

**BREZİLYA VE TÜRKİYE EKONOMİLERİNİN  
BENZERLİĞİ: GERÇEK Mİ YANILSAMA MI?**

Emre YALÇIN

Danışman  
Prof. Dr. Erdinç TELATAR

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü  
Ankara, Mart 2008

## ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hazırlanması sırasındaki değerli katkıları nedeniyle Prof.Dr. Erdinç M. Telatar'a, özellikle Brezilya ile ilgili veri kaynaklarına ulaşabilmek konusundaki yardımları nedeniyle Aysun Öztürk ve Aysun Odabaş'a, moral destekleri nedeniyle İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü'ndeki çalışma arkadaşlarıma ve tezimin yazım sürecinde benden sonsuz desteğini esirgemeyen ailem ve sevgili eşim Dr. Demet Özen Yalçın'a teşekkürlerimi sunarım.

Emre YALÇIN

## İÇİNDEKİLER

### Sayfa No

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	iv
GRAFİK LİSTESİ.....	vi
KISALTMA LİSTESİ.....	viii
EK LİSTESİ.....	x
ÖZET.....	xi
ABSTRACT.....	xiii
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>GEÇMİŞTE YAPILAN ÜLKE KARŞILAŞTIRMALARI VE YAYILMA ANALİZLERİ.....</b>	<b>4</b>
1.1. Krizlerin Yayılmalarına Yönelik Teorik ve Ampirik Çalışmalar.....	4
1.2. Geçmişte Türkiye ve Brezilya'nın Karşılaştırıldığı Çalışmalar.....	8

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>TÜRKİYE VE BREZİLYA'NIN EKONOMİK YAPILARI.....</b>	<b>13</b>
2.1. Reel Ekonomi.....	13
2.1.1. Milli Gelir, Büyüme ve Enflasyon.....	13
2.1.2. Dış Ticaret.....	17
2.1.3. Cari İşlemler Dengesi.....	20
2.1.4. Demografi ve İstihdam.....	20
2.1.5. Reel Ekonomik Yapıların Özeti.....	22
2.2. Bankacılık Sektörleri.....	22
2.2.1. Aktif Kalitesi ve Likidite Rasyoları.....	25
2.2.2. Kur Riski.....	27
2.2.3. Kredi Riski.....	28
2.2.4. Bankacılık Sektörü Genel Değerlendirmesi.....	29

2.3. Sermaye Akımları.....	31
2.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	33
2.3.2. Portföy Yatırımları.....	34
2.4. Siyasi İstikrar.....	37

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>TÜRKİYE VE BREZİLYA’NIN BİR ARADA DEĞERLENDİRİLMESİNİN SEBEPLERİ VE FİNANSAL GÖSTERGELERİN ORTAK HAREKETİNİN TEST EDİLMESİ.....</b>	<b>40</b>
3.1. “İkiz Kardeş” Benzetmesinin Kaynağı ve Sebepleri.....	40
3.2. Finansal Göstergelerin Ortak Hareketlerinin Test Edilmesi.....	43
3.2.1. Yayılma ve Ortak Hareketlerin Test Edilmesi.....	43
3.2.2. Türkiye ve Brezilya’nın Ekonomik ve Finansal Göstergeleri Arasındaki Ortak Hareketlerin Test Edilmesi.....	50
3.2.2.1. Veriler .....	50
3.2.2.2. Yöntem.....	51
3.2.3. Korelasyon Analizi.....	52
3.2.3.1. Basit Korelasyon Analizi.....	52
3.2.3.2. Forbes ve Rigobon Düzeltilmiş Korelasyon Katsayıları... ..	54
3.2.4. Granger Nedensellik Testleri.....	57
3.2.5. Kointegrasyon Testleri.....	59
3.2.5. Sonuçların Değerlendirilmesi.....	62
3.3. Diğer Ülkelerle İlişkilerin Araştırılması.....	64
3.4. Genel Değerlendirme.....	65

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>67</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>71</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>83</b>

## TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1. Polonya, Brezilya ve Türkiye’de Faiz Oranları, Döviz Kurları ve Eurobond Spreadlerini Etkileyen Faktörler... ..	9
Tablo 1.2. Türkiye ve Brezilya’nın Eurobond Spreadlerini Etkileyen Faktörler (% 5 Seviyesinde Anlamli Değişkenler).....	10
Tablo 1.3. Türkiye ve Brezilya’nın Yaşadıkları Krizlerin Ardından Makroekonomik Göstergelerin Normalleşme Süreleri.....	10
Tablo 2.1. Türkiye ve Brezilya’da Bankacılık Sektörünün Dağılımı (Toplam Varlıklar İçerisinde Pay: %). .....	24
Tablo 2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Bankacılık Sistemi Risk Matrisi (Eylül 2007 itibariyle).....	31
Tablo 2.3. Türkiye, Brezilya ve Bazı Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Yönetişim Göstergeleri.....	39
Tablo 3.1. Türkiye ve Brezilya’nın Borç Göstergeleri.....	41
Tablo 3.2. Türkiye ve Brezilya’nın Seçilmiş Göstergeleri İçin Korelasyon Katsayıları.....	52
Tablo 3.3. Türkiye ve Brezilya’nın Seçilmiş Göstergeleri İçin İki Ayrı Dönemde Hesaplanmış Korelasyon Katsayıları.....	53
Tablo 3.4. Türkiye ve Brezilya’nın Finansal Göstergeleri İçin Forbes ve Rigobon Yöntemine Göre Korelasyon Katsayıları ve T-Testi Sonuçları.....	55
Tablo 3.5. Brezilya ve Türkiye’nin ve Finansal Göstergeleri İçin Forbes ve Rigobon Yöntemine Göre Korelasyon Katsayıları ve T-Testi Sonuçları.....	57
Tablo 3.6. Türkiye ve Brezilya’nın Seçilmiş Göstergeleri İçin % 5 Seviyesinde Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Aylık Seriler).....	58
Tablo 3.7. Türkiye ve Brezilya’nın Seçilmiş Göstergeleri İçin % 5 Seviyesinde Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Günlük Seriler).....	59

Tablo 3.8. Türkiye ve Brezilya'nın Seçilmiş Finansal Göstergeleri İçin % 5 Seviyesinde Kointegrasyon Testinin Sonuçları.....	60
Tablo 3.9. Türkiye ve Brezilya'nın Seçilmiş Finansal Göstergeleri İçin İki Ayrı Dönem ve % 5 Seviyesinde Kointegrasyon Testinin Sonuçları.....	61

## GRAFİK LİSTESİ

### Sayfa No

Grafik 2.1. Brezilya ve Türkiye’de GSYİH’nin Üretim Alt Kalemlerine Göre Dağılımı (%).....	14
Grafik 2.2. Brezilya ve Türkiye’de GSYİH’nin Harcama Yöntemine Göre Dağılımı (%).....	15
Grafik 2.3. Brezilya ve Türkiye’nin 1996-2006 Döneminde Büyüme Hızları (Yıllık % Değişim).....	16
Grafik 2.4. Brezilya ve Türkiye’nin 1996-2006 Döneminde Enflasyon Oranları (Yıllık Ortalama: %).....	17
Grafik 2.5. Brezilya ve Türkiye’de İthalatın Ürün Gruplarına Göre Dağılımı (Toplam İçerisindeki Pay: %).....	18
Grafik 2.6. Brezilya ve Türkiye’de İhracatın Ürün Gruplarına Göre Dağılımı (Toplam İçerisindeki Pay: %).....	18
Grafik 2.7. Brezilya ve Türkiye’de İhracatın Bölgelere Göre Dağılımı (Toplam İçerisindeki Pay: %).....	19
Grafik 2.8. Brezilya ve Türkiye’de İthalatın Bölgelere Göre Dağılımı (Toplam İçerisindeki Pay: %).....	19
Grafik 2.9. Brezilya ve Türkiye’de Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (%)..	20
Grafik 2.10. Brezilya ve Türkiye’nin Demografik Yapıları (Yaş Gruplarının Toplam İçerisindeki Payı: %, 2007 Tahminleri).....	21
Grafik 2.11. Brezilya ve Türkiye’de İşsizlik Oranları (Yıllık: %).....	21
Grafik 2.12. Bankacılık Sektörü Toplam Varlıklar/GSYİH Oranları (%).....	24
Grafik 2.13. Brezilya ve Türkiye Bankacılık Sektörlerinde Likit Aktifler/ Toplam Aktifler (sol) ve Brüt Kredi/Mevduat Oranları (%).....	26
Grafik 2.14. Brezilya ve Türkiye Bankacılık Sektörlerinde Likit Aktifler/Kısa Vadeli Pasifler (sol) ve Kısa Vadeli Pasifler/Toplam Aktif Oranları (%).....	26
Grafik 2.15. Brezilya ve Türkiye Bankacılık Sektörlerinde Döviz Cinsi Aktif/Toplam Aktif (sol) ve Döviz Cinsi Pasif/Toplam Pasif Oranları (%).....	28

Grafik 2.16. Brezilya ve Türkiye Bankacılık Sektörlerinde Döviz Cinsi Pasif/Döviz Cinsi Aktif Oranı .....	28
Grafik 2.17. Brezilya ve Türkiye Bankacılık Sektörlerinde Sermaye Yeterlilik Oranı (%).....	29
Grafik 2.18. Brezilya ve Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Yıllık: Milyar Dolar).....	33
Grafik 2.19. Brezilya ve Türkiye’de Net Portföy Yükümlülükleri (Yıllık: Milyar Dolar).....	35
Grafik 2.20. Brezilya ve Türkiye’de Net Portföy Yükümlülükleri (Ocak 1995’ten İtibaren Birikimli: (Milyar Dolar).....	36
Grafik 2.21. Brezilya ve Türkiye’de Ocak 1996’dan İtibaren Birikimli Portföy Yükümlülükleri İçerisinde Borç Senetleri ve Hisse Senetlerinin Payları (%).....	37



## KISALTMA LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey-Fuller Test (Genişletilmiş Dickey-Fuller Testi)
AIC	: Akaike Information Criterion (Akaike Bilgi Kriteri)
BCB	: Banco Central do Brasil (Brezilya Merkez Bankası)
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIC	: Bayesian Information Criterion (Bayes Bilgi Kriteri)
BIS	: Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
BOVESPA	: Bolsa de Valores de Sao Paulo (Sao Paulo Borsası)
CIA	: Central Intelligence Agency (ABD Merkezi Haber Alma Teşkilatı)
EMBI	: Emerging Markets Bond Index (Gelişmekte Olan Ülkeler Tahvil Endeksi)
FDI	: Foreign Direct Investment (Doğrudan Yabancı Yatırımlar)
FED	: Federal Reserve (ABD Merkez Bankası)
G-8	: Group of Eight
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IFS	: International Financial Statistics (Uluslararası Finansal İstatistikler)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
IPEA	: Instituto de Pesquisa Economica Aplicada (Ekonomik Araştırmalar Enstitüsü)
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
PPP	: Purchasing Power Parity (Satın Alma Gücü Paritesi)

- SITC : Standard International Trade Classification (Standart Uluslararası Ticaret Sınıflandırmaları)
- TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- TÜİK : Türkiye İstatistik Kurumu
- VAR : Value-At-Risk (Riske Maruz Değer)
- WEO : World Economic Outlook (Küresel Ekonomik Görünüm)
- WGI : World Governance Indicators (Küresel Yönetişim Göstergeleri)

## EK LİSTESİ

### Sayfa No

Ek .1 Brezilya ve Türkiye'nin Finansal Göstergelerinin, Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülke ve Ülke Gruplarıyla Karşılaştırılması.....	83
---	----

## ÖZET

Özellikle teknolojik ilerleme ve bilginin yayılma hızındaki artışa bağlı olarak, yatırımcıların çok farklı yatırım araçlarını aynı portföy içerisinde değerlendirebilmesi, birbirinden çok farklı ülkelerin kendi iç piyasalarına bağlı olmayan gelişmelerden etkilenebilmesi sonucunu doğurmuştur. Bu çerçevede bütün dünyadaki finans piyasaları 20. yüzyılın sonundan itibaren birbirine yakınlaşmaya başlamıştır. Bu yapı içerisinde özellikle gelişmekte olan ülkeler, çeşitli kriterlere göre belirli gruplar içerisinde değerlendirilmeye başlanmıştır. Türkiye, 2000-2001 krizine kadar genellikle Latin Amerika ülkeleriyle karşılaştırılmaktayken, daha sonraki yıllarda giderek artan bir şekilde Brezilya ile bir arada değerlendirilmeye başlanmıştır ve bu benzetme bir süre sonra iki ülkenin “ikiz kardeş” olarak nitelendirilmesine kadar varmıştır. Bu benzetmenin sebebi ağırlıklı olarak, her iki ülkenin de peşpeşe yaşadıkları ekonomik krizler, bu krizlerin sonucunda Uluslararası Para Fonu’na en borçlu iki ülke hâline gelmeleri ve birer yıl arayla göreve gelen güçlü hükümetler olarak gösterilmektedir. Ancak bu benzetmenin, iki ülkenin diğer ekonomik değişkenleri ve finansal göstergeleri tarafından da doğrulanıp doğrulanmadığı sorusu henüz ciddi anlamda cevaplanmamıştır.

Bu çalışmada, söz konusu sorunun cevabı aranmaktadır. Elde ettiğimiz sonuçlar, ekonomik ve finansal göstergelerin bazı benzerlik ve ortak hareketler ortaya koymasına rağmen, “ikiz kardeş” benzetmesini tatmin edici bir şekilde desteklememektedir. Özellikle makroekonomik yapı ve bankacılık sektörü göstergeleri incelendiği zaman Brezilya’nın, Türkiye’ye göre az bir farkla da olsa daha önde olduğu sonucuna varılmaktadır. Finansal piyasa göstergeleriyle yürütülen testler ise, bazı ilişkilere rağmen iki ülke finansal piyasalarının birebir ilişki içerisinde olmadığını göstermektedir. Hatta, bazı durumlarda “ikiz kardeş” benzetmesinin ortaya çıkmasından önceki dönemde var olan ilişkiler daha sonradan kopmaktadır. Elde ettiğimiz sonuçlar ayrıca,

Türkiye'nin 2000-2001, Brezilya'nın ise 2002 yıllarında yaşadığı krizlerin diğer ülkeye büyük ölçüde yansımadağını göstermektedir.

Bu çalışmada ayrıca, Türkiye ve Brezilya finans piyasalarının diğer bazı gelişmekte olan ülkelerle etkileşimi de incelenmiştir. Türkiye ve Brezilya ikilisinin kendi arasındaki ortak hareketler, bu bölümde ortaya konulan ilişkilerle karşılaştırıldığı zaman belirgin bir üstünlük kuramamaktadır.

Elde edilen sonuçlardan belki de en önemlisi, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları arasındaki ilişkilerin giderek artmakta olmasıdır. Literatürdeki geçmiş örnekler tarafından da teyit edilen bu sonuç; ekonomik ajanların, finans sektörünü yorumlarken, yurtdışı finans piyasalarındaki değişimleri ve bunları doğrudan etkileyebilecek ekonomik ve siyasi gelişmeleri de takip etmesi gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Bu gerekliliğin merkez bankaları gibi politika yapıcı özelliğe sahip kuruluşlar için ise bir kat daha arttığı düşünülmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Türkiye, Brezilya, Benzerlik, Granger Nedensellik, Kointegrasyon.

## **ABSTRACT**

As investors had the opportunity to join very different financial instruments in the same portfolio, due to technological advance and faster access to information, countries with basically different fundamentals have become more prone to events that occurred in off-shore markets. Consequently, financial markets around the world have begun to converge to each other, since late 20th century. In this concept, especially emerging market economies, are being grouped in some certain categories, according to some common characteristics. After generally being compared to Latin American countries, until its' crisis in 2000-2001, Turkey has been increasingly considered to be similar with Brazil and this similarity even led to the metaphor that Turkey and Brazil were "twin brothers". The reason for this comparison lies in successive economic crises, Turkey and Brazil being the most indebted countries to the International Monetary Fund for some time and strong governments, which came into power consecutively in both countries. However, the question whether other macro-economic and financial indicators of these two countries followed the so-called "twin brother" phenomena yet remained unanswered.

In this study we search for an answer to this question. Despite some similarities in economic and financial aspects, our findings fail to satisfactorily confirm the "twin brothers" comparison. Especially considering economic fundamentals and strength of banking sector, Brazil can be said to be one step ahead of Turkey. On the other hand, econometric tests carried on the financial market variables show that, although there appears to be some relationships, financial markets of Turkey and Brazil did not move significantly parallel to each other. Moreover, some relationships, which can be found before the "twin brothers" comparison, disappear after late-2002. Our results also find that, neither the Turkish 2000-2001 nor the Brazillian 2002 crises were felt in the other country.

Our study also compares the financial indicators of Turkey and Brazil with some other emerging market countries. The results suggest that the relationships between Turkish and Brazilian financial markets were not closer than those with other countries.

Probably the most important result of this study, which is also supported by past literature work, is that financial market relationships between emerging markets have been increasing. This result implies that changes in foreign financial markets, as well as economical and political events, which carries potential effects on markets, should also be monitored, while evaluating domestic financial markets. This necessity is even more significant for policy makers, such as central banks.

**Key Words:** Turkey, Brazil, Similarity, Granger Causality, Cointegration

## GİRİŞ

Küreselleşme ve teknolojik ilerlemeye bağlı olarak, 20. yy'nin son 10 yılından itibaren bütün dünyada finans piyasaları birbirlerine yakınlaşmaya başlamıştır. Daha önceden gerçekleşmesi birkaç gün sürebilecek bir yatırım zinciri, şimdi internet ve diğer yenilikler sayesinde dakikalar içerisinde kurulabilmekte ve çok büyük fonlar saniyeler içerisinde yer değiştirebilmektedir. Diğer yandan, giderek daha fazla çeşitlenen ve karmaşık hâle gelen finansal yatırım araçları, söz konusu yakınlaşma üzerinde bir "büyüteç" etkisi yaratmaktadır. Birbirinden çok farklı yatırım araçları aynı portföy içerisine konulabilmekte ve böylece bu araçlardan birisinin işlem gördüğü piyasalardaki hareket hızlı bir şekilde diğerlerine de yayılabilmektedir. Söz konusu büyüteç etkisinin başlıca sebebi olarak, bilgiye ulaşım açısından ideale yakın şartlara ulaşılmasının geleneksel yatırım araçlarında yarattığı dışlamanın, yüksek getiri için yeni enstrümanları zorunlu kılması gösterilebilir. Genel hatları çizilen bu çerçevede, küreselleşmeye dahil olan bütün ülkelerdeki finans piyasaları artık yurtiçi gelişmeler kadar (hatta bazı durumlarda daha fazla) uluslararası hareketlerden de etkilenmektedir.

Söz konusu değişim, 21. yy'nin başından itibaren kendisini giderek daha güçlü hissettirmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranlarının tatmin edemediği sermaye, daha yüksek getiri arayışıyla gelişmekte olan ülkelere doğru kaymaya başlamıştır. Bu süreç, bir anlamda hem sebep hem de sonuç niteliği taşımaktadır. Gelişmekte olan ülkeler, 1990'lı yılları peş peşe gelen krizlerle geçirdikten sonra ekonomik reformlara odaklanmış ve olası yeni krizlere karşı güçlenmeye önem vermişlerdir. Bu durum, söz konusu ülkelerin borç geri ödeme kalitelerini de olumlu etkileyerek, sermaye girişleri için teşvik edici olmuştur. Diğer yandan yüksek miktardaki sermaye girişleri, gelişmekte olan ülkelerin borç yapılarını düzeltmeleri ve diğer ekonomik reformları sürdürebilmesi için ucuz finansman olanağı sunmuştur.



Böylece sermaye hareketleri, gelişmekte olan ölkelerin yeniden yapılanma sürecinin devam edebilmesine de katkı sağlamıştır.

Gelişmekte olan ölkelere yönelik sermaye akımları devam ettikçe, bu ölkelerden bazıları çeşitli kriterlere göre bazı çerçevelere (Avrupa Birliği'ne dahil olan eski Doğu Bloğu ölkeleri gibi) dahil edilerek bir arada değerlendirilmeye başlanmışlardır. Türkiye ise, konumu itibariyle, Doğu Asyalı gelişmekte olan ölkelerle çok nadiren karşılaştırılırken, Doğu Avrupa ölkelerinin komünizm sonrası dönüşümünün, Türkiye'nin ekonomik ve finansal tarihine göre oldukça farklı seyretmesi nedeniyle bu bölgedeki gelişmekte olan ölkelerden de genel olarak ayrı tutulmuştur. Diğer yandan, siyasi istikrar kriterleri, benzer borç yapıları ve yüksek enflasyon geçmişi nedeniyle Türkiye daha çok Arjantin, Meksika ve Brezilya gibi Latin Amerikalı gelişmekte olan ölkelerle bir arada anılagelmiştir. Bu ölkelerden belki de en çok telaffuz edileni Türkiye ve Brezilya olmuştur. İki ölkeler, diğer gelişmekte olan piyasalara göre, hem ekonomik büyüklükleri hem de 2000-2003 yılları arasında yaşadıkları gelişmeler açasından bir arada ele alınmaya başlanmış ve zaman zaman "ikiz kardeş" benzetmesiyle nitelendirilmişlerdir. Bu benzetme bir süre sonra, iki ölkelerin finansal piyasalarının da ortak hareket ettiği görüşünün de yaygınlaşmasına sebep olmuştur. Ancak, genel olarak bakıldığı zaman Türkiye ve Brezilya'nın ekonomik yapıları, bazı paralelliklere rağmen bu nitelendirmenin geçerliliği üzerinde soru işaretleri oluşturmaktadır.

Bu çalışmada, söz konusu "ikiz kardeş" benzetmesinin gerçek mi yoksa piyasalar tarafından algılanmış bir yanılsama mı olduğunun ortaya konulabilmesi amaçlanmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, literatürde Türkiye ve Brezilya'nın yanı sıra diğer gelişmekte olan ölkelerin de birbirleriyle karşılaştırıldığı veya krizlerin, gelişmekte olan ölkeler arasında yayılmalarını inceleyen geçmiş literatür ele alınacaktır. Bu çerçevede varılan sonuçlar ayrıca, bu çalışmanın uygulamalı kısmını içerecek olan üçüncü bölüm için de bir başlangıç noktası oluşturmaktadır.

İkinci bölümde ise, öncelikle Türkiye ve Brezilya'nın makroekonomik yapıları karşılaştırılacaktır. Bu bölümde iki ülkenin büyüme ve dış ticaret yapıları, enflasyon dinamikleri, cari işlemler dengeleri ve nüfus/işgücü görünümüleri ele alınacaktır. Daha sonrasında ise Türkiye ve Brezilya'nın bankacılık sistemleri, iki ülkeye yönelik sermaye hareketleri ve siyasî istikrar kriterleri karşılaştırılacaktır.

Üçüncü bölümde ise, öncelikle Türkiye ve Brezilya'nın "ikiz kardeş" olarak anılmaya başlamasının sebepleri araştırılacaktır. Sonrasında ise, seçilmiş finansal göstergeler karşılaştırılarak Türkiye ve Brezilya piyasalarının gerçekten birbirlerini etkileyip etkilemedikleri konusunda bir sonuca varılmaya çalışılacaktır. Bu bölümde ayrıca, ortaya çıkarılabilecek söz konusu karşılıklı etkileşimlerin, diğer gelişmekte olan ülkelerle de sergilenip sergilenmediği incelenecektir.

Çalışmanın son bölümünde ise ikinci ve üçüncü bölümde elde edilen sonuçlar değerlendirilerek genel bir yargıya varılmaya çalışılacaktır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GEÇMİŞTE YAPILAN ÜLKE KARŞILAŞTIRMALARI VE YAYILMA ANALİZLERİ

#### 1.1. Krizlerin Yayılmalarına Yönelik Teorik ve Ampirik Çalışmalar

İki ya da daha fazla ülkenin, ekonomik açıdan geçerli bir sebep olmadan birbiriyle karşılaştırılması literatüre çok nadir geçmiştir. Bir karşılaştırma yapan çalışmalar genellikle söz konusu karşılaştırmanın başlangıcında ya da sonucunda ilgili ülkelerin birbirleriyle ya da küresel ekonomiyle etkileşimlerine dayandırılmaktadır. Bu etkileşimler; dış ticaret bağlantıları, belirli bir dışsal şoka tepkiler, krizlerin yayılması ya da Amerika Birleşik Devletleri (ABD) gibi küresel ekonomiye yön veren ülkelerde yaşanan gelişmelerin diğer ülkelere yansımaları şeklinde örneklenebilir. Örneğin Arora ve Vamvakidis (2001), ABD ekonomisindeki büyümenin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere yansımakta olduğunu gösterirken, Iwata ve Tanner (2003, s.23) ise, Brezilya, Türkiye ve Meksika ekonomilerinden yola çıkarak, “sermaye şoklarının büyüme ve enflasyonu önemli ölçüde etkilediği ancak, söz konusu etkinin, seçilen döviz kuru rejimine bağlı olarak farklı şekil ve büyüklüklerde olduğu” sonucuna varmıştır. Diğer yandan Baig ve Goldfajn (2000) Rusya krizinin Brezilya’ya yayılmasını test etmiş, Arora ve Cerisola (2000) ise, ABD para politikasının gelişmekte olan ülkelerdeki Eurobond spreadleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Ancak, literatürde gelişmekte olan ülkeleri ele alan çalışmaların büyük çoğunluğu, krizler ya da mali sisteme yapay olarak verilen şoklar ve bunların yayılmaları veya etkileri üzerine yoğunlaşmıştır.

Özellikle 1990’larda başlayan ve 21. yüzyılın ilk yıllarında da devam eden dönem, gelişmekte olan ülkeler için peşpeşe yaşanan krizlere sahne olmuştur. 1994 yılında Meksika’da başlayan krizlerin en önemlileri olarak

Doğu Asya (1997-1998), Rusya (1998), Arjantin (2000), Türkiye (2001) ve Brezilya (1999 ve 2002) sayılabilir. Bu krizler; uluslararası kredi piyasalarına ulaşım imkanlarının kesilmesi, sermaye hareketleri, cari işlemler dengesi, reel sektör ya da iç piyasadaki menkul kıymet fiyatlarının düşüşü gibi çok farklı nedenlerle açıklanabilse de (Arrellano ve Mendoza, 2002), bazı durumlarda küreselleşmenin ilerlemesine bağlı olarak krizin kaynaklandığı ülkeler dışında da hissedilmiştir. Ancak yayılma, her kriz için geçerli değildir. Örneğin Baig ve Goldfajin (1998), Asya krizini inceledikleri çalışmalarında, kriz döneminde Tayland, Malezya, Endonezya, Güney Kore ve Filipinler'in döviz kuru ve Eurobond spreadleri arasındaki korelasyonun arttığını göstermiştir. Diğer yandan Boschi (2005) ise, 2001-2002 Arjantin krizinin, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu altı ülkenin finansal piyasalarına yansımadağını ortaya koymuştur. Bu çerçevede, ekonomik araştırmalar krizlerin yayılma sebepleri üzerine yoğunlaşmış ve krizden etkilenen ülkelerin, buna sebebiyet veren ortak zayıflıkları ele alınmaya başlanmıştır.

Finansal krizler ve bunların yayılmalarını inceleyen çalışmalar iki ana başlıkta toplanabilir. Bunlardan birincisi, kriz ve yayılmanın tanımlarını ve sebeplerini inceleyen ve bu sebeplere cevaben atılabilecek olası politika adımlarını tartışan teorik ağırlıklı çalışmalardır. Bu alanda, "yayılma"nın tanımlanması da uygulamalı çalışmalara bir temel oluşturması açısından önemli yer tutar ve bu bölümde ele alınması gerekmektedir. İkinci grupta ise, krizlerin yayılmasına ilişkin çeşitli sorulara cevaben ampirik analizleri içeren çalışmalar yer almaktadır. Ayrıca, farklı ülkelerin finansal göstergelerinin, dışsal etkilere verdiği tepkileri inceleyen çalışmalar da ikinci gruba dahil edilebilir. Ancak öncelikle kriz ve ampirik çalışmaların çoğunun konusu olan yayılmanın çeşitli tanımları üzerinde durulması gerekmektedir.

Her ne kadar, ampirik çalışmalarda sıklıkla test edilmiş olsa da aslında yayılmanın ne tanımı ne de nasıl ölçülebileceği konusunda genel bir uzlaşma yoktur. Forbes ve Rigobon (2001, s.47), bu konuya dikkat çekmiş ve yayılma teorilerini iki kısma ayırmıştır; krize-bağlı ve krize-bağlı olmayan yayılma teorileri. Bu ayrıma göre krize-bağlı yayılma teorileri, belirli piyasalar arasındaki aktarım mekanizmalarının kriz döneminde değiştiğini ve

sonrasında da piyasalar arasında ortak hareketlerin arttığını savunmaktadır. Krize-bağlı olmayan yayılma teorileri ise, piyasalar arasındaki korelasyonların bir şok sonrasında artmasının aslında krizden önceki bağlantıların devamı olduğunu varsaymaktadır. Forbes ve Rigobon, bu çalışmada ayrıca kendileri de bir tanım yapmakta ve yayılmanın: “bir ülke ya da ülke grubunun maruz kaldığı şok sonrasında piyasalar arasındaki bağlantıların artması” olduğunu savunmaktadırlar. Bu çalışmada ayrıca, yayılmanın test edilmesi için kullanılan 4 yöntem dikkat çekilmektedir. Bu yöntemlerden en sıklıkla kullanılanları; piyasalar arası korelasyon katsayıları ve kointegrasyondur. Yayılma ve ortak hareketlerin test edilmesinde kullanılan yöntemler 3. bölümde ayrıntılı olarak ele alınacaktır. Bu isimlerin bir diğer çalışmasında ise, yayılmadan bahsedilebilmesi için, piyasalar arası ortak hareketlerin kriz dönemlerinde önemli ölçüde artması gerektiğini ileri sürülmekte ve aksi takdirde iki ülke arasındaki ilişkinin yayılma değil “karşılıklı bağlılık” olduğunu savunulmaktadır. (Forbes ve Rigobon, 2002)

Pericoli ve Sbracia (2003), Forbes ve Rigobon’un tanımıyla birlikte literatüre geçen 4 ayrı tanım daha ele alır. Söz konusu 4 tanım; kriz olasılığının yükselmesi, oynaklığın artması, farklı ülkelerdeki varlık piyasalarındaki ortak hareketlerin artması ve piyasalar arasındaki miktar-para ilişkilerinin ortak hareketlerinin artması üzerine kurulmuştur. Bu çalışmada, beş ayrı yayılma tanımının özetlenmesinin yanı sıra bir de kriz tanımı yapılmaktadır. Buna göre kriz; “herhangi bir ülkede ‘t’ zamanında meydana gelen ve o ülkenin ‘t+1’ zamanındaki çıktı fonksiyonunu değiştirerek, yatırım yapılmasını riskli hâle getiren beklenmedik değişim” şeklinde tanımlanmaktadır. Ampirik çalışmalar, geçmişte yaşanan dalgalanmaların söz konusu tanıma uyup uymadığını incelemek yerine daha çok krizlerin başka ülkelere yayılıp yayılmadığı üzerine yoğunlaşmaktadır. Söz konusu çalışmalar, büyük çoğunlukla Pericoli ve Scrabia’nın 2 ve 4 numaralı yayılma tanımları kullanmıştır. Bu tanımlar sırasıyla “kriz ülkesindeki varlık fiyatlarının oynaklığının diğer ülkelere yayılması” ve Forbes ile Rigobon’un ortaya koyduğu “farklı piyasalardaki fiyat ve miktarlar arasındaki ortak hareketlerin, herhangi bir piyasada ortaya çıkan bir kriz durumunda anlamlı bir şekilde artması” şeklinde ifade edilmektedir.

Konuyla ilgili literatür içerisinde ikinci grup olarak değerlendirdiğimiz çalışmalar ise; farklı ülkelerin olası krizleri tetikleyebilecek şoklara karşı tepkilerinden, krizlerin yayılma derecelerine ya da yayılmaya sebep olan etkenlere kadar geniş bir yelpazeyi kapsamaktadır. Örneğin Iwata ve Tanner (2003); Meksika, Brezilya ve Türkiye'yi ele aldıkları çalışmanın sonrasında bu 3 ülkenin sermaye şoklarına verdiği tepkilerin, seçilen döviz kuru rejimine bağlı olarak büyüme ve enflasyon dinamiklerini farklı etkiledikleri sonucuna varmışlardır. Diğer yandan Baig ve Goldfajn (2000), 1998 Rusya krizinin Brezilya'ya yayıldığı yönünde kesin bir yargıya varamasa da Akçay ve Zenginobuz (2000), Rusya'daki krizin hem Brezilya hem de Türkiye'de çoklu dengeyi bozduğunu savunmaktadır. Yayılmaları test eden çalışmalara ayrıca, yukarıda değinilen Baig ve Goldfajn (1998) ve Boschi (2005) de örnek gösterilebilir. Ferraro ve diğerleri (2003, s.611) ise, Asya krizinin Brezilya, Meksika ve Türkiye borsaları üzerindeki etkilerinin bir haftalık bir takvim içerisinde ortaya çıktığına dikkat çekmiş ve ayrıca, Hong Kong Borsası göz önüne alındığı zaman, 3 ülke borsasındaki düşüşün de en fazla 1 aylık bir hata payı içerisinde tahmin edilebildiğini göstermiştir. Bu çalışmada borsa endeksinin düşüşe geçeceği gün Türkiye için tam olarak tahmin edilirken, Meksika için 2 gün, Brezilya içinse 28 günlük bir sapma vardır.

Krizlerin yayılmalarını test eden çalışmaların yanı sıra konuyla ilgili dikkat çekici başka çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin Bordo ve Murshid (2000); 1. Dünya Savaşı öncesi dönem, 1918-1939 arası ve 1990'lı yıllar boyunca meydana gelen krizlerin yayılmalarını karşılaştırmış ve yayılmaya işaret eden durumlarda ülkeler arası bağlantıların geçmiş dönemlere kıyasla artmadığı sonucuna varmıştır. Ancak günümüzde, sermaye akımlarının 7 yıl öncesine göre bile çok daha hızlı olabildiği göz önüne alınırsa bu çalışmanın günümüzde geçerliliğini bir miktar yitirmiş olduğu tartışılabilir.

Reinhart ve Rogoff (2004) ise, gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra Almanya ve Fransa gibi bugünün gelişmiş ülkelerini de içeren çalışmalarında, herhangi bir ülkenin kredi riskinin, o ülkenin borç seviyesinden bağımsız olarak bir şekilde "geri ödeyememe" geçmişine de bağlı olduğunu göstermiştir.

## 1.2. Geçmişte Türkiye ve Brezilya'nın Karşılaştırıldığı Çalışmalar

Her ne kadar bu çalışmaya konu olduğu gibi Türkiye ve Brezilya uluslararası finans piyasalarında "ikiz kardeş" olarak anılsa da akademik literatürde iki ülkeyi doğrudan karşılaştıran örneğe rastlanmamıştır. İki ülke en çok, 2002'den itibaren ortaya çıkan konjonktürleri içerisinde yüksek kamu borçları çerçevesinde ele alınmıştır. Örneğin Samake ve Tanner (2006), Brezilya'nın 2000-2005 arası kamu borcu dinamiklerinin tamamına yakın kısmının faiz ve kura bağlı olduğunu, Türkiye'de ise kamu borcu dinamiklerinin 1997-2001 yılları arasında büyük ölçüde (yaklaşık % 60) bütçe açığından etkilendiğini ve faiz ve kurun sadece 2000 yılından itibaren önemli sayılabilecek seviyelere yükseldiği sonucuna ulaşmıştır. Iwata ve Tanner (2003) ise Türkiye'nin 1994 ve 2001, Brezilya'nın ise 1999 krizi öncesini inceleyerek, döviz kuru rejimine bağlı olarak, sermaye şoklarının büyüme ve enflasyon dinamiklerini farklı etkilediğini bulmuştur. Ancak burada, her iki çalışmanın da Türkiye ve Brezilya'nın yanı sıra Meksika'yı de ele aldığını belirtmek gerekmektedir.

Türkiye ve Brezilya, diğer makroekonomik göstergeler açısından ise daha nadir olarak karşılaştırılmaktadır. Bunlardan birinde Celasun ve diğerleri (2003, s.3), Türkiye'de enflasyonist katılığın Brezilya ve Uruguay'a göre daha düşük seviyede olduğu sonucuna varmıştır. Çalışma ayrıca, Türkiye'de enflasyon beklentilerinin, geçmiş enflasyona göre daha önemli olduğunu ve söz konusu beklentilerin büyük ölçüde maliye politikasına göre şekillendiğini ortaya koymaktadır.

Literatürde, krizlerin yayılması ya da bazı makro-göstergelerin karşılaştırılmasının yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerdeki çeşitli finansal göstergelerinin, hangi faktörlerden etkilendiğini araştıran çalışmalar da yer almaktadır. Örneğin Baig ve diğerleri (2006), Türkiye, Brezilya ve Polonya'yı karşılaştırdıkları çalışmalarında söz konusu 3 ülkenin faiz oranları, döviz kuru ve Eurobond spreadlerini hangi değişkenlerin etkilediğini ortaya koymuşlardır (Tablo 1.1). Buna göre, Türkiye ve Brezilya'nın finansal göstergelerini etkileyen faktörler bazı durumlarda benzerlik göstermektedir. Özellikle iki ülkenin Eurobond spreadlerindeki değişimin, kur ve faiz üzerindeki etkileri

birebir örtüşmektedir. Ancak bu benzerliklerin, iki ülkenin Polonya'ya olan yakınlığına tatmin edici bir üstünlük kuramadığı düşünülmektedir.

**TABLO 1.1. POLONYA, BREZİLYA VE TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARI, DÖVİZ KURLARI VE EUROBOND SPREADLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER\***

	Polonya 2002-04	Brezilya 2002-04	Türkiye 2001-04
<b>Bağımlı Değişkenin Gecikmeli Serisi</b>	<b>Spread ve Faizler</b>	<b>Spread ve faizler</b>	<b>Spread ve kur</b>
<b>Spread</b>	<b>Kur</b>	<b>kur ve faiz</b>	<b>Kur ve faiz</b>
<b>Kur</b>	-	Spread	-
<b>Federal Reserve (FED)</b>	<b>Spread</b>	<b>Spread</b>	Kur ve faiz
<b>FED Beklentileri</b>	<b>Spread, faiz, kur</b>	<b>Spread, kur (faiz artış beklentisi)</b>	<b>Spread, faiz (faiz artış beklentisi)</b>
<b>Yerel Merkez Bankası</b>	<b>Kur</b>	<b>Kur ve faiz</b>	<b>Faiz</b>
<b>Maliye Politikası</b>	<b>Spread ve faiz</b>	<b>Spread ve kur</b>	<b>Kur ve faiz</b>
<b>Kredi Notu</b>	<b>Spread</b>	<b>Spread ve düştüğü zaman kur</b>	Yükseldiği zaman faiz, <b>Düştüğü zaman kur</b>
<b>Kredi Görünümü</b>	Kur ve <b>yükseldiği zaman faiz</b>	Spread, düştüğü zaman kur, <b>yükseldiği zaman faiz</b>	Yükseldiği zaman kur
<b>Seçimler</b>	-	<b>faiz</b>	Spread, kur, <b>faiz</b>

\* Birden fazla ülke için ortak olan değişkenler koyu harflerle gösterilmiştir.

Kaynak: Baig ve diğerleri (2006).

Çulha ve diğerleri (2006), ise 21 gelişmekte olan ülkenin Eurobond spreadlerinin hangi değişkenlerden etkilendiğini araştırmıştır. Bu çalışmadaki tablolara göre (s.26-28), kısa dönemde Türkiye ve Brezilya'nın spreadlerini etkileyen dışsal etkenler arasında belirgin bir bağlantı kurulamamaktadır. İki ülkenin spreadlerini etkileyen faktörler Tablo 1.2'de özetlenmiştir. Bu tabloda dikkati çeken bir başka nokta ise, yazarların Brezilya'nın günlük Eurobond spreadlerini kısa dönemde etkileyen bir değişken olmadığı sonucuna varmasıdır. Diğer yandan uzun dönemde ise, iki ülkenin spreadleri günlük bazda incelendikleri zaman bütün dışsal değişkenlerden etkilenmektedir, ancak bu durum çalışmaya dahil edilen 21 ülkenin çok büyük bir çoğunluğu için de geçerlidir. Bu açıdan, söz konusu çalışmaya göre Brezilya ve Türkiye'nin ülke spreadlerinin (bir anlamda ülke risklerinin) diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla belirgin bir ikili oluşturmadığı görülmektedir.



**TABLO 1.2. TÜRKİYE VE BREZİLYA’NIN EUROBOND SPREADLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER (% 5 SEVİYESİNDE ANLAMLI DEĞİŞKENLER)**

Bağımlı Değişken: Eurobond Spreadi	Brezilya (1998-2004)	Türkiye (1999-2004)
<b>Ülke Spreadlerini Kısa Dönemde Etkileyen Değişkenler</b>		
<b>Günlük Seri</b>	-	Spreadin gecikmeli serisi, ABD özel sektör tahvil piyasası spreadleri, kredi notu
<b>Aylık Seri</b>	Borç/GSYİH	Spreadin gecikmeli serisi, FED faiz oranı (gecikmeli), Risk hevesi, Net Dış Varlıklar/GSYİH
<b>Ülke Spreadlerini Uzun Dönemde Etkileyen Değişkenler</b>		
<b>Günlük Seri</b>	FED Faizi, Risk Hevesi, Kredi Notu	FED Faizi, Risk Hevesi, Kredi Notu
<b>Aylık Seri</b>	Risk hevesi, Kredi Notu, Borç/GSYİH	Kredi Notu, İhracat/GSYİH

Kaynak: Çulha ve diğerleri (2006).

Türkiye ve Brezilya’nın da yer aldığı bir başka çalışmada ise Berg ve diğerleri (2003, s.8), kriz geçirmiş olan 10 gelişmekte olan ülkenin çeşitli makro ekonomik göstergelerinin, kriz öncesi seviyelere ne kadar sürede geri döndüğünü incelemiştir (Tablo 1.3).

**TABLO 1.3. TÜRKİYE VE BREZİLYA’NIN YAŞADIKLARI KRİZLERİN ARDINDAN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN NORMALLEŞME SÜRELERİ**

	Brezilya	Türkiye
<b>Krizden önceki <math>t_0</math> dönemi (ay ya da çeyrek)</b>	<b>Aralık 98</b>	<b>Ocak 01</b>
<b>Üretimdeki düşüş (%)</b>	2	12
<b>Üretimin kriz önceki seviyesine dönmesi için geçen 3 aylık dönem sayısı</b>	2	3
<b>Ortalama enflasyon (<math>t_{0-24} / t_0</math> arası)</b>	4	53
<b>Kriz sonrası en yüksek enflasyon</b>	13	121
<b>Kriz sonrası ortalama enflasyon (<math>t_0/t_{0+12}</math>)</b>	9	71
<b>Enflasyonun % 10’un altına geçmesi için geçen süre (ay)</b>	4	17*
<b>Enflasyonun % 5’in altına geçmesi için geçen süre (ay)</b>	14	17*
<b>Nominal döviz kurundaki düşüşün sona ermesi için geçen süre (ay)</b>	2	9
<b>Reel döviz kurundaki düşüşün sona ermesi için geçen süre (ay)</b>	2	7

\* Çalışma sona erdiğinde Türkiye’de enflasyon oranı henüz % 10 ve % 5’in altına düşmemiştir.

Kaynak: Berg ve diğerleri (2003).

Bu çalışmaya göre Brezilya, 1999 yılında geçirmiş olduğu krizi, Türkiye'nin 2001 yılında geçirdiği krize göre daha kısa bir sürede atlattır. Ancak Türkiye'nin, özellikle krizin enflasyon üzerindeki etkisini daha geç atlatabilmesi, kriz öncesi dönemde Brezilya'ya göre çok daha yüksek (ve de oynak) enflasyon görünümüne sahip olmasına bağlanabilir. Brezilya açısından sonuçları (krizin etkilerinin hızla atlatılması) ayrıca Bleaney (2005) ile de paralellik göstermektedir.

Bekaert ve Harvey (2003), 20 gelişmekte olan ülkenin liberalizasyon ve küresel piyasalarla bütünleşme süreçlerini ele almıştır. Buna göre, ABD'li yatırımcılar, sermaye piyasalarının serbestleştirilmesinin ardından Brezilya'ya belirgin bir şekilde daha fazla ilgi göstermişlerdir. ABD'li yatırımcıların, Brezilya piyasalarına katılımı serbestleşmeden 5 yıl sonra, 10 sene öncesine göre dolar cinsinden 30 kata yakın, piyasa kapitalizasyonu açısından 5 kat artarken, aynı değişkenler Türkiye için sırasıyla yaklaşık 10 kat ve 2 kattan daha azdır. Ancak, finansal liberalizasyon sonrasında Brezilya ve Türkiye'nin ülke riskleri hemen hemen aynı oranda artmıştır. Bu çalışmada ayrıca, ele alınan gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleştirmesinin ardından mali piyasalarının küresel piyasalarla entegrasyonu incelenmiştir. Bu alanda da Brezilya'nın Türkiye'ye göre küresel piyasalarla bütünleşmesi daha fazla olmuştur. Diğer yandan, Higgs ve Worthington (2006) ise, 27 ülkeyi kapsayan çalışmalarında Türkiye ve Brezilya'nın borsa endekslerinin 1987-2003 döneminde, piyasa etkinliği çerçevesinde sıradan yürüyen bir seyir izlemediğini göstermiştir. Finansal piyasalara yönelik bir başka çalışmada ise Banerjee ve Singh (2006, s.13), yüksek faiz oranları nedeniyle Türkiye ve Latin Amerika ülkelerinin faiz şoklarının ardından, küresel faiz oranlarına daha yakın seyreden Doğu Asya ve Doğu Avrupa ülkelerine göre daha hızlı normalleşebildiği sonucuna varmıştır.

Türkiye ve Brezilya'nın, bir ikili olarak öne çıktığı ampirik çalışma sayısı oldukça azdır. Bunlardan birinde Altay ve Güçlü (2005), gelişmekte olan 10 ülkenin dalgalı döviz kuru rejimine geçişlerinden sonraki dönemlerini incelemiş ve sadece Türkiye ile Brezilya'nın, "dalgalanma korkusu" göstermeden sabit kur rejiminin gereklerini ABD ve Japonya gibi gelişmiş

ülkelere yakın bir seviyede uyguladığını göstermiştir.<sup>1</sup> Türkiye ve Brezilya finansal piyasalarının doğrudan karşılaştırıldığı oldukça yeni bir çalışma ise, Brezilya ve Türkiye’de borsa endekslerinin uzun dönemli bir ilişki içerisinde olmadığını ancak, Sao Paulo Borsası’ndaki (BOVESPA) hareketlerin, kısa vadede İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nı (İMKB) etkilediğini göstermektedir (Onay, 2007).

İki ülke arasında karşılaştırma yapmanın bir başka yolu ise, benzer konularda Türkiye ve Brezilya’yı ayrı ayrı ele alan çalışmalar olacaktır. Ancak genellikle farklı dönemler ve/veya farklı tanım ya da yöntemler kullanılması nedeniyle bu yolun seçilmesinin, doğrudan karşılaştırma yapan çalışmalar kadar sağlıklı sonuçlar vermeyeceği düşünülmektedir. Ayrıca, Türkiye ve Brezilya’nın her biri için farklı sonuçlara ulaşabilen çalışmaların varlığı da bu seçeneğin geçerliliği üzerinde bir başka soru işareti oluşturmaktadır. Yine de birkaç örnek vermek gerekirse; Gürbüz ve diğerleri (2007), Türkiye’nin kamu borcununun 1988-2002 döneminde sürdürülemez bir yapıda olduğu sonucuna varırken, De Mello (2005, s.17) ise, Brezilya’nın kamu borcununun 1995-2004 döneminde sürdürülebilir olduğunu göstermiştir. Öte yandan, Ramos ve Tanner (2003), Favero ve Giavazzi (2004) ve Blanchard (2004) Brezilya’da kriz dönemlerinde mali üstünlüğün öne çıktığı sonucuna varmıştır. Türkiye’de mali üstünlüğe ilişkin çalışmalarda ise, Özkan (2005) ve Akyürek (2006), 2000-2001 krizini ele almakta ve söz konusu krizde en önemli etken olarak mali disiplinin sağlanamamış olmasını ileri sürmektedir. Telatar (2002) ise, 1985-1997 arası dönemde Türkiye’de mali üstünlük olduğunu göstermektedir. Diğer yandan, Özmen ve Tekin-Koru’nun (2003) 1983-1999 dönemi arasında bütçe açıklarıyla enflasyon arasında bir bağ olmadığı sonucuna vardığı çalışması ise yukarıda belirtilen çalışmalarla çelişmektedir. Öte yandan, 2002 Brezilya krizi ise genel olarak politik belirsizliğin (Razin ve Sadka, 2003) yanı sıra 2001 Arjantin krizinin yayılmasına (Goretti, 2005) bağlanmaktadır.

---

<sup>1</sup> Calvo ve Reinhart (2000) dalgalanma korkusunu; “döviz kurunu serbest bıraktığını ilan eden ülkelerin aslında bunu gerçekten istememesi ve döviz kuruna müdahale etmesi” olarak tanımlamaktadır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE VE BREZİLYA'NIN EKONOMİK YAPILARI

Literatürde yer alan çalışmaların çoğunluğuna göre, Türkiye ve Brezilya arasında özellikle finansal göstergeler açısından ortaya konulabilmiş ilişkiler, diğer ülkelere kıyasla belirgin bir ikili oluşturmamaktadır. Bu durumda, iki ülkenin “ikiz kardeş” benzetmesine konu olabilmesi için bir diğer alternatif olarak makroekonomik yapıların benzemesi gerekmektedir. Ancak, 1996-2006 arası dönem karşılaştırıldığı zaman, Türkiye ve Brezilya'nın makroekonomik yapılarının da bu benzetmeyi haklı çıkaracak kadar yakın olmadığı görülmektedir. En basit örnekler olarak, farklı büyüme dinamikleri, farklı ihraç pazarları ve ithalat kalemleri gösterilebilir. Bu bölümde iki ülkenin büyüme, enflasyon ve işgücü eğilimlerinin yanı sıra, dış dünyayla etkileşimlerinde önemli bir yer tutmakta olan dış ticaret ve cari işlemler yapıları ele alınacaktır. Türkiye ve Brezilya ayrıca; bankacılık sektörleri, sermaye akımları ve siyasi istikrar kriterleri açısından da karşılaştırılacaktır.

#### 2.1. Reel Ekonomi

##### 2.1.1. Milli Gelir, Büyüme ve Enflasyon

2006 yılı sonu itibariyle cari fiyatlarla Türkiye 401,6 milyar dolar, Brezilya ise 1.067,7 milyar dolarlık bir Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'ya (GSYİH) sahiptir.<sup>2</sup> Ancak Brezilya'nın, Türkiye'ye göre iki kattan fazla bir nüfusa sahip olması nedeniyle, hem cari fiyatlarla hem de satın alma gücü paritesine (PPP) göre, iki ülkede kişi başı milli gelir seviyeleri arasındaki fark, toplam GSYİH'ye göre çok daha azdır. Uluslararası Para Fonu (IMF) kaynaklarına göre 2006 sonu itibariyle kişi başı milli gelir Türkiye'de 5.534 dolar,

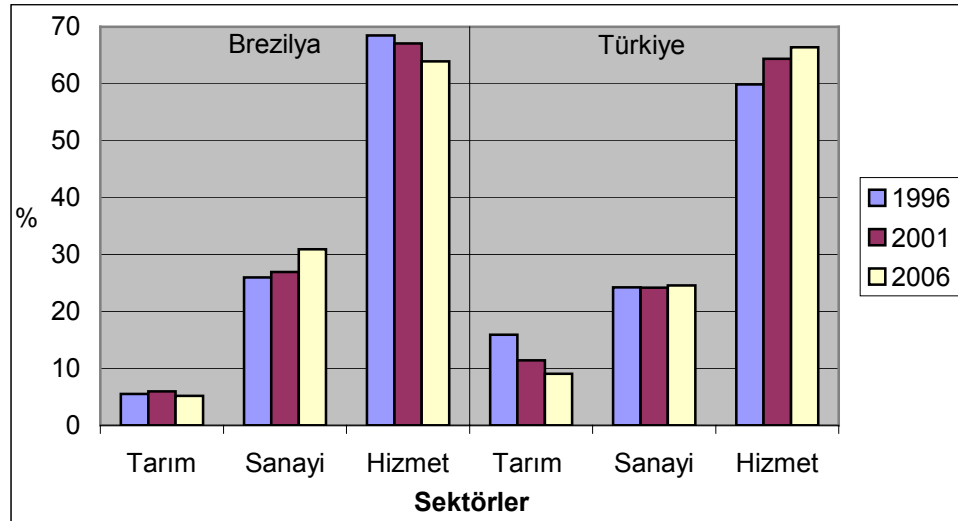
---

<sup>2</sup> GSYİH ve kişi başı milli gelir rakamları IMF World Economic Outlook (WEO) Database, Ekim 2007 basımından alınmıştır.

Brezilya'da ise 5.716 dolar seviyesindedir. Kişi başı milli gelir, satın alma gücü paritesine göre uyumlandığı zaman ise Türkiye'de 9.240 dolar, Brezilya'da 10.072 dolar olarak karşımıza çıkmaktadır

Diğer yandan Türkiye, yoksulluk ve gelir adaletini ölçen kriterlerde Brezilya'ya göre daha iyi durumdadır. Dünya Bankası tahminlerine göre, 2005 yılı itibariyle Türkiye'de günlük 1 doların altında yaşayan kesimin toplam nüfus içerisindeki oranı % 3,4'ken, bu rakam Brezilya için % 7,5'tir. Gelir dağılımındaki eşitsizliği ölçen Gini endeksi ise Türkiye için 2003 yılında 43,6 seviyesindeyken, Brezilya için ise 2004 yılında 57,0 olarak hesaplanmıştır (Dünya Bankası, World Development Indicators, 2007).

Türkiye ve Brezilya'nın ekonomik yapıları temelde benzer bir tablo sergilemektedir. Üretim açısından bakıldığı zaman hizmet sektörünün her iki ülkede de milli gelirin % 60'ından fazla bir kısmını oluşturduğu görülmektedir (Grafik 2.1). Burada dikkat çeken bir başka nokta ise tarım ürünlerinde dünyanın önemli kaynaklarından birisi olan Brezilya'da, bu sektörün toplam ekonomi içerisindeki payının oldukça küçük olmasıdır. Yine de nominal seviyeler açısından Brezilya'nın 2006 sonu itibariyle yaklaşık 55 milyar dolarlık tarım sektörü, Türkiye'nin 41 milyar dolarlık tarım sektörüne göre daha büyüktür.

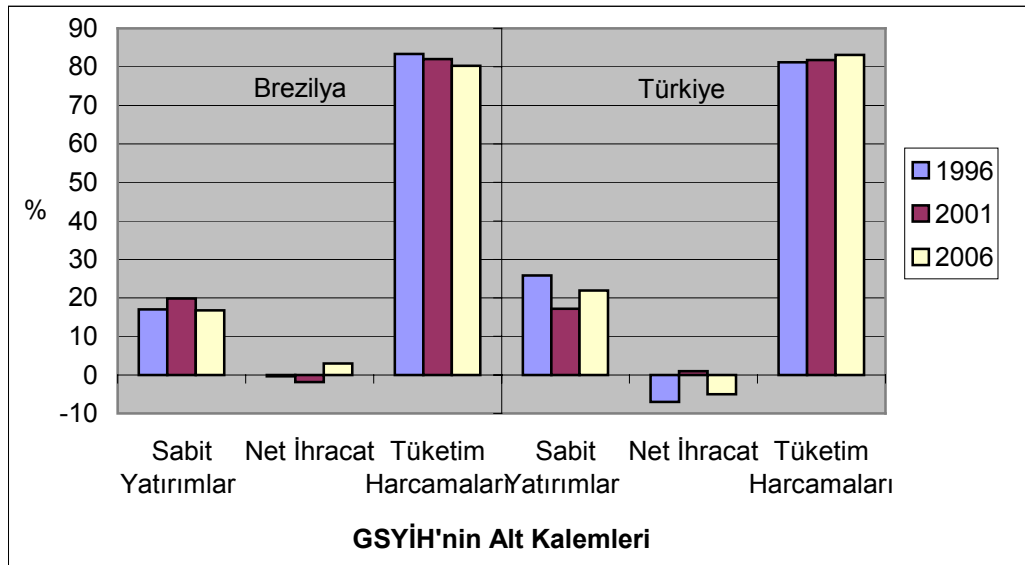


**Grafik 2.1: Brezilya ve Türkiye'de GSYİH'nin Üretim Alt Kalemlerine Göre Dağılımı (%)**

Kaynak: Instituto de Pesquisa Economica Aplicada (IPEA), 2007,  
(<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?65370046>) ve  
Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), 2007,  
([http://www.tuik.gov.tr/PrelStatistikTablo.do?istab\\_id=523](http://www.tuik.gov.tr/PrelStatistikTablo.do?istab_id=523).)

1996-2006 arasında geçen on yıllık dönemde dikkat çeken bir başka nokta ise Brezilya'nın hizmet sektörünün payının düşmesine karşılık, Türkiye'de hizmet sektörünün payının artmasıdır. Brezilya'nın hizmet sektörü, tarım ve sanayi sektörüne göre daha yavaş büyürken, Türkiye'de hizmet sektörü milli gelir içerisinde tarım sektöründen pay çalmaktadır.

İki ülkenin milli gelir yapıları arasındaki benzer yapı, tüketim tarafından karşılaştırıldığı zaman da görülmektedir (Grafik 2.2). Her iki ülkede de tüketimin payı % 80'in altına düşmemektedir. Diğer yandan, 1996-2006 döneminde kamu harcamalarının GSYİH içerisindeki ortalama payı Türkiye'de % 13,1, Brezilya'da ise % 19,1 seviyesindedir. Ayrıca, son 10 yıl içerisinde Türkiye'de sabit yatırımlar (% 20,7), Brezilya'ya göre (% 16,9) daha hızlı artmıştır. Milli gelir içerisinde dış talebe bakıldığı zaman ise, Türkiye'de net ihracatın payının, geleneksel olarak negatif seviyede olduğu görülmektedir. Grafik 2.2'de görüldüğü gibi, 2001 yılında net ihracatın pozitif olması ise, ekonomik kriz sonrasında döviz kurunda yaşanan devalüasyon ve bunun yarattığı geçici şoklara bağlanabilir. Buna karşılık Brezilya ise, 2002 yılından itibaren net ihracat kalemini pozitif bölgede tutmayı başarmıştır.

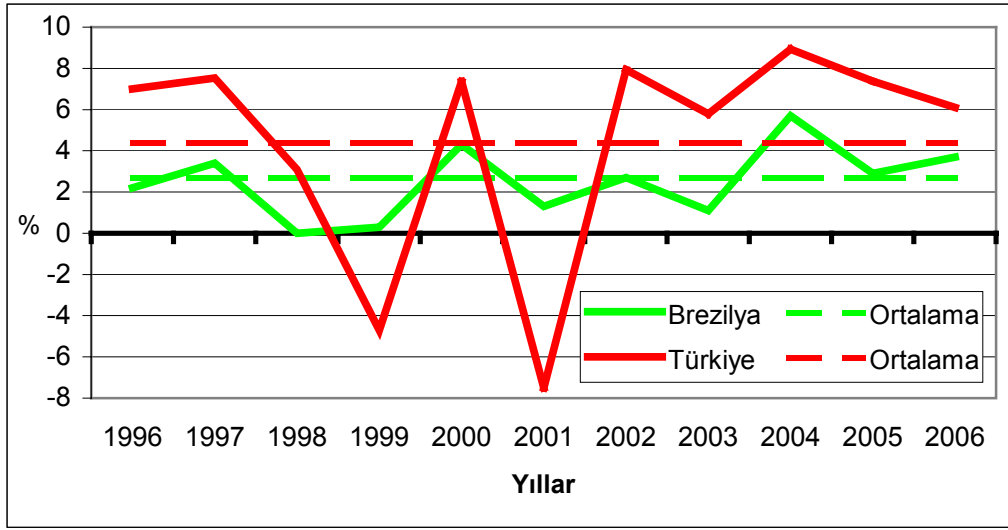


**Grafik 2.2: Brezilya ve Türkiye'de GSYİH'nin Harcama Yöntemine Göre Dağılımı (%)**

Kaynak: IPEA, 2007, (<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?65370046>) ve TÜİK, 2007, ([http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=679](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=679).)

Son 10 yılda iki ülkenin büyüme hızları arasında ise önemli bir fark görülmektedir. Sabit fiyatlarla Brezilya ekonomisi 1996-2006 döneminde

ortalama % 2.5 büyürken, Türkiye ise özellikle 2001'den sonraki hızlı büyümenin etkisiyle, söz konusu dönemde ortalama % 4.4'lük bir hızla büyümeyi başarmıştır. Ancak Grafik 2.3'te de görüldüğü gibi, söz konusu dönemde birer deprem ve kriz yılı geçiren Türkiye, iki kriz yılı geçiren Brezilya'ya göre çok daha oynak bir büyüme grafiği çizmiştir. Diğer yandan, her iki ülkenin yaşadıkları krizleri geride bıraktıkları 2003 yılından itibaren ise büyüme çizgileri neredeyse paralel bir seyir izlemeye başlamışlardır.

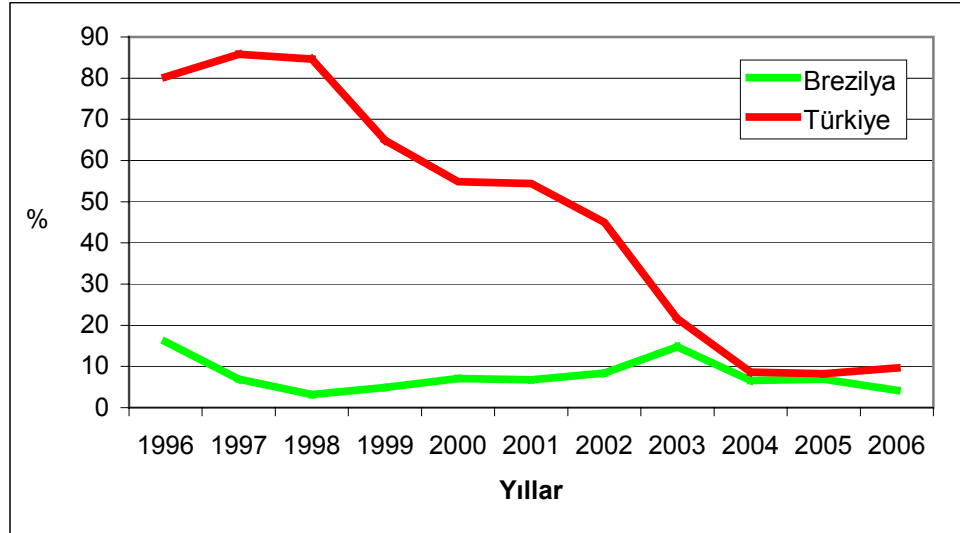


**Grafik 2.3: Brezilya ve Türkiye'nin 1996-2006 Döneminde Büyüme Hızları (Yıllık % Değişim)**

Kaynak: IMF, World Economic Outlook (WEO) Database, Ekim 2007.

([http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/weorept.aspx?sy=1995&ey=2006&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=223%2C186&s=NGDP\\_RPCH%2CNGDPD%2CPCIPCH%2CBCA\\_NGDPD&grp=0&a=&pr.x=60&pr.y=13](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/weorept.aspx?sy=1995&ey=2006&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=223%2C186&s=NGDP_RPCH%2CNGDPD%2CPCIPCH%2CBCA_NGDPD&grp=0&a=&pr.x=60&pr.y=13)).

İki ülkenin son 10 yıldaki enflasyon dinamikleri ele alındığı zaman, Brezilya'nın düşük ve daha az oynak bir enflasyon yapısına sahip olduğu görülebilmektedir (Grafik 2.4). Ancak Brezilya 1995 öncesinde geçen 10 yıl boyunca hiperenflasyonla mücadele etmiş ve yıllık enflasyon oranı 1990 yılında % 3.000'e kadar ulaşmıştır. Uzun süreli enflasyon sorunu yaşayan bir başka ülke olan Türkiye'de ise, bu kadar yüksek enflasyon seviyelerine ulaşılmamıştır ancak kronik enflasyon Brezilya'ya göre daha uzun bir süre devam etmiştir. 2004 yılından itibaren enflasyonu Brezilya ile karşılaştırılabilecek bir seviyeye düşürmeyi başarabilen Türkiye'de enflasyon oranı hâlen Brezilya'nın iki katına yakındır.



**Grafik 2.4: Brezilya ve Türkiye'nin 1996-2006 Döneminde Enflasyon Oranları (Yıllık Ortalama: %)**

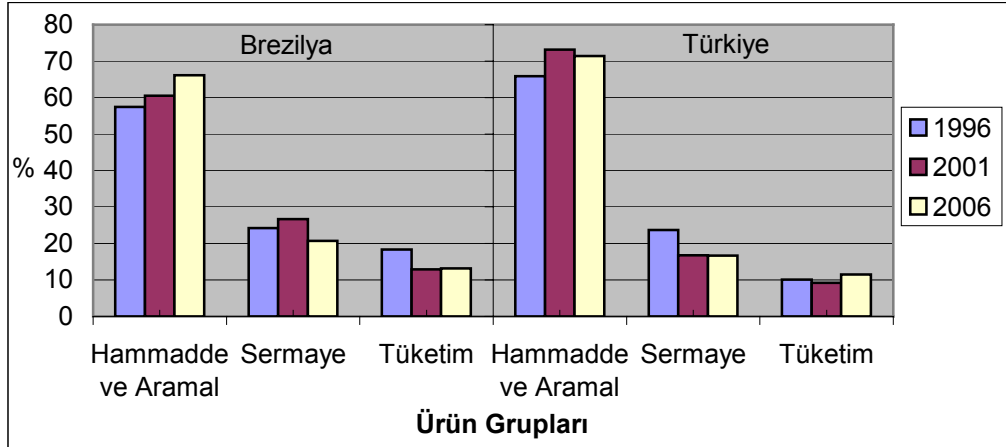
Kaynak: IMF, WEO Database, Ekim 2007.  
[http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/weorept.aspx?sy=1995&ey=2006&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=223%2C186&s=NGDP\\_RPCH%2CNGDPD%2CPCPIPCH%2CBCA\\_NGDPD&grp=0&a=&pr.x=60&pr.y=13](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/weorept.aspx?sy=1995&ey=2006&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=223%2C186&s=NGDP_RPCH%2CNGDPD%2CPCPIPCH%2CBCA_NGDPD&grp=0&a=&pr.x=60&pr.y=13)

### 2.1.2. Dış Ticaret

Çoğu ülkenin olduğu gibi Türkiye ve Brezilya'nın da reel ekonomi açısından küresel dinamiklere en kısa ve doğrudan bağlantısı, dış ticaret yoluyla olmaktadır. Bu sebepten dolayı iki ülkenin makroekonomik yapıları incelenirken, bir sonraki adım olarak dış ticaret yapılarının ele alınması tercih edilmiştir. 2006 yılı sonu itibariyle Brezilya'nın toplam 229,2 milyar dolar tutarındaki dış ticaret hacmi, GSYİH'nin % 21,5'i seviyesindeyken, bu oran Türkiye'nin 225,1 milyar doları bulan dış ticaret hacmi için % 56'dır. Her iki ülkenin dış ticaret hacimlerinin birbirine oldukça yakın olmasına rağmen, Türkiye'nin daha yüksek dış ticaret hacmi/GSYİH oranı, küresel ekonomik döngülere Brezilya'ya oranla daha bağımlı olduğu göstermektedir.

Ürün bazında bakıldığı zaman, her iki ülkenin de ağırlıklı olarak hammadde ve aramal ithal ettiği görülmektedir (Grafik 2.5). Ürünlere göre ithalatta en dikkat çekici hususlar, Brezilya'nın ithalat dinamiklerinin, 10 yıl içerisinde yapısı çok değişmeyen Türkiye'ye göre biraz daha değişken olması ve her iki ülkede de hammadde/aramal ithalatının artmasıdır. Diğer yandan, hem Türkiye hem de Brezilya'nın 2002'den bu yana yakaladığı istikrarlı büyümeye rağmen sermaye malları ithalatındaki düşüş dikkat çekicidir.

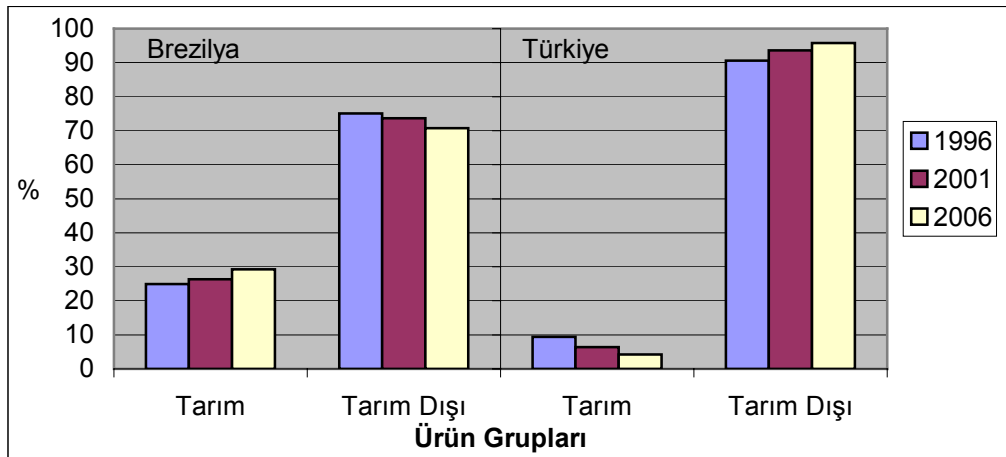




**Grafik 2.5: Brezilya ve Türkiye’de İthalatın Ürün Gruplarına Göre Dağılımı (Toplam İçerisindeki Pay: %)**

Kaynak: Banco Central do Brasil (BCB), 2007, (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries.>) ve TÜİK, 2007, ([http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=629](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=629))

İhracatın yapısında ise iki ülkenin farklı raporlama yöntemleri nedeniyle ithalata benzer ürün gruplarını içeren (hammadde/aramal, tüketim ve sermaye) bir karşılaştırılma yapılamamaktadır.<sup>3</sup> İki ülkenin ihracatı, karşılaştırılabilir bir şekilde ancak tarım ve tarım dışı olarak sınıflandırılabilir (Grafik 2.6). Bu karşılaştırma, Brezilya’da tarım ürünlerinin ihracatının, toplam içerisindeki payının Türkiye’ye göre daha büyük ve Türkiye’nin aksine büyümekte olduğunu göstermektedir.

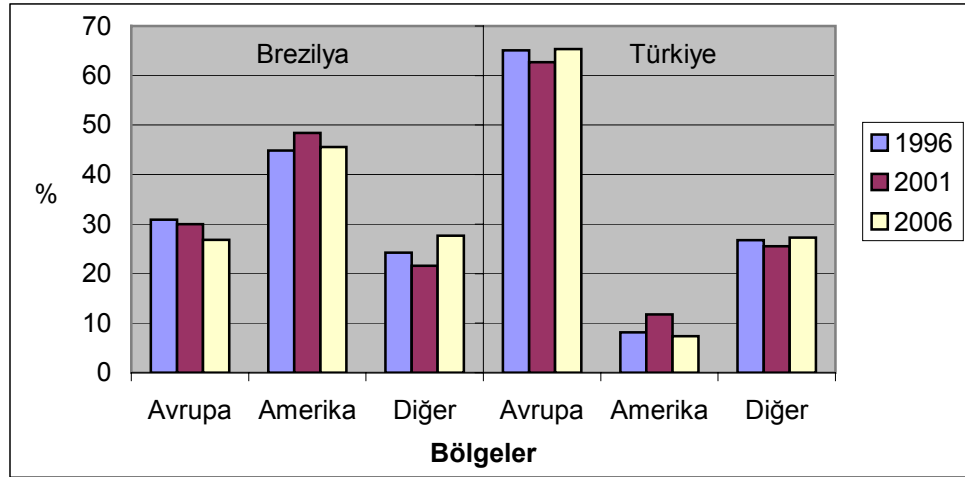


**Grafik 2.6: Brezilya ve Türkiye’de İhracatın Ürün Gruplarına Göre Dağılımı (Toplam İçerisindeki Pay: %)**

Kaynak: BCB, 2007, (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries.>) ve TÜİK, 2007, ([http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=630](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=630)).

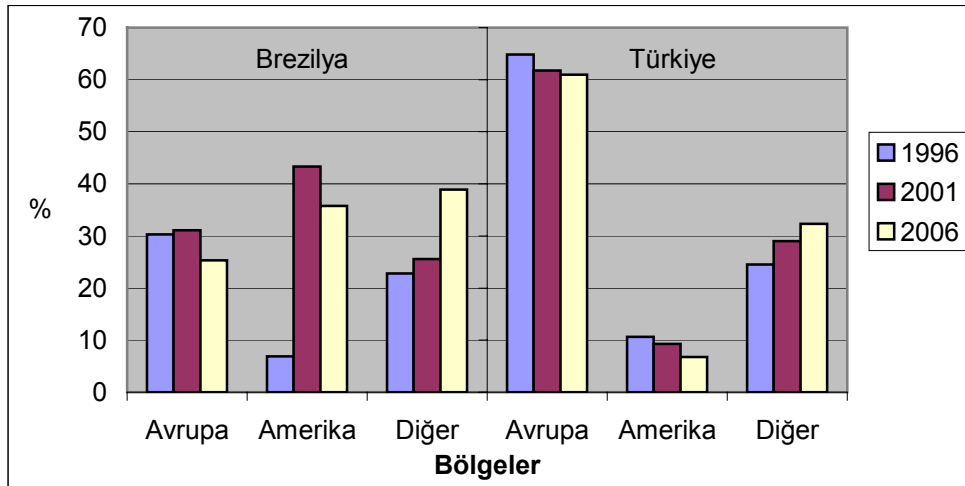
<sup>3</sup> TÜİK’in sağladığı veriler, Türkiye için ihracatın çeşitli tanımlamalara göre (Standard International Trade Classification-SITC gibi) değerlendirilmesine izin verse de Brezilya Ticaret Bakanlığı ihracatı sadece “birincil” (tarım, orman ve balıkçılık), “yarı-mamüller” ve “imalat” alt kategorilerinde açıklamaktadır.

İki ülkenin dış ticaret pazarlarına bakıldığı zaman ise Brezilya'nın Türkiye'ye göre daha dengeli bir dağılıma sahip olduğu görülmektedir (Grafik 2.7 ve 2.8). Bu dengenin, özellikle ihracat açısından herhangi bir pazardaki yavaşlamaya karşı Brezilya'ya, Türkiye'ye kıyasla görece bir avantaj sağladığından bahsedilebilir. Öte yandan bu dağılım, dünyanın tamamını etkileyen ancak Avrupa'da daha az hissedilen bir yavaşlama durumunda ise Türkiye lehine olacaktır.



**Grafik 2.7: Brezilya ve Türkiye'de İhracatın Bölgelere Göre Dağılımı (Toplam İçerisindeki Pay: %)**

Kaynak: BCB, 2007, (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries.>) ve TÜİK, 2007, ([http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=626](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=626)).

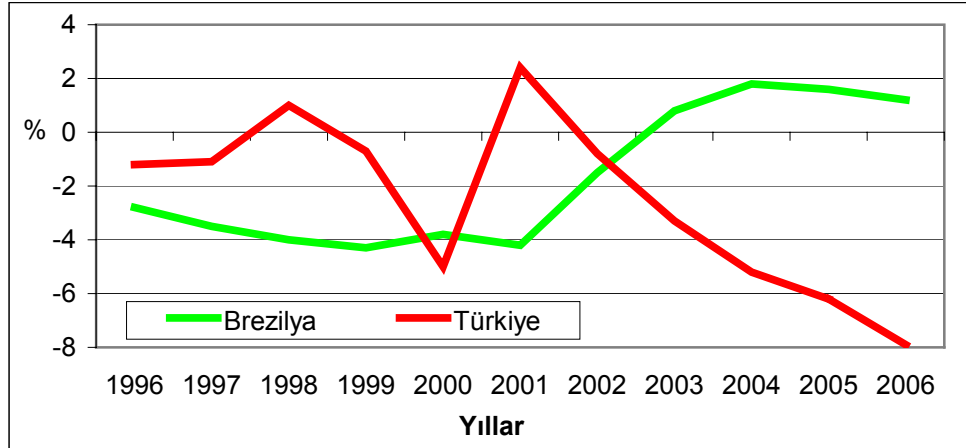


**Grafik 2.8: Brezilya ve Türkiye'de İthalatın Bölgelere Göre Dağılımı (Toplam İçerisindeki Pay: %)**

Kaynak: BCB, 2007, (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries.>) ve TÜİK, 2007, ([http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=627](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=627)).

### 2.1.3. Cari İşlemler Dengesi

Türkiye ve Brezilya, 2003 yılına kadar cari işlemler hesabında genel olarak açık vermiş, ancak iki ülke arasındaki benzerliğin giderek daha fazla telaffuz edilmeye başlandığı bu yıldan itibaren Brezilya cari işlemler fazlası vermeye başlamıştır (Grafik 2.9). Brezilya'nın cari işlemler hesabındaki söz konusu değişikliğin en önemli sebebi, 1996-2006 arasında 3 kata yakın artan ihracatın, dış ticaret dengesini pozitif bölgeye taşımayı başarmış olmasıdır. Bu durum ise, büyük ölçüde Brezilya ihracatının yarısına yakın kısmını oluşturan emtia fiyatlarındaki yükseliş sayesinde gerçekleşmiştir. Türkiye'de ise dış ticaret ve cari işlemler dengeleri, kriz yılları dışında genellikle açık vermektedir. Cari işlemler dengesinin diğer kalemlerine bakıldığı zaman ise çoğunlukla her iki ülkede de gelir alt kalemlerinde açık, cari transferler alt kaleminde ise fazla göze çarpmaktadır. Hizmetler alt kaleminde ise Türkiye fazla, Brezilya ise açık vermektedir.



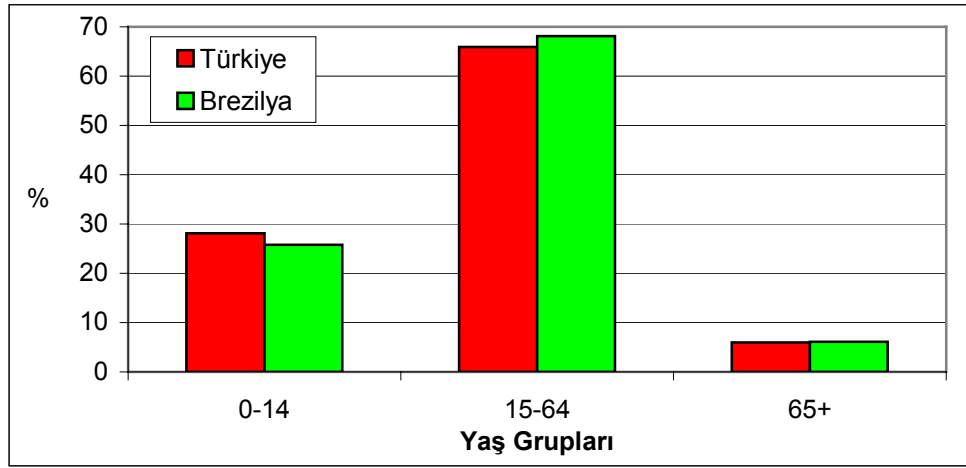
**Grafik 2.9: Brezilya ve Türkiye'de Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (%)**

Kaynak: IMF, WEO Database, Ekim 2007. ([http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/weorept.aspx?sy=1995&ey=2006&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=223%2C186&s=NGDP\\_RPCH%2CNGDPD%2CPCPIPCH%2CBCA\\_NGDPD&grp=0&a=&pr.x=60&pr.y=13](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/weorept.aspx?sy=1995&ey=2006&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=223%2C186&s=NGDP_RPCH%2CNGDPD%2CPCPIPCH%2CBCA_NGDPD&grp=0&a=&pr.x=60&pr.y=13)).

### 2.1.4. Demografi ve İstihdam

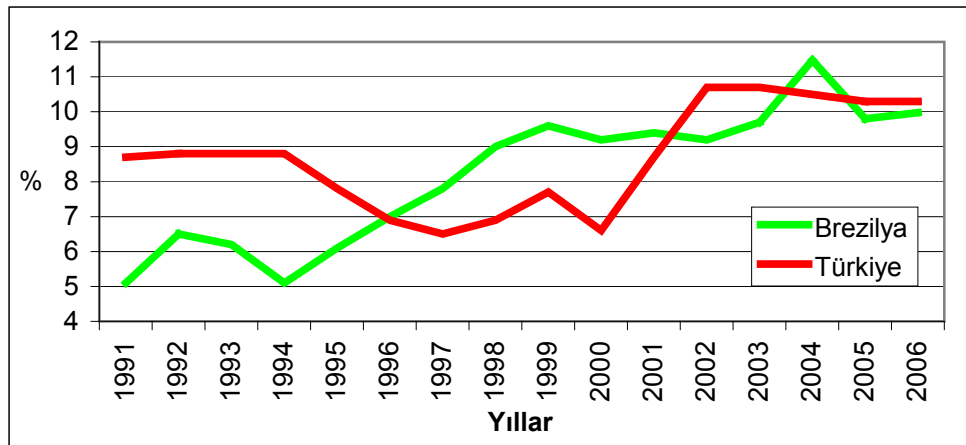
Türkiye ve Brezilya'nın temel makroekonomik göstergeleri açısından birbirine en çok benzerlik gösterdiği alan demografik yapı ve işgücü piyasasıdır. İki ülkenin çalışabilir kesim olarak nitelendirilebilecek 15-65 yaş arası nüfusun toplam içerisindeki payı birbirine çok yakındır (Grafik 2.10). Bu

oranlar, her iki ülkenin de işgücü piyasalarının, gelişmekte olan bir ekonominin ihtiyaç duyabileceği arzı fazlasıyla karşıladığını göstermektedir. Nitekim işsizlik oranlarına bakıldığı zaman işgücü arzının, talebin oldukça üzerinde olduğu tartışılabilir (Grafik 2.11). Bu alanda Brezilya'nın işsizlik rakamlarının son 10 yılında görülen artış eğilimi dikkat çekmektedir. Söz konusu yükseliş için en sık kullanılan açıklama, ekonominin düzelmesiyle birlikte, daha önceden işgücüne katılmamayı tercih eden kesimin yeniden iş aramaya başlamasıdır. Türkiye'de ise 1995-2000 yılları arasında daha düşük bir seyir izleyen işsizlik oranı, 2001 krizinin ardından hızla yükselmiş ve % 10-11 bandına yerleşmiştir.



**Grafik 2.10: Brezilya ve Türkiye'nin Demografik Yapıları (Yaş Gruplarının Toplam İçerisindeki Payı: %, 2007 Tahminleri)**

Kaynak: Central Intelligence Agency (CIA), World Factbook, 2007, (<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/br.html>) ve (<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/tu.html>).



**Grafik 2.11: Brezilya ve Türkiye'de İşsizlik Oranları (Yıllık %)**

Kaynak: International Financial Statistics (IFS), 2007, (<http://www.imfststatistics.org/imf/>).

### 2.1.5. Reel Ekonomik Yapıların Özeti

İki ülkenin en temel makro ekonomik göstergeleri ve demografik yapıları bir araya getirildiği zaman, bazı benzerliklere rağmen “ikiz kardeş” nitelendirmesini haklı çıkaracak kadar yoğun bir paralellik görülmediği düşünülmektedir. Genel bir resim çizildiği zaman Türkiye; daha dinamik bir büyüme, ekonomi içerisindeki ağırlığını giderek arttıran hizmet sektörü, bu dinamik yapıyı beslemeye devam edebilecek demografik yapısı ve çoğunlukla Avrupa’ya bağlı dış ticaret kanalları ile dikkat çekmektedir. Buna karşılık Brezilya’daki ekonomik yapı ise; daha yavaş ancak istikrarlı büyüme, tarım sektörünün giderek artan önemi, düşük enflasyon ve emtia ihracatının ağırlıklı olduğu daha dengeli yayılmış dış ticaret pazarları ile şekillenmektedir. Her iki ülkenin öncelikli ekonomik sorunları arasında ortak olan tek konu işsizlik oranının düşürülmesi olarak öne çıkmaktadır. Ülkeler bazında öncelikli sorunlar ise Türkiye’de enflasyonun kalıcı bir şekilde düşürülmesi; Brezilya’da ise, büyüme potansiyelinin yükseltilmesi ve yoksullukla mücadele olarak gösterilebilir.

### 2.2. Bankacılık Sektörleri

Bir ülkenin istikrarı için makro-ekonomik göstergeleri kadar finans sektörünün sağlığı da önemlidir. Lindgren ve diğerleri (1996), 1980-96 arasında IMF üyesi ülkelerin 4’te 3’ünde bankacılık sektörlerinin sıkıntılı dönemler geçirdiğine dikkat çekerken, Caprio ve Klingebiel (1996) ise, söz konusu krizlerin yaşandığı ülkelerin coğrafi konumları, kalkınma düzeyleri ya da bankacılık sektörlerinin yapıları arasında bir fark gözetmediğini ortaya koymuştur. Bu çalışma bankacılık sektörlerindeki krizlerin, sadece bu sektörü değil, çeşitli kanallar yoluyla ekonominin tamamını nasıl etkilediğini de göstermektedir. Buna göre, ele alınan bankacılık krizlerinin GSYİH üzerindeki ortalama negatif etkisi % 10’u bulmakta, bu oran Jamaika’nın 1996 yılında yaşadığı krizde % 37’ye ulaşmaktadır. Diğer yandan Hoggarth ve diğerleri (2001) ise, bankacılık krizi ile bu krizin 2 yıl öncesinde ya da sonrasında bir döviz krizi yaşanması hâlinde, Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) üyesi ülkelerdeki ortalama üretim kaybını GSYİH’nin % 23,8’i olarak tahmin etmektedirler. Bu çalışmada ilgi çekici bir başka nokta ise, daha çok

gelişmiş ülkeleri kapsayan örgüt için hesaplanan bu oranın, gelişmekte olan ülkeler için tahmin edilen % 13,9'a göre iki kata yakın olmasıdır. <sup>4</sup>

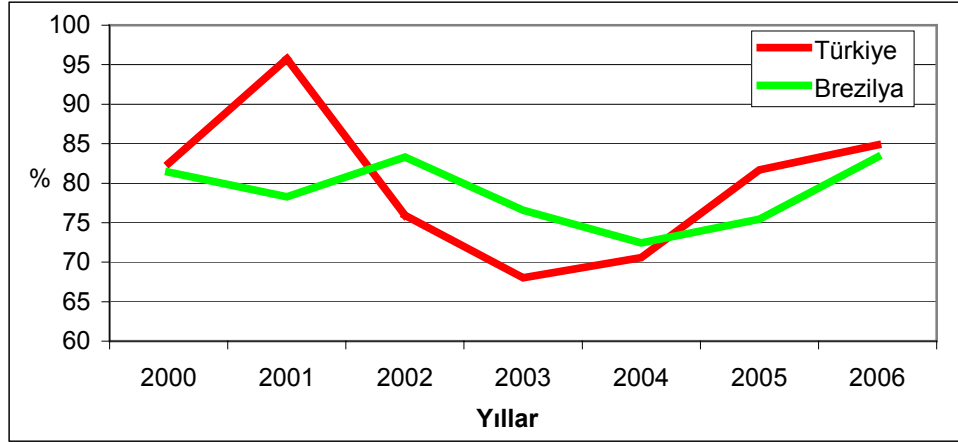
Gelişmekte olan ülkelerdeki krizler için sıklıkla telaffuz edilen sebeplerden birisi, mali sektörlerin yeterince güçlü olmaması ve “ani duruş” olarak adlandırılan ve yurtdışı sermaye girişlerinin aniden durması ve/veya hızlı bir sermaye çıkışı durumunda sistemde baş gösteren likidite darlığıdır. Örneğin, Erdoğan (2002) Asya ülkeleri, Arjantin, Brezilya, Meksika ve Türkiye’de yaşanan mali krizler öncesinde bankacılık sektörlerinin aktif-pasif dengesinde bozukluk ve vade uyumsuzluğu olduğunu ortaya koyarken, Tınç (2001) ise Meksika dışında yukarıda anılan ülkelerde ani sermaye çıkışının likidite sıkıntısına yol açtığına değinmiştir. Bu sebepten dolayı Türkiye ve Brezilya arasında bir benzerlik aranırken, iki ülkenin bankacılık sektörlerinin de karşılaştırılması gerekmektedir.

Türkiye ve Brezilya’nın bankacılık sektörleri en genel hatlarıyla incelendiği zaman, karşımıza benzer denilebilecek bir yapı çıkmaktadır. Her iki ülkede de 2006 yılı sonu itibariyle toplam varlıkların GSYİH’ye oranı % 85 civarındadır. Ancak, 2000-06 dönemindeki seyrine bakıldığı zaman ise söz konusu oranın Türk bankacılık sektöründe % 68-95 arasında değişirken, Brezilya’da ise % 72-84 arasında dalgalandığı görülmektedir (Grafik 2.12). Bu durumda, anılan dönemde Türk bankacılık sektörünün varlık artış hızının Brezilya’ya göre daha yüksek olmasının yanı sıra Türkiye’nin milli gelir seviyesindeki büyük dalgalanmaların etkili olduğu düşünülmektedir. Diğer yandan, 2006 sonu itibariyle Türk mali sisteminin varlıkları içerisinde mevduat bankalarının payı % 93 iken, bu oran Brezilya içinse % 78,6’dır. İki ülkede, bankacılık sektöründeki yoğunlaşma oranları ise oldukça benzer bir yapı göstermektedir. 2006 sonu itibariyle Türkiye’nin en büyük 5 ve 10 bankası, sektör varlıklarının sırasıyla % 61 ve % 84’ünü, Brezilya’nın en büyük 5 ve 10 bankası ise sektör varlıklarının sırasıyla % 60 ve % 80’ini oluşturmaktadır.<sup>5</sup> Bu göstergeler, Türkiye’de mevduat bankacılığının sektör içerisinde Brezilya’ya göre daha büyük bir paya sahip olduğunu, ancak iki ülke için

<sup>4</sup> Çalışmanın yapıldığı 2001 yılı sonu itibariyle OECD’nin 30 üyesinden 19’u sanayileşmiş ülkelerdir. Söz konusu 30 üyenin 25’i ise 2006 yılında Dünya Bankası tarafından “yüksek gelir seviyeli” ülkeler olarak tanımlanmıştır.

<sup>5</sup> Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) (Mayıs 2007) ve BCB (Mayıs 2007) Finansal İstikrar Raporları

sektördeki yoğunlaşma oranlarının neredeyse eşit olduğunu ortaya koymaktadır.



**Grafik 2.12: Bankacılık Sektörü Toplam Varlıklar/GSYİH Oranları (%)**

Kaynak: BCB, 2007, (<http://www.bcb.gov.br/?RED-FINANCSTAB>) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2007, (<http://www.tcmb.gov.tr>) Finansal İstikrar Raporları.

İki ülkenin bankacılık sektörlerinde kamu, yabancı ve özel sermayenin paylarına bakıldığında ise, yabancı sermayenin Türk bankalarına olan ilgisinin son yıllarda hızla artmakta olduğu ve Türk bankacılık sistemi içerisinde yabancıların payının Brezilya ile arayı kapatmaya başladığı görülmektedir. Diğer yandan, Brezilya'da kamu bankaları hâlen mali sistem içerisindeki en büyük paya sahipken, Türkiye'de ise sektör içerisindeki en büyük pay özel sektöre aittir. Genel olarak bakıldığında iki ülkenin bankacılık sektörleri içerisinde, kamu, özel ve yabancı bankaların paylarının birbirine paralellik göstermediği söylenebilir (Tablo 2.1).

**TABLO 2.1. TÜRKİYE VE BREZİLYA'DA BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN DAĞILIMI (TOPLAM VARLIKLAR İÇERİSİNDE PAY: %)**

	Türkiye*					Brezilya				
	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006
Kamu	31,9	33,9	34,9	31,4	31,1	45,1	46,5	44,5	42,7	40,3
Özel (yerli)	56,2	57,0	57,4	59,7	55,8	32,2	34,8	35,6	36,5	37,6
Yabancı	3,1	2,8	3,4	5,2	13,1	22,8	18,7	19,9	20,7	22,1

\* 2002-2005 arası veriler, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu denetimindeki bankalar ile Kalkınma ve Yatırım Bankalarını kapsamamaktadır.

Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) Yıllık Raporları, ([http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik\\_Raporlar/Yillik\\_Raporlar.aspx](http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik_Raporlar/Yillik_Raporlar.aspx)) ve BCB, Finansal İstikrar Raporları, (<http://www.bcb.gov.br/?RED-FINANCSTAB>)

Aloğlu (2005), bankacılık sektörünün karşılaştığı riskler ve bu risklerin bankacılık krizleri üzerindeki etkilerini ele almış ve ayrıca, bankacılık sektörlerinin sağlığını ölçebilmek için kullanılan çok çeşitli yöntem ve göstergeleri incelemiştir. Bazıları, dünyadaki çeşitli merkez bankaları tarafından yayınlanan finansal istikrar raporlarında da yer alan bu göstergeler en çok bankaların likidite, kredi, faiz ve kur risklerini ölçerek bir sonuca varmayı hedeflemektedir. Bu bölümde söz konusu göstergelerden bazıları kullanılarak, Türkiye ve Brezilya bankacılık sektörlerinin gücü karşılaştırılacaktır.

### 2.2.1. Aktif Kalitesi ve Likidite Rasyoları

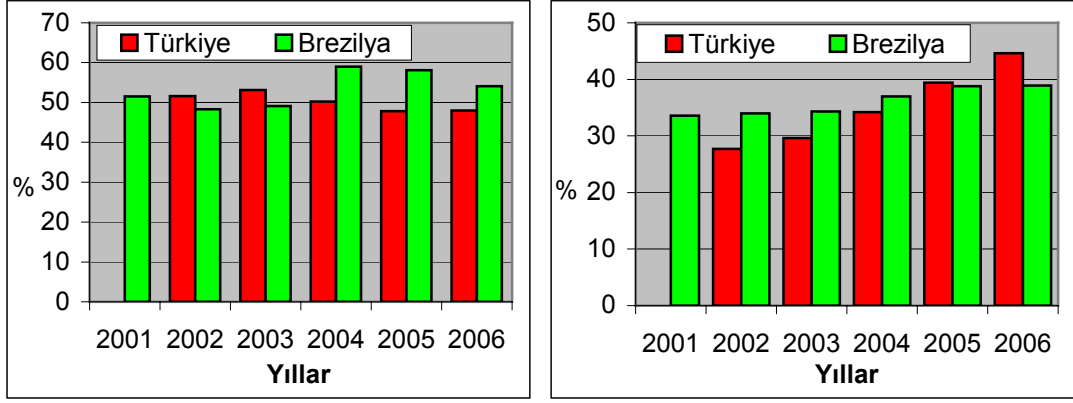
Bankacılık sektörünün mali darboğazlar ile mücadele gücünü ölçen en önemli göstergeler, aktif kalitesi ve likidite rasyolarını ölçen oranlardır. Likidite en genel hâliyle; varlıkların gerektiğinde nakite dönüştürülebilmesi hızı ve maliyeti olarak tanımlanmaktadır. Likidite riski ise, söz konusu dönüşüm gereği hâlinde mali kuruluşların gelir ve sermaye düzeyinde ortaya çıkabilecek zararları göstermektedir. Diğer yandan, likidite fazlası da likidite darlığı gibi sorunlara yol açabilmektedir ve aşırı likiditenin de bankaların gelirleri üzerinde azaltıcı bir etkisi olduğu bilinmektedir.

Likidite riskini ölçen çeşitli göstergelerden ikisi “likit aktifler/toplam aktifler” ve “kredi/mevduat” oranlarıdır (Aloğlu, 2005, s.28). Türkiye ve Brezilya için likit aktifler/toplam aktifler ile kredi/mevduat oranları Grafik 2.13'te verilmiştir.<sup>6</sup> Özellikle kredi/mevduat oranında Türkiye'nin son yıllarda hızlı bir artış kaydettiği görülmektedir. Bunun dışında dikkat çeken bir başka gelişme ise, Brezilya bankacılık sektörünün likit aktiflerinin toplam aktifler içerisindeki payının 2003 yılındaki mini-krize rağmen Türkiye'yi geride bırakmış olmasıdır. Ancak, Türk bankalarının likit aktif/toplam aktif oranında görülen düşüşte, bankacılık sektörü toplam aktiflerinin 2002-06 yılları arasında Brezilya'ya göre daha hızlı artıyor olmasının da etkisi tartışılabilir.

---

<sup>6</sup> Bankacılık sektörü risklerine ilişkin çok çeşitli göstergeler bulunmasına rağmen, iki farklı ülke için ulaşılabilen verilerden söz konusu göstergelerin karşılaştırılabilir standartlara uygun olarak hesaplanması uzun ve bu tezin kapsamını aşan bir çalışma gerektirmektedir. Bu nedenle, bankacılık sektörü riskleri genel olarak, IMF'nin 2003 yılında başladığı “Mali Sağlık Göstergeleri” çerçevesinde kabul edilen göstergeler esas alınmıştır. Söz konusu göstergeler, Türkiye ve Brezilya'dan alınan resmî rakamlardır.

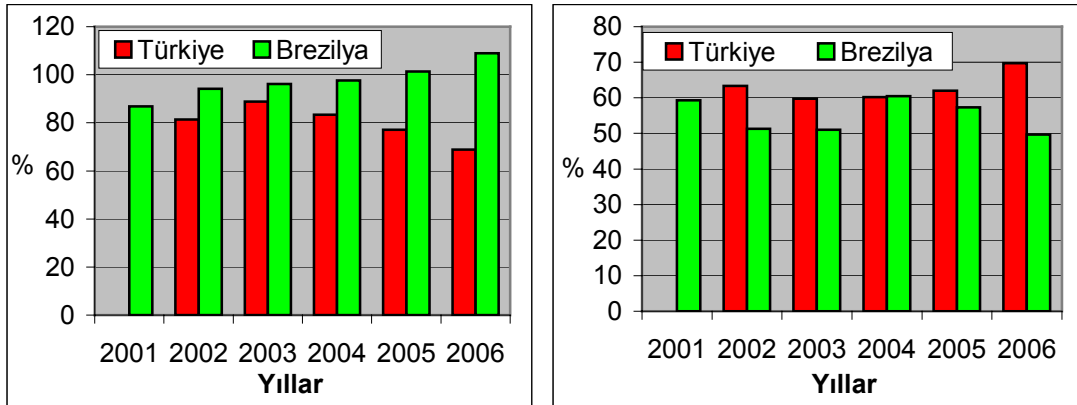




**Grafik 2.13: Brezilya ve Türkiye Bankacılık Sektörlerinde Likit Aktifler/Toplam Aktifler (sol) ve Brüt Kredi/Mevduat Oranları (%)**

Kaynak: IMF, Türkiye ve Brezilya Article IV Raporları.

Likit aktifler/toplam aktifler ve kredi/mevduat oranları ilk bakışta Türkiye ve Brezilya'nın aktif kalitesi ve likidite konusunda ciddi bir risk taşımadığını düşündürmektedir. Ancak, likiditeyi ölçen başka iki oran, özellikle Türk bankacılık sektöründe likidite riskinin 2002 yılından bu yana artmakta olabileceğine işaret etmektedir. Bu oranlardan "likit aktifler/kısa vadeli pasifler" oranı aynı zamanda Türk bankalarının aktif ve pasifleri arasındaki vade dengesinin de bozulmaya başladığını göstermektedir. Hem bu oran hem de "kısa vadeli pasifler/toplam aktifler" oranındaki yükseliş, Türk bankacılık sektörünün vade riskinin 2002 yılından bu yana artmakta olduğuna dikkat çekmektedir. Brezilya'da ise, özellikle likit varlıkların kısa vadeli yükümlülükler oranında görülen artış, bu ülkedeki bankaların kısa vadeli likidite riskine karşı giderek daha sağlam bir hâle geldiğine işaret etmektedir (Grafik 2.14).



**Grafik 2.14: Brezilya ve Türkiye Bankacılık Sektörlerinde Likit Aktifler/Kısa Vadeli Pasifler (sol) ve Kısa Vadeli Pasifler/Toplam Aktif Oranları (%)**

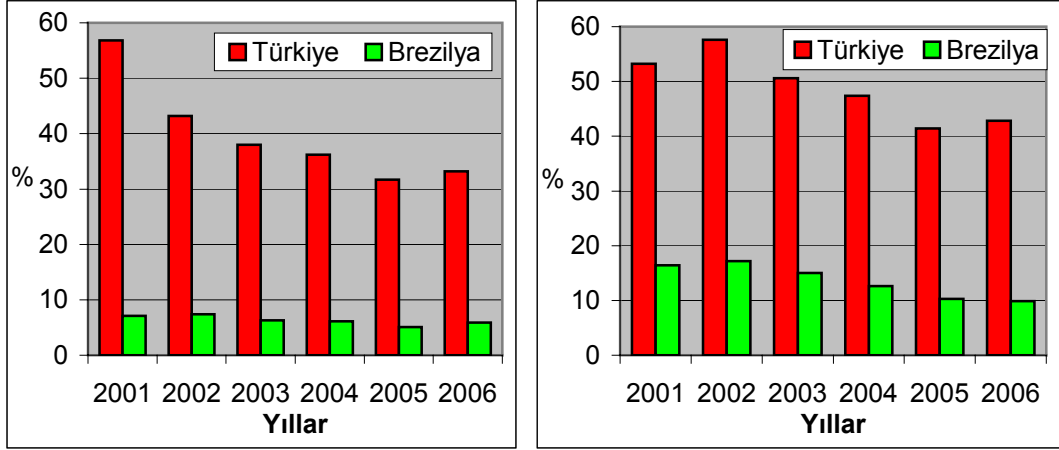
Kaynak: IMF, Türkiye ve Brezilya Article IV Raporları.

### 2.2.2. Kur Riski

Bretton-Woods sisteminden dalgalı kur sistemine geçiş, sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin bütün dünyaya yayılması ve teknolojik ilerlemeye bağlı olarak uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanması, mali sistemde kur riskinin giderek daha ön plana çıkmasına sebep olmuştur. Döviz kuru rejimlerindeki değişiklikler, devalüasyonlar ve ani yabancı sermaye hareketleri gibi etkenler, özellikle gelişmekte olan ülkelerin mali sistemlerinde kur riskinin önemini daha da artırmaktadır. Döviz kurundaki ani değişimler bankaların döviz pozisyonlarına bağlı olarak bilançoda sert hareketlere sebep olabilmekte ve bankaları risk altında bırakarak, kimi zaman bütün mali sistemi ve reel ekonomiyi tehdit etmektedir.

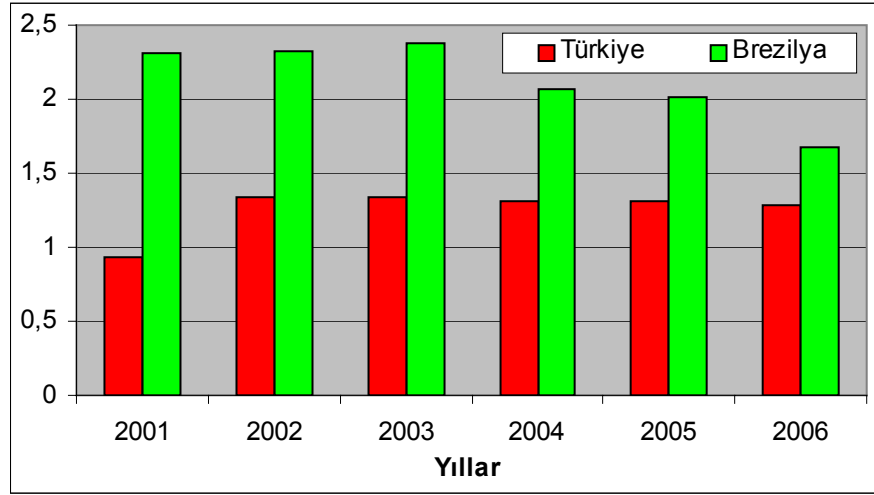
Kur riskinin hesaplanmasında tarihi simülasyon yöntemi ile riske maruz değer (VAR) hesaplaması, kur volatilitesi ve net risk (döviz cinsi aktif/pasif farkının, döviz satış/alış farkına oranı) gibi yöntemler kullanılmaktadır (Aloğlu, 2005, s. 38). Bu çalışmada Türkiye ve Brezilya için ise, IMF'nin 2003 yılında yayınlamaya başladığı "Mali Sağlık Göstergeleri" uygulaması çerçevesinde daha basit ve karşılaştırılabilir göstergeler olarak "döviz cinsi aktifler/toplam aktifler"<sup>7</sup> ve "döviz cinsi pasifler/toplam pasifler" oranlarına başvurulacaktır. Söz konusu oranlara bakıldığı zaman, Türk bankacılık sektörünün bilançosunda yabancı para cinsi aktif ve pasiflerin, Brezilya'ya göre çok daha büyük paylara sahip olduğu görülmektedir (Grafik 2.15). Bu durum ilk bakışta, Türk bankalarının döviz kurundaki dalgalanmalara karşı Brezilyalı bankalara göre çok daha kırılğan olabileceğine işaret etmektedir. Ancak, Türk bankacılık sektörü bilançosunda döviz cinsi kalemlerin payının bu kadar yüksek olmasına rağmen, döviz cinsi aktif/pasif yapısı, Brezilya'ya göre daha dengeli görünmektedir (Grafik 2.16). Bu çerçevede döviz cinsi aktif/pasif oranları, ülkeden ani bir sermaye kaçaşının bankacılık sektörüne sıçraması durumunda, Türk bankalarının söz konusu dalgayı daha rahat atlatabileceğini düşündürmektedir.

<sup>7</sup> IMF'nin Türkiye için yayınladığı tablolarda "döviz cinsi varlıklar/toplam varlıklar" oranı yer almamaktadır. Söz konusu oran, IMF'nin de kaynak olarak belirttiği BDDK'dan alınmıştır.



**Grafik 2.15: Brezilya ve Türkiye Bankacılık Sektörlerinde Döviz Cinsi Aktif/Toplam Aktif (sol) ve Döviz Cinsi Pasif/Toplam Pasif Oranları (%)**

Kaynak: IMF, Türkiye ve Brezilya Article IV Raporları.



**Grafik 2.16: Brezilya ve Türkiye Bankacılık Sektörlerinde Döviz Cinsi Pasif/Döviz Cinsi Aktif Oranı**

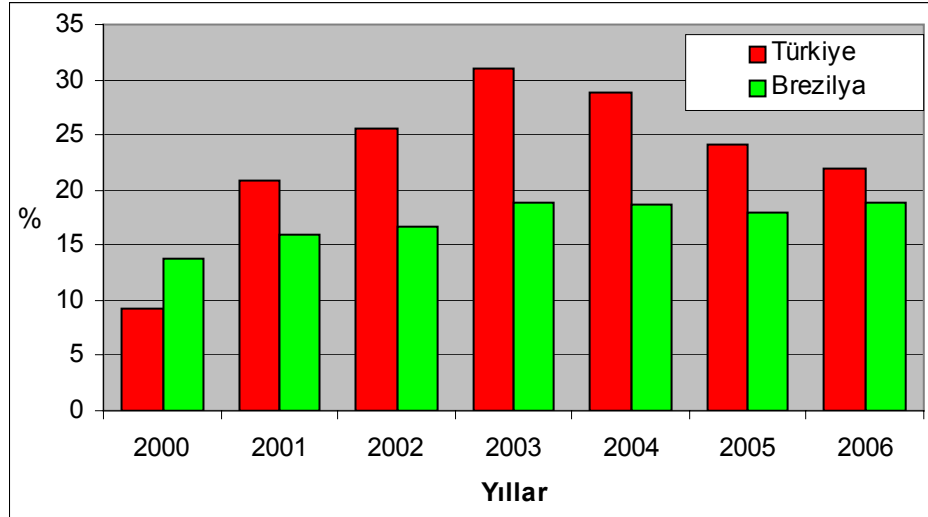
Kaynak: IMF, Türkiye ve Brezilya Article IV Raporları.

### 2.2.3. Kredi Riski

1988 yılında Uluslararası Ödemeler Bankası'nın (BIS) Basel Komitesi tarafından konuya ilişkin standartların belirlenmesiyle birlikte sermaye yeterlilik oranı, bankacılık sektöründe özellikle kredi riskinin ölçülmesi konusunda giderek daha fazla öne çıkan bir gösterge hâline gelmiştir. 2004 yılında Basel II olarak yenilenen bu standartlar, hem içerik hem de uygulama ve sonuçları açısından ekonomik literatürde yeni bir tartışma konusu olmuştur.<sup>8</sup> Hatta Goodhart (2006) sermaye yeterlilik oranına gereğinden fazla

<sup>8</sup> Örneğin Dhumale (2000), Rime (2005) ve Eichberger ve Summer (2005).

önem atfedilmiş olabileceğini ileri sürerek, bankacılık sektöründeki likidite yeterliliğinin geri plana atılmaması gerektiğini savunmaktadır. Yine de sermaye yeterlilik oranı, bugün bankacılık sektörünün sağlığına ilişkin en önemli göstergelerden birisi hâline gelmiştir. Türkiye ve Brezilya bankacılık sektörlerinin sermaye yeterlilik oranları karşılaştırıldığında, 2000 yılından bu yana farklı seyreden iki ayrı serinin 2006 yılı sonu itibariyle birbirine yakınsadığı görülmektedir (Grafik 2.17).



**Grafik 2.17: Brezilya ve Türkiye Bankacılık Sektörlerinde Sermaye Yeterlilik Oranı (%)**

Kaynak: IMF, Türkiye ve Brezilya Article IV Raporları ve BDDK.

Türk bankacılık sektörünün sermaye yeterlilik oranı 2000-2006 yılları arasında yukarı yönlü bir dalgalanma gösterirken, Brezilya'da ise yavaş ancak sürekli denilebilecek bir yükseliş dikkat çekmektedir. Yine de 2006 yılı sonu itibariyle Türk bankalarının sermayelerinin riskli varlıkları karşılama oranı, Brezilya'ya göre daha yüksektir.

#### **2.2.4. Bankacılık Sektörü Genel Değerlendirmesi**

İki ülkede bankacılık sektörlerinin genel yapısına bakıldığı zaman, Türk bankacılık sektöründe mevduat bankalarının hâlen sektörün neredeyse tamamını oluşturduğu, Brezilya'da ise bu oranın daha düşük kaldığı görülmektedir. Diğer yandan son 2002 yılından bu yana Türkiye'de kamu bankalarının toplam sektör içerisindeki payı genel olarak değişmezken, Brezilya'lı kamu bankalarının sektör içerisindeki payı ise kademeli olarak düşmektedir. Ayrıca, yabancı sermaye Brezilya bankacılık sektörünün toplam

varlıkları içerisinde yaklaşık 5'te 1'lik bir paya sahip olduğu dikkat çekmektedir. Türkiye'de ise son yıllardaki banka satın alma ve birleşmelerine rağmen, yabancı sermayenin sektördeki toplam varlıklar içerisindeki payının henüz Brezilya'daki seviyeye ulaşmadığı söylenebilir. İki ülkenin en büyük bankalarının sektör varlıkları içerisindeki payları ise neredeyse eşit seviyededir.

Türkiye ve Brezilya bankacılık sektörlerinin sağlığına ilişkin göstergeler 2001 yılından bu yana incelendiği zaman ise ilk bakışta, Türk bankacılık sektöründe daha gözle görülür dalgalanmalar yaşandığı görülmektedir. Bu durum ilk bakışta, 1999 yılında aşanan deprem felaketi ve 2000-2001 krizlerinin yarattığı reel ekonomi ve mali sistem üzerinde yarattığı şokların etkileri olarak yorumlanabilir. Buna karşılık Brezilya bankacılık sektöründe ise daha istikrarlı eğilimlerin ağırlıklı olduğu dikkat çekmektedir. Diğer yandan, Türk bankaları son dönemde uluslararası kamuoyunda en dikkatle takip edilen göstergelerden olan sermaye yeterlilik oranı açısından Brezilya bankalarına üstünlük sağlamaktadır ve bu anlamda kredi riski açısından daha iyi durumdadır. Ancak, likidite kalitesi için aynı yargıya varılamamaktadır ve Türk bankacılık sektöründe görülen aktif/pasif vade uyumundaki bozulma dikkat çekicidir. Diğer yandan, Türk bankalarının hem aktif hem de pasif yapısı içerisinde döviz cinsi kalemlerin yarıdan fazla paya sahip olması ilk bakışta sektördeki kur riskinin önemli boyutlarda olduğunu düşündürmektedir. Ancak, Türk bankacılık sektörünün döviz cinsi aktif ve pasifler arasındaki dengesi Brezilya'ya göre daha iyi durumdadır ve bu çerçevede daha düşük kur riski taşımaktadır.

Genel olarak bakıldığı zaman, Brezilya bankacılık sektörünün Türkiye'ye göre biraz daha sağlıklı bir yönde hareket ettiği olduğu sonucuna varılabilir. Nitekim, kredi derecelendirme kuruluşu Fitch tarafından hazırlanan bankacılık sektörü risk matrislerinde de Brezilya, 2005 yılının Haziran ayında Türkiye ile aynı seviyedeysen, 2007 Eylül ayı itibarıyla sektörün kalitesi açısından daha yukarı bir seviyeye yerleşmiştir. Türk bankacılık sektörü ise sistematik kalite açısından değişmese de kırılabilirlik seviyesi açısından bir derece gerilemiştir (Tablo 2.2).

**TABLO 2.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN BANKACILIK SİSTEMİ RİSK MATRİSİ  
(Eylül 2007 İTİBARIYLA)**

Bankacılık Sistemi (kalite seviyesi)	Makro-İhtiyat Göstergesi (kırılganlık seviyesi)		
	1 (düşük)	2 (orta)	3 (yüksek)
<b>A (çok yüksek)</b>			
<b>B (yüksek)</b>	Şili	Estonya	İzlanda
<b>C (yeterli)</b>	Çek Cumh. Slovenya Meksika	Malta <b>Brezilya</b>	
<b>D (düşük)</b>	<b>(Brezilya)*</b> <b>(Türkiye)*</b> Endonezya Polonya	Macaristan <b>Türkiye</b> Ukrayna	Rusya
<b>E (çok düşük)</b>	Arjantin Ekvador Uruguay	Vietnam	Azerbaycan

\* (Brezilya) ve (Türkiye), Risk Matrisi'nin ilk yayınlandığı Temmuz 2005 itibarıyla iki ülkenin yerlerini göstermektedir.

Kaynak: Fitch Ratings, Banking Systemic Risk Report, Haziran 2005 ve Eylül 2007.

### 2.3. Sermaye Akımları

Dünya üzerindeki ülkelerin dışa açılma süreçlerinin en önemli ayaklarından birisi sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Sermaye akımları; ülke içerisinde kaynakların daha iyi dağılmasına, finans piyasalarının gelişmesine ve doğrudan yatırımlar yoluyla büyüme ve istihdamın artmasına katkıda bulunmaktadır. Diğer yandan, sermaye akımlarının daha çok “sıcak para” olarak adlandırılan kısa vadeli portföy hareketleri şeklinde gerçekleşmesi durumunda ise, söz konusu hareketlerin çeşitli sebeplere bağlı olarak ani bir şekilde durması ya da ülkeden hızla çıkması, özellikle sermaye piyasaları yeterince gelişmemiş/derinleşmemiş ülkelerde derin ekonomik krizlerin tetikleyicisi olabilmektedir. Söz konusu krizler, ilgili ülkelerde mali piyasanın çökmesine sebep olmanın dışında cari işlemler dengesinin sert bir şekilde bozulmasına, dolayısıyla döviz kuru üzerinde bir baskı oluşmasına ve sonuçta hâlen çoğunluğu için ihracatın önemli bir büyüme motoru olduğu gelişmekte olan ülkeler için reel ekonominin de darbe yemesine yol açmaktadır.

Bu durumun en çarpıcı örneği 1997-1998 Asya krizidir. Bütün dünyayı finansal bir çöküşün eşiğine getiren bu krizin sebeplerine ilişkin farklı görüşler dile getirilmektedir. Ancak bütün bu görüşler, bölgenin kriz öncesinde çok büyük miktarlarda sıcak para çektiği, söz konusu sıcak paranın ekonomi ve mali piyasaların çeşitli alanlarında çarpıklıklara yol açtığı ve krizin, sıcak paranın Temmuz 1997'de Tayland'dan başlayarak hızlı bir şekilde bölgeyi terk etmesiyle yayıldığı üzerinde uzlaşmaktadır.

Sermaye hareketlerindeki ani dönüşlerin sadece Asya'da değil, diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde önemli bir role sahip olduğu tartışılmaktadır. Calvo (1998), gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerin başlangıç sebeplerinin "ani duruş" olarak adlandırmış ve sermaye hareketlerindeki ani negatif dalgaların, daha sonraki literatürde de aynı adla anılmasına neden olmuştur. "Ani duruş", sermaye akımlarının tersine dönmesiyle gerçekleşebileceği gibi, yerel kurumların uluslararası kredi piyasalarına erişiminin kesilmesiyle de ortaya çıkabilmektedir.

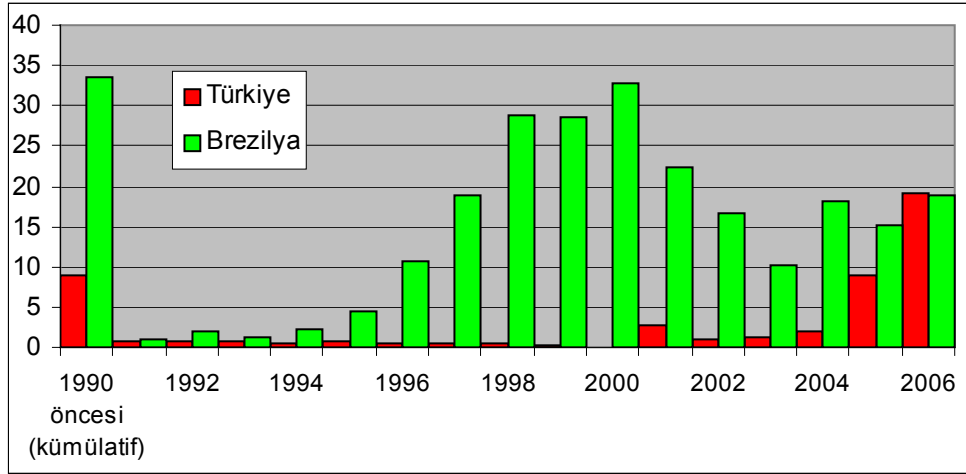
Yabancı sermaye akımları genel olarak iki başlık altında toplanabilir. Bunlardan ilki olan doğrudan yabancı yatırımlar (FDI), ikincisi olan portföy hareketlerine göre ülke içerisinde daha uzun süre kalması ve portföy hareketleri kadar kolay çözülememesi nedeniyle daha çok tercih edilen yatırım biçimidir. Daha da önemlisi, doğrudan yatırımlar ülke içerisinde istihdam yaratması, teknoloji transferi ve genelde verimliliği ve/veya uluslararası alanda rekabet gücünü artırması nedeniyle reel ekonomi üzerinde de olumlu bir etkiye sahiptir. Ayrıca, genellikle daha düşük maliyetler tarafından cezbedilen doğrudan yatırımlar, bu çerçeveden bakıldığında enflasyonu düşürücü bir özellik de taşımaktadır. Ancak özellikle gelişmekte olan ülkelerde politik-bürokratik riskler ya da engeller yabancı yatırımların ülkeye girişinin zayıf kalmasına sebep olabilmektedir.

Bu bölümde Türkiye ve Brezilya'ya yönelik sermaye akımları, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları olmak üzere iki başlık altında incelenecektir. Hem Türkiye hem de Brezilya'nın sermaye hesabını serbestleştirilmesi, 20. yüzyılın son çeyreğinde gerçekleşmiştir. Yabancı sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları Türkiye 1989, Brezilya ise 1992

yılında tamamen kaldırmıştır. Genel olarak bakıldığı zaman, Brezilya'nın yabancı sermaye çekebilme açısından Türkiye'ye göre daha başarılı olduğu görülmektedir. Sermaye akımları içerisinde yer verilen yabancı portföy yatırımları, iki ülkenin benzerliğinin ampirik olarak test edileceği 3. bölümde de ele alınacaktır.

### 2.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Türkiye ve Brezilya'ya 1990 yılından bu yana giriş yapan doğrudan yabancı yatırımlar Grafik 2.18'de özetlenmektedir ve burada, ülkeye yabancı yatırım çekebilme konusunda Brezilya'nın -son birkaç yıl dışında- Türkiye'ye göre belirgin bir üstünlüğü görülmektedir.



**Grafik 2.18: Brezilya ve Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Yıllık: Milyar Dolar)**

Kaynak: BCB, 2007, (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries.>) ve TCMB, 2007, (<http://evds.tcmb.gov.tr/>)

Özellikle 1990'ların ikinci yarısında Brezilya ekonomisine her yıl artan miktarda yabancı yatırım girerken, Türkiye'de ise artış eğiliminin 2004 yılından itibaren belirginleştiği görülmektedir. Ancak, Türkiye'ye giren doğrudan yabancı yatırımlar daha çok, büyük kamu tekellerinin özelleştirilmesine dayanmaktadır ve söz konusu eğilim bile Brezilya'nın bugüne kadar çekmeyi başardığı toplam 265 milyar dolarlık yabancı yatırımı gölgelemeyi başaramamaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımların bölgelere göre kaynaklarına bakıldığı zaman, Brezilya'nın en çok ABD tarafından tercih edilen bir ülke olduğu görülmektedir. Ülkenin geniş tarım imkanları ve doğal zenginlikleri, coğrafi



yakınlık avantajıyla birlikte yıllık ortalama 4 milyar dolarında ABD sermayesi çekmektedir. Bu ülkeye İspanya ve Portekiz eklendiğinde ise Brezilya'nın 1996-2004 yılları arasında ülkeye çekmeyi başardığı 170 milyar dolarlık yabancı yatırım içerisinde % 45'lik bir paya ulaşılmaktadır.<sup>9</sup> Sektörel bazda ise mali sektör ve ulaşım ağırlıklı olmak üzere hizmetler ile kimyasallar ve gıda işleme ağırlıklı olmak üzere sanayi başta gelmektedir.

Türkiye'ye en çok doğrudan yatırım yapan ülkeler ise Avrupa ülkeleridir. Haziran 2003 itibariyle Türkiye'ye en çok yatırım yapan 3 ülke olan Hollanda, Almanya ve İngiltere, Türkiye'deki toplam doğrudan yatırımların yarısını oluşturmaktadır.<sup>10</sup> Aynı tarih itibariyle AB ülkelerinin Türkiye'deki yatırımları ise, toplam içerisinde % 68'lik bir paya sahiptir. Türkiye'ye yapılan doğrudan yabancı yatırımların sektörel dağılımına bakıldığı zaman ise, mali sektör ve iletişim ağırlıklı olmak üzere hizmet sektörü ile gıda ve ulaşım araçları ağırlıklı olmak üzere imalat sanayi gelmektedir.

### **2.3.2. Portföy Yatırımları**

Sermaye akımlarının diğer önemli ayağını ise portföy yatırımları oluşturmaktadır. Kimi zaman "sıcak para" olarak da adlandırılan bu fonlar, doğrudan yatırımların aksine hedef ülkelere bağlı değildir ve çok hızlı bir şekilde yön değiştirebilmektedir. Nitekim, yukarıda da irdelendiği gibi, gelişmekte olan ülkelerin 1990'lı yıllardan bu yana karşı karşıya kaldıkların krizlerin çoğunluğunda, sıcak para hareketlerindeki söz konusu ani değişimlerin etkisi görülmektedir. Portföy yatırımları ayrıca, giderek daha sofistike hâle gelen yatırım araçları nedeniyle karmaşıklaşmakta ve farklı kanallardan etkili olabilmektedir. Hem bu sebepten hem de teknolojik ilerlemeye bağlı olarak sermaye hareketlerinin giderek hızlanmasından dolayı, dünyanın farklı köşelerinde, farklı ekonomik temelleri olan ülkeler portföy yatırımları vasıtasıyla birbirine yaklaşmakta ve birbirlerindeki gelişmelerden etkilenmektedir.

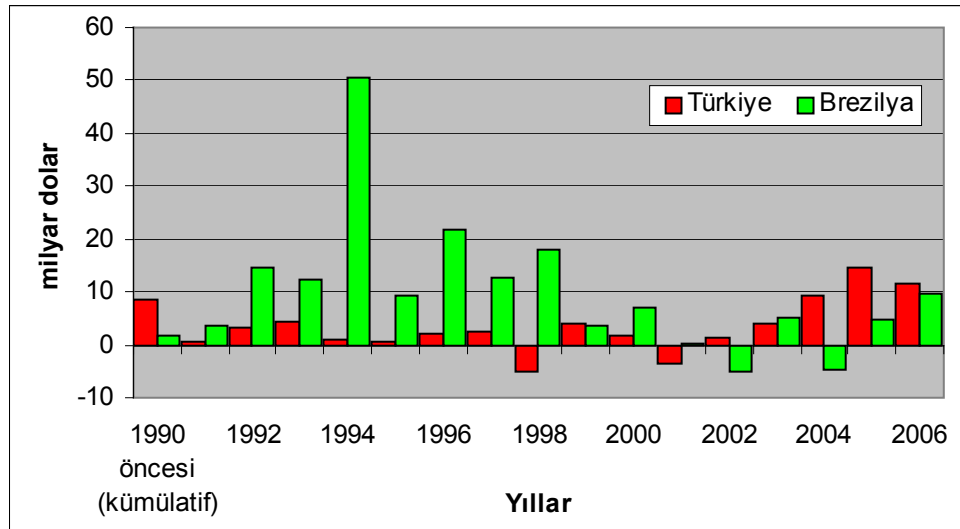
---

<sup>9</sup> Kaynak: BCB.

<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>.

<sup>10</sup> Kaynak: T.C. Hazine Müsteşarlığı İnternet Sitesi. <http://www.hazine.gov.tr/ybsrapor2004.pdf>.

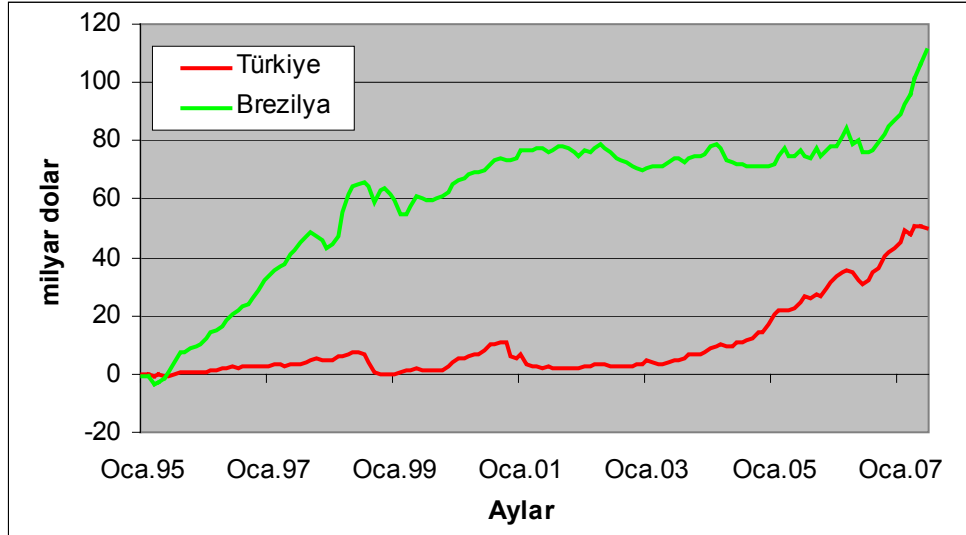
Türkiye ve Brezilya'daki yabancı portföy rakamlarına bakıldığı zaman büyük ölçüde birbirinden farklı hareket eden iki seri görülmektedir (Grafik 2.19). Brezilya, özellikle 1990'larda sıcak para için çekici bir ülke konumundayken, Türkiye ise özellikle 2003 yılından bu yana belirli bir seviyenin üzerinde portföy yatırımı çekmeyi başarmıştır. Ancak genel olarak bakıldığı zaman Brezilya'nın ülkedeki sıcak para açısından Türkiye'ye göre daha yüksek bir seviyede olduğu söylenebilmektedir.



**Grafik 2.19: Brezilya ve Türkiye'de Net Portföy Yükümlülükleri (Yıllık: Milyar Dolar)**

Kaynak: BCB, 2007, (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries.>) ve TCMB, 2007, (<http://evds.tcmb.gov.tr/>)

Eldeki veriler, iki ülkedeki portföy hareketlerinin aylık olarak incelenmesine de imkan sağlamaktadır. Brezilya'nın 1990'lı yıllar boyunca ülkeye sıcak para çekme başarısı, Ocak 1996'dan itibaren iki ülkenin portföy yükümlülükleri birikimli olarak ele alındığı zaman da görülmektedir (Grafik 2.20). Türkiye'de ise 2003 yılında başlayan yükseliş eğilimi 2007 başından itibaren bir miktar kesintiye uğramıştır. İki ülkeye portföy girişlerinin en çok paralellik gösterdiği dönem, 2006 başından itibaren göze çarpmaktadır. Portföy hareketleri, bu çalışmanın 3. bölümünde de ekonometrik olarak ele alınacak ve Türkiye ile Brezilya'ya giriş/çıkış yapan yabancı sermayenin birbirine benzer bir yapı gösterip göstermediği test edilecektir.

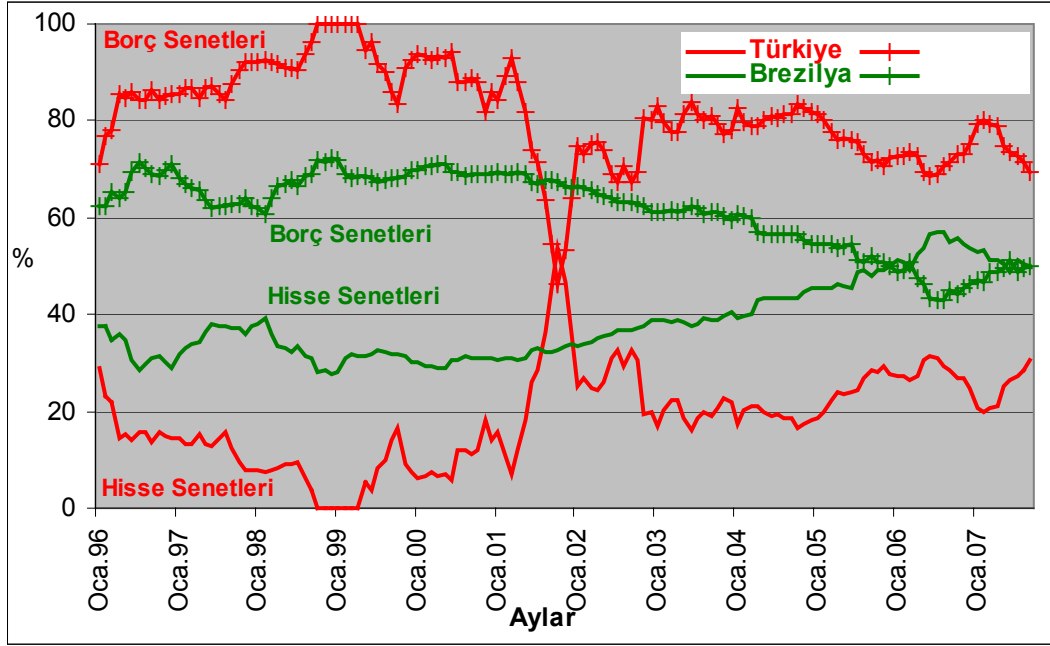


**Grafik 2.20: Brezilya ve Türkiye’de Net Portföy Yükümlülükleri (Ocak 1995’ten İtibaren Birikimli: Milyar Dolar)**

Kaynak: BCB, 2007, (<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries.>) ve TCMB, 2007, (<http://evds.tcmb.gov.tr/>)

İki ülkeye giren sıcak paranın hedeflerine bakıldığı zaman ise ciddi anlamda farklı seyirler gözlenmektedir (Grafik 2.21). Borç senetleri ile hisse senetleri arasındaki dengenin çok daha istikrarlı bir seyir izlediği Brezilya’da iki alt kalemin toplam içerisindeki payı, Ağustos 2005’te dengeye ulaşmıştır ve 2006 yılı ortasındaki dalgalanma dışında bu dengeyi korumaktadır. Türkiye’de ise borç senetlerinin toplam yabancı portföy içerisindeki payı, 1996-2006 döneminde sadece bir ay boyunca hisse senetlerinin payının gerisinde kalmıştır ve bu durum ülkeden ciddi anlamda sermaye çıkışı yaşandığı 2001 yılı içerisinde meydana gelmiştir. Ayrıca bu istisna, Türkiye’deki yabancı yatırımların hızlı bir şekilde hisse senetlerine yönelmesine değil, borç senetlerinden hızla çıkmasına bağlıdır. Bunun dışında, Türkiye’ye giren yabancı fonların % 70 ve daha fazlası, çoğunluğu hazine tahvili olan borç senetlerine yönelmektedir ve Brezilya’nın aksine iki seri arasında bir yakınsama eğilimi görülmemektedir.

İki ülkeye yönelik sermaye hareketleri, bu noktaya kadar Brezilya ve Türkiye için ele alınan değişkenler arasında belki de aradaki farkın en çok göze çarptığı alandır. Brezilya, geleneksel olarak Türkiye’ye kıyasla hem daha fazla doğrudan yatırım hem de daha fazla portföy yatırımları çekebilme başarımıştır.



**Grafik 2.21: Brezilya ve Türkiye’de Ocak 1996’dan İtibaren Birikimli Portföy Yükümlülükleri İçerisinde Borç Senetleri ve Hisse Senetlerinin Payları (%)**

Kaynak: BCB, 2007, <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries.>) ve TCMB, 2007, (<http://evds.tcmb.gov.tr/>)

## 2.4. Siyasi İstikrar

Ekonomik istikrar ve büyümenin, siyasi istikrar ile bağlantısı literatürde birçok ampirik çalışmayla ispatlanmıştır.<sup>11</sup> Bu çalışmalar, siyasi istikrarsızlığın hakim oldukları ülkelerin, diğer ülkelere göre daha yavaş büyüdüğünü ortaya koymuştur. Siyasal istikrarsızlık büyümeyi sadece, toplam faktör verimliliğindeki yavaşlama (Alesina ve diğerleri, 1992) ya da sabit sermaye yatırımlarındaki düşüş (Alesina ve Perotti, 1993) gibi doğrudan sebeplerle değil, ayrıca yolsuzluklardaki artışa yol açması nedeniyle dolaylı olarak da etkilemektedir. Örneğin Lederman ve diğerleri (2005) siyasi istikrarın yanısıra demokrasi ve basın özgürlüğünün, yolsuzluğu azalttığını ortaya koyarken, Jain (2001) ise yolsuzluğun ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Türkiye’yi inceleyen Ok (2004) ise doğrudan yabancı yatırımların önündeki en önemli iki engel olarak makroekonomik ve siyasi istikrarsızlığı göstermiştir. Diğer yandan Acemoğlu ve diğerleri (2002), sağlıklı işlemeyen bürokrasinin; ekonomik volatilité, krizler ve büyüme

<sup>11</sup> Barro (1996), Alesina ve Perotti (1993), Alesina ve Rodrik (1994) gibi.

üzerinde, hükümetlerin politikalarından büyük bir etkiye sahip olabileceğini tartışmaktadır.

Siyasi istikrarsızlığın ölçümü için hükümetlerin ortalama ömürlerinden, askeri darbelere ya da politik suikastlere kadar çeşitli göstergeler kullanılmaktadır. Ancak genel olarak bu göstergeler, yer aldıkları çalışmaları kapsayan ülkeler için derlenmekte ve küresel ölçekte bir standart oluşturmamaktadır. Dünya Bankası'nın 1996 yılından bu yana yayınlamakta olduğu "Dünya Yönetişim Göstergeleri" (WGI), bu boşluğu büyük ölçüde doldurmaktadır ve Brezilya ile Türkiye'nin siyasi istikrarının karşılaştırıldığı bu bölümde referans olarak kullanılacaktır.

WGI çerçevesinde ele alınan 6 göstergenin 4'ünde Türkiye, Brezilya'ya kıyasla daha iyi bir noktada bulunsa da Türkiye'nin özellikle siyasi istikrar göstergesindeki düşük seyri dikkat çekmektedir. WGI'nin ilk açıklandığı 1996 yılında 8,7 ile dünyanın en istikrarsız siyasi ortamlarından birisine sahip olan Türkiye, 10 yıl içerisinde skorunu ancak 25,3'e kadar yükseltebilmiştir. Diğer yandan Brezilya ise, "temsil edilebilirlik ve hesap verilebilirlik" ve belki de WGI içerisinde en önemli olarak kabul edilebilecek gösterge olan "siyasi istikrar" alanlarında Türkiye'ye üstünlük sağlamaktadır.

Türkiye ve Brezilya'nın, WGI programı çerçevesindeki siyasi ve kurumsal istikrar seviyeleri Tablo 2.3'te verilmektedir. Karşılaştırma yapılabilmesi amacıyla, seçilmiş Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinin aritmetik ortalaması da hesaplanarak tabloya eklenmiştir.<sup>12</sup> Türkiye ve Brezilya istisnalar dışında bütün göstergelerde diğer 8 gelişmekte olan ülke ortalamasının gerisinde kalmaktadır. Türkiye ve Brezilya, coğrafik yakınlıkları nedeniyle sırasıyla Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkeleriyle karşılaştırıldıkları zaman ise Brezilya kendi bölgesine göre biraz daha üstünlük göstermektedir.

Dünya Yönetişim Göstergeleri çerçevesindeki 6 göstergedeki, "temsil edilebilirlik ve hesap verilebilirlik" dışında kalan diğer 5 gösterge, herhangi bir ülkeye yatırım yapmak isteyen özellikle yabancı sermayenin kararlarını

---

<sup>12</sup> Çek Cumhuriyeti, Polonya, Macaristan, Bulgaristan, Arjantin, Şili, Venezüela ve Meksika

etkileyebilecek nitelik taşımaktadır. Bu çerçeveden bakıldığı zaman Türkiye, 2006 itibariyle Brezilya'ya göre daha sağlıklı bir bürokratik yapı sunmaktadır. Ancak Brezilya ise, özellikle portföy yatırımlarını çekebilmek açısından belki de en önemli gösterge olan siyasi istikrar açısından Türkiye'ye üstünlük kurmaktadır.

**TABLO 2.3. TÜRKİYE, BREZİLYA VE BAZI GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER İÇİN YÖNETİŞİM GÖSTERGELERİ\***

		1996	1998	2000	2002	2004	2005	2006
Temsil Edilebilirlik ve Hesap Verebilirlik	Türkiye	35,9	30,3	33,2	42,8	48,1	48,1	43,3
	Brezilya	53,1	56,7	57,7	56,3	58,7	63,5	58,7
	Gelişmekte Olan Ülkeler (EM)	63,6	65,4	67,0	67,6	69,5	67,7	66,6
Siyasi İstikrar	Türkiye	8,7	14,4	16,3	18,3	20,7	29,3	25,5
	Brezilya	26,4	28,8	50,0	39,4	43,8	42,8	43,3
	EM	48,0	56,0	55,2	56,0	51,3	53,1	51,9
Devletin Etkinliği	Türkiye	52,6	48,8	54,0	59,2	59,2	61,1	<b>64,0</b>
	Brezilya	47,4	55,0	57,3	56,4	58,3	55,9	52,1
	EM	59,0	67,2	66,2	62,3	62,3	62,8	62,5
Düzenleme Kalitesi	Türkiye	69,3	<b>73,2</b>	60,5	56,6	58,0	58,5	57,6
	Brezilya	61,5	62,0	64,9	60,0	57,1	55,1	54,1
	EM	70,7	71,0	67,3	64,2	61,8	62,1	61,0
Hukukun Üstünlüğü	Türkiye	55,2	54,3	51,9	50,0	<b>57,1</b>	<b>55,2</b>	<b>55,7</b>
	Brezilya	50,0	47,6	44,8	45,7	43,8	42,4	41,4
	EM	61,1	58,8	58,3	53,5	53,5	53,6	53,2
Yolsuzluğun Kontrolü	Türkiye	<b>57,8</b>	50,0	51,5	41,3	51,9	55,3	<b>58,7</b>
	Brezilya	51,5	<b>57,8</b>	<b>59,7</b>	54,4	55,3	48,1	47,1
	EM	55,7	57,2	57,7	55,3	56,9	56,3	55,4

\*: Yönetişim Göstergeleri ilgili ülkeler için 0-100 aralığında hesaplanmaktadır. Türkiye ve/veya Brezilya'nın seçilmiş gelişmekte olan ülkeler ortalamasının üzerine çıktığı yıllar koyu renkte gösterilmiştir.

Kaynak: World Bank, World Governance Indicators, 2007, (<http://www.govindicators.org>).  
Yazarın Hesaplamaları.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE VE BREZİLYA’NIN BİR ARADA DEĞERLENDİRİLMESİNİN SEBEPLERİ VE SEÇİLMİŞ EKONOMİK VE FİNANSAL GÖSTERGELERİN ORTAK HAREKETİNİN TEST EDİLMESİ

#### 3.1. “İkiz Kardeş” Benzetmesinin Kaynağı ve Sebepleri

Türkiye ve Brezilya’nın ekonomik yapılarının ve göstergelerinin yeterince belirgin bir ikili oluşturmaması, doğal olarak “ikiz kardeş” benzetmesinin sebebini sorgulamayı gerektirmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşu Fitch, 2005 yılında yayınladığı bir raporda bu sorunun cevabını oldukça açıklayıcı bir şekilde ortaya koymaktadır.<sup>13</sup> Kuruluş “dünyanın farklı köşelerinde, farklı geçmişler ile farklı jeopolitik ve jeoekonomik gerçeklere sahip” iki ülkenin “çarpıcı” şekilde benzer kredi notlarına sahip olduklarına dikkat çekmektedir.

“Her iki gelişmekte olan ülke de geçmişte; zayıf makroekonomik politikalar, giderek büyüyen ve parasal genişlemeyle finanse edilen bütçe açıkları ve bunun sonucunda ortaya çıkan hiperenflasyon, dış borç savurganlıkları, ödemeler dengesi krizleri ve ekonomik istikrarsızlıklara sahne olmuştur... ..Son yıllarda ise her iki ülkede de daha sağlam ekonomi politikaları üretebilecek güçlü hükümetler başa geçmiştir. Yine de iki ülke de geçmişin bir mirası olarak, kamu ve dış borçlarını sürdürülebilmek için piyasaların güvenine muhtaçtır... ..Hem Brezilya hem de Türkiye için gelecek de bir bakıma benzerlik göstermektedir; piyasaların güvenini sürdürülebilmek için verilmesi gereken yüksek faiz dışı bütçe fazlası, merkez bankalarının kredibilitésinin sağlanması için güçlü para politikaları ve piyasa ekonomisinin daha da geliştirilmesi için gereken yapısal reformlar...”(Fitch, 2005, s.2-3).

Kuruluş söz konusu benzerliklerin iki ülkenin kredi notlarında da kendisini gösterdiğini ifade etse de diğer yandan, bazı önemli farklılıklara da dikkat çekmektedir. Örneğin Brezilya’nın kamu borç yapısının hem GSYİH’ye oran hem de kur riski açısından Türkiye’ye göre biraz daha iyi durumda olduğu ancak, Türkiye’nin daha yüksek ortalama büyüme hızına bağlı olarak

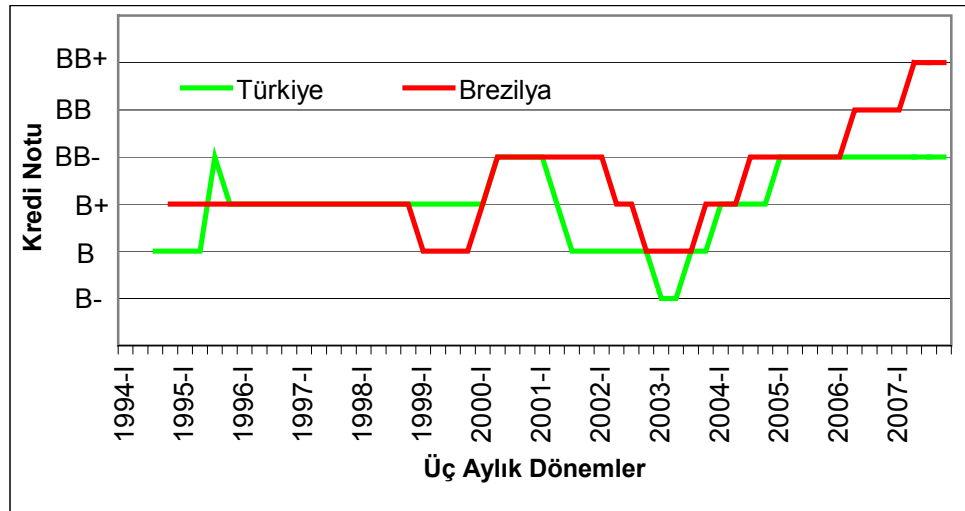
<sup>13</sup> Fitch Ratings: “Brazil vs. Turkey: Strikingly Similar Sovereigns”, Ocak 2005.

kamu borcu/GSYİH oranını Brezilya'ya göre daha hızlı düşürebileceği vurgulanmaktadır. Ayrıca, Brezilya'nın 2005 yılında sona eren IMF programının aksine Türkiye'nin hem IMF hem de AB çapalarının devam ettiği belirtilmektedir. Fitch'in raporunda dikkat çekilen borç göstergeleri ve Türkiye ile Brezilya'nın bu kuruluş tarafından verilen uzun dönemli kredi notları sırasıyla Tablo 3.1 ve Şekil 3.1'de verilmektedir.

**TABLO 3.1. TÜRKİYE VE BREZİLYA'NIN BORÇ GÖSTERGELERİ** <sup>14</sup>

		2006	2005	2004	2003	2002	2001
Brüt Dış Borç/GSYİH (%)	Türkiye	50,5	46,7	50,1	56,4	77,3	93,1
	Brezilya	16,2	19,2	30,3	38,8	41,8	37,9
Net Dış Borç/GSYİH (%)	Türkiye	26,9	27,3	32,0	37,6	52,8	64,3
	Brezilya	7,0	11,5	20,4	27,3	32,7	29,4
Net Kamu Borcu/GSYİH (%)	Türkiye	44,8	55,3	64,0	70,3	78,4	90,4
	Brezilya	44,9	46,5	47	52,4	50,5	48,4
Borç Servisi/GSYİH (%)	Türkiye	26,9	21,1	21,7	19,1	20,6	30,0
	Brezilya	5,3	7,5	7,8	9,6	9,9	8,9
Dış Finansman İhtiyacı /Döviz Rezervleri (%)	Türkiye	167,8	146,6	174,2	130,7	133,8	216,7
	Brezilya	66,7	125	100	111,1	125,0	142,9

Kaynak: IMF, Türkiye ve Brezilya Article IV raporları, BCB.



**Şekil 3.1: Türkiye ve Brezilya'nın Kredi Notları (Fitch Ratings)**

Kaynak: Bloomberg, Fitch Ratings

<sup>14</sup> IMF Article IV raporlarında Türkiye'ye ait borç göstergeleri Gayri Safi Milli Hasıla'ya (GSMH) oranlanarak verilmiştir. Kuruluşun WEO Database'ine göre verilen GSYİH ile GSMH'nin arasındaki fark, 2001-06 yılları arasında 0.3 ilâ 2.1 milyar dolar arasında değişmektedir. Bu fark Tablo 3.1 için gözardı edilebilecek bir büyüklüktedir.



Türkiye ve Brezilya'nın nasıl bir ikili hâline geldiğini anlayabilmek için iki ülkenin son 10 yılda yaşadığı gelişmelerin ele alınması gereklidir. İki ülke ekonomilerinin 1997-1998 Asya ve Rusya krizlerinden sarsılmasıyla başlayan bu dönem, 1999-2002 arasında yaşanan krizler ve bu krizlerin ardından sabit kur rejimlerinin, dalgalı kur rejimleriyle değiştirilmesine sahne olmuştur. Bu dönemde yardıma çağrılan IMF'nin verdiği krediler sonucunda ise Türkiye ve Brezilya, kuruluşa en borçlu ülkeler hâline gelmiştir. Sonrasında ise peş peşe tek parti hükümetlerinin göreve geldiği Türkiye ve Brezilya'nın, IMF programlarını başarıyla uyguladıkları ve ekonomilerini, hem yapısal olarak hem de olası krizlere karşı oldukça güçlendirdikleri görülmektedir. Nitekim IMF de özellikle Asya krizi sırasında uyguladığı politikalar yüzünden ciddi ölçüde kaybettiği kredibilitelerini, Türkiye ve Brezilya'nın uyguladığı programların başarılarıyla bir miktar geri kazanmış ve bu iki ülkenin başarısından övgüyle bahseder hâle gelmiştir. Örneğin, kuruluşun Birinci Başkan Yardımcısı Kruger (2005a), küresel ekonominin sağlığına ilişkin yaptığı konuşmanın yarısından fazlasını Türkiye ve Brezilya'nın başarısına ayırmıştır. Kruger, her iki ülkenin de IMF destekli programları sayesinde enflasyonu ve kamu borcunu düşürdüğünü ve istikrarlı bir büyüme dönemine girdiğini vurgulamıştır. Brezilya ve Türkiye, sadece ekonomik büyüklükleri nedeniyle değil, ekonomik reform konusundaki başarıları nedeniyle de önemlidir. Başkan Yardımcısı, bir diğer konuşmasında ise Türkiye ile Brezilya'nın, yapısal reformların kararlılıkla sürdürülmesi konusunda diğer gelişmekte olan ülkelere örnek olduğunu savunmuştur (Kruger, 2005b)

Bu gelişmeler ve iki ülkenin dönüşümü, uluslararası kamuoyunun da dikkatini çekmektedir. Örneğin, G-8 Ülkeleri Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Governörleri'nin Eylül 2003'te Dubai'de yaptıkları toplantı sonrasında yayınladıkları ortak açıklamada, Türkiye ve Brezilya'nın yapısal reformları yürütmekteki kararlılıklarından duyulan memnuniyet dile getirilmektedir. Diğer yandan Zakaria (2007) ise, sadece 10 yıl önce yüksek enflasyon, devletin ekonomideki yoğun varlığı ve ekonomik atılım ihtimali olmayan klasik üçüncü dünya ülkeleri gibi görünen Türkiye ve Brezilya'nın bugün, sağlam mali pozisyonları, düşük enflasyon oranları ve IMF ile Dünya Bankası'nın takdir ettiği ekonomi yönetimlerine sahip olduğunu ifade etmiştir.

İki ülkenin sağladığı başarılar, yatırımcıların güveninin de yeniden kazanılmasına sebep olmuş ve 2000 yılından itibaren artan küresel likiditenin yöneldiği gelişmekte olan ülkeler içinde Türkiye ve Brezilya en çok tercih edilen ülkeler arasında yer almıştır. Bu durum, özellikle iki ülkenin sunduğu yüksek faiz oranlarına bağlı olarak yeni bir boyut kazanmıştır. Söz konusu boyut, iki ülkenin son yıllarda küresel mali kamuoyunun gündemine oturan faiz arbitrajı (*carry trade*) hareketlerinin en önemli hedeflerinden ikisi hâline gelmesidir. Başta Japonya olmak üzere, faiz oranlarının düşük olduğu ve çoğunlukla gelişmiş ülkelerden borçlanan yatırımcılar, bu fonları Türkiye ve Brezilya gibi yüksek faiz ödeyen ülkelere transfer etmektedir. Faiz arbitrajı genel olarak sadece kur riski taşımaktadır, ancak borç alınan “kaynak ülke” ile yatırımın yapıldığı “hedef ülke” arasındaki faiz farklarının yüksek olması ve söz konusu pozisyonların çok hızlı kapatılabilmesi bu riskin çoğunlukla göz ardı edilmesine sebep olmaktadır. Örneğin, Eylül 2007’de Japonya’dan % 0,50 ile yen borçlanabilen bir yatırımcı, bu parayı Türkiye’de % 16,5 faiz karşılığında yatırıma dönüştürebilmektedir ve söz konusu pozisyon, Japon Yeni, Türk Lirası karşısında % 16 değer kazanana kadar yatırımcısına kâr getirmektedir. Bu hızda bir değerlenme ise çok derin ve ani bir finansal kriz gerçekleşmediği sürece, faiz arbitraj pozisyonunun kapanamayacağı kadar hızlı gerçekleşmeyecektir.

### **3.2. Finansal Göstergelerin Ortak Hareketinin Test Edilmesi**

Uzmanlık tezinin uygulamalı bölümünde, Türkiye ve Brezilya’nın “ikiz kardeş” olarak adlandırılmasının özellikle iki ülkedeki finans piyasalarına da yansıyor yansımadağı incelenecektir. Öncelikle, geçmişte çeşitli ülkelerin finans piyasalarını ele alan yayılma ve ortak hareket çalışmaları ele alınarak, Türkiye ve Brezilya’nın karşılaştırılması için gerekli teorik altyapı oluşturulacaktır. Daha sonra ise, iki ülkeye ait seçilmiş göstergelerin ortak hareketi test edilerek sonuçlar değerlendirilecektir.

#### **3.2.1. Yayılma ve Ortak Hareketlerin Test Edilmesi**

Giriş ve birinci bölümde değinildiği gibi, küreselleşen dünya ekonomilerinin birbirleriyle bağlantılarındaki artış özellikle 20. yy’nin son

çeyreğinde oldukça hızlanmıştır. Bu durum, çeşitli ülkelerde yaşanan krizlerin, makroekonomik temelleri çok farklı olan başka ülkelerde de hissedilmesine sebep olmuştur. Daha çok gelişmekte olan ülkeleri etkileyen bu olgunun dışında, gelişmiş ülkelerdeki çeşitli piyasaların ortak hareketleri de literatürün ilgi alanını oluşturmuştur. Ancak özellikle yayılma konusunda, genel olarak kabul gören bazı tanımların yerleşmesi uzun bir zaman almıştır.

Yayılanın çeşitli tanımlarına ilişkin literatür, birinci bölümde ele alınmıştır. Bu bölümde ise daha çok Forbes ve Rigobon'un (2001) özetlediği ve yayılmaların test edilmesinde kullanılan 4 yöntemden en sıklıkla başvurulanları olan korelasyon ve kointegrasyon analizleri incelenecektir. Ayrıca, bu çalışmada kullanılacak olan Granger nedensellik testine de değinilecektir. Söz konusu yöntemlerin çoğunluğu, temelde yayılmaların varlığını test etse de yayılmaların sebeplerini içeren çalışmalarda da kullanılmaktadır. Ancak bu çalışmada daha çok Türkiye ve Brezilya'nın finans piyasaları arasında bir bağlantı/yayıma olup olmadığı üzerine yoğunlaşılacaktır.

İki seri arasındaki ortak hareketleri test etmenin en kolay yollarından birisi, bu seriler arasındaki korelasyon katsayısının hesaplanmasıdır. Bu yöntem, ortak ilişkin büyüklüğü kadar yönünü de ortaya koymaktadır. Ancak ekonometri teorilerinin gelişmesiyle, korelasyonun özellikle sabit olmayan varyans sorunu taşıdığı ortaya çıkarılmıştır. Diğer yandan, Kat (2002) korelasyon katsayılarının tâbi olduğu normal dağılım varsayımlarının fazla katı olduğuna dikkat çekmekte ve bu yöntem kullanılarak elde edilen sonuçlara ihtiyatla yaklaşılması gerektiğini savunmaktadır. Korelasyon analizinin diğer bir dezavantajı ise, sadece ilişkinin varlığı ya da yokluğunu ortaya koyması ve herhangi bir ilişki varsa bunun sebepleri hakkında bilgi vermemesidir. Yine de korelasyon analizleri, özellikle sabit olmayan varyans sorununun giderilmesi kaydıyla, yayılma analizlerinde kullanılmaya devam etmiştir ya da bazı durumlarda yayılma ve ortak hareket araştıran çalışmalarda bir başlangıç noktası olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Forbes ve Rigobon (2002), 3 ayrı krizin yayılmasını test ederken sabit olmayan varyans sorununu gidermek için düzeltilmiş bir korelasyon

katsayısı fikrini ortaya atmışlardır. Buna göre düzeltilmiş korelasyon katsayısının hesaplanması için öncelikle ele alınan iki değişken x ve y;

$$y_t = \alpha + \beta x_t + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

şeklinde yazılmaktadır. Daha sonrasında ise denklem (3.1)'de açıklayıcı değişken olarak yer alan  $x_t$ , veri seti içerisinde standart sapması daha yüksek ( $\sigma_{xx1}$ ) ve daha düşük ( $\sigma_{xx2}$ ) dönemler olmak üzere ikiye bölünmekte ve söz konusu iki standart sapmanın oranı;

$$\delta = \frac{\sigma_{xx1}}{\sigma_{xx2}} - 1 \quad (3.2)$$

olarak yazılmaktadır. Sonuç olarak basit korelasyon katsayısı  $\rho$  için düzeltilmiş korelasyon katsayısı;

$$\rho^* = \rho \sqrt{\frac{1 + \delta}{1 + \delta \rho^2}} \quad (3.3)$$

olarak formüle edilmektedir. Forbes ve Rigobon, söz konusu düzeltilmiş korelasyon katsayısının, ikiye bölünmüş örnek içerisinde daha yüksek standart sapmaya sahip dilime ait düzeltilmiş korelasyon katsayısından büyük olup olmadığını t-dağılımına göre test etmekte ve elde edilen sonuca göre krizlerin diğer ülkelere yayıldığı ya da yayılmadığı sonucuna varmaktadır.

Forbes ve Rigobon'un ileri sürdüğü düzeltilmiş korelasyon katsayısı sabit olmayan varyans sorununu ortadan kaldırmaktadır. Ancak, söz konusu düzeltilmiş korelasyon katsayısı (1) ele alınan göstergelerin dışsal bir küresel şokla karşı karşıya kalmadığı ve (2) y değişkeninin, x değişkenini etkilemediği varsayımları üzerine kurulmuştur. Özellikle ilk varsayımın, Türkiye ve Brezilya finansal piyasaları için bir miktar katı olduğu kabul edilebilir. Ayrıca, denklem (3.1)'de de görüldüğü gibi, ele alınan iki değişkenden birisi açıklayıcı değişken olarak kullanılmaktadır. Bu durumda, Forbes ve Rigobon'un düzeltilmiş korelasyon ilişkisi sadece tek yönden geçerli olmaktadır. Denklem (3.1)'de  $y_t$  ve  $x_t$ 'nin yerleri değiştirilmesi hâlinde ise, aynı değere ulaşan basit

korelasyon katsayısının aksine farklı bir düzeltilmiş korelasyon katsayısına ulaşılmaktadır. Bu sebeplerden dolayı Forbes ve Rigobon'un, denklem (3.3)'de ortaya konulan düzeltilmiş korelasyon katsayısı hem kendileri tarafından hem de bu yöntemle yer veren diğer ampirik çalışmalar tarafından, iki seri arasındaki ortak hareketi test etmekten çok, bir ülkede yaşanan şokun, diğer ülkeye yayılmasını test etmek amacıyla kullanılmaktadır. Örneğin Chiang ve diğerleri (2007), bu yöntemle Asya krizinin bölge ülkeleri arasında yayıldığı sonucuna varırken, Sojli (2007) ise, 1998 Rusya krizi sırasında, bu ülkedeki borsa endeksindeki hareketlerin Slovenya, Estonya ve Çek Cumhuriyeti borsalarına da yayıldığını göstermiştir. Bu çerçevede Türkiye ve Brezilya'nın sırasıyla 2000-2001 ve 2002 yıllarında yaşadıkları krizlerin diğer ülkedeki çeşitli finansal göstergeleri etkileyip etkilemediğini test etmek için Forbes ve Rigobon'un düzeltilmiş korelasyon katsayısına başvurulacaktır. Bu çalışmada, korelasyon analizinin yanı sıra Granger nedensellik testi ve kointegrasyon analizi de kullanılacaktır.

İki ekonomik değişken arasındaki ilişkiyi ortaya koymanın bir başka yolu ise, Granger nedensellik testidir. Bu yöntemle göre,  $x_1$  ve  $x_2$  değişkenlerinin birbirlerini açıklamak için kullanılıp kullanılmayacağını test etmek için;

$$x_1(t) = \sum_{i=1}^p a_{11,i} x_1(t-i) + \sum_{i=1}^p a_{12,i} x_2(t-i) + e_1(t) \quad (3.4)$$

$$x_2(t) = \sum_{j=1}^p a_{21,j} x_1(t-j) + \sum_{j=1}^p a_{22,j} x_2(t-j) + e_2(t) \quad (3.5)$$

denklemleri kullanılmaktadır. Denklem (3.4) ve (3.5)'te yer alan  $p$ ; sistemde kullanılan maksimum gecikme serisini ifade etmektedir ve  $p$ 'nin değeri Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ya da Bayes Bilgi Kriterine (BIC) kriterlerine göre belirlenebilmektedir.  $a_{ij}$  ise  $x_1$  ve  $x_2$ 'nin gecikmeli serileri için katsayı tahminlerini göstermektedir. Granger nedensellik testine göre "H<sub>0</sub>:  $x_2$ ,  $x_1$ 'e neden değildir" hipotezini test etmek için denklem (3.4)'te yer alan  $a_{12,j}$  katsayıları bileşik olarak F dağılımına göre test edilmektedir. Bu hipotez aynı zamanda "H<sub>0</sub>:  $a_{12,1}=a_{12,2}=\dots=a_{12,p}=0$ " olarak da yazılabilmektedir ve  $x_2$ 'nin,

$x_1$ 'i açıklamada kullanılabileceği sonucuna varılabilmesi için hipotezin reddedilmesi gerekmektedir. Denklem (3.5)'te ise  $a_{21,j}$  şeklinde verilen katsayılar ve dolayısıyla  $x_1$ 'in  $x_2$ 'yi açıklayabilmesi test edilebilmektedir.

Her ne kadar Granger testi, iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisini ortaya koyabilse de çeşitli kısıtlamalara tabidir. Bunlar; (1) test edilen değişkenlerin durağan olması, (2) sistemin büyüklüğü ne olursa olsun, testin sadece iki değişken için kullanılabilmesi, (3) temel hâliyle sadece doğrusal ilişkiler için kullanılabilmesi ve (4) iki değişken üzerinde etkili olabilecek üçüncü bir değişkeni ihmal etmesidir. Nitekim Granger nedensellik testi, iki seri arasındaki ilişkinin bütün boyutlarıyla ortaya konulmasından ziyade, sadece söz konusu ilişkinin varlığına ulaşmayı hedefleyen ampirik bir test olarak kullanılmaktadır.

Yayımların ve ortak hareketlerin test edilmesinde en çok kullanılan yöntem ise kointegrasyon analizidir. Geleneksel zaman serileri analizleri, öncelikle ele alınan değişkenlerin durağan bir hâle getirilmesi üzerine kurulmaktaydı ve durağanlığa ulaşılması için en çok, değişkenlerin fark serileri alınmakta ya da trendden arındırılma yolu seçilmekteydi. Ancak, durağanlık şartının sağlanması durumunda bile çalışmanın ilerleyebilmesi için, analiz edilen serilerin sabit ortalama ve standart sapmaya sahip olduğu varsayımı gerekmektedir. Granger ve Newbold (1974), bu varsayımın tehlikeli olabileceğine ve durağanlıkta ısrar edilmesi hâlinde sahte regresyon denklemlerinin anlamlı görülebileceğine dikkat çekmiştir. Durağanlık için değişkenlerin fark serilerinin kullanılmasının bir diğer dezavantajı ise, fark serilerinin özellikle uzun-dönemli ilişkilerin anlaşılmasına engel olacak şekilde veri kaybına yol açmasıdır. Denge ilişkisinde meydana gelen sapmaların, uzun dönemli değişiklikler üzerindeki etkileri, fark serilerinin alınmasıyla ortadan kalkmaktadır ve bu durum modelde bir spesifikasyon hatasına yol açabilmektedir (Dolado ve diğerleri, 1999).

Granger (1981), birden fazla değişken arasındaki ilişkinin modellenebilmesi için serilerin durağan hâle getirilmesine bir alternatif ortaya koymuş ve bu değişkenlerin, kendileri durağan olmasalar bile doğrusal ve durağan bir vektörel kombinasyon içerisinde olabileceklerine işaret etmiştir.

Kointegrasyon terimi ise Engle ve Granger (1987) tarafından ortaya atılmış ve kointegrasyon; değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olması şeklinde tanımlanmıştır. Bu çalışmada söz konusu vektörel kombinasyon formülleştirilerek, bu kombinasyonun durağan olduğu veya modeldeki değişkenlerin kendilerine göre daha az sayıda fark alınmasıyla durağanlaştığını gösterilmiştir.

En temel tanımıyla kointegrasyon;  $I(1)$  derecesinde durağan olan iki ya da daha fazla değişken arasında kurulabilecek doğrusal bir ilişkiye ait hata terimlerinin  $I(0)$  derecesinde durağan olmasıdır. Yani  $y_t \sim I(1)$  ve  $z_t \sim I(1)$  için;

$$y_t = \beta z_t + e_{1t} \quad (3.6)$$

denkleminde  $(e_{1t})$ 'nin durağanlığı,  $y_t$  ve  $z_t$ 'nin birinci dereceden bir kointegrasyon ilişkisine sahip olduğunu göstermektedir. Başka bir deyişle denklem (3.6)'da yapılacak bir değişikliğe bağlı olarak  $y_t - \beta z_t$  eşitliğinin  $I(0)$  olmasını sağlayacak bir  $\beta$ 'nin bulunabilmesi kointegrasyona işaret etmektedir. Bu durum,  $y_t$  ve  $z_t$ 'nin uzun dönemde birbirinden çok uzaklaşmadığını ve bir ilişki içerisinde olduklarını göstermektedir. Denklem (3.6)'da yer alan  $(e_{1t})$ 'nin birim köke sahip olması ( $I(1)$ ) hâlinde ise  $y_t$  ve  $z_t$  zamanla birbirlerinden uzaklaşabilmektedir ve buna rağmen iki değişken arasında kurulacak bir regresyon ilişkisi sahte olacaktır (Maddala, 1998).

Engle ve Granger'in kointegrasyon modeli, ekonometride yeni bir çığır açsa da çeşitli kısıtlamaları da beraberinde getirmiştir (Enders, 1995). Bunlardan birincisi,  $y_t$  ve  $z_t$  değişkenlerinin yer aldığı bir kointegrasyon ilişkisinin ayrıca;

$$z_t = \beta y_t + e_{2t} \quad (3.7)$$

şeklinde de yazılabilesinden kaynaklanmaktadır. Denklem (3.6) ve (3.7)'de  $(e_{1t})$  ve  $(e_{2t})$  olarak gösterilen hata terimleri birim kök testinde asimptotik olarak aynı sonuçları vermektedir. Ancak çoğu zaman ekonomistlerin elindeki örnek büyüklüğü, bu özelliği sağlayabilecek kadar olmamaktadır ve bu sebepten dolayı, denklem (3.6) ve (3.7)'den birisi kointegrasyona işaret ederken, diğeri bu ilişkinin varlığını reddedebilmektedir. Söz konusu sorun,

ikiden fazla değişkene yer alan modellerde ise daha da ciddi bir şekilde karşımıza çıkabilmektedir. Ancak, bu çalışmada kullanılacak finansal göstergelerin örneklem büyüklüğü söz konusu dezavantajı geçersiz kılacak seviyededir.

Engle-Granger kointegrasyon denklemlerinin bir diğer dezavantajı ise iki aşamalı bir yol izlemesidir. Bu metoda göre öncelikle denklem (3.6) ve (3.7)'de yer alan ( $e_{1t}$ ) veya ( $e_{2t}$ ) hata terimleri tahmin edilmekte ve ikinci aşamada ( $\hat{e}_t$ ) olarak yeniden ifade edilebilecek olan bu serinin birim köke sahip olup olmadığına ve dolayısıyla iki seri arasında bir kointegrasyon ilişkisinin varlığına karar verilmektedir. Bu çerçevede, bu yöntemi kullanan bir çalışmanın ilk aşamada yapacağı bir hata, doğrudan ikinci aşamayı ve modeli etkilemektedir.

Özellikle durağanlık kısıtını ortadan kaldırması nedeniyle kointegrasyon analizi, ampirik çalışmalarda en çok kullanılan yöntem hâline gelmiştir. Ampirik çalışmalar; para arzı, satın alma gücü paritesi, gelir-tüketim dengesi gibi alanlarda ya da döviz kuru, borsa endeksleri ya da hazine tahvil faizleri gibi finansal değişkenlerde kointegrasyondan yararlanmaktadır.

İki ya da daha fazla ülkeyi ele alan kointegrasyon analizleri çoğunlukla finansal göstergelerin (özellikle de borsaların) ortak hareketlerinin test edilmesi için de kullanılmaktadır. Örneğin Forbes ve Rigobon (2002), 1987 ABD piyasa krizi, 1994 Meksika krizi ve 1997 Asya krizi sırasında yayılma olmadığını ve borsa endekslerinin gösterdiği ortak hareketlerin "karşılıklı bağlılık"la açıklanabileceğini savunmaktadır. Friedman ve Shachmurove (1997) ise, ele aldıkları 8 AB ülkesi içerisinde sadece daha gelişmiş 4 ülkenin borsa endeksleri arasında yayılma işaretleri bulabilmiştir.<sup>15</sup> Diğer yandan, Engsted ve Tanggaard (2007), ABD ve Almanya tahvil faizlerindeki değişimleri incelemiş ve özellikle ABD'deki enflasyon beklentilerinin, iki ülke tahvil piyasaları arasında ortak harekete sebep olduğu sonucuna varmıştır.

---

<sup>15</sup> Borsa endeksleri yoluyla yayılma ve ortak hareketleri test eden diğer örneklerden bazıları; Engsted ve Tanggaard (2004), Bonfiglioli ve Favero (2000), Onay (2007) ve Collins ve Gavron (2005) gösterilebilir.



### **3.2.2. Türkiye ve Brezilya'nın Ekonomik ve Finansal Göstergeleri Arasındaki Ortak Hareketlerin Test Edilmesi**

Bu bölümde Türkiye ve Brezilya'nın seçilmiş ekonomik, parasal ve finansal göstergelerinin ortak hareket edip etmediği araştırılacak ve "ikiz kardeş" benzetmesinin, özellikle finansal göstergeler tarafından doğrulanan bir kavram olup olmadığına karar vermeye çalışılacaktır. Bu çerçevede, iki ülke için seçilen seriler arasındaki ilişkilerin varlığı, öncelikle basit bir şekilde korelasyon analiziyle incelendikten sonra, Forbes ve Rigobon düzeltilmiş korelasyon katsayısı aracılığıyla iki ülkede yaşanan krizlerin, diğer ülkedeki finansal göstergeler üzerindeki etkileri araştırılacaktır. İki ülke için seçilmiş göstergelerin ilişkileri daha sonra Granger nedensellik testi ve kointegrasyon yöntemleriyle test edilecektir.

#### **3.2.2.1. Veriler**

Türkiye ve Brezilya'nın ekonomik ve parasal göstergeleri ve bu göstergelerin karşılaştırılacağı dönemler; ithalat ve ihracat (milyar dolar: Ocak 1992-Haziran 2007), dış varlıklar ve döviz rezervleri (milyar dolar: Ocak 1995-Haziran 2007), M2 para arzı (Ocak 1995=100: Ocak 1995-Haziran 2007), doğrudan yabancı yatırımlar (milyar dolar: Ocak 1996-Haziran 2007), yabancıların portföy yatırımı girişleri, yabancıların hisse senetlerine yatırımları ve yabancıların borç senetlerine yatırımları (milyar dolar: Ocak 1996-Haziran 2007) olarak belirlenmiştir. Söz konusu veriler TCMB, BCB ve International Financial Statistics (IFS) internet sitelerinden alınmıştır ve aylık frekanstadır. Ulusal para cinsinden açıklanan M2 para arzlarının, karşılaştırılabilir bir yapıya ulaştırılabilmesi için iki seri, Ocak 1995=100 olmak üzere endeks hâline getirilmiştir.

Türkiye ve Brezilya'nın finans piyasalarına ilişkin göstergeler için ise kaynak olarak Bloomberg alınmıştır. Söz konusu finansal veriler; iki ülkenin borsa endeksleri (BOVESPA ve IMKB 100; 2 Ocak 1995-31 Ekim 2007), dolara karşı döviz kurları (Brezilya Real'i ve Türk Yeni Lirası; 2 Ocak 1995-31 Ekim 2007), Eurobond Spreadleri (2 Ağustos 1999-31 Ekim 2007) ve iki ülkenin dolar ve euro cinsi 10 yıllık hazine tahvillerinin getirileri olarak

belirlenmiştir ve günlük frekansa sahiptir.<sup>16 17</sup> Ayrıca, Türkiye ve Brezilya'nın dolara karşı döviz kurları, Ocak 1995-Ekim 2007 döneminin yanı sıra Brezilya'nın serbest döviz kuru rejimine geçtiği Ocak 1999 öncesi (2 Ocak 1995-13 Ocak 1999) ve Türkiye'nin serbest döviz kuru rejimine geçtiği Şubat 2001 ve sonrası (22 Şubat 2001-31 Ekim 2007) olmak üzere iki ayrı alt dönemde de incelenecektir.

Portföy yatırımları ve bu değişkenin alt kalemleri (hisse senetleri ve borç senetlerine portföy yatırım girişleri) dışındaki bütün değişkenler, bir önceki döneme göre yüzde değişimi alınması yoluyla durağan hâle getirilmiştir ve kointegrasyon testi dışında bundan sonra bu şekilde kullanılacaktır. Portföy yatırımları ve alt kalemleri ise Augmented Dickey-Fuller (ADF) testlerine göre  $I(0)$  düzeyinde durağandır.

### 3.2.2.2. Yöntem

Seçilmiş göstergelerin öncelikle korelasyon katsayıları hesaplanacaktır. Daha sonrasında Türkiye'nin 2000-2001, Brezilya'nın 2002 krizlerinin diğer ülkede de hissedilip hissedilmediğini ortaya koyabilmek amacıyla, finansal göstergeler için Forbes ve Rigobon'un düzeltilmiş korelasyon katsayısına başvurulacaktır. Sonrasında ise, Türkiye ve Brezilya'nın ekonomik ve finansal göstergeleri Granger nedensellik testi ve kointegrasyon testlerinden geçirilerek, olası ilişkiler araştırılacaktır.

Türkiye ve Brezilya'ya ilişkin finansal göstergeler, ayrıca iki ayrı dönem için de ele alınacaktır. İki ayrı dönem, Türkiye ve Brezilya'nın "ikiz kardeş" olarak değerlendirilmeye başlanmasından öncesi ve sonrası olarak belirlenmiştir. Söz konusu iki dönemin ayırım noktası olarak ise, Brezilya'da 2002 yılında yaşanan mini krizin ardından bu ülkenin IMF'ten finansman sağladığı tarih olan 6 Eylül 2002 alınmıştır. Söz konusu finansman imkanı ile Türkiye ve Brezilya, IMF'ye en borçlu iki ülke hâline gelmiştir.

---

<sup>16</sup> Eurobond spreadleri, yatırım bankası JPMorgan tarafından hesaplanmaktadır ve temel olarak gelişmekte olan ülkelerin döviz cinsi 10 yıllık hazine tahvil faizleri ile ABD hazine tahvil faizleri arasındaki farkı göstermektedir.

<sup>17</sup> İki ülkenin tahvil getirileri, döviz kurunun etkilerinden arındırılmak için dolar ve euro cinsi olarak seçilmiştir. Seçilen kağıtların ihraç tarihleri; Türkiye'nin dolar cinsi hazine tahvili 10 Aralık 1998, euro cinsi hazine tahvili 26 Ocak 2000 ve Brezilya'nın dolar cinsi hazine tahvili 31 Mart 1998, euro cinsi hazine tahvili 14 Ocak 2000'dir.

### 3.2.3. Korelasyon Analizi

#### 3.2.3.1. Basit Korelasyon Analizi

Türkiye ve Brezilya'nın ekonomik ve finansal göstergeleri için öncelikle basit korelasyon katsayıları hesaplanacaktır. Söz konusu katsayılar, yukarıda da değinildiği gibi iki değişken arasındaki ilişkiyi tek başına ortaya koyabilmek için yeterli görülmemektedir. Ancak yine de bir başlangıç oluşturabilmesi amacıyla hesaplanan korelasyon katsayıları Tablo 3.2.'de verilmektedir.

**TABLO 3.2. TÜRKİYE VE BREZİLYA'NIN SEÇİLMİŞ GÖSTERGELERİ İÇİN KORELASYON KATSAYILARI**

Aylık Veriler		Günlük Veriler	
	$\rho$		$\rho$
İhracat	0,2839	Döviz Kuru (dolar)	0,1558
İthalat	0,3046	Eurobond Spreadleri	0,5083
Dış Varlıklar	0,0321	Hazine Tahvilleri (dolar cinsi)	0,2883
Döviz Rezervleri	-0,1246	Hazine Tahvilleri (euro cinsi)	0,4679
M2 Para Arzı	0,3609	Borsa Endeksleri	0,2367
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	0,0312		
Portföy Girişleri	0,2860		
--Hisse Senetleri	0,4061		
--Borç Senetleri	0,1503		

Tablo 3.2'ye göre, Türkiye ve Brezilya'nın ekonomik, parasal ve finansal göstergeleri içinde en yüksek korelasyonun iki ülkenin Eurobond Spreadleri arasında olduğunu görülmektedir. Ancak, her iki ülke için de Eurobond spreadlerinin hesaplanmasında ABD hazine tahvillerinin kullanılması, söz konusu yüksek korelasyon için olası bir açıklama oluşturmaktadır. İki ülkenin euro cinsi tahvil getirileri, M2 para arzı seviyeleri ve hisse senetlerine yönelen yabancı portföy hareketleri arasında da diğer

değişkenlere göre daha gözle görülür ilişkiler dikkat çekmektedir. Diğer yandan; doğrudan yabancı yatırımlar, yabancıların borç senedi alımları ve dolara karşı döviz kurları arasındaki korelasyonlar ise söz konusu değişkenler arasındaki olası bir ilişkinin göz ardı edilmesine karar verilebilecek kadar düşüktür. Ele alınan bütün değişkenler içerisinde negatif korelasyona sahip olan tek veri ise Türkiye ve Brezilya'nın döviz rezerv seviyelerindeki değişimdir ve ortaya çıkan bu korelasyon katsayısı da oldukça düşüktür.

Korelasyon analizinin ikinci bölümünde ise finansal göstergelerin iki ayrı dönem için korelasyon katsayıları karşılaştırılacaktır. Bunun amacı, Türkiye ve Brezilya finansal piyasaları arasındaki bağlantının, iki ülkenin "ikiz kardeş" olarak değerlendirilmeye başlandığı dönemden itibaren artıp artmadığına ilişkin ilk fikirlere sahip olabilmektedir. Söz konusu dönem ve öncesi için karşılaştırmalı korelasyon katsayıları Tablo 3.3'te verilmiştir. Her değişkenle birlikte verilen tarihler, o değişkenler için başlangıç tarihini vermektedir.

**TABLO 3.3. TÜRKİYE VE BREZİLYA'NIN SEÇİLMİŞ GÖSTERGELERİ İÇİN İKİ AYRI DÖNEMDE HESAPLANMIŞ KORELASYON KATSAYILARI**

	Başlangıç-- 6 Eylül 2002	7 Eylül 2002-- 31 Ekim 2007
Döviz Kuru (dolar) (2 Ocak 1995)	0,0785	0,3164
Eurobond Spreadleri (2 Ağustos 1999)	0,3660	0,5999
Hazine Tahvilleri (dolar cinsi) (11 Aralık 1998)	0,1569	0,3841
Hazine Tahvilleri (euro cinsi) (26 Ocak 2000)	0,4259	0,4990
Borsa Endeksleri (2 Ocak 1995)	0,1846	0,3760

Tablo 3.3'teki sonuçlar, Türkiye ve Brezilya'nın finansal göstergelerinin Eylül 2002'den gözle görülür şekilde daha yakın hareket içerisinde olduğunu göstermektedir. Özellikle dolar cinsi hazine tahvillerinin faizleri, borsa endeksleri ve eurobond spreadleri arasındaki korelasyon

katsayılarının artışı dikkat çekmektedir. Ancak, döviz kurları arasındaki korelasyonun artışı Tablo 3.3'ün belki de en çarpıcı sonucudur. Sol tarafta yer alan ve 2 Ocak 1995 - 6 Eylül 2002 arasını kapsayan ilk dönemin yarısında Türkiye ve Brezilya'da yönetimli döviz kuru rejimlerinin uygulanmakta olmasına rağmen, Brezilya Real'i ve Türk Lirası arasındaki korelasyon, her iki ülkenin de serbest döviz kuru rejimi uyguladığı 7 Eylül 2002 ve sonrasını içeren ikinci dönemde belirgin şekilde daha yüksektir.

Korelasyon analizinin sonuçları özetlenecek olursa; Türkiye ve Brezilya için ele alınan değişkenlerin -Eurobond Spreadleri ve euro cinsi hazine tahvil getirileri- dışında yeterince güçlü bir ilişki göstermediği savunulabilir. Diğer yandan, finansal göstergeler arasındaki ilişkilerin 2002'nin ikinci yarısından itibaren güçlendiği görülmektedir.

### **3.2.3.2. Forbes ve Rigobon Düzeltilmiş Korelasyon Katsayıları**

Bölüm 3.2.1'de değinildiği gibi korelasyon katsayısı iki değişken arasındaki ilişkiye ulaşabilmenin en kolay yollarından birisidir ancak, özellikle sabit olmayan varyans sorunu korelasyon katsayısını ampirik çalışmalar için sadece olası bir başlangıç noktası hâline getirmiştir. Bu sorunu aşabilmek için önerilen çözümlerden birisi Forbes ve Rigobon'un Denklem (3.3)'te verilen düzeltilmiş korelasyon katsayısıdır. Ancak, bu yöntemde düzeltilmiş korelasyon katsayısının hesaplanması için iki değişkenden birisinin açıklayıcı değişken olarak kullanılması gerekmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye ve Brezilya'nın sırasıyla 2000-2001 ve 2002 yıllarında yaşadığı krizlerin, diğer ülkenin finans piyasalarına yansıyor yansımadağı test edilecektir. Bu çerçevede, en çok kullanılan yayılma tanımlarından birisi olan "bir ülke ya da ülke grubunun maruz kaldığı şok sonrasında piyasalar arasındaki bağlantıların artması" üzerine hareket edilecektir.

Forbes ve Rigobon'un düzeltilmiş katsayısına göre öncelikle, Türkiye'nin 2000-2001 döneminde yaşadığı krizin, Brezilya'nın finansal piyasaları tarafından da takip edilip edilmediği test edilecektir. Bunun için, Türkiye'de 2000-2001 krizinin başlangıç tarihini belirlemek gerekmektedir ve

bu çerçevede bankacılık sektöründe sıkıntılarının başladığı 2000 yılının Kasım ayı, 2000-2001 krizinin başlangıç tarihi olarak kabul edilmiştir (başlangıç: 1 Kasım 2000). Böylece, Türkiye için 1 Kasım 1999-31 Ekim 2000 istikrar, 1 Kasım 2000-31 Ekim 2001 ise kriz dönemi olarak tanımlanmıştır. Söz konusu dönem için diğer finansal göstergelere ulaşılabilsede Türkiye ve Brezilya'nın euro cinsi 10 yıllık hazine tahvil getirisi verileri 26 Ocak 2001'den sonra başladığı için bu bölümün dışında tutulacaktır.

Daha sonrasında ise finansal göstergeler için istikrar ve kriz dönemleri olmak üzere iki ayrı veri seti hazırlanarak, Forbes ve Rigobon korelasyon katsayıları hesaplanmıştır. Bu yöntemin son aşamasında ise;

$$H_0: \rho > \rho^k, H_1: \rho \leq \rho^k \quad (3.9)$$

hipotezi t-dağılımına göre test edilmektedir. Denklem (3.9)'da yer alan  $\rho$  tüm dönem için,  $\rho^k$  ise kriz dönemi için Forbes ve Rigobon korelasyon katsayılarını ifade etmektedir. Testin sonuçlarının  $H_0$ 'a işaret etmesi, korelasyonun kriz döneminde artmadığını göstermekte ve dolayısıyla yayılmayı reddetmektedir. Türkiye ve Brezilya'ya ait finansal göstergeler arasındaki düzeltilmiş korelasyon katsayıları ve denklem (3.9)'da verilen hipoteze göre t-test istatistikleri Tablo 3.4'te verilmektedir (% 5 güven seviyesinde tek taraflı t-testi için kritik değer=1,65).

**TABLO 3.4. TÜRKİYE VE BREZİLYA'NIN FİNANSAL GÖSTERGELERİ İÇİN FORBES VE RİGOBON YÖNTEMİNE GÖRE KORELASYON KATSAYILARI VE T-TESTİ SONUÇLARI**

	$\rho$ istikrar	$\rho$ kriz	$\rho$ tümdönem	t istatistiği	% 5 seviyesine göre test sonucu
Dolara Karşı Döviz Kuru	0,0123	0,0029	0,0047	-0,21	$H_0$
Eurobond Spreadleri	0,1716	0,4403	0,3139	3,06	$H_1$
Borsa Endeksleri	0,05744	0,1576	0,1230	0,83	$H_0$
Dolar Cinsi Hazine Tahvil Getirileri	0,1182	0,1066	0,1060	0,03	$H_0$

Buna göre Türkiye'nin 2000-2001 yıllarında yaşadığı kriz, Brezilya finansal göstergeleri arasında sadece Eurobond spreadlerini etkilemiştir. Ancak, 1. bölümde ele alınan geçmiş çalışmalar arasında Baig ve diğerlerinin

(2006), Türkiye (2002-2004) ve Brezilya'nın (2001-2004) Eurobond spreadlerini etkileyen faktörler arasında, ABD Merkez Bankası'nın (FED) faiz beklentilerini de ortaya çıkarması, Forbes-Rigobon yöntemiyle yapılan analiz için "dışsal bir şok olmaması" varsayımıyla bir anlamda çelişmektedir. Ayrıca, iki ülkenin Eurobond spreadleri arasında bir ilişki olması, bir anlamda dolar cinsi hazine tahvilleri arasında da bir ilişkiyi de önermektedir. Ancak, Tablo 3.4'te bu olasılık reddedilmektedir. Bu sebepten dolayı Eurobond spreadleri için ulaşılan yayılma sonucuna şüpheyle yaklaşmak gerekmektedir.

Forbes-Rigobon düzeltilmiş korelasyon katsayıları ayrıca, Brezilya'nın 2002 yılında yaşadığı krizin Türkiye'de de hissedilip hissedilmediğini ortaya koyabilmek için de kullanılmıştır. Kullanılan yöntem, Brezilya'nın yaşadığı krizin başlangıç tarihinin belirlenmesinin ardından yukarıda anlatıldığı şekilde uygulanacaktır.

Brezilya'da Ekim 2002'de yapılan başkanlık seçimleri öncesinde sol politik görüşe sahip Luiz Inacio Lula'nın güç kazanması ve göreve gelmesi hâlinde ülkenin IMF ile ilişkisini kesebileceğine dair endişeler, 2002 krizinin sebebi olarak gösterilmektedir. Bu çerçevede, Brezilya için kriz döneminin başlangıcı finansal göstergelerin hızlı bir yükselişe geçtiği Nisan 2002 olarak kabul edilmiş ve Türkiye'ye benzer şekilde bu ayın başından itibaren 1 yıl öncesi ve sonrası (1 Nisan 2001-31 Mart 2002 ve 1 Nisan 2002-31 Mart 2003), sırasıyla istikrar ve kriz dönemleri olarak incelenmiştir. Bu dönemler için hesaplanan Forbes Rigobon düzeltilmiş katsayıları ve denklem (3.9)'da verilen hipoteze göre t-testi sonuçları Tablo 3.5'te verilmiştir (% 5 güven seviyesi için tek taraflı t-testi için kritik değer=1,65). Bu testlerin sonuçlara göre, Brezilya'da yaşanan 2002 krizi, Türkiye'de sadece euro cinsi hazine tahvillerinin getirilerinde de hissedilmiştir. T-testinin sonuçları diğer göstergeler için ise yayılmayı reddetmektedir.

**TABLO 3.5. BREZİLYA VE TÜRKİYE’NİN FİNANSAL GÖSTERGELERİ İÇİN FORBES VE RİGOBON YÖNTEMİNE GÖRE KORELASYON KATSAYILARI VE T-TESTİ SONUÇLARI**

	$\rho$ istikrar	$\rho$ kriz	$\rho$ tüm dönem	t istatistiği	% 5 seviyesine göre test sonucu
Dolara Karşı Döviz Kuru	0,0479	0,0782	0,0566	0,42	H <sub>0</sub>
Eurobond Spreadleri	0,2944	0,6886	0,6342	0,42	H <sub>0</sub>
Borsa Endeksleri	0,2325	0,1428	0,1863	-0,68	H <sub>0</sub>
Dolar Cinsi Hazine Tahvil Getirileri	0,0821	0,0898	0,0851	0,23	H <sub>0</sub>
Euro Cinsi Hazine Tahvil Getirileri	0,4448	0,7280	0,5443	4,53	H <sub>1</sub>

### 3.2.3. Granger Nedensellik Testleri

Türkiye ve Brezilya'nın ekonomik, parasal ve finansal göstergelerinin ilişkisini ortaya koyabilmek için başvurulacak ikinci yöntem ise Granger nedensellik testidir. Bu çerçevede, öncelikle Türkiye ve Brezilya'ya ait göstergeler denklem (3.4) ve (3.5)'e yerleştirilerek ve Granger testlerinde kullanılmak üzere gecikmeli serilerin dereceleri (p) bulunmuştur. Sonrasında ise, her değişken için kendi p derecesinde Granger nedensellik testi yürütülerek “H<sub>0</sub>: Türkiye, Brezilya'ya Granger neden değildir” ve “H<sub>0</sub>: Brezilya, Türkiye'ye Granger neden değildir” hipotezleri % 5 güven seviyesinde test edilmiştir. Bu çalışmada yer verilen değişkenlere göre Granger nedensellik testi sonuçları Tablo 3.6 ve 3.7'de verilmiştir. Sonuç hücrelerinde yer alan H<sub>0</sub>, nedenselliğin reddedildiği anlamına gelmektedir.

Aylık serilerle yürütülen Granger nedensellik testinin sonuçları, Türkiye ve Brezilya'nın seçilmiş ekonomik ve parasal göstergeleri arasında az sayıda nedensellik ilişkisine işaret etmektedir. İki taraflı nedensellik sadece iki ülkenin ithalat serileri arasında gözlenirken, test sonuçları; Türkiye'nin M2 para arzı ile Brezilya M2 para arzı ve Brezilya'nın ihracatı ile Türkiye'de ihracat arasında tek yönlü nedensellik ilişkileri kurulabileceğini göstermektedir.



**TABLO 3.6. TÜRKİYE VE BREZİLYA’NIN SEÇİLMİŞ GÖSTERGELERİ İÇİN % 5 SEVİYESİNDE GRANGER NEDENSELLİK TESTİ SONUÇLARI (AYLIK SERİLER)**

	Granger nedensellik testi (TR→ BR)	Granger nedensellik testi (BR→TR)
İhracat	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>
İthalat	H <sub>1</sub>	H <sub>1</sub>
M2 Para Arzı	H <sub>1</sub>	H <sub>0</sub>
Dış Varlıklar	H <sub>0</sub>	H <sub>0</sub>
Döviz Rezervleri	H <sub>0</sub>	H <sub>0</sub>
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	H <sub>0</sub>	H <sub>0</sub>
Portföy Girişleri	H <sub>0</sub>	H <sub>0</sub>
---Hisse Senetleri	H <sub>0</sub>	H <sub>0</sub>
---Borç Senetleri	H <sub>0</sub>	H <sub>0</sub>

Günlük serilere göre yapılan Granger nedensellik testlerinin ise, Türkiye ve Brezilya’nın finansal göstergeleri arasında çok daha fazla ilişki ortaya koyabildiği görülmektedir. Çeşitli değişkenlerin bütün dönemlerini kapsayan testler arasında sadece Türkiye’nin döviz kurunun ve euro cinsi hazine tahvili getirilerinin Brezilya için aynı değişkene neden olmadığı sonucuna varılabilmektedir (Tablo 3.7).

İki ülkenin finansal göstergeleri arasındaki ilişkilerin, “ikiz kardeş” olarak nitelendirilmeye başlandığını kabul ettiğimiz Eylül 2002’den bu yana artıp artmadığı ise, daha tek yanlı sonuçlar ortaya koymaktadır. Tablo 3.7’de görülebildiği gibi Brezilya’nın finansal göstergelerinin Türkiye üzerindeki etkisi, Eylül 2002’den öncesi ve sonrası için genel olarak aynı kalırken, Türkiye’nin finansal göstergelerinin Brezilya üzerindeki etkileri ise, bu tarihten önce ve sonra her iki yönde de değişebilmektedir. Örneğin, Türkiye’nin Eurobond spread’inin Brezilya üzerindeki nedensellik etkisi Eylül 2002’den sonra ortaya çıkarken, euro cinsi hazine tahvilleri için bu tarihten önce gözlenen nedensellik ilişkisi daha sonra ortadan kalkmaktadır.

**TABLO 3.7. TÜRKİYE VE BREZİLYA’NIN SEÇİLMİŞ FİNANSAL GÖSTERGELERİ İÇİN  
% 5 SEVİYESİNDE GRANGER NEDENSELLİK TESTİ SONUÇLARI**

	Granger Nedensellik Testi (TR→ BR)	Granger Nedensellik Testi (BR→TR)
Borsa Endeksleri (tüm dönem)	H <sub>1</sub>	H <sub>1</sub>
--2 Ocak 1995/6 Eylül 2002	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>
--7 Eylül 2002/31 Ekim 2007	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>
Dolara Karşı Döviz Kuru (tüm dönem)	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>
--13 Ocak 1999/22 Şubat 2002	H <sub>0</sub>	H <sub>0</sub>
--22 Şubat 2001/31 Ekim 2007	H <sub>0</sub>	H <sub>0</sub>
Eurobond Spreadleri (tüm dönem)	H <sub>1</sub>	H <sub>1</sub>
3 Ağustos 1999/6 Eylül 2002	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>
6 Eylül 2002/31 Ekim 2007	H <sub>1</sub>	H <sub>1</sub>
Dolar Cinsi Hazine Tahvilleri (tüm dönem)	H <sub>1</sub>	H <sub>1</sub>
--10 Aralık 1998/6 Eylül 2002	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>
--7 Eylül 2002/31 Ekim 2007	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>
Euro Cinsi Hazine Tahvilleri (tüm dönem)	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>
--26 Ocak 2000/6 Eylül 2002	H <sub>1</sub>	H <sub>1</sub>
--7 Eylül 2002/31 Ekim 2007	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>

### 3.2.4. Kointegrasyon Testleri

Çalışmanın bu bölümünde ise Türkiye ve Brezilya'nın finansal göstergeleri için kointegrasyon testleri uygulanmıştır. Buna göre, iki ülkenin finansal verileri sırasıyla denklem (3.6) ve (3.7)'ye yerleştirilerek tahmin edilmiş ve söz konusu tahminler sonucunda ortaya çıkan hata terimlerinin serileri, ADF testi aracılığıyla durağanlık testine tâbi tutulmuştur. Bölüm 3.2.1.'de anlatıldığı gibi, hata terimlerinin durağan olması iki seri arasındaki uzun dönemli kointegrasyon ilişkisine işaret etmektedir. % 5 güven seviyesi için kointegrasyon testlerinin sonuçları Tablo 3.8'de verilmiştir.

**TABLO 3.8. TÜRKİYE VE BREZİLYA’NIN SEÇİLMİŞ FİNANSAL GÖSTERGELERİ İÇİN % 5 SEVİYESİNDE KOİNTEGRASYON TESTİNİN SONUÇLARI**

	Açıklayıcı değişken: Brezilya ( $e_{1t}$ ) için ADF testinin sonucu	Açıklayıcı değişken: Türkiye ( $e_{2t}$ ) için ADF testinin sonucu	Kointegrasyon ilişkisi
Borsa Endeksleri	I(0)*	I(1)	yok
Döviz Kuru	I(1)	I(1)	yok
Eurobond Spreadleri	I(0)	I(0)	var
Dolar Cinsi Hazine Tahvil Getirileri	I(0)*	I(0)*	var
Euro Cinsi Hazine Tahvil Getirileri	I(0)*	I(0)*	var

\* % 1 seviyesinde I(1) olan değişkenler.

Tablo 3.8’e göre, Türkiye ile Brezilya’nın Eurobond spreadleri ve yabancı para cinsi hazine tahvil getirileri arasında kointegrasyon ilişkileri bulunmaktadır. Ancak burada, döviz cinsi tahvil getirileri arasındaki kointegrasyon ilişkilerinin % 1 güven seviyesinde ortadan kalktığına dikkat çekilmesi gerekmektedir. Borsa endeksleri ve döviz kurlarında ise kointegrasyon ilişkisi bulunamamıştır. Özellikle döviz kurları için bu durum, iki ülkenin döviz kuru rejimlerinin, ele alınan dönemde 3 ayrı alt döneme bölünebilmesi ile açıklanabilir.<sup>18</sup> Borsa endekslerinde ise, Brezilya’nın açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı eşitliğe göre tahmin edilen hata terimlerine uygulanan ADF testi sonucunda  $-1,9629$  istatistiği elde edilmiştir. Bu seviye % 5’lik MacKinnon kritik seviyesini ( $-1,9394$ ) sadece çok küçük bir farkla geçebilmektedir. Ayrıca, Türkiye’nin açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı eşitlikten elde edilen hata terimlerinin de ADF testine göre I(1) olması nedeniyle iki ülkenin borsa endeksleri arasında bir kointegrasyon ilişkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.

Kointegrasyon testleri ayrıca, Türkiye ve Brezilya’nın finansal göstergeleri arasındaki ilişkilerin, iki ülkenin “ikiz kardeş” olarak adlandırılmaya başlandığı dönemden itibaren artıp artmadığını ortaya koyabilmek için de uygulanmıştır. Diğer finansal göstergeler, başlangıç

<sup>18</sup> (1) 2 Ocak 1995-13 Ocak 1999: Her iki ülkede de yönetimli kur rejimi.  
(2) 13 Ocak 1995-22 Şubat 2001: Türkiye’de yönetimli kur rejimi, Brezilya’da ise serbest kur rejimi.  
(3) 22 Şubat 2001-31 Ekim 2007: Her iki ülkede de serbest kur rejimi.

tarihlerinden itibaren söz konusu dönemin başlangıç tarihi olarak kabul edilen 6 Eylül 2002 öncesi ve sonrası olarak ikiye bölünmüştür. Ancak döviz kurları için, her iki ülkenin yönetimli kur rejimi uyguladığı ve dolara karşı döviz kurlarının neredeyse paralel seyrettiği 2 Ocak 1995-13 Ocak 1999 ve Brezilya'nın serbest kura geçtiği ancak Türkiye'nin yönetimli kur rejimini sürdürdüğü 13 Ocak 1999-22 Şubat 2001 dönemleri kointegrasyon analizinin dışında bırakılacaktır. Bu çerçevede döviz kurları için benzerlik öncesi dönem 22 Şubat 2001-6 Eylül 2002 arasında tutulmuştur. Seçilmiş finansal göstergeler için iki ayrı döneme ilişkin yürütülen korelasyon testlerinin sonuçları tablo 3.9'da verilmiştir ( $\alpha=0.05$ ).

**TABLO 3.9. TÜRKİYE VE BREZİLYA'NIN SEÇİLMİŞ FİNANSAL GÖSTERGELERİ İÇİN İKİ AYRI DÖNEM VE % 5 SEVİYESİNDE KOİNTEGRASYON SONUÇLARI**

	Açıklayıcı değişken: Brezilya ( $e_{1t}$ ) için ADF testinin sonucu	Açıklayıcı değişken: Türkiye ( $e_{2t}$ ) için ADF testinin sonucu	Kointegrasyon ilişkisi
Borsa Endeksleri (2/1/1995-6/9/2002)	I(0)	I(0)	var
Borsa Endeksleri (7/9/2002-31/10/2007)	I(1)	I(1)	yok
Döviz Kuru (22/2/2001-6/9/2002)	I(0)*	I(0)*	var
Döviz Kuru (7/9/2002-31/10/2007)	I(1)	I(1)	yok
Eurobond Spreadleri (2/8/1999-6/9/2002)	I(1)	I(1)	yok
Eurobond Spreadleri (7/9/2002-31/10/2007)	I(0)	I(0)	var
Dolar Cinsi Hazine Tahvil Getirileri (10/12/1998-6/9/2002)	I(1)	I(1)	yok
Dolar Cinsi Hazine Tahvil Getirileri (7/9/2002-31/10/2007)	I(0)*	I(0)	var
Euro Cinsi Hazine Tahvil Getirileri (26/1/2000-6/9/2002)	I(1)	I(1)	yok
Euro Cinsi Hazine Tahvil Getirileri (7/9/2002-31/10/2007)	I(1)	I(0)*	yok

\* % 1 seviyesinde I(1) olan değişkenler.

Tablo 3.9'a göre farklı finansal göstergeler için birbirinden farklı sonuçlar elde edilmektedir. Örneğin borsa endeksleri arasında Ocak 1995-Eylül 2002 arasında görülen kointegrasyon bağlantısı, iki ülkenin ikiz kardeş olarak değerlendirilmeye başlandığı tarihten itibaren kopmuştur. Tersine şekilde, Eurobond spreadleri ve dolar cinsi hazine tahvilleri arasında Eylül 2002'den önce bulunmayan ilişkiler, bu tarihten sonra gözlenmektedir. Diğer yandan, bütün dönem için var olan iki ülkenin euro cinsi tahvil getirileri arasındaki kointegrasyon ilişkisi, veriler Eylül 2002 öncesi ve sonrası olarak ikiye bölündüğü zaman ortadan kaybolmaktadır. Döviz kurlarında da, Şubat 2001-Ekim 2007 arasında görülemeyen kointegrasyon ilişkisi, veri seti Şubat 2001-Eylül 2002 ve Eylül 2002-Ekim 2007 olmak üzere iki ayrı döneme bölündüğünde ilk dönem için ortaya çıkmaktadır.

### **3.2.5. Sonuçların Değerlendirilmesi**

Türkiye ve Brezilya'nın ekonomik, parasal ve finansal göstergelerini karşılaştırmak için kullanılan 3 ayrı yöntemin (korelasyon, Granger nedensellik ve kointegrasyon testleri) ortaya koyduğu sonuçlar; özellikle bu çalışmanın esas odak noktası olan finansal göstergeler için bazı benzerliklere işaret etse de genel olarak "ikiz kardeş" tezi için tatmin edici bir uzlaşmaya varamamaktadır. Her üç yöntemin de Türkiye ve Brezilya için bir ilişkinin varlığı konusunda ortak sonuca vardığı tek finansal gösterge Eurobond spreadleridir. Ancak, Eurobond spreadleri hesaplanırken, sadece gelişmekte olan ülkelerin dolar cinsi hazine tahvillerinin değil, ABD'nin de hazine tahvil getirilerinin kullanıldığı göz önüne alınmalıdır. Bu da Türkiye ve Brezilya'nın (ve Eurobond spreadleri hesaplanan diğer ülkelerin) Eurobond spreadlerini dışarıdan etkileyen ve dolayısıyla testlerin sonuçlarını etkileyecek bir dışsal değişken olduğu anlamına gelmektedir.

Kullanılan yöntemlerin en büyük uzlaşma gösterdiği diğer finansal değişkenler ise döviz cinsi tahvil getirileridir. Granger nedensellik ve kointegrasyon testleri, 1995-2007 dönemi için büyük ölçüde aynı sonuçları vermektedir. Ancak, söz konusu uzlaşma, veri seti ikiye bölündüğü zaman ortadan kalkmaktadır. Ayrıca, korelasyon katsayılarının aksine Granger nedensellik ve kointegrasyon testleri Türkiye ve Brezilya'nın Eylül 2002'den

itibaren daha yakın ilişki içerisinde olduğu tezini de ikna edici bir şekilde doğrulayamamaktadır.

“İkiz kardeş” benzetmesinin belki de en doğrudan etkisini göstermesi beklenecek finansal değişkenler olan borsa endeksleri ve döviz kurları arasında ise, 3 yöntem tarafından da desteklenen bir sonuca ulaşılamamaktadır. Granger nedensellik ve kointegrasyon testleri, Türkiye ve Brezilya'nın borsa endeksleri ve döviz kurları arasında 1995-2007 döneminin tamamı için bir ilişkiyi kesin olarak ortaya koyamamaktadır. Söz konusu testler, veri seti Eylül 2002 öncesi ve sonrası olmak üzere iki ayrı döneme bölündüğünde ise özellikle kointegrasyon testlerine göre dikkat çekici sonuçlara ulaşılmaktadır. İki ülkenin borsa endeksleri ve döviz kurları arasında ilk dönem için kointegrasyon ilişkisi bulunabilirken, “ikiz kardeş” benzetmesinin ortaya çıktığı ikinci dönem için bu ilişki kopmaktadır.

Finansal göstergelere ilişkin analizde dikkat çekici bir nokta, Brezilya'ya ait finansal göstergelerin -döviz kuru için iki ayrı döneme bölünmüş analiz dışında- özellikle Granger nedensellik testlerinde belirgin bir şekilde Türkiye üzerinde etkili olmasıdır. Ancak bu sonuca şüpheyle yaklaşmak gerekmektedir. Brezilya, küresel piyasaların tamamını etkileyebilecek güce sahip dünyanın en büyük ekonomisi ABD ile aynı saat diliminde işlem görmektedir ve Brezilya'nın Türkiye üzerindeki etkisi aslında ABD finansal piyasalarından kaynaklanıyor olabilir. Türkiye'ye ait finansal değişkenler ise Granger nedensellik testlerinin sonuçlarına göre Brezilya sadece Eurobond spreadleri ve dolar cinsi hazine tahvil getirilerinin bütün dönem için hareketlerinde anlamlı bir etkiye sahiptir.

Brezilya ve Türkiye'nin finansal göstergeleri arasındaki ilişkilerin, iki ülkenin “ikiz kardeş” olarak adlandırılmaya başladığını kabul ettiğimiz Eylül 2002'den sonra arttığı konusunda da kesin bir yargıya varılamamaktadır. Hatta borsa endeksleri ve döviz kurları için daha öncesinden var olan kointegrasyon ilişkisi de kopmaktadır. Çalışmanın uygulamalı bölümünde ayrıca, Türkiye'nin 2000-2001, Brezilya'nın ise 2002 yıllarında yaşadıkları krizlerin diğer ülkede hissedilip hissedilmediği de test edilmiştir ve her iki krizin de genel olarak diğer ülkede hissedilmediği sonucuna varılmıştır.

### 3.3. Diğer Ülkelerle Olan İlişkilerin Araştırılması

Önceki bölümlerde Türkiye ve Brezilya'ya ilişkin finansal göstergeler sonucunda bazı ilişkiler ortaya konulmuştur. Ancak bu ilişkilerin derecesi ve önemini analiz edebilmek için bir karşılaştırma kriteri gerekmektedir. Bu ihtiyacın karşılanabilmesi için bazı gelişmekte olan ülkeler ve ülke grupları için korelasyon katsayıları, Granger nedensellik testleri ve kointegrasyon testlerine başvurulmuştur. Söz konusu analizler, 1 Ocak 2001-31 Ekim 2007 döneminin yanı sıra 1 Ocak 2001-31 Aralık 2003 ve 1 Ocak 2004-31 Ekim 2007 ara dönemleri için yürütülmüştür ve seriler, kointegrasyon testleri dışında yüzde değişimleri alınarak durağan hâle getirilmiştir. Seçilmiş ülkeler ve finansal göstergeleri arasındaki korelasyon katsayıları, Granger nedensellik testleri ve kointegrasyon testlerinin sonuçları Ek. 1'de verilmektedir.

Genel olarak bakıldığı zaman, Türkiye ve Brezilya'ya ait finansal göstergelerin, diğer ülkelerle ilişkilerinin de özellikle 2004 yılından itibaren giderek güçlendiği görülmektedir. Söz konusu artışın nadir istisnaları olarak Arjantin, Rusya ve Güney Kore ile olan sonuçlarda kendisini göstermektedir. Bu durum, Arjantin'in 2005 yılında borçlarını yeniden yapılandırması, 2001 yılından itibaren artmakta olan petrol fiyatlarının Rusya üzerindeki etkisi ve Güney Kore'nin zamanla gelişmekte olan ülke statüsünden çıkmasıyla açıklanabilir.

Sonuçların ayrıntılarına bakıldığı zaman bazı noktalar dikkat çekmektedir. Bunlardan birincisi; Brezilya'nın Granger nedensellik, Türkiye'nin ise kointegrasyon testlerinde daha yoğunlaşmış bağlantılar ortaya koymasıdır. İMKB 100 endeksi, ele alınan bütün gelişmekte olan ülke borsa endeksleriyle; dolara karşı döviz kuru ise, Arjantin pezosu dışındaki bütün ülke para birimleriyle kointegrasyon ilişkisi göstermektedir. Brezilya'nın borsa endeksi ve dolara karşı döviz kuru ise, Granger nedensellik testlerinin sonuçlarına göre Asya ve Avrupa piyasalarında büyük ölçüde açıklayıcı değişken olarak kullanılabilir. Diğer yandan, borsa endekslerini içeren Granger nedensellik testlerinde Türkiye-Doğu Avrupa ve Brezilya-Latin Amerika piyasaları arasında bir ilişki bulunamaması ancak, Türkiye-Latin

Amerika ve Brezilya-Doğu Avrupa çiftlerinin iki taraflı olarak anlamlı olması dikkat çekicidir. Bu bölümdeki sonuçlara göre, Latin Amerika ülkelerinin (Brezilya, Arjantin ve Meksika) borsa endeksleri, istisnasız olarak Türkiye ve diğer bölgelerdeki gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri üzerinde bir nedensellik ilişkisine sahiptir. Bu da, söz konusu etkinin aslında, Latin Amerika piyasalarıyla aynı zaman dilimlerinde işlem yapan ABD piyasalarından kaynaklanıyor olabileceği tezini tekrar akla getirmektedir.

Genel olarak, Türkiye ve Brezilya'nın finansal değişkenlerinin, diğer gelişmekte olan ülkelerle olan ilişkileri, İMKB 100 endeksi dışında ortak hareket tezini bütünüyle destekleyecek kadar güçlü olmasa da önemli bağlantılar ortaya koymaktadır. Bu sonuç, Türkiye ve Brezilya için yapılan analizle birleştirildiği zaman, bu iki ülkenin diğer gelişmekte olan ülkelere belirgin bir şekilde daha yakın (ya da uzak) ilişki içerisinde olduğunu ileri süren tezin geçerliliğini önemli ölçüde yitirdiği düşünülmektedir.

Hem Türkiye ve Brezilya'nın karşılaştırıldığı bir önceki bölümde hem de diğer gelişmekte olan ülkelerin de dahil edildiği bu bölümde yapılan analizlerin odak noktası, olası ilişkilerin varlığını ortaya koyabilmektir. Bu çerçevede, varolan ilişkilerin iki ülke arasındaki bağlantılardan mı yoksa çeşitli dış etkenlerden mi kaynaklandığı bu çalışmanın kapsamını aştığı için genel olarak göz önüne alınmamıştır.

### **3.4. Genel Değerlendirme**

Bu çalışmanın uygulamalı bölümünde, Türkiye ve Brezilya'nın seçilmiş ekonomik, parasal ve finansal göstergeleri arasındaki ilişkiler ortaya konulmaya çalışılmıştır. Kullanılan üç ayrı yöntem, iki ülke arasındaki finansal göstergeler arasında bazı ortak hareketler ortaya koysa da bu hareketlerin, Türkiye ve Brezilya'nın 2002 yılından itibaren adlandırıldığı şekilde "ikiz kardeş" oldukları tezini güçlü bir şekilde doğrulayamadığı düşünülmektedir. Nitekim, yapılan testler de Türkiye ve Brezilya'nın sırasıyla 2000-2001 ve 2002 yıllarında yaşadıkları krizlerin diğer ülkeye büyük ölçüde yayılmadığını göstermektedir.



Türkiye ve Brezilya'nın finansal göstergeleri arasındaki ilişkilerin ortaya konulmasının ardından, bu iki ülkenin diğer gelişmekte olan ülke ve ülke gruplarıyla olan bağlantıları da araştırılmıştır. Buna göre, hem Türkiye hem Brezilya, birbirleriyle olduğu kadar diğer gelişmekte olan ülkelerle de çeşitli ortak hareketler sergilemektedir. Bu hareketler, ülke içi gelişmelerden kaynaklanabileceği gibi, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülke piyasaları da takip ediyor olabilir. Ancak bu çalışmanın odak noktası olarak daha çok olası ilişkilerin varlığının ortaya konabilmesi seçildiği için, bulunan ilişkilerin sebepleri üzerinde durulmaması tercih edilmiştir.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **SONUÇ VE ÖNERİLER**

Bu çalışmada, Türkiye ve Brezilya için son yıllarda telaffuz edilmekte olan “ikiz kardeş” benzetmesinin temeli araştırılmış ve söz konusu benzetmenin, iki ülkenin ekonomik, siyasi ve finansal yapı ve göstergeleri tarafından doğrulanıp doğrulanmadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Üçüncü bölümün başında da belirtildiği gibi Türkiye ve Brezilya, peş peşe yaşadıkları ekonomik krizler, bir dönem IMF’ye en borçlu iki ülke olmaları, dış borç yapılarındaki kırılganlık ve tek parti hükümetlerinin iktidara gelişine bağlı olarak diğer gelişmekte olan ülkelere ayrı değerlendirilmeye başlanmıştır. Ayrıca IMF’nin Doğu Asya ve Arjantin krizlerinde kaybettiği kredibilitelerini, Türkiye ve Brezilya’da uyguladığı programlar aracılığıyla geri kazanmak istemesi ve iki ülkenin kazandığı başarılar sonucunda diğer gelişmekte olan ülkelere örnek göstermesi de “ikiz kardeş” algısında payı olan bir başka etkidir.

İki ülkenin makroekonomik yapılarına bakıldığı zaman, Türkiye’nin daha dinamik, ancak küresel ekonomik döngülere daha bağımlı bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Brezilya ise daha düşük bir büyüme hızına rağmen biraz daha istikrarlı ve dış etkenlere karşı daha korunaklı bir yapıya sahiptir. Dış dünyaya bağımlılık ayrıca, Türkiye’nin hâlen yüksek seviyelerde seyreden cari işlemler açığına karşılık, Brezilya’nın –emtia fiyatlarındaki yükselişin de yardımıyla- cari işlemler fazlası vermesinde de kendisini göstermektedir.

1990’ların başında hiperenflasyonla karşı karşıya kalan Brezilya, daha sonrasında ise enflasyonu hızla düşürmeyi ve küresel olarak kabul gören seviyelerde istikrara kavuşturmayı başarmıştır. Türkiye ise, enflasyon oranı Brezilya’da hiperenflasyon döneminde görülen seviyelere ulaşmasa da daha uzun süre kronik enflasyonla mücadele etmek zorunda kalmıştır ve dezenflasyon süreci henüz tam olarak sona ermemiştir. Her iki ülkede de

işsizlik yüksek seviyededir ancak bu sorun, Brezilya’da görülen daha yüksek yoksulluk ve gelir adaletsizliği kriterleri nedeniyle bu ülkede daha öncelikli bir sorun oluşturmaktadır.

Bankacılık sektörü ele alındığı zaman ise, ilk bakışta Türk bankacılık sektörünün daha güçlü olduğu düşünülse de özellikle vade riskine karşı Brezilya’nın biraz daha dayanıklı olduğu görülmektedir. Benzer şekilde, kurumsal ve siyasî istikrar açısından ele alınan 6 göstergenin çoğunluğunda Türkiye, Brezilya’ya üstünlük sağlamaktadır. Ancak özellikle finansal yatırımcılar için en önemli olabilecek gösterge olan “siyasi istikrar” kriterinde Brezilya daha yukarıda yer almaktadır.

Brezilya, finansal piyasaların derinliği ve yabancı yatırımcı çekebilme gücü konusunda da Türkiye’ye göre daha iyi bir konumdadır. Ele alınan dönem içerisinde Brezilya, hem Türkiye’den daha fazla doğrudan yatırım ve portföy yatırımı çekmeyi başarmış hem de portföy yatırımlarının hisse ve borç senetleri arasındaki dağılımı, Türkiye’nin aksine zamanla dengeye ulaşmıştır.

İki ülke, peş peşe yaşadıkları krizlerin ardından, gelişmekte olan ülkeler için belki de en önemli kırılma göstergesi olan dış borç konusunda önemli aşamalar sergilemişlerdir. Ancak, bu alanda da Brezilya, Türkiye’ye göre bir adım daha öne geçmeyi başarmıştır ve bu durumun yansıması, kendisini iki ülkenin kredi notlarının seyrinde de göstermektedir.

İki ülkenin makroekonomik yapıları genel olarak değerlendirildiği zaman temelde bazı benzerlikler olsa da “ikiz kardeş” nitelendirmesini yeterince destekleyecek bir sonuca varılmamaktadır. 2002 yılından itibaren telaffuz edilmeye başlanan bu benzetme ise, büyük ölçüde iki ülkenin dış borç yapıları, peşpeşe geçirdikleri krizler ve bir dönem IMF’ye en borçlu iki ülke olmalarına bağlıdır.

Bu çalışmanın son bölümünde ise, Türkiye ve Brezilya için seçilmiş ekonomik, parasal ve finansal göstergelerin “ikiz kardeş” benzetmesini ne kadar yansıttığı ve araştırılmış ve sonuçlar diğer bazı gelişmekte olan ülke ve ülke gruplarıyla karşılaştırılmıştır. Ele alınan aylık göstergeler içerisinde, küresel piyasaların, söz konusu benzetmeyi ne kadar dikkate aldığını ortaya koyabilecek en önemli değişkenler; portföy girişleri, dış varlıklar ve bunlara

bağlı olarak döviz rezervleri ve para arzıdır. Yapılan ekonometrik analiz ve testler, söz konusu değişkenler içerisinde sadece iki ülke para arzları arasında bir ilişkiyi kabul etmektedir. Ancak para arzı, yukarıda anılan değişkenlerin oluşturacağı bir zincirin son halkası olacaktır ve bu sebepten dolayı, sadece para arzları arasındaki bir ilişki, Türkiye ve Brezilya'ya yönelik sermaye hareketlerinin eşgüdüm içerisinde olduğu sonucuna varılması için yeterli görülmemektedir. Diğer yandan, portföy girişlerinin iki alt kaleminden birisi olan hisse senetlerine yapılan portföy girişleri arasında dikkate değer bir ilişki olsa da borç senetlerine yapılan portföy girişlerinde bu ilişki reddedilmektedir. Bu durum, Türkiye ve Brezilya'nın borç yapılarındaki kırılganlığın, iki ülkenin birlikte anılma sebeplerinden belki de en önemlisi olarak görülmesiyle bir anlamda çelişmektedir.

Finansal piyasalara ilişkin göstergelerin analizinde ise daha yakın ilişkiler bulunmuştur. Ancak, ekonometrik analizde kullanılan üç yöntem, "ikiz kardeş" benzetmesini tamamıyla haklı çıkaracak bir sonuca ulaşamamıştır. Ele alınan finansal göstergeler, 1995-2007 döneminin tamamı için bazı ilişkiler ortaya koyabilmiştir. Ancak, Türkiye ve Brezilya'nın giderek daha fazla birlikte anılmaya başladığı 2001-2002 dönemi ve sonrası için artması beklenen bu ilişkilerden bazıları, bu beklentinin aksine kopmalar göstermiştir. Diğer yandan, Granger nedensellik testleri Brezilya'nın finansal göstergelerinin, hem bütün dönem için hem de Eylül 2002 öncesi ve sonrası için Türkiye'nin finansal göstergeleri üzerinde bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak bu sonuç yorumlanırken, ABD finansal piyasalarının Brezilya ile aynı saatlerde işlem yaptığı ve bu çerçevede Brezilya'nın Türkiye üzerindeki etkisinin aslında ABD finansal piyasalarından kaynaklanıyor olabileceği dikkate alınmalıdır. Bu çalışmada ulaşılan bir başka sonuç ise, hem Türkiye hem de Brezilya finansal piyasalarının, birbirleriyle olduğu kadar diğer gelişmekte olan ülkelerle de yakın sayılabilecek ilişkiler içerisinde olmasıdır.

Bu çalışmanın ortaya koyduğu en önemli sonuç, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları arasında bazı ilişkilerin varlığının teyit edilmesidir ve bu ilişkiler, gün geçtikçe daha fazla gözle görülür hâle gelmektedir. Bu sonucun, küreselleşme ve mali entegrasyon sürecine dahil olan bütün ülkeler

için de bir genelleme olabileceği düşünülmektedir. Ortaya konan bulgular ayrıca, geçmiş literatürdeki çeşitli örnekler tarafından da teyit edilmektedir. Bu çalışmaya göre, hem Brezilya'nın hem de diğer ülkelerin Türkiye'nin finans piyasalarındaki değişkenler üzerindeki etkisi gözardı edilemeyecek bir seviyeye ulaşmıştır.

Bu çerçevede ekonomik ajanların, finans sektörünü yorumlarken, yurtdışı finans piyasalarındaki değişimleri ve bunları doğrudan etkileyebilecek ekonomik ve siyasi gelişmeleri de takip etmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Bu gerekliliğin merkez bankaları gibi politika yapıcı özelliğe sahip kurumlar için ise bir kat daha arttığı düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

- Acemoğlu, D., Johnson, S., Robinson, J. ve Thaichatroen, Y. (2002). "Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth". NBER alışma Tebliği, Erişim: Ekim 2007, <http://www.nber.org/papers/w9124.pdf>.
- Akçay, C. ve Zenginobuz, Ü. (2000). Vulnerability to Purely Contagious Balance-of-Payment Crises in Emerging Economies: An Application to the Cases of Russia, Turkey and Brazil. *Russian and East European Finance and Trade*, vol. XXXVII, 5, 5-21. Erişim: Kasım 2006, [http://mpira.ub.uni-muenchen.de/195/1/MPRA\\_paper\\_195.pdf](http://mpira.ub.uni-muenchen.de/195/1/MPRA_paper_195.pdf).
- Akyürek, C. (2006). The Turkish Crisis of 2001: A Classic? *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. XLI, 1, 5-32. Erişim: Ağustos 2007, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=17&hid=102&sid=7cd98a7a-f70c-4226-bcf8-a32af5235070%40sessionmgr3>.
- Alesina, A., Özler, ř., Roubini, N. ve Swagel, P. (1992). "Political Instability and Economic Growth". NBER alışma Tebliği, Erişim: Kasım 2007, <http://www.nber.org/papers/w4173.pdf>.
- Alesina, A. ve Perotti, R. (1993). "Income Distribution, Political Instability and Investment". NBER alışma Tebliği, Erişim: Kasım 2007, <http://www.nber.org/papers/w4486.pdf>.
- Alesina, A. ve Rodrik, D. (1994). Distributive Politics and Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*, CIX, 465-490. Erişim: Kasım 2007, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=108&sid=1a7a555f-c49f-4b7a-a5b4-22e00c8fbb48%40sessionmgr109>.
- Aloğlu, Z. T., (2005). Bankacılık Sektörünün Karşılaştığı Riskler ve Bankacılık Krizleri Üzerindeki Etkileri, Ankara, TCMB Uzmanlık Tezi.
- Altay, N. O. ve Güçlü, M. (2005). The Choice of Foreign Exchange Rate Regime: Fear of Pegging or Fear of Floating?, *Yapı Kredi Economic Review*, XVI, 2, 85-98, Erişim: Ağustos 2007, [http://www.yapikredi.com.tr/arsiv/english/economic\\_review/16-2-6.pdf](http://www.yapikredi.com.tr/arsiv/english/economic_review/16-2-6.pdf)

- Arrellano, C. ve Mendoza, E. G. (2002). "Credit Frictions and Sudden Stops In Small Economies: An Equilibrium Business Cycle Framework For Emerging Markets Crises". NBER Çalışma Tebliği, Erişim: Aralık 2006, <http://www.nber.org/papers/w8880.pdf>.
- Arora, V. ve Cerisola, M. (2000). "How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets?". IMF Çalışma Tebliği, XLVIII, 3, 474-498. Erişim: Ocak 2007, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2001/03/pdf/arora.pdf>.
- Arora, V. B. ve Vamvakidis, A. (2001). "The Impact of U.S. Economic Growth on the Rest of the World: How Much Does It Matter?". IMF Çalışma Tebliği, Erişim: Aralık 2006, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp01119.pdf>.
- Baig, T. ve Goldfajn, I. (2000). "The Russian Default and Contagion to Brazil". IMF Çalışma Tebliği, Erişim: Aralık 2006, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00160.pdf>.
- Baig, T. ve Goldfajn, I. (1998). "Financial Market Contagion in the Asian Crisis". IMF Çalışma Tebliği, Erişim: Aralık 2006, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98155.pdf>.
- Baig, T., Manmohan, S. K., Vasishtha, G. ve Zoli, E. (2006). "Fiscal and Monetary Nexus in Emerging Market Economies: How Does Debt Matter". IMF Çalışma Tebliği, Erişim: Ocak 2007, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp06184.pdf>.
- Banerjee, A. ve Singh, M. (2006). "Testing Real Interest Parity in Emerging Markets". IMF Çalışma Tebliği, Erişim: Aralık 2006, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp06249.pdf>.
- Barro, R. (1996). "Determinants of Growth: A Cross-Country Empirical Study". NBER Çalışma Tebliği, Erişim: Kasım 2007, <http://www.nber.org/papers/w5698.pdf>.
- Banco Central do Brasil (BCB), Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2003.* (2003). Erişim: Kasım 2007, Brezilya Merkez Bankası, <http://www.bcb.gov.br/?FSR200305>.
- Banco Central do Brasil (BCB), Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2004.* (2004). Erişim: Kasım 2007, Brezilya Merkez Bankası, <http://www.bcb.gov.br/?FSR200405>.
- Banco Central do Brasil (BCB), Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2005.* (2005). Erişim: Kasım 2007, Brezilya Merkez Bankası, <http://www.bcb.gov.br/?FSR200505>.

*Banco Central do Brasil (BCB), Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2006.* (2006).  
Erişim: Kasım 2007, Brezilya Merkez Bankası,  
<http://www.bcb.gov.br/?FSR200605>.

*Banco Central do Brasil (BCB), Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2007.* (2007).  
Erişim: Kasım 2007, Brezilya Merkez Bankası,  
<http://www.bcb.gov.br/?FSR200705>.

*Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Yıllık Rapor.* (2001),  
Erişim: Kasım 2007, Yayınlar/Raporlar, Bankacılık Düzenleme ve  
Denetleme Kurumu,  
[http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik\\_Raporlar/2881BDDK\\_YR\\_2001.pdf](http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik_Raporlar/2881BDDK_YR_2001.pdf).

*Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Yıllık Rapor.* (2002),  
Erişim: Kasım 2007, Yayınlar/Raporlar, Bankacılık Düzenleme ve  
Denetleme Kurumu,  
[http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik\\_Raporlar/346BDDK\\_YR\\_2002.pdf](http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik_Raporlar/346BDDK_YR_2002.pdf).

*Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Yıllık Rapor.* (2003),  
Erişim: Kasım 2007, Yayınlar/Raporlar, Bankacılık Düzenleme ve  
Denetleme Kurumu,  
[http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik\\_Raporlar/345BDDK\\_Yillik\\_Rapor\\_2003.pdf](http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik_Raporlar/345BDDK_Yillik_Rapor_2003.pdf).

*Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Yıllık Rapor.* (2004),  
Erişim: Kasım 2007, Yayınlar/Raporlar, Bankacılık Düzenleme ve  
Denetleme Kurumu,  
[http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik\\_Raporlar/28942\\_1.pdf](http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik_Raporlar/28942_1.pdf).

*Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Yıllık Rapor.* (2005),  
Erişim: Kasım 2007, Yayınlar/Raporlar, Bankacılık Düzenleme ve  
Denetleme Kurumu,  
[http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik\\_Raporlar/2897BDDK\\_YILLIK\\_RAPOR\\_2005.pdf](http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik_Raporlar/2897BDDK_YILLIK_RAPOR_2005.pdf).

*Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Yıllık Rapor.* (2006),  
Erişim: Kasım 2007, Yayınlar/Raporlar, Bankacılık Düzenleme ve  
Denetleme Kurumu,  
[http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik\\_Raporlar/2898BDDK\\_Yillik\\_Rapor\\_2006.pdf](http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Yillik_Raporlar/2898BDDK_Yillik_Rapor_2006.pdf).

Berg, A. C., Jarvis, C. J., Stone, M. R. ve Zanello, A. (2003). "Re-Establishing Credible Nominal Anchors After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience". IMF Çalışma Tebliği, Erişim: Kasım 2006,  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0376.pdf>.



- Bekaert, G. ve Harvey, C. R. (2003). Emerging Markets Finance. *Journal of Empirical Finance*, X,1, 3-55.
- Blanchard, O. (2004). "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons From Brazil". NBER Çalışma Tebliği, Erişim: Aralık 2006, <http://www.nber.org/papers/w10389.pdf>.
- Bleaney, M. (2005). The Aftermath of a Currency Collapse: How Different Are Emerging Markets? *World Economy*, XXVII, 1, 79-89, Erişim: Ocak 2007, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=2&hid=7&sid=88699de1-5d2f-44ac-8890-0902dd78938e%40sessionmgr7>.
- Bonfiglioli, A. ve Favero, C. A. (2000), *Measuring Co-movements Between U.S. and European Stock Markets*. Centre For Economic Policy Research Çalışma Tebliği, No. 2517.
- Bordo, M. D. ve Murshid, A. P. (2000). Are Financial Crises Becoming Increasingly More Contagious? What is the Historical Evidence on Contagion. NBER Çalışma Tebliği, Erişim: Kasım 2006, <http://www.nber.org/papers/w7900.pdf>.
- Boschi, M. (2005). International Financial Contagion: Evidence From the Argentine Crisis. *Applied Economic Journals*, XV, 155-163. Erişim: Aralık 2006, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=5&sid=cac44130-179d-41a3-85bc-039a09bdc87c%40sessionmgr3>.
- Brezilya'da Gari Safi Yurt İçi Hasılanın Sektörlere Göre Dağılımı. (2007). Erişim: Ağustos 2007, Instituto de Pesquisa Economica Aplicada (IPEA), <http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?65370046>.
- Brezilya'da İhracat ve İthalatın Bölgelere Göre Dağılımı*. (2007). Erişim: Ağustos 2007, Brezilya Merkez Bankası, <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>.
- Brezilya'da İhracat ve İthalatın Ürünlere Göre Dağılımı*. (2007). Erişim: Ağustos 2007, Brezilya Merkez Bankası, <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>.
- Brezilya'da Doğrudan Yabancı Yatırımların Aylık Serisi*. (2007). Erişim: Kasım 2007, Brezilya Merkez Bankası, <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>.

- Brezilya'da Net Portföy Yükümlülüklerinin Aylık Serisi.* (2007). Erişim: Kasım 2007, Brezilya Merkez Bankası, <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>.
- Brezilya'da Nüfusun Yaş Gruplarına Göre Dağılımı.* (2007). Erişim: Eylül 2007, CIA World Factbook, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/br.html>.
- Calvo, G. A. ve Reinhart, C. M. (2000). "Fear of Floating". NBER Çalışma Tebliği, Erişim: Ağustos 2007, <http://www.nber.org/papers/w7993.pdf>.
- Calvo, G. A. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, 1,1, 35-54, Erişim: Aralık 2006, <https://drum.umd.edu/dspace/bitstream/1903/4261/1/ciecpp5.pdf>.
- Caprio, G. ve Klingebiel, D. (1996), "Bank Insolvencies: Cross-Country Experience". Dünya Bankası Çalışma Tebliği, Kasım 2007, [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/1W3P/IB/1996/07/01/000009265\\_3961214130910/Rendered/PDF/multi\\_page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/1W3P/IB/1996/07/01/000009265_3961214130910/Rendered/PDF/multi_page.pdf).
- Cari Fiyatlara Göre Gayri Safi Yurt İçi Hasıla.* (2007). Erişim: Ağustos 2007, Türkiye İstatistik Kurumu, <http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do>.
- Celasun, O., Gelos, R. G. ve Prati, A. (2003). "Would "Cold Turkey" Work in Turkey". IMF Çalışma Tebliği, Erişim: Ocak 2006, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2004/03/pdf/celasun.pdf>.
- Chiang, T. C., Jeon, B. N. ve Li, H. (2007). Dynamic Correlation Analysis of Financial Contagion: Evidence From Asian Markets. *Journal of International Money and Finance*, XXVI, 7, 1206-1228.
- Collins, D. ve Gavron, S. (2005). Measuring Equity Market Contagion in Multiple Financial Events. *Applied Financial Economics*, XV, 8, 531-538.
- Çulha, O. Y., Özatay, F. ve Şahinbeyoğlu, G. (2006). "The Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets". TCMB Çalışma Tebliği, Erişim: Ocak 2007, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0604ENG.pdf>.
- De Mello, L. (2005). "Estimating a Fiscal Reaction Function: The Case of Debt Sustainability in Brazil". OECD Çalışma Tebliği, Erişim: Ağustos 2007,

[http://www.oalis.oecd.org/oalis/2005doc.nsf/43bb6130e5e86e5fc12569fa005d004c/b5abaa79e8f87b30c1256fdb007cfae7/\\$FILE/JT00181528.pdf](http://www.oalis.oecd.org/oalis/2005doc.nsf/43bb6130e5e86e5fc12569fa005d004c/b5abaa79e8f87b30c1256fdb007cfae7/$FILE/JT00181528.pdf).

- Dhumale, R (2000). "Capital Adequacy Standards: Are They Sufficient?". ESRC Centre For Business Research Çalışma Tebliği, no:165. Erişim: Kasım 2007.. <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/wp165.pdf>.
- Dolado, J. J., Gonzalo, J. ve Marmol, F. (1999). Cointegration. Department of Economics, Statistics and Econometry, University Carlos III: Madrid.
- Eichberger, J. ve Summer, M. (2005). Bank Capital, Liquidity and Systematic Risk. *Journal of the European Economic Association*, III, 2-3, 547-555. Erişim: Kasım 2007, <http://cep.lse.ac.uk/seminarpapers/03-06-04-SUM.pdf>.
- Enders, W. (1995). Applied Econometric Time Series. Iowa State University. John Wiley/Sons, Inc.: New Jersey.
- Engle, R.F. ve Granger, C. W. J. (1987). Co-integration and Error Correction: Representation Estimation and Testing. *Econometrica*, LV, 2, 251-276.
- Engsted, T. ve Tanggaard, C. (2004). The Comovement of U.S. and U.K. Stock Markets. *European Financial Management*, X, 4, 593-607.
- Engsted, T. ve Tanggaard, C. (2007). The Comovement of U.S. and German Bond Markets. *International Review of Financial Analysis*, XVI, 2, 172-182.
- Erdoğan, N. (2002). Dünya ve Türkiye'de Finansal Krizler. Yaklaşım Yayınları: Ankara.
- Favero, C. A. ve Giavazzi, F. (2004). "Inflation Targeting and Debt: Lessons From Brazil". NBER Çalışma Tebliği, Erişim: Ağustos 2007, <http://www.nber.org/papers/w10390.pdf>.
- Ferraro, B., Figueroa, M. G. ve Mariani, M. C. (2003). The Effects of the Asian Crisis of 1997 on Emergent Markets Through a Critical Phenomena Model. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, VI, 6, 605-612.
- Fitch Ratings. (2005). Turkey vs. Brazil: Strikingly Similar Sovereigns. Erişim: Aralık 2006. [http://reports.fitchratings.com/coms2/summary\\_0266-3368\\_ITM](http://reports.fitchratings.com/coms2/summary_0266-3368_ITM).

- Fitch Ratings. (2005). Bank Systemic Risk Report (Haziran 2005).  
Erişim: Kasım: 2007.  
[http://www.fitchratings.com/corporate/login/login.cfm?script\\_name=%2Fcorporate%2Freports%2Freport%5Fframe%2Ecfm&query\\_string=rpt%5Fid%3D245556%26sector%5Fflag%3D3%26marketsector%3D1%26detail%3D](http://www.fitchratings.com/corporate/login/login.cfm?script_name=%2Fcorporate%2Freports%2Freport%5Fframe%2Ecfm&query_string=rpt%5Fid%3D245556%26sector%5Fflag%3D3%26marketsector%3D1%26detail%3D).
- Fitch Ratings. (2007). Bank Systemic Risk Report (Eylül 2007).  
Erişim: Kasım: 2007.  
[http://www.fitchratings.com/corporate/login/login.cfm?script\\_name=%2Fcorporate%2Freports%2Freport%5Fframe%2Ecfm&query\\_string=rpt%5Fid%3D343404%26sector%5Fflag%3D5%26marketsector%3D1%26detail%3D](http://www.fitchratings.com/corporate/login/login.cfm?script_name=%2Fcorporate%2Freports%2Freport%5Fframe%2Ecfm&query_string=rpt%5Fid%3D343404%26sector%5Fflag%3D5%26marketsector%3D1%26detail%3D).
- Forbes, K. ve Rigobon, R. (2001). Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues. *International Financial Contagion*, 43-66, *Kluwer Academic Publishers*. Erişim: Ocak 2007, <http://web.mit.edu/kjforbes/www/Papers/MeasuringContagion.pdf>.
- Forbes, K. Ve Rigobon, R. (2002). No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements. *The Journal of Finance*, LVII, No. 5, 2223-2261.
- Friedman, J. ve Shachmurove, Y. (1997). Comovements of Major European Community Stock Markets: A Vector Autoregression Analysis. *Global Finance Journal*, VIII, 2, 257-277.
- Goretti, M., (2005). The Brazilian Currency Turmoil of 2002: A Non-Linear Analysis. *International Journal of Finance and Economics*, X, 4, 289-367.
- Goodhart, C.A.E. (2006). A Framework for Assessing Financial Stability?. *Journal of Banking and Finance*, XXX, 21, 3415-3422.
- Governance and Anti-Corruption, WGI 1996-2007*. Erişim: 25 Kasım 2007, World Governance Indicators, <http://www.govindicators.org>.
- Granger, C.W.J. ve Newbold, P. (1974). Spurious Regressions in Econometrics. *Journal of Econometrics*, II, 2, 111-120.
- Granger, C.W.J. (1981). Some Properties of Time Series Data and Their Uses in Econometric Model Specification. *Journal of Econometrics* XVI, 1, 121-130.

- Gürbüz, Y., Jobert, T. ve Tuncer, R. (2007). *Public Debt in Turkey: Evaluation and Perspectives*. Applied Economics, XLIX, 3, 343-359. Erişim: Ağustos 2007, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=3&sid=d738c779-257e-4718-80d7-f30c0e671cb8%40sessionmgr9>.
- Higgs, H. ve Worthington, A. C. (2006). "Evaluating Financial Development in Emerging Capital Markets With Efficiency Benchmarks". Ticaret Fakültesi Çalışma Tebliği, University of Wollongong, Erişim: Şubat 2006. <http://ro.uow.edu.au/commpapers/115/>.
- Hoggarth, G., Reis, R. ve Saporta, V. (2001). "Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence". Bank of England Çalışma Tebliği No: 144, Erişim: Ekim 2007, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/wp144.pdf>
- IMF. (Mart 2003). Brazil-Staff Report For the 2003 Article IV Consultation. EBS 03/30, Washington D.C.
- IMF. (Mart 2005). Brazil-Staff Report For the 2005 Article IV Consultation and Tenth Review Under Stand-By Agreement. EBS 05/39, Washington D.C.
- IMF. (Mayıs 2005). Turkey: 2004 Article IV Consultation and Eighth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Nonobservance of Performance Criterion. Country Report No: 05/163, Washington D.C.
- IMF. (Ağustos 2007). Brazil: 2007 Article IV Consultation Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Brazil, Country Report No. 07/244.
- IMF. (Kasım 2007). Turkey: 2007 Article IV Consultation Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Turkey, Country Report No. 07/362.
- IMF. (Kasım 2007). Turkey: Financial System Stability Assessment. Erişim: Kasım 2007, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07361.pdf>.
- Iwata, S. ve Tanner, E. (2003). "Pick Your Poison: The Exchange Rate Regime and Capital Account Volatility in Emerging Markets". IMF Çalışma Tebliği, Erişim: Aralık 2006, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0692.pdf>.

- Jain, A. K. (2001). Corruption: A Review. *Journal of Economic Surveys*, XV, 1, 71-121. Erişim: Ekim 2007, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=9&sid=62aec4ef-a1f5-4732-a55b-2ba4c516425f%40SRCSM1>.
- Kat, H. (2002). "Dangers of Using Correlation to Measure Dependence". Alternative Investment Research Centre alışma Tebliği, Erişim: Kasım 2007, <http://www.cass.city.ac.uk/airc/pdf/WP0010.pdf>.
- Kruger, A., (2005a), How Stable is the Global Economy. *Stanford Institute for Economic Policy Research: Economic Summit*, Stanford Üniversitesi, California, ABD.
- Kruger, A., (2005b). Shared Experience: What Reforming Economies Have in Common. *Public Lecture of the National Council of Applied Economic Research (NCAER)*, Yeni Delhi, Hindistan.
- Lederman, D., Loayza, N. V. ve Soares, R. R. (2005). Accountability and Corruption: Political Institutions Matter. *Economics and Politics*, XVII, 1, 1-35, Erişim: Kasım 2007, <http://web.ebscohost.com/ehost/viewarticle?data=dGJyMPPp44rp2%2fdV0%2bnjisfk5le46bBQsae1TK%2bk63nn5Kx95uXxjL6nsEexpbBlrq2eSa6wrlG4qK44v8OkjPDX7lvf2fKB7eTnfluttE6wrrVNt5zqeezdu33snOJ6u9vhhqTq33%2b7t8w%2b3%2bS7SLWtsFGyq6R%2b7ejrefKz7nzkvPOE6srjkPIA&hid=3>.
- Lindgren, C. J., Garcia, G. ve Saal, M. (1996), "Bank Soundness and Macroeconomic Indicators". IMF alışma Tebliği.
- Maddala, G.S. (1998). Introduction to Econometrics. University of Florida and Ohio State University. Prentice Hall International Editions, New Jersey.
- Ok, S. T. (2004). What Drives Foreign Direct Investment into Emerging Markets. *Emerging Markets Finance and Trade*, XL, 4, 101-114, Erişim: Ekim 2007, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=3&sid=d6735e07-1f0e-45a5-9606-db3aab2f74d2%40sessionmgr9>.
- Onay, C. (2007). *Cointegration Analysis of Bovespa and İstanbul Stock Exchanges*. Erişim: Kasım 2007. Oxford Business&Economics Conference. <http://trintrin.com/obec/Cointegration%20Analysis%20Of%20Bovespa%20And%20Istanbul%20Stock%20Exchanges.pdf>.

- Özkan, F. G. (2005). Currency and Financial Crisis in Turkey 2000-01: Bad Fundamentals or Bad Luck?, *World Economy*, XXVII, 4, 541-572. Erişim: Ağustos 2007, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=3&sid=0b897152-4866-4cdd-bcee-41e552e26620%40sessionmgr2>.
- Özmen, E. ve Tekin-Koru, A. (2003). Budget Deficits, Money Growth and Inflation: The Turkish Evidence. *Applied Economics*, XXXV, 5, 591-596. Erişim: Ağustos 2007, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=3&sid=53070d71-3977-4fa5-aa03-8dac27d2f5a8%40sessionmgr3>.
- Pericoli, M. ve Sbracia, M. (2003). A Premier on Financial Contagion. *Journal of Economic Surveys*, XVII, 4, 571-604. Erişim: Aralık 2006, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=6&sid=898fd90a-7124-4b14-98af-ea87ece95272%40sessionmgr9>.
- Ramos, A. M. Ve Tanner, E. (2003). Fiscal Sustainability and Monetary Versus Fiscal Dominance: Evidence From Brazil, 1991-2000. *Applied Economics*, XXXV, 7, 859-873. Erişim: Ağustos 2007, <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=6&sid=cfb637f1-30bb-49d9-a68c-c64e2e1585fd%40sessionmgr3>.
- Razin, A. ve Sadka, E. (2003). "A Brazillian-Type Debt Crisis: Simple Analytics". NBER Çalışma Tebliği, Erişim: Ağustos 2007, <http://www.nber.org/papers/w9606.pdf>.
- Reinhart, C. M. ve Rogoff, K. S. (2004). "Serial Default and the "Paradox" of Rich to Poor Capital Flows". NBER Çalışma Tebliği, Erişim: Aralık 2006, <http://www.nber.org/papers/w10296.pdf>
- Rime, B. (2005). Will Basel II Lead to a Specialization of Unsophisticated Banks on High-Risk Borrowers? *International Finance*, VIII,1, 29-55.
- Samake, I. ve Tanner, E. (2006). "Probabilistic Sustainability of Public Debt: A Vector Autoregression Approach to Brazil, Mexico and Turkey". IMF Çalışma Tebliği, Erişim: Aralık: 2006, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06295.pdf>.
- Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, Dubai, September 2003. Erişim: Aralık 2007. <http://www.g7.utoronto.ca/finance/fm030920.htm>.
- Sojli, E. (2007). Contagion in Emerging Markets: The Russian Crisis. *Applied Financial Economics*, XVII, 3, 197-213.

- Suliman, O. (2005). Interest Rate Volatility, Exchange Rates and External Contagion. *Applied Financial Economics*, XV, 12, 883-894.
- T.C. Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye Raporu (2005). Erişim: Kasım 2007, <http://www.hazine.gov.tr/ybsrapor2004.pdf>.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2007. Erişim: Kasım 2007, [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/Fir\\_TamMetin4.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/Fir_TamMetin4.pdf).
- Telatar, E. (2002). Türkiye’de İktisat Politikası Rejiminin Ampirik Olarak Belirlenmesi. *İktisat, İşletme ve Finans*, 198, 61-70. Erişim: Aralık 2007. <http://www.isletme-finans.com/>.
- Tınç, F. (31.08.2001), Brezilya Dersi, *Hürriyet Gazetesi*. Erişim: Kasım 2007. <http://webarsiv.hurriyet.com.tr/2001/08/31/22841.asp>.
- Türkiye ve Brezilya’nın GSYİH Büyüklükleri, Büyüme ve Enflasyon Oranları ve Cari İşlemler Dengeleri 1996-2006. (2007). Erişim: Ekim 2007, World Economic Outlook Database, IMF, [http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/weorept.aspx?sy=1995&ey=2006&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=223%2C186&s=NGDP\\_RPCH%2CNGDPD%2CPCPIPCH%2CBCA\\_NGDPD&grp=0&a=&pr.x=60&pr.y=13](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/weorept.aspx?sy=1995&ey=2006&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=223%2C186&s=NGDP_RPCH%2CNGDPD%2CPCPIPCH%2CBCA_NGDPD&grp=0&a=&pr.x=60&pr.y=13)
- Türkiye ve Brezilya’nın İşsizlik Oranları, 1991-2006. (2007). Erişim: Ekim 2007, International Financial Statistics, IMF, <http://www.imfstatistics.org/imf/>.
- Türkiye ve Brezilya’nın Para Arzı, Dış Varlıklar ve Döviz Rezervleri Ocak 1991-Haziran 2007. (2007). Erişim: Ekim 2007. International Financial Statistics, IMF, <http://www.imfstatistics.org/imf/>.
- Türkiye’de Gari Safi Yurt İçi Hasılanın Sektörlere Göre Dağılımı. (2007). Erişim: Ağustos 2007, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), [http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=523](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=523).
- Türkiye’de Gari Safi Yurt İçi Hasılanın Harcama Yöntemine Göre Dağılımı. (2007). Erişim: Ağustos 2007, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), [http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=679](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=679).
- Türkiye’de Nüfusun Yaş Gruplarına Göre Dağılımı. (2007). Erişim: Eylül 2007, CIA World Factbook, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/tu.html>.



*Türkiye’de İhracatın Bölgelere Göre Dağılımı.* (2007). Erişim: Ağustos, 2007), Türkiye İstatistik Kurumu, [http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=626](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=626).

*Türkiye’de İthalatın Bölgelere Göre Dağılımı.* (2007). Erişim: Ağustos, 2007), Türkiye İstatistik Kurumu, [http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=627](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=627).

*Türkiye’de İhracatın Ürün Gruplarına Göre Dağılımı.* (2007). ). Erişim: Ağustos, 2007), Türkiye İstatistik Kurumu, [http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=630](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=630).

*Türkiye’de İthalatın Ürün Gruplarına Göre Dağılımı.* (2007). ). Erişim: Ağustos, 2007), Türkiye İstatistik Kurumu, [http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab\\_id=629](http://www.tuik.gov.tr/PrelstatistikTablo.do?istab_id=629).

*Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Aylık Serisi.* (2007). Erişim: Kasım 2007, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, TCMB, [http://evds.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=\\$ozetweb&DIL=TR&ARAVERIGRUP=bie\\_odoz3.db](http://evds.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=$ozetweb&DIL=TR&ARAVERIGRUP=bie_odoz3.db)

*Türkiye’de Net Portföy Yükümlülükleri ile Borç ve Hisse Senetleri Yükümlülüklerinin Aylık Serileri.* (2007). Erişim: Kasım 2007, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, TCMB, [http://evds.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=\\$ozetweb&DIL=TR&ARAVERIGRUP=bie\\_odoz3.db](http://evds.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=$ozetweb&DIL=TR&ARAVERIGRUP=bie_odoz3.db)

*WEO Database,* (Ekim 2007). Erişim: Eylül-Aralık 2007, World Economic Outlook Database for October 2007 IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/index.aspx>.

*World Development Indicators, 2007* (Nisan 2007). Erişim: Ekim 2007, World Bank, <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:21298138~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html>

Zakaria, Fareed (2007) *Globalization: Getting It Right. 2007 Supply-Chain Executive Retreat: Getting It Right.* Boca Raton, Florida, ABD. Erişim: Aralık 2007. <http://www.supply-chain.org/galleries/default-file/2007%20Executive%20Retreat%20-%20Introducing%20Fareed%20Zakaria.pdf>.

# EKLER

**BREZİLYA VE TÜRKİYE'NİN FİNANSAL GÖSTERGELERİNİN, SEÇİLMİŞ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE ÜLKE GRUPLARIYLA KARŞILAŞTIRILMASI**

## KORELASYON KATSAYILARI

	BREZİLYA			TÜRKİYE		
	Döviz Kuru (\$)	Borsa Endeksleri	Eurobond Spreadleri	Döviz Kuru (\$)	Borsa Endeksleri	Eurobond Spreadleri
Arjantin	0,0673	0,3370	0,2338	0,0229	0,1328	0,1494
---2001/2003	0,0637	0,2414	0,3639	0,0134	0,0660	0,1970
---2004/2007	0,1720	0,4941	0,2101	0,1509	0,2881	0,1486
Meksika	0,3843	0,5197	0,6659	0,1149	0,2157	0,5499
---2001/2003	0,2646	0,4164	0,6004	-0,0429	0,1573	0,4618
---2004/2007	0,5675	0,6230	0,7371	0,4781	0,3212	0,6270
Çek Cumh.	0,0982	0,1930		0,1207	0,2913	
---2001/2003	0,0080	0,1267		0,0339	0,1863	
---2004/2007	0,2247	0,2627		0,3193	0,4874	
Macaristan	0,1417	0,1861		0,1741	0,2903	
---2001/2003	0,0066	0,1707		0,0262	0,2305	
---2004/2007	0,3289	0,2008		0,5035	0,4040	
Rusya	0,0394	0,0478	0,5931	0,0805	0,1695	0,6445
---2001/2003	-0,0389	0,0917	0,5458	0,0196	0,2214	0,5369
---2004/2007	0,1120	-0,0011	0,6560	0,2019	0,0893	0,7365
G. Kore	0,0513	0,0459	0,1461*	0,0732	0,1178	0,1902*
---2001/2003	0,0086	0,0901	0,1461	0,0218	0,1763	0,1902*
---2004/2007	0,1157	-0,0177		0,1979	-0,0108	
EMBI+ Europe*			0,6374			
EMBI+ Asia			0,5146			0,5407
EMBI+ L. America						0,5601
MSCİŞ EMEA ‡		0,4452				
MSCI Asia		0,3146			0,4290	
MSCI Latin America					0,3767	

\*: EMBI+: Emerging Markets Bond Index

§: MSCI- Morgan Stanley Capital International tarafından yayınlanan bölgesel borsa endeksleri.

‡: EMEA-Europe, Middle East and Africa

## GRANGER NEDENSELLİK TESTLERİ

	BREZİLYA			TÜRKİYE		
	Döviz Kuru (\$)	Borsa Endeksleri	Eurobond Spreadleri	Döviz Kuru (\$)	Borsa Endeksleri	Eurobond Spreadleri
Arjantin	-	-	-	-	TR<->AR	-
Meksika	-	-	BR->MX	-	TR<-MX	-
Çek Cumh.	-	BR<->CZ		TR<-CZ	-	
Macaristan	BR->HU	BR<->HU		-	-	
Rusya	BR->RU	BR->RU	BR<->RU	TR->RU	-	-
G. Kore	BR->KR	BR->kr	BR->KR	TR->KR	-	TR->KR
EMBI+ Europe			BR<->EU			
EMBI+ Asia			BR<->AS			-
EMBI+ L. America						TR<->LA

## KOİTEGRASYON TESTLERİ

	BREZİLYA			TÜRKİYE		
	Döviz Kuru (\$)	Borsa Endeksleri	Eurobond Spreadleri	Döviz Kuru (\$)	Borsa Endeksleri	Eurobond Spreadleri
Arjantin	Yok	Yok	Var	Yok	Var	Yok
Meksika	Yok	Var	Var	Var	Var	Var
Çek Cumhuriyeti	Var	Yok	-	Var	Var	-
Macaristan	Var	Yok	-	Var	Var	-
Rusya	Yok*	Var	Var	Var	Var	Var
Hong Kong	-	Yok	-	-	Var	-
G. Kore	Var	Var	Yok	Var	Var	Yok
MSCI EMEA** ‡		Yok				
MSCI Asia**		Var			Yok	
MSCI Latin America**					Yok	
EMBI+ Europe			Var			-
EMBI+ Asia			Yok			Yok
EMBI+ L. America			-			Var

\*:% 1 seviyesinde kointegrasyon ilişkisi bulunmaktadır.

\*\* : MSCI Gelişmekte Olan Ülke Endeksleri, günlük bazda 1 Ocak 2004'ten itibaren yayınlanmaktadır.

‡ : EMEA-Europe, Middle East and Africa.