ele alınan Birleşik Devletler ekonomisi ile Türkiye ekonomisi arasındaki dinamik ilişki, bir vektör otoregresyon (VAR) modeli vasıtası ile test edilmiştir. Analizde Birleşik Devletler ve Türkiye ekonomilerinin 1998 yılı birinci çeyreği ile 2008 yılı ikinci çeyreği arasında yer alan üç aylık gayrisafi yurtiçi hasıla verilerinin mevsimsel olarak uyarlanmış değerlerinden faydalanılmıştır.

Yapılan eşbütünleşme testi neticesinde, serilerin eşbütünleşik olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kurulan VAR modelinde bağımsız değişkenler için gecikme aralığı dört olarak seçilmiş ve bir sabit terimden faydalanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, %5 anlam düzeyinde kullanılan tüm gecikme değerleri anlamlı değildir.

Yapılan nedensellik testi neticesinde beklentilerle tutarlı biçimde, Türkiye çıktı düzeyinin, Birleşik Devletler çıktı düzeyinin Granger Nedeni olmadığı, Birleşik Devletler çıktı düzeyinin, Türkiye çıktı düzeyinin Granger Nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yapılan etki-tepki analizi neticesinde, Birleşik Devletler ekonomisinin kendi gecikme değerlerine verilen şoka pozitif tepki verdiği ve bu tepkinin uzun süre ölmediği görülmüştür. Ulaşılan bir diğer sonuç, Birleşik Devletler çıktı düzeyinin, Türkiye çıktı düzeyine verilen şoka tepki vermediği yönündedir. Analizden Türkiye ekonomisi ile ilgili olarak elde edilen sonuçlar, çalışmada daha önce yayılma etkisinin analizinde ulaşılan sonuçlar ile tutarlıdır. Buna göre Türkiye çıktı düzeyi,

ortalama beş dönem boyunca Birleşik Devletler çıktısına verilen şokun etkisinde kalırken, yalnızca iki dönem boyunca kendi çıktı düzeyine verilen şokun etkisi altında kalmaktadır.

Son olarak yapılan varyans ayrıştırması analizinde, yukarıda değinilen tüm etkilerin ortalama dördüncü dönem sonunda maksimum değerine yakınsamaya başladığı sonucuna ulaşılmıştır.

## KAYNAKÇA

- Agarwal, Sumit, John C. Driscoll, David Laibson. 2007. "Optimal Mortgage Refinancing: A Closed Form Solution". **NBER, Working Paper No: 13487**
- Altay, N. Oğuzhan. 2007. "Döviz Kuru Rejimi Tercihini Belirlemeye Yönelik Yaklaşımlar". **Ege Akademik Bakış**, 7(2) 2007,s.699-714.
- AMP Capital Investor**. <http://www.ampcapital.co.nz/corporate/glossary.asp>  
[14.10.2008]
- Anoruo, E., S. Ramchander. 1998. "Current Account and Fiscal Deficits: Evidence From Developing Economies Of Asia". **Journal of Asian Economics**, N.3, s.9  
(Aktaran: Yücel, Fatih, Ahmet Yılmaz Ata. 2003. "Eş-Bütünleşme Ve Nedensellik Testleri Altında İkiz Açıklar Hipotezi: Türkiye Uygulaması". **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi**. c.12, s.12).
- Baxter, Marianne. 1995. "International Trade and Business Cycles". **Handbook Of International Economics**, Vol.3.
- Board Of The Governors Of The Federal Reserve System. 2008. **The April 2008 Senior Loan Officer Opinion Survey On Bank Lending Practices**.
- Boratav, Korkut. "Dünya Ekonomisinde Değişimler ve Türkiye'ye Yansımaları". [www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar\\_Uye/Boratav\\_Mayis07.pdf](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Uye/Boratav_Mayis07.pdf)  
[09.06.2007].
- Bordo, Michael D..2005. "Historical Perspective On Global Imbalances". **NBER, Working Paper No: 11383**.
- \_\_\_\_\_.2006. "Sudden Stops, Financial Crises And Original Sin In Emerging Countries: Déjà Vu?". **NBER, Working Paper No: 12393**.
- Bordo, Michael D., Christopher Meissner, Angela Redish. 2003. "How "Original Sin" Was Overcome: The Evolution Of External Debt Denominated In Domestic Currencies In The United States And The British Dominions 1800-2000" ?". **NBER, Working Paper No: 9841**

- Bordo, Michael D., Barry Eichengreen, Douglas A. Irwin. 1999. "Is Globalization Today Really Different Than Globalization A Hundred Years Ago". **NBER, Working Paper No: 7195**.
- Borensztein, Eduardo, Paolo Mauro. 2002. "The Case For GDP Indexed Bonds". **IMF Policy Discussion Paper, Economic Policy, April**.
- Caballerro, Ricardo J. 2003. "On The International Financial Architecture: Insuring Emerging Markets",  
<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=801481>  
 [09.10.2007]
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, Ernesto Talvi. 2003. "Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons". **NBER, Working Paper No: 9828**.
- Chamon, Marcos. 2003. "Why Can't Developing Countries Borrow From Abroad In Their Currency?". [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=320001](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=320001)  
 [09.10.2007]
- Chari, V. V., Patrick J. Kehoe, Ellen R. McGrattan. 2005. "A Critique of Structural VARs Using Real Business Cycle Theory". **Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Working Paper 631**,  
<http://woodrow.mpls.frb.fed.us/research/wp/wp631.pdf> [16.10.2008]
- Croke, Hilary, Steven B. Kamin and Sylvain Leduc. 2005. Financial Market Developments and Economic Activity during Current Account Adjustments in Industrial Economies". **International Finance Discussion Papers 827, Board of Governors of the Federal Reserve System**.
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, Peter M. Garber. 2008. "Will Subprime Be A Twin Crisis For The United States?". **NBER, Working Paper No: 13978**.
- Edwards, Sebastian. 2001. "Does The Current Account Matter?". **NBER, Working Paper No: 8275**.
- \_\_\_\_\_. 2002. "Debt Relief And The Current Account: An Analysis Of The HIPC Initiative". **Conference In Honor Of W. Max Corden, Apr 2002**. Washington D.C.
- \_\_\_\_\_. 2004. "Thirty Years Of Current Account Imbalances, Current Account Reversals And Sudden Stops", **NBER, Working Paper No: 10276**.
- \_\_\_\_\_. 2005. "Is The U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely To Be?". **NBER, Working Paper No: 11541**.

- \_\_\_\_\_. 2007. "On Current Account Surpluses And The Correction Of Global Imbalances". **NBER, Working Paper No: 12904** .
- Ehrmann, Michael, Marcel Fratzscher, Roberto Rigobon. 2005. "Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission". **NBER, Working Paper No: 11166**.
- Eichengreen, Barry. 2006. "Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis". **The Journal of Policy Modeling**, Vol.28, Issue 6, Sep 2006, s.645-652.
- Eichengreen, Barry, Michael D. Bordo. 2002. "Crises Now And Then: What Lessons From The Last Era Of Financial Globalization?". **NBER, Working Paper No: 8716**.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann. 2003. "Original Sin: The Road To Redemption". <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/osroadaug21-03.pdf> [09.10.2007]
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann, Ugo Panizza. 2003 (a). "The Pain of Original Sin". <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf> [09.10.2007]
- \_\_\_\_\_. 2003 (b). "The Mystery of Original Sin". <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/osmysteryaug21-03.pdf> [09.10.2007]
- Eichengreen, Barry, Müge Adalet. 2005. "Current Account Reversals: Always A Problem?". **NBER, Working Paper No: 11634**.
- Emerging Economy Report**. <http://www.emergingeconomyreport.com> [14.10.2008]
- Erceg, Christopher, Luca Guerrieri, Christopher Gust. 2005. "Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit". **International Finance Discussion Paper 825, Board of Governors of the Federal Reserve System**.
- Erkmen, Zafer. 2007. "Bretton Woods II Çökmeye Mahkum mu?". **Stratejik Boyut**. [http://www.stratejikboyut.com/article\\_detail.php?id=60](http://www.stratejikboyut.com/article_detail.php?id=60) [25.07.2008].
- Federal Reserve Bank Of San Francisco. 2005. **FRBSF Economic Letter**. N.2005-16, Jul 22, 2005.
- \_\_\_\_\_. 2006. **FRBSF Economic Letter**. N.2006-29, Oct 27, 2006.
- Federal Reserve Bank Of New York. 2006. "Twin Deficits, Twenty Years Later". **Current Issues In Economics And Finance**, Vol.12, N.7, Oct 2006.



- Feldstein, Martin S.. 2007. "Housing, Credit Markets And The Business Cycle". **NBER, Working Paper No: 13471.**
- Fischer, Stanley. 2002. "Financial Crises and Reform of the International Financial System", **Review of World Economics / Weltwirtschaftliches Archiv**, Vol.139, s.1-37.
- Frankel, Jeffrey Alexander. 1999. "No Single Currency Regime Is Right For All Countries Or At All Times". **NBER, Working Paper No: 7378.**
- Frankel, Jeffrey Alexander, Andrew Rose. 1996. "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment". **Journal of International Economics**, Vol.4.
- Goldman Sachs. "The N-11: More Than an Acronym". **Global Economics Paper No: 153.**
- Goodhart, Charles. 1999. "Central Bankers and Uncertainty". **Keynes Lecture to the British Academy, in Proceedings of the British Academy**, Vol.101, Oxford University Press.
- Hampel, Bill, Mike Schenk, Steve Rick. 2008. "The U.S. Mortgage Crisis Causes, Effects And Outlook Including Suggested Credit Union Responses", **Credit Union National Association Policy Analysis Division Research.**
- International Monetary Fund. 2007(a). **Global Financial Stability Report, Oct 2007.**
- \_\_\_\_\_. 2008 (a). **Global Financial Stability Report, Apr 2008.**
- \_\_\_\_\_. 2007(b). **World Economic Outlook, Apr 2007.**
- \_\_\_\_\_. 2007(c). **World Economic Outlook, Oct 2007.**
- \_\_\_\_\_. 2008 (b). **World Economic Outlook, Apr 2008.**
- Kim, Soyoung, Nouriel Roubini. 2004. "Twin Deficits or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account and Real Exchange Rate in the U.S.". <http://econ.korea.ac.kr/prof/sykim/files/fiscalus9.pdf> [08.06.2008].
- Kraay, Aart, Jaume Ventura. 2002. "Current Accounts in the Long and Short Run". **NBER, Working Paper No: 9030.**
- Krugman, Paul. 1998. "Balance Sheets, The Transfer Problem, And Financial Crises". **International Finance And Financial Crises, Essays In Honour Of R. P. Flood, Kluwer, Dordrecht.**

- Li, Chuan. "What Are Emerging Markets?". **University Of Iowa Center For International Finance And Development.**
- Mian, Atif, Amir Sufi. 2008. "The Consequences Of Mortgage Credit Expansion: Evidence From The 2007 Mortgage Default Crisis". **NBER, Working Paper No: 13936.**
- Morgan Stanley. **Emerging Market Index.**  
<http://www.mscombar.com/products/indices/licd/em.html> [14.10.008]
- Radelet, Steven, Jeffrey Sachs. 1998. "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects". **Harvard Institute for International Development**
- Rey, Hélène, Philippe Martin. 2005. "Globalization And Emerging Markets: With Or Without Crash?". **NBER, Working Paper No: 11550.**
- Shiller, J. Robert. 2003. "The Invention Of Inflation-Indexed Bonds In Early America". **Cowles Foundation Discussion Paper No: 1442.**
- Sims, Christopher A.. 1980. "Macroeconomics And Reality". **Econometrica, Vol. 48,** No:1.  
<http://books.google.com/books?hl=tr&lr=&id=180ipKzWPScC&oi=fnd&pg=PA137&dq=%22Sims%22+%22Macroeconomics+and+Reality%22+&ots=VXNTslXaOy&sig=gOVdyM-wY5yo7uqrI0dcnTfZjKo> [17.10.2008]
- The Wall Street Journal Glossary.** [http://online.wsj.com/documents/glos\\_e.htm](http://online.wsj.com/documents/glos_e.htm) [14.10.2008]
- Tirole, Jean. 2003. "Inefficient Foreign Borrowing: A Dual-and Common-Agency Perspective". **American Economic Review Vol. 93.** No. 5, Dec 2003.
- Villaverde, Jesús Fernández, Juan F. Rubio Ramírez, Thomas J. Sargent. 2005. "A,B,C's (And D)'s For Understanding VARs".  
<http://pier.econ.upenn.edu/Archive/05-018.pdf> [16.10.2008]
- Wray, L. Randall. 2006. "Twin Deficits And Sustainability".**The Levy Economics Institute of Bard College.** 2006/3.
- Yay, Gülsün, Hüseyin Taştan. 2007. " kiz Açıklar Olgusu: Frekans Alanında Nedensellik Yaklaşımı", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi,** No:37.

## EKLER

### Ek 1: Birleşik Devletler’de Büyüme Oranları

Dönemler	Büyüme (%)	Dönemler	Büyüme (%)	Dönemler	Büyüme (%)
2000:Q1	1.15	2003:Q1	1.08	2006:Q1	2.07
2000:Q2	2.01	2003:Q2	1.18	2006:Q2	1.35
2000:Q3	0.40	2003:Q3	2.35	2006:Q3	0.88
2000:Q4	0.93	2003:Q4	1.20	2006:Q4	0.91
2001:Q1	0.68	2004:Q1	1.66	2007:Q1	1.05
2001:Q2	1.07	2004:Q2	1.80	2007:Q2	1.68
2001:Q3	0.06	2004:Q3	1.46	2007:Q3	1.55
2001:Q4	0.90	2004:Q4	1.44	2007:Q4	0.58
2002:Q1	1.05	2005:Q1	1.73	2008:Q1	0.85
2002:Q2	0.90	2005:Q2	1.17	2008:Q2	1.02
2002:Q3	0.97	2005:Q3	1.96	2008:Q3	0.94
2002:Q4	0.61	2005:Q4	1.26	2008:Q4	

**Ek 2: Birleşik Devletler’de Enflasyon Oranları**

Dönemler	Enflasyon (%)	Dönemler	Enflasyon (%)	Dönemler	Enflasyon (%)
1/1/2000	0.30	12/1/2002	0.17	11/1/2005	-0.45
2/1/2000	0.41	1/1/2003	0.44	12/1/2005	-0.05
3/1/2000	0.59	2/1/2003	0.55	1/1/2006	0.61
4/1/2000	-0.06	3/1/2003	0.16	2/1/2006	-0.05
5/1/2000	0.18	4/1/2003	-0.38	3/1/2006	0.15
6/1/2000	0.58	5/1/2003	-0.16	4/1/2006	0.50
7/1/2000	0.29	6/1/2003	0.11	5/1/2006	0.35
8/1/2000	0.00	7/1/2003	0.33	6/1/2006	0.30
9/1/2000	0.52	8/1/2003	0.44	7/1/2006	0.50
10/1/2000	0.17	9/1/2003	0.33	8/1/2006	0.44
11/1/2000	0.17	10/1/2003	-0.11	9/1/2006	-0.44
12/1/2000	0.23	11/1/2003	0.05	10/1/2006	-0.49
1/1/2001	0.57	12/1/2003	0.27	11/1/2006	0.10
2/1/2001	0.23	1/1/2004	0.38	12/1/2006	0.59
3/1/2001	0.06	2/1/2004	0.27	1/1/2007	0.12
4/1/2001	0.17	3/1/2004	0.21	2/1/2007	0.30
5/1/2001	0.51	4/1/2004	0.16	3/1/2007	0.46
6/1/2001	0.23	5/1/2004	0.43	4/1/2007	0.32
7/1/2001	-0.17	6/1/2004	0.37	5/1/2007	0.46
8/1/2001	0.00	7/1/2004	0.11	6/1/2007	0.26
9/1/2001	0.39	8/1/2004	0.16	7/1/2007	0.22
10/1/2001	-0.28	9/1/2004	0.21	8/1/2007	0.02
11/1/2001	-0.06	10/1/2004	0.53	9/1/2007	0.37
12/1/2001	-0.06	11/1/2004	0.42	10/1/2007	0.26
1/1/2002	0.17	12/1/2004	0.05	11/1/2007	0.90
2/1/2002	0.17	1/1/2005	0.00	12/1/2007	0.36
3/1/2002	0.28	2/1/2005	0.31	1/1/2008	0.39
4/1/2002	0.45	3/1/2005	0.31	2/1/2008	0.03
5/1/2002	0.11	4/1/2005	0.47	3/1/2008	0.34
6/1/2002	0.06	5/1/2005	-0.15	4/1/2008	0.21
7/1/2002	0.22	6/1/2005	0.05	5/1/2008	0.65
8/1/2002	0.28	7/1/2005	0.67	6/1/2008	1.06
9/1/2002	0.17	8/1/2005	0.67	7/1/2008	0.82
10/1/2002	0.22	9/1/2005	1.33	8/1/2008	-0.14
11/1/2002	0.17	10/1/2005	0.20	9/1/2008	-0.03

**Ek 3: Birleşik Devletler’de Gecelik Ve Gösterge Faiz Oranları**

Dönemler	Gecelik Faiz (%)	Gösterge Faiz (%)*	Dönemler	Gecelik Faiz (%)	Gösterge Faiz (%)*
2000-01	5.45	6.66	2004-06	1.03	4.73
2000-02	5.73	6.52	2004-07	1.26	4.50
2000-03	5.85	6.26	2004-08	1.43	4.28
2000-04	6.02	5.99	2004-09	1.61	4.13
2000-05	6.27	6.44	2004-10	1.76	4.10
2000-06	6.53	6.10	2004-11	1.93	4.19
2000-07	6.54	6.05	2004-12	2.16	4.23
2000-08	6.50	5.83	2005-01	2.28	4.22
2000-09	6.52	5.80	2005-02	2.50	4.17
2000-10	6.51	5.74	2005-03	2.63	4.50
2000-11	6.51	5.72	2005-04	2.79	4.34
2000-12	6.40	5.24	2005-05	3.00	4.14
2001-01	5.98	5.16	2005-06	3.04	4.00
2001-02	5.49	5.10	2005-07	3.26	4.18
2001-03	5.31	4.89	2005-08	3.50	4.26
2001-04	4.80	5.14	2005-09	3.62	4.20
2001-05	4.21	5.39	2005-10	3.78	4.46
2001-06	3.97	5.28	2005-11	4.00	4.54
2001-07	3.77	5.24	2005-12	4.16	4.47
2001-08	3.65	4.97	2006-01	4.29	4.42
2001-09	3.07	4.73	2006-02	4.49	4.57
2001-10	2.49	4.57	2006-03	4.59	4.72
2001-11	2.09	4.65	2006-04	4.79	4.99
2001-12	1.82	5.09	2006-05	4.94	5.11
2002-01	1.73	5.04	2006-06	4.99	5.11
2002-02	1.74	4.91	2006-07	5.24	5.09
2002-03	1.73	5.28	2006-08	5.25	4.88
2002-04	1.75	5.21	2006-09	5.25	4.72
2002-05	1.75	5.16	2006-10	5.25	4.73
2002-06	1.75	4.93	2006-11	5.25	4.60
2002-07	1.73	4.65	2006-12	5.24	4.56
2002-08	1.74	4.26	2007-01	5.25	4.76
2002-09	1.75	3.87	2007-02	5.26	4.72
2002-10	1.75	3.94	2007-03	5.26	4.56
2002-11	1.34	4.05	2007-04	5.25	4.69
2002-12	1.24	4.03	2007-05	5.25	4.75
2003-01	1.24	4.05	2007-06	5.25	5.10
2003-02	1.26	3.90	2007-07	5.26	5.00
2003-03	1.25	3.81	2007-08	5.02	4.67
2003-04	1.26	3.96	2007-09	4.94	4.52
2003-05	1.26	3.57	2007-10	4.76	4.53

### Ek 3 – devam

2003-06	1.22	3.33	2007-11	4.49	4.15
2003-07	1.01	3.98	2007-12	4.24	4.10
2003-08	1.03	4.45	2008-01	3.94	3.74
2003-09	1.01	4.27	2008-02	2.98	3.74
2003-10	1.01	4.29	2008-03	2.61	3.51
2003-11	1.00	4.30	2008-04	2.28	3.68
2003-12	0.98	4.27	2008-05	1.98	3.88
2004-01	1.00	4.15	2008-06	2.00	4.10
2004-02	1.01	4.08	2008-07	2.01	4.01
2004-03	1.00	3.83	2008-08	2.00	3.89
2004-04	1.00	4.35	2008-09	1.81	3.69
2004-05	1.00	4.72	2008-10		

\*10 Yıl Vadeli Amerikan Hazine Tahvili

### Ek 4: Birleşik Devletler’de Sabit Sermaye Yatırımları

Dönemler	Sabit Sermaye Yatırımları (Milyar \$)	Dönemler	Sabit Sermaye Yatırımları (Milyar \$)
2000Q1	1642433	2004Q2	1806588
2000Q2	1685377	2004Q3	1864699
2000Q3	1690621	2004Q4	1916111
2000Q4	1697470	2005Q1	1960370
2001Q1	1685217	2005Q2	2012526
2001Q2	1654712	2005Q3	2072730
2001Q3	1644772	2005Q4	2115506
2001Q4	1599575	2006Q1	2176772
2002Q1	1572435	2006Q2	2179474
2002Q2	1568845	2006Q3	2161326
2002Q3	1566849	2006Q4	2132445
2002Q4	1572825	2007Q1	2118906
2003Q1	1583346	2007Q2	2133923
2003Q2	1620595	2007Q3	2127473
2003Q3	1678737	2007Q4	2109470
2003Q4	1716393	2008Q1	2069245
2004Q1	1732600	2008Q2	

**Ek 5: Birleşik Devletler’de İşsizlik Oranları**

Dönemler	İşsizlik Oranı (%)	Dönemler	İşsizlik Oranı (%)	Dönemler	İşsizlik Oranı (%)
2000-01-01	4.0	2002-12-01	6.0	2005-11-01	5.0
2000-02-01	4.1	2003-01-01	5.8	2005-12-01	4.8
2000-03-01	4.0	2003-02-01	5.9	2006-01-01	4.7
2000-04-01	3.8	2003-03-01	5.9	2006-02-01	4.7
2000-05-01	4.0	2003-04-01	6.0	2006-03-01	4.7
2000-06-01	4.0	2003-05-01	6.1	2006-04-01	4.7
2000-07-01	4.0	2003-06-01	6.3	2006-05-01	4.7
2000-08-01	4.1	2003-07-01	6.2	2006-06-01	4.6
2000-09-01	3.9	2003-08-01	6.1	2006-07-01	4.7
2000-10-01	3.9	2003-09-01	6.1	2006-08-01	4.7
2000-11-01	3.9	2003-10-01	6.0	2006-09-01	4.5
2000-12-01	3.9	2003-11-01	5.8	2006-10-01	4.4
2001-01-01	4.2	2003-12-01	5.7	2006-11-01	4.5
2001-02-01	4.2	2004-01-01	5.7	2006-12-01	4.4
2001-03-01	4.3	2004-02-01	5.6	2007-01-01	4.6
2001-04-01	4.4	2004-03-01	5.8	2007-02-01	4.5
2001-05-01	4.3	2004-04-01	5.6	2007-03-01	4.4
2001-06-01	4.5	2004-05-01	5.6	2007-04-01	4.5
2001-07-01	4.6	2004-06-01	5.6	2007-05-01	4.5
2001-08-01	4.9	2004-07-01	5.5	2007-06-01	4.6
2001-09-01	5.0	2004-08-01	5.4	2007-07-01	4.7
2001-10-01	5.3	2004-09-01	5.4	2007-08-01	4.7
2001-11-01	5.5	2004-10-01	5.5	2007-09-01	4.7
2001-12-01	5.7	2004-11-01	5.4	2007-10-01	4.8
2002-01-01	5.7	2004-12-01	5.4	2007-11-01	4.7
2002-02-01	5.7	2005-01-01	5.2	2007-12-01	5.0
2002-03-01	5.7	2005-02-01	5.4	2008-01-01	4.9
2002-04-01	5.9	2005-03-01	5.2	2008-02-01	4.8
2002-05-01	5.8	2005-04-01	5.1	2008-03-01	5.1
2002-06-01	5.8	2005-05-01	5.1	2008-04-01	5.0
2002-07-01	5.8	2005-06-01	5.0	2008-05-01	5.5
2002-08-01	5.7	2005-07-01	5.0	2008-06-01	5.5
2002-09-01	5.7	2005-08-01	4.9	2008-07-01	5.7
2002-10-01	5.7	2005-09-01	5.1	2008-08-01	6.1
2002-11-01	5.9	2005-10-01	5.0	2008-09-01	6.1

**Ek 6: Birleşik Devletler’de Cari Açık**

Dönemler	Cari Açık (Milyon \$)	Dönemler	Cari Açık (Milyon \$)
2000Q1	-87401	2004Q2	-156955
2000Q2	-100735	2004Q3	-166241
2000Q3	-117474	2004Q4	-178525
2000Q4	-111816	2005Q1	-157567
2001Q1	-95797	2005Q2	-180310
2001Q2	-98218	2005Q3	-182422
2001Q3	-100881	2005Q4	-208694
2001Q4	-89803	2006Q1	-178298
2002Q1	-91548	2006Q2	-201502
2002Q2	-116530	2006Q3	-224820
2002Q3	-128386	2006Q4	-183497
2002Q4	-124811	2007Q1	-196,930
2003Q1	-122951	2007Q2	-194,093
2003Q2	-131513	2007Q3	-172,952
2003Q3	-141850	2007Q4	-167,241
2003Q4	-127086	2008Q1	-175,640
2004Q1	-123272	2008Q2	-183,147

**Ek 7: Birleşik Devletler’de Bütçe Dengesi**

Yıllar	Bütçe Dengesi (Milyar \$)
1990	-164.8
1991	-217.9
1992	-296.7
1993	-272.6
1994	-201.9
1995	-184.9
1996	-116
1997	-16.7
1998	90.8
1999	154
2000	239.4
2001	51.5
2002	-282.1
2003	-392.5
2004	-369.1
2005	-262.2
2006	-155
2007	-218.9



**Ek 8: Ülke Gruplarının Hesaplamalarda Kullanılan Makroekonomik Verileri**

İleri Düzey Ekonomiler (G7)		
Gayrisafi Yurtiçi Hasıla, sabit fiyatlarla	Enflasyon, yıllık tüketici fiyatları	Cari Denge
3.596	2.133	-1.587
1.032	1.931	-1.362
1.202	1.29	-1.46
1.781	1.745	-1.527
2.939	1.985	-1.352
2.27	2.335	-1.838
2.66	2.353	-2.007
2.165	2.152	-1.457
1.227	3.476	-1.307
0.136	1.733	-0.858

Diğer Gelişmiş Ekonomiler (G7 Ülkeleri Ve Euro Bölgesi Hariç)		
Gayrisafi Yurtiçi Hasıla, sabit fiyatlarla	Enflasyon, yıllık tüketici fiyatları	Cari Denge
5.912	2.022	3.508
1.316	2.436	4.17
3.922	1.705	3.907
2.552	1.766	5.004
4.863	1.892	4.416
3.942	2.051	4.361
4.485	2.024	4.899
4.654	1.942	4.739
3.101	4.376	3.789
2.458	3.307	3.585

Avrupa Birliği		
Gayrisafi Yurtiçi Hasıla, sabit fiyatlarla	Enflasyon, yıllık tüketici fiyatları	Cari Denge
3.935	3.119	-0.975
2.101	3.006	-0.295
1.403	2.513	0.199
1.538	2.203	0.186
2.679	2.344	0.493
2.187	2.298	-0.078
3.331	2.323	-0.413
3.11	2.382	-0.656
1.65	3.875	-1.209
0.554	2.414	-1.153

**Ek 8 – devam**

Yükselen Ve Gelişmekte Olan Ekonomiler					
Gayrisafi Yurtiçi Hasıla, sabit fiyatlarla	Enflasyon, yıllık tüketici fiyatları	Cari Denge	Sermaye Akımları	Sabit Sermaye Yatırımları	Dış Borç, toplam
5.928	8.459	1.334	71.627	172.017	36.66
3.797	7.68	0.628	75.486	187.161	36.511
4.752	6.786	1.143	77.139	156.577	36.522
6.267	6.627	1.89	162.471	166.242	35.116
7.502	5.886	2.369	236.497	189.021	32.399
7.133	5.7	4.125	248.692	261.802	28.447
7.919	5.423	4.852	222.973	245.973	26.635
8.025	6.366	4.119	632.779	379.031	26.856
6.866	9.402	4.054	528.606	443.636	24.179
6.05	7.786	2.9	286.567	414.646	23.825

## **Ek 9: Kullanılan Ülke Gruplarının İçerikleri**

### **İleri Düzey Ekonomiler (G7)**

Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri

### **Diğer Gelişmiş Ekonomiler**

Avustralya, Danimarka, Hong Kong, İzlanda, İsrail, Kore, Yeni Zellanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre, Tayvan

### **Avrupa Birliği**

Avusturya, Belçika, Bulgaristan, Kıbrıs, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İrlanda, İtalya, Letonya, Litvanya, Lüksemburg, Malta, Hollanda, Polonya, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç, Romanya, Birleşik Krallık

### **Yükselen Ve Gelişmekte Olan Ekonomiler**

Arnavutluk, Cezayir, Angola, Antigua ve Barbud, Ermenistan, Azerbaycan, Bahamalar, Bahreyn, Bangladeş, Barbados, Belarus, Belize, Benin, Bhutan, Bolivya, Botswana Cumhuriyeti, Brezilya, Bulgaristan, Burkina Faso, Burundi, Kamboçya, Kamerun, Yeşilburun Adaları, Orta Afrika Cumhuriyeti, Çad, Şili, Çin, Kolombiya, Komor, Kongo, Demokratik Kongo Cumhuriyeti, Kosta Rika, Fildişi Sahilleri, Hırvatistan, Çek Cumhuriyeti, Cibuti, Dominik, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, Mısır, El Salvador, Ekvator Ginesi, Estonya, Etiyopya, Fiji, Gabon, Gambiya, Gürcistan, Gana, Grenada, Guatemala, Gine, Guinea-Bissau, Guyana, Haiti, Honduras, Macaristan, Hindistan, Endonezya, İran, Jamaika, Ürdün, Kazakistan, Kenya, Kiribati, Kuveyt, Kırgızistan, Demokratik Lao Cumhuriyeti, Letonya, Lübnan, Lesoto, Libya, Litvanya, Makedonya, Madagaskar, Malavi, Malezya, Maldivler, Mali Cumhuriyeti, Moritanya, Morityus Cumhuriyeti, Meksika, Moldova, Moğolistan, Fas, Mozanbik, Myanmar, Namibya, Nepal, Nikaragua, Nijer, Nijerya, Umman, Pakistan, Panama, Papua Yeni Gine, Paraguay, Peru, Filipinler, Polonya, Katar, Romanya, Rusya, Ruanda, Samoa, São Tomé ve Príncipe Demokratik Cumhuriyeti, Suudi Arabistan, Senegal, Seyşeller, Sierra Leone, Slovakya, Solomon Adaları, Güney Afrika, Sri Lanka, St. Kitts Ve Nevis, St. Vincent Ve The

Grenadines, Sudan, Surinam, Svaziland, Suriye, Tacikistan, Tanzanya, Tayland, Togo, Tonga, Trinidad-Tobago, Tunus, Türkiye, Türkmenistan, Uganda, Ukrayna, Birleşik Arap Emirlikleri, Uruguay, Özbekistan, Vanuatu, Venezuela, Vietnam, Yemen, Zambiya, Zimbabve

#### Ek 10: Hesaplamalarda Kullanılan Türkiye Ekonomisi Verileri

Yıllar	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla, sabit fiyatlarla	Enflasyon, yıllık tüketici fiyatları	Cari Denge
2000	6.774	55.035	-3.737
2001	-5.697	54.246	1.952
2002	6.164	45.134	-0.271
2003	5.265	25.338	-2.471
2004	9.363	8.598	-3.673
2005	8.402	8.179	-4.585
2006	6.893	9.597	-6.033
2007	4.621	8.756	-5.716
2008	3.5	10.477	-6.523
2009	3	8.429	-6.66
Ortalama	4.8285	23.3789	-3.7717

#### Ek 11: Türkiye Ekonomisinin İç Borç Stoku/GSYH Ve Dış Borç Stoku/GSYH Oranları

Yıllar	İç Borç Stokunun GSYH'ya Oranı (%)	Dış Borç Stokunun GSYH'ya Oranı (%)
2000	21.85	29.55
2001	50.85	39.91
2002	42.76	38.39
2003	42.74	31.57
2004	40.16	26.30
2005	37.72	20.42
2006	33.16	20.51
2007	29.81	20.24

**Ek 12: VAR Modelinde Kullanılan Veriler (Mevsimsel Olarak Uyarlanmış)**

Dönem	GSYH - Türkiye (YTL)	GSYH - A.B.D. (Milyar Dolar)
1998Q1	17,643,793,361	8586.7
1998Q2	17,362,033,166	8657.9
1998Q3	17,713,084,323	8789.5
1998Q4	17,471,556,154	8953.8
1999Q1	16,683,372,831	9066.6
1999Q2	17,049,297,886	9174.1
1999Q3	16,877,379,887	9313.5
1999Q4	17,242,655,015	9519.5
2000Q1	17,522,547,568	9629.4
2000Q2	18,118,964,154	9822.8
2000Q3	18,360,105,771	9862.1
2000Q4	18,398,662,561	9953.6
2001Q1	17,615,822,351	10021.5
2001Q2	16,951,239,695	10128.9
2001Q3	17,200,814,878	10135.1
2001Q4	16,713,476,559	10226.3
2002Q1	17,474,644,790	10333.3
2002Q2	18,014,057,047	10426.6
2002Q3	18,351,164,478	10527.4
2002Q4	18,680,643,962	10591.1
2003Q1	18,684,958,754	10705.6
2003Q2	18,684,471,008	10831.8
2003Q3	19,254,089,848	11086.1
2003Q4	19,724,800,901	11219.5
2004Q1	20,400,701,204	11405.5
2004Q2	20,804,840,926	11610.3
2004Q3	20,975,963,104	11779.4
2004Q4	21,302,414,163	11948.5
2005Q1	22,050,347,122	12155.4
2005Q2	22,298,162,892	12297.5
2005Q3	22,744,201,159	12538.2
2005Q4	23,356,563,205	12696.4
2006Q1	23,321,494,741	12959.6
2006Q2	24,366,603,714	13134.1
2006Q3	24,305,433,215	13249.6
2006Q4	24,683,477,875	13370.1
2007Q1	25,158,007,267	13510.9
2007Q2	25,342,385,441	13737.5
2007Q3	25,162,703,189	13950.6
2007Q4	25,563,454,908	14031.2
2008Q1	26,810,261,889	14150.8
2008Q2	25,832,035,041	14312.5

## ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Ahmet Talat Karasu  
Doğum Tarihi : 16.05.1984  
Doğum Yeri : Edremit/Balıkesir  
Lisans : Anadolu Üniversitesi – İktisat  
Mezuniyet Tarihi : 2005  
Yabancı Dil : İngilizce  
İş Deneyimi : Aralık 2006 - Finar Enformasyon Ve Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., Halen devam ediyor  
Ekim 2005- Haziran 2006 Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü