

T.C.

İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR

BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**FİNANSAL KRİZ VE FİNANSAL
ENTEGRASYON ARASINDAKİ İLİŞKİNİN
AMPİRİK ANALİZİ: AVRUPA BİRLİĞİ
ÜZERİNE İNCELEME**

CEREN ERDURAK

2501140740

TEZ DANIŞMANI

Prof. Dr. MUHİTTİN KAPLAN

İSTANBUL -2019



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI



ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : CEREN ERDURAK Numarası : 2501140740
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı : PARA SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR Danışmanı : PROF.DR.MUHİTTİN KAPLAN
Tez Savunma Tarihi : 24.12.2019 Saati : 14:00
Tez Başlığı : FİNANSAL KRİZ VE FİNANSAL ENTEGRASYON ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK ANALİZİ: AVRUPA BİRLİĞİ ÜZERİNE İNCELEME

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulara sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞU~~YLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF.DR.MUHİTTİN KAPLAN		KABUL
2-PROF.DR.MEHMET SARAÇ		KABUL
3-DOÇ.DR.VOLKAN ÖNGEL		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-DR.ÖĞR.ÜYESİ ALİ KABLAN		
2-DR.ÖĞR.ÜYESİ ARİF SALDANLI		

ÖZ

FİNANSAL KRİZ VE FİNANSAL ENTEGRASYON ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK ANALİZİ: AVRUPA BİRLİĞİ ÜZERİNE İNCELEME

CEREN ERDURAK

Giderek küreselleşen finansal piyasalarla birlikte krizler sadece bir ya da birkaç ülkeyi değil tüm ülkeleri farklı derecelerde etkilemektedir. Krizlerin finansal entegrasyona etkilerinin ampirik olarak değerlendirilmesi önemli bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çalışma, finansal entegrasyon düzeyi ile kriz arasındaki ilişkiyi beta ve sigma yakınsaklık modelleri yardımıyla incelemektedir. Bu amaca yönelik olarak, öncelikle ülkeler arasındaki entegrasyon farklılık düzeyleri Feldstein ve Horioka modeline dayalı “uluslararası risk paylaşımı” hipotezi yardımıyla tahmin edilmiştir. Feldstein ve Horioka analiz sonuçlarına göre birliğe önce giren ülkelerin entegrasyon düzeyinin yüksek olduğu tespit edilmiştir. Beta ve sigma yakınsaklık modelleri, entegrasyon düzeyini ölçmeye yönelik olarak kullanılmıştır. Bu modellerin tahmininde dengeli ve dengesiz panel veri analizleri kullanılmıştır. Finansal kriz-entegrasyon ilişkisi, kriz öncesi performanslarıyla kriz sonrası ülke performansları, beta ve sigma yakınsaklık modelleri yardımıyla karşılaştırılmak suretiyle ampirik olarak analiz edilmiştir. Ayrıca bahsi geçen ilişkide entegrasyonunu tamamlamış üye ülkelerle, yeni üye ülkelerin performanslarının nasıl etkilendiğini inceleyebilmek için, Ocak 1991- Aralık 2018 dönemi boyunca Avrupa Birliği’ne 2000 öncesi üye olan entegre ülkelerle 2000 sonrası entegrasyona yeni katılan ülkelerin verileri kategorize edilerek test edilmiştir. Kısa dönem faiz araçları kullanılarak tahmin edilen beta yakınsaklık sonuçlarına göre, yapılan çalışmada 2000 yılı öncesi entegrasyona katılan 12 ülkenin krizle baş etmede entegrasyonunu tamamlamayan ülkelere göre başarılı olduğu bulunmuştur. Diğer yandan entegrasyon-kriz ilişkisinin dengeli panel

bulgularının, dengesiz panel analizi bulgularına göre daha tutarlı olduğu saptanmıştır. Ayrıca uzun dönem beta yakınsaklık dengeli panel analizi sonuçları, entegrasyonun kriz döneminin yol açtığı olumsuz etkileri uzun dönemde absorbe etme yetisinin kısa dönem dengesiz panel verilerine göre istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermiştir. Sigma yakınsaklık analizlerinden elde edilen bulgular, beta yakınsaklık analizinden elde edilen sonuçları destekler niteliktedir.

Anahtar Kelimeler : Entegrasyon, Finansal Entegrasyon, Beta – Sigma Yakınsaklığı, Kriz, Avrupa Birliği



ABSTRACT

EMPIRICAL ANALYSIS OF THE RELATION BETWEEN FINANCIAL CRISIS AND FINANCIAL INTEGRATION: THE CASE OF EUROPEAN UNION

CEREN ERDURAK

With the increasingly globalizing financial markets, crises affect not only one or several countries but all countries at different levels. Empirical evaluation of the effects of crises on financial integration is an important issue. This study examines the relationship between financial integration level and crisis with the help of beta and sigma convergence models. For this purpose, firstly, the level of integration difference between countries is estimated with the help of the “international risk sharing” hypothesis based on the Feldstein and Horioka model. According to the results of Feldstein and Horioka analysis, it has been determined that the countries, that have entered the union firstly, have high integration levels. Beta and sigma convergence models are used to measure the level of integration. Balanced and unbalanced panel data analyzes are used in the estimation of these models. The relationship between financial crisis and integration is analyzed empirically by comparing pre-crisis performances with post-crisis country performances with the help of beta and sigma convergence models. Furthermore, in order to examine how the performance of the new member states and the member states that have completed their integration are affected in the previously mentioned relationship, the data of the pre-2000 integrated countries and the new countries joining the integration after 2000 has been tested and categorized during the period of January 1991- December 2018. According to the results of beta convergence analysis, predicted by using the short-term interest instruments, it is found that 12 countries participating in integration before 2000 were more successful compared to the countries that have not completed their integration in

copied with the crisis. On the other hand, the balanced panel findings of the integration-crisis relationship are found to be more consistent than the unbalanced panel analysis findings. In addition, long-term beta convergence balanced panel analysis results show that the ability of the integration to absorb the negative effects of the crisis period in the long run is statistically significant compared to the short-term unbalanced panel data. Findings obtained from sigma convergence analysis support the results obtained from beta convergence analysis.

Keywords: Integration, Financial Integration, Beta – Sigma Convergence, Crisis, European Union

ÖNSÖZ

Ülkeler arasında serbestleşme politikaları sadece mal ve hizmet ticareti ya da işgücü konusunda değil türev piyasalarda da kendini göstermektedir. Böylelikle finanstaki serbestleşme para kavramına ulusal değil uluslararası boyut kazandırmaktadır. Günümüzde serbestleşmeye ek olarak teknolojik gelişmeler hem finansal piyasa araçlarını çeşitlendirmekte hem de piyasayı derinleştirmektedir.

2008 Küresel Finans Kriz'i ülkelerin yeniden finansal piyasalarını regüle etmelerine neden olmuş ve çare olarak ortaya atılan finansal entegrasyon kavramını bir kez daha tartışmaya açmıştır. Avrupa Birliği'nde finansal entegrasyon kavramı ilk olarak 1957 Roma Antlaşması'nda varlığını göstermiş, 2008 krizinden oldukça etkilenen üye ülkeler tarafından da olası krizlere karşı korunmak amacıyla reformlarla düzenlenmeye devam edilmiştir. Çeşitli reformlarla regüle edilmeye ve tekleştirilmeye çalışılan finansal piyasanın farklı gelişmişlik düzeyindeki ekonomilere ve piyasa derinliğine sahip Avrupa Birliği ülkeleri için ekonomideki krizlere karşı etkin olup olmadığı ise tezin ampirik çalışmalarının geliştirileceği kısımdır.

Tez çalışmamda verdiği öneriler ve eleştirilerle tezin oluşmasına katkı sağlayan tez danışmanım Prof. Dr. Muhittin KAPLAN'a teşekkür ederim.

Hayatım boyunca benden desteklerini esirgemeyen ve her an yanımda olan annem Türkan ERDURAK ile ağabeyim Murat Cenk ERDURAK'a ve tezimi ithaf ettiğim rahmetli babam ve anneanneme teşekkürü borç bilirim.

Ceren ERDURAK

İSTANBUL, 2019

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ	vii
İÇİNDEKİLER LİSTESİ	viii
TABLO LİSTESİ	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ENTEGRASYON SÜREÇLERİ

1. Ekonomik Entegrasyon Süreci	4
1.1. Ekonomik Entegrasyon Örnekleri	7
1.2. Ekonomik Entegrasyonun Ölçülebilirliği	16
1.3. Finansal Liberalleşmeden Finansal Entegrasyona: Finansal Entegrasyon Süreci	21
1.4. Finansal Entegrasyon Örnekleri	29
1.5. Finansal Entegrasyonun Ölçülebilirliği	33

İKİNCİ BÖLÜM

KRİZ VE ENTEGRASYON İLİŞKİSİ

2.1. Kriz Tanımı ve Krizin Sınıflandırılması	38
2.2. Finansal Kriz ve Finansal Entegrasyon İlişkisi	40
2.3. Avrupa Birliği'nde Finansal Entegrasyon ve Kriz	47

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL ENTEGRASYON VE KRİZ İLİŞKİSİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

3.1. Literatür Taraması.....	53
3.2. Model ve Veri Seti.....	56
3.2.1. Model.....	57
3.2.2. Veri Seti.....	62
3.3. Ampirik Bulgular.....	65
SONUÇ	84
KAYNAKÇA	87

TABLolar LİSTESİ

Tablo 3.1 Uluslararası Risk Paylaşımının Testi 65

Tablo 3.2 Tasarruf ve Yatırımlar Arasındaki İlişki.....67

Tablo 3.3 Hausman Test Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengeli Panel).....70

Tablo 3.4 Hausman Test Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengesiz Panel)....70

Tablo 3.5 Hausman Test Uzun Dönem Devlet Tahvil Getiri Oranları (Dengeli Panel)
.....71

Tablo 3.6 Beta Yakınsaklık Analizi Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengeli Panel) 72

Tablo 3.7 Beta Yakınsaklık Analizi Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengesiz Panel).....76

Tablo 3.8 Beta Yakınsaklık Analizi Uzun Dönem Devlet Tahvil Getiri Oranları (Dengeli Panel).....78

Tablo 3.9 Sigma Yakınsaklık Analizi Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengeli Panel).....79

Tablo 3.10 Sigma Yakınsaklık Analizi Uzun Dönem Devlet Tahvil Getiri Oranları (Dengeli Panel).....	81
--	----

Tablo 3.11 Sigma Yakınsaklık Analizi Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengesiz Panel).....	82
--	----



KISALTMALAR LİSTESİ

AB: Avrupa Birliği

APEC: The Asia- Pacific Economic Cooperation

ASEAN: The Association of South East Asian Nations

BRICS: Brazil, Russia, India, China, and South Africa

COMESA: The Common Market for Eastern and Southern Africa

CUSFTA: The Canada-United States Free Trade Agreement

EAC: The East African Community

ECOWAS: The Economic Community of West African States

EU: European Union

GATT: The General Agreement on Tariffs and Trade

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

ICAPM: International Capital Asset Pricing Model

IFS: International Financial Statistics

MERCOSUR: Southern Common Market

NAFTA: The North American Free Trade Agreement

SAARC: The South Asian Association for Regional Cooperation

SADC: The Southern African Development Community

OECD: The Organisation for Economic Co-operation and Development

WDI: The World Development Indicator

WTO: World Trade Organization

GİRİŞ

Çalışmanın amacı finansal entegrasyon ve kriz ilişkisini dengeli ve dengesiz panel veri analizleriyle beta ve sigma yakınsaklık modelleri yardımıyla ampirik olarak araştırmaktır. Avrupa Birliği'nde farklı entegre düzeyleri olan ülke gruplarının entegrasyon düzeyleri beta ve sigma yakınsaklık modelleriyle ölçülecektir. Tez çalışmasında Avrupa Birliği üyesi ülkeye ait Ocak 1991 Aralık 2018 dönemi aylık verileri kullanılacaktır.

Krizle dair çalışmalar incelendiğinde krizin etkisi, ekonomik performansı belirleyen değişkenlerin katsayı değerlerinin, kriz öncesi ve kriz sonrası dönemler itibarıyla karşılaştırılmasıyla ölçülmektedir. Bu karşılaştırma sonucunda ise krizin habercisi olan faktörlerin neler olduğu sorusuna yanıt bulunmaya çalışılır. Ayrıca liberalleşen ve serbest kur rejimi ile otarşik ekonomilerden açık ekonomi sistemine geçen ülke ekonomileri kriz sonrası sadece kendi ulusal piyasalarını değil uluslararası piyasaları da etkileyebilecek reformlar yaparak küreselleşen piyasalarda krizlerin hızla yayılmasına karşı ortak çözüm arayışı bulmaya çalışmaktadırlar. Yapılan tez çalışması ile hem dengeli ve dengesiz panel data ile gözlem yapılmış hem de zaman aralığı önceki çalışmalara göre uzatılmıştır. Tezin katkısı söz konusu krizi kukla değişkeni olarak modele katıp, entegrasyon ile kriz ilişkisini kriz kukla değişkeninin parametresi olarak ölçüyor olmasıdır.

Türev piyasaların derinlik kazanması risk iştahını beslediği gibi, farklı piyasa enstrümanlarının dahil olması ile finansal piyasa giderek kompleks bir yapıya sürüklenmiştir. Bu derinlik ve kompleks yapı gelişmiş ülkelerde birbirine rahatça entegre olabilir ama aynı durum gelişmekte olan ülkelerde farklıdır. Yakın geçmişte yaşadığımız 2008 Küresel Finans Krizi'nin Avrupa Birliği üzerindeki etkileri incelendiğinde birliğe bağlı gelişmekte olan üye ülkelerin mali ve finansal yapısının diğer gelişmiş üye ülkeler gibi güçlü olmadığı ve krizden en çok onların etkilendiği görülmüştür. Bu tür negatif etkilere çare olarak da Avrupa Birliği bünyesinde finansal

mali bütünlüğü denetleyecek, politika yapıcı bir denetim yapısına ihtiyaç duyulmaktadır.¹ Avrupa Birliği özelinde, üye ülkelerin bütünleşme sürecinde serbest ticaret, ortak pazar ya da parasal birlik gibi birbirlerine bağlayıcı politika ve kurumsal yapıyı benimsemelerine rağmen aslında ulusal mali politikalarında birlikten bağımsız politikalar izlemeleri bir sorun olarak görülmektedir. Altının çizilmesi gereken problematik de tam da burda yatmaktadır; giderek önemli hale gelen ve derinlik kazanan finansal piyasalarda bütünleşmeye dair politikalar izlenmesine rağmen olası krizlere karşı hâlâ istenilen etkin korunma sağlanamamıştır. Bu sorundan hareketle bu çalışmada finansal entegrasyon kriz ilişkisi ampirik olarak değerlendirilmektedir. Bu tezde finansal entegrasyon ve kriz ilişkisine ampirik açıdan Avrupa Birliği örnekleminde bakılmaktadır.

Tezi oluşturan kısımlardan ilki olan entegrasyon süreçleri: ekonomik entegrasyon süreci bölümünde, entegrasyon türlerinden biri olan ekonomik entegrasyonun literatürdeki gelişimi, dünyadaki örnekleri ve ekonomik entegrasyonun ölçülmesi konuları yer almaktadır. Diğer taraftan birinci kısmın alt başlığında finansal entegrasyon üzerine teorik olarak incelemeler yapılmış ve finansal entegrasyonun ölçümüne dair örnek çalışmalar anlatılmıştır. Ekonomik entegrasyon daha çok serbest ticaret anlaşmaları ile başlayıp entegrasyonu sağlayıcı ortak kurum ve politik yapı ile kurulmaktadır. Ekonomik entegrasyonun ikinci aşaması olan gümrük birliğinin Avrupa Birliği üye ülkeleri arasındaki etkisine örnek vermek gerekirse; Dünya Ticaret Örgütü'ü verilerine göre Avrupa Birliği (üye ülkeler arasındaki ticaret hariç tutulduğunda) 2017 son çeyreğine göre dünya mal ticaretinde ihracat ve ithalat sıralamasında ikinci sıradadır, ticari hizmetlerin ithalat ve ihracatında ise birinci sırada yer almaktadır.² Finansal entegrasyon ise parasal birlik ve ortak para politikalarının benimsenişi ve türev piyasa araçlarının finansal bütünleşmede yer alan ülkelerde ne kadar benzerlik kazandığı ile ilgilidir. Tez çalışmasında finansal entegrasyon ve devamındaki süreç, 1.3 Finansal liberalleşmeden finansal entegrasyona: finansal

¹ Marek Dabrowski, "The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration", **Economic Systems**, Vol:34, No:1, 2010, s.38-54

² WTO, "The European Union and the WTO", Çevrimiçi 3 Mart 2019 https://www.wto.org/english/res_e/statistics_e/daily_update_e/trade_profiles/E28_e.pdf

entegrasyon süreci kısmıyla başlayıp, finansal entegrasyon örnekleri ve ölçülebilirliği kısımları ile devam edecektir.

İkinci bölüm olan kriz ve entegrasyon ilişkisinde finansal entegrasyon ve kriz ilişkisi teorik açıdan ele alınacaktır. Öncelikle kriz tanım ve sınıflandırmalarından bahsedilecek, sonrasında finansal entegrasyon ve finansal kriz ilişkisi literatürdeki çalışmalarla incelenecektir. Son olarak ilgili bölümde finansal entegrasyon ve kriz ilişkisine Avrupa Birliği örnekleminden bakılacaktır. Bu bölümde kısaca Avrupa Birliği'nin finansal entegrasyon sürecine değinilecek ve kriz ile ilişkisi teorik açıdan incelenecektir.

Üçüncü bölüm olan finansal entegrasyon ve kriz ilişkisi üzerine ampirik bir uygulamada ise finansal entegrasyon ve kriz ilişkisi Avrupa Birliği özelinde beta ve sigma yakınsaklık dengeli ve dengesiz analizleri yapılarak ampirik olarak incelenecektir. Söz konusu incelemeler öncesinde de entegrasyon farklılık düzeyleri Feldstein-Horioka modellerine dayanan uluslararası risk paylaşımı hipotezi ve tasarruf- yatırım ilişkisine göre analiz edilecektir. 3.1. literatür taraması alt başlığında ülkeler arasındaki fiyat farklılıklarının derecesini gösteren en belirgin değişkenlerden biri olan faiz oranı değişkeninin yer aldığı örnek çalışmalardan bahsedilecektir. Tez çalışmasının ampirik bölümünde de finansal entegrasyon ve kriz ilişkisinin belirlenmesinde kullanılan en önemli değişkenlerden biri olan faiz oranları kullanılacaktır. Üçüncü bölümde öncelikle entegrasyon farklılık düzeylerinin incelenmesine yardımcı olan tasarruf-yatırım ilişkisi ve uluslararası risk paylaşımı testinden bahsedilecektir. Sonrasında beta ve sigma yakınsaklık modellerine dair açıklamalardan da söz edilecektir. Söz konusu modellerden elde edilen bulgular finansal entegrasyon düzeyi ve kriz arasındaki ilişki kapsamında yorumlanacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ENTEGRASYON SÜREÇLERİ

Bu bölümde entegrasyon süreçleri içinde yer alan ekonomik entegrasyon ve finansal entegrasyon kavramları incelenmektedir. Ekonomik entegrasyon süreci, örnekler ve ekonomik entegrasyonun ölçülebilirliğine dair literatürdeki çalışmalar örnek gösterilerek anlatılmaktadır. Ayrıca finansal entegrasyon süreci, örnekleri ve ölçülebilirliği de bu bölümde yer alarak entegrasyon süreçleri ile ilgili literatür taraması yapılmaktadır.

1. Ekonomik Entegrasyon Süreci

Ekonomik entegrasyon ülkelerin ticari faaliyetlerindeki kısıtlamaları kaldırarak ortak pazar yaratma çabasının da ötesinde kendi içinde politik, kurumsal dönüşümleri ve hatta pazara konu olan malların standartlaştırılmasını da içeren çok yönlü bir kavramdır.³ Ekonomik entegrasyon tek başına rekabet üstünlüğü sağlayacak bir ülke yerine birden fazla ülkenin çıkarları doğrultusunda entegrasyonun dışında kalan ülke için güçlü bir rekabet bloğu oluşturulması durumudur. Ancak entegrasyonu oluşturacak ülkelerin özellikleri, (entegrasyona katılacak ülkelerin ekonomik yakınsaklığı, ekonomik göstergelerin dışında ülkelerin nüfus miktarı ve nüfusun eğitim düzeyi, entegrasyon için gerekli uluslararası hukuki yaptırımlara ülkelerin uyumluluk düzeyi, kültürel ve politik etmenlerin entegrasyonu etkileme halleri, ticarete konu olacak mal ve hizmetlerin standartlaşması için teknolojik altyapının ülkeler arasında sağlanma yöntemi gibi faktörler) entegrasyonun varlığı ve varlığını sürdürmesi de tartışılmalıdır. Bu konuları tartışmak için öncelikle ekonomik entegrasyonun tanımına, literatürdeki gelişimine ve dünyadaki örneklerine bakılmalıdır.

³ Salif Koné, “Is Economic Integration Between Developing Countries a Singular Process?”, **Journal of Economic Integration**, Vol: 27, No: 3, Center for Economic Integration, Sejong University, 2012, s. 386-409

Ekonomik entegrasyon konusunda önemli yazarlardan biri olan Bela Ballassa (1962)⁴, ekonomik entegrasyonu tanımlarken, öncelikle diğer entegrasyon türlerinden ve ülkeler arası yapılan işbirliği anlaşmalarını ekonomik entegrasyondan ayrı tutar, çünkü ekonomik entegrasyonun varlığından söz edebilmek için entegrasyona dahil olan ülkelerin birbirlerine uyguladıkları kısıtlamalardan vazgeçmek amacıyla adım atmaları, ulusal ekonomilere ait kurumların da bu duruma uyum sağlaması gerekmektedir. Dolayısıyla Balassa (1962)'ya göre ekonomik entegrasyon hem süreçtir hem de ulusal ekonomilerden tek entegre ekonomiye dönüşür.⁵ Ancak ekonomik entegrasyon türlerinden ikincisi olan gümrük birliği ile birincisini oluşturan serbest ticaret alanının ikili ülkeler arasında sağlanması yeni bir kavramı da ortaya çıkarmıştır. Özellikle ekonomik entegrasyonlardan önce varolan bu kavram yöreselleşme (regionalization) olup bölgecilik (regionalism) kavramından hem serbest ticaretin ve yatırımın daha yoğun hem de daha fazla taraflı olması nedeniyle farklıdır.⁶ Bölgecilik ekonomik entegrasyondan farklıdır. Bölgecilik kavramını ticari anlaşmalarla sağlanan işbirliği (cooperation) olarak gören Balassa (1962) entegrasyonu bu kavramdan ayırır. Bölgecilikte anlaşmayı sağlayan ülkeler arasında serbest ticaret kavramına yakınsama hali varsa entegrasyon kavramında serbest ticareti önleyecek her türlü sınırlamaların kaldırılması hali mevcuttur.⁷

Aslında ekonomik bütünleşmenin türleri olan serbest ticaret alanının oluşumu (free trade area), gümrük birliği (custom union), ortak pazar (common market), ekonomik birlik (economic union) ve tam ekonomik bütünleşme (total economic integration) türden öte ekonomik entegrasyonun aşamaları olarak da ifade edilmektedir.⁸ Bunun nedeni günümüzdeki Avrupa Birliği ekonomik entegrasyonunun bu aşamaları takip ederek şu anki ekonomik birlik ile parasal birlik aşamalarında yer alırken, diğer ülkeler arasındaki ekonomik anlaşmalar bu aşamaları geçerek ekonomik bütünleşmeyi yakalayamamışlardır, çünkü anlaşma tarafları serbest ticaret alanı ile

⁴ Bela Balassa, **The Theory of Economic Integration**, London, George Allen and Unwin, 1962, s.173-185

⁵ Bela Balassa, **a.g.e**, s 175

⁶ Yoo-Duk Kang, "Development of Regionalism: New Criteria and Typology", *Journal of Economic Integration*, Vol: 31, No:2, Center for Economic Integration, Sejong University, 2016, s. 234-274

⁷ Balassa, **a.g.e**, s. 174

⁸ Yoo-Duk Kang, **a.g.e**, s. 242

ticari kısıtlamaları kaldırıp hatta gümrük birliği ile faktör dolaşımının serbestliğine dahi izin verse de sonraki aşamalar ülkeler arası politikalarda uyumluluk zorunluluğu getirdiği için ekonomik birlik aşamasına ulaşamamıştır.⁹

Yukarıda bahsettiğimiz beş aşama ya da ekonomik bütünleşme türlerini kısaca açıklamak gerekirse; ilk aşama olan serbest ticaret alanının oluşturulmasında ülkeler arasındaki ticaret sırasında ithal edilen malın miktarına getirilen kısıtlama ile gümrük vergileri kaldırılırken, serbest ticaret alanının dışındaki ülkelere kısıtlamalar uygulanmaya devam edilmektedir, gümrük birliğinde ise serbest ticaret alanının yanı sıra birliğe dahil olan ülkeler birlik dışındaki ülkelere ortak gümrük vergisi ile ortak kota uygular. Ortak pazar aşamasında ise gümrük birliğine ek olarak üretim faktörlerinin birlikte yer alan ülkeler arasında serbest dolaşım hakkı vardır. Ekonomik birlik aşamasında daha önce bahsettiğimiz ticareti engelleyici kısıtlamaların kaldırılması ve üretim faktörlerinin serbest dolaşımının entegrasyona dahil ülkelerin ulusal mali politikalarına da yansımadır.¹⁰ En son olarak tam ekonomik bütünleşme ile de bir önceki aşamadaki duruma ek olarak para, mali ve sosyal tüm ulusal politikalarda diğer ülkelerle birlik içinde olma durumudur.¹¹ Avrupa Birliği söz konusu aşamaları sırasıyla takip eden tek entegrasyon olup, şu anda hala ekonomik birliği sağlamaya çalışmakta ancak parasal birlik ile de tam ekonomik bütünleşme aşamasına ulaşmaya çalışmaktadır.¹²

Bela Balassa (1962)'nın ekonomik entegrasyon tanımı ve teorisinin dışında literatürde entegrasyonla ilgili başka teoriler de vardır. Jacob Viner'in gümrük birliği teorisi ile Lipsey ile Lancaster (1956)'ın The General Theory of the Second Best adlı makalelerinde anlattıkları ikinci en iyi teorisi de örnek verilebilecek diğer teorilerdir.¹³

Ekonomik entegrasyon tanımını ilk kullananlardan belki de ilk kullanan olan Wilhem Röpke (1959) *International Economic Integration* adlı bir kitapta ekonomik

⁹ Yoo-Duk Kang, **a.g.e**, s. 242

¹⁰ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, Güzem Can Yayınları, 2003, İstanbul, s.204

¹¹ Balassa, **a.g.e**, s. 175

¹² Yoo-Duk Kang, **a.g.e**, s. 241

¹³ Halil Seyidoğlu, **a.g.e**, s.214

entegrasyonu ve ticaret engellerinin kaldırılmasını savunmakta, *International order and Economic Integration*¹⁴ kitabında ekonomik entegrasyonu tanımlarken de entegrasyondan tüm üyelerin eşit ve bedava yararlanabilmeleri için ortak parasal birliği savunan ifadelerle de yer vermektedir.¹⁵

1.1.Ekonomik Entegrasyon Örnekleri

Dünya Ticaret Örgütü'nün (WTO) 2006-2016 zaman dilimindeki verilerine göre mal ticaretinde bölgesel ticaret anlaşmalarından, Avrupa Birliği (AB) ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA) diğer bölgesel anlaşmalar arasında başı çekmektedirler.¹⁶ Yine Dünya Ticaret Örgütü'nün 2006-2015 dönemine ait bölge içi ticarete ilk üçde sırasıyla % 63 ile Avrupa Birliği (AB), %50 ile Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA) ve %24 ile Güneydoğu Asya Uluslar Birliği (ASEAN) yer almaktadır.¹⁷

Ekonomik entegrasyon için önemli dönüm noktalarından biri olan ve temelleri II.Dünya Savaşı'ndan sonra atılan Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması'ndan (GATT) önce büyük bir ekonomik kriz geride bırakılmaktaydı. 1929 yılında yaşanan Büyük Buhran, I. ile II. Dünya Savaşları dönemleri ülkeleri ekonomide korumacı politikalar izlemeye itmiştir, öyle ki ülkeler daha çok ikili anlaşmalarla ticari ilişkilerini sürdürmekte ve birbirlerine uyguladıkları gümrük tarifeleri de ülkelere göre değişiklik göstermekteydi.¹⁸ 23 üye ülkeyle başlayan sonrasında Batı Avrupa ülkelerini de kapsayan GATT'ın amacı gümrük tariflerini ve diğer ticaret kısıtlamalarını azaltmak, anlaşmaya üye ülkeler arasındaki haksız rekabeti önlemektir.¹⁹ Yukarıda da bahsedildiği gibi anlaşmanın ana hedeflerden biri gümrük

¹⁴ Röpke, Wilhelm. *International order and economic integration*. Ludwig von Mises Institute, 1959.

¹⁵ Fritz Machlup, **A History of Thought on Economic Integration**, The Macmillan Press, 1977, s.253

¹⁶ WTO (World Trade Organization). "World Trade Statistical Review 2017." (2016).

¹⁷ WTO (World Trade Organization) **a.g.e.**, s.12

¹⁸ Halil Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.192

¹⁹ Douglas Irwin, "The GATT in the historical perspective", The American Economic Review, Vol.85, No.2, 1995, s.325

tarifelerinin düşürülmesi sağlamak amacıyla ülkeler arasında *karşılıklı ödün* politikası izleniyordu. Buna göre ihracat yapan ülke ile ithal eden ülke arasında talep ve ödün dengesi oluşturarak tariflerin azaltılması hedeflenmekteydi.²⁰ Dünya Ticaret Örgütü'nün (WTO), GATT'ın yerine geçmesiyle gümrük tarifelerinin alanı genişletildi.²¹ WTO sonrasında gelen anlaşmalar üye ülkelerin coğrafi niteliklerine göre ya da ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre oluşmuşlardır.²²

Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması (NAFTA), Amerika Birleşik Devletleri, Kanada ve Meksika arasında 1994 yılında yürürlüğe girerek, üye ülkeler arasındaki serbest ticaret antlaşması özelliğini taşımaktadır.²³ Söz konusu antlaşmanın en önemli özelliklerinden biri de gayri safi milli hasıla ve nüfus açısından bakıldığında gerçekleştirilen en büyük serbest ticaret anlaşmalarından biri olması, bununla birlikte ara malı üretimine, sanayileşmeye verdiği pozitif etkidir.²⁴ Ekonomideki liberalizasyon politikalarının çevreye olan olumlu etkileri de literatürde çalışılan konulardan biri olmuştur. NAFTA Antlaşması'nın kabulü ile birlikte 1994-1998 dönemleri içinde Amerikan endüstrisi nedeniyle ortaya çıkan kirlilik bulguları söz konusu dönem için üçte iki oranında azalış göstermekle birlikte; Amerika'ya Meksika 'dan gerçekleşen ithalatla Amerikan sanayisinin çevreye verdiği zarar düşüş göstermiş, Amerikan ekonomisinde de azalan üretimin yerine teknoloji yoğun üretim modeliyle ekonominin büyümesine katkı sağlanmıştır.²⁵ NAFTA ile varolan diğer antlaşmaların etkisi literatürde dikkat çeken diğer konulardan biridir. Örnek çalışmada Kanada-Amerika Serbest Ticaret Antlaşması (CUSFTA) ile NAFTA dünya ticaret verileriyle birlikte karşılaştırılmış; söz konusu iki antlaşmanın uluslararası ticarete

²⁰ Halil Seyidoğlu, **a.g.e**, s.194

²¹ Douglas Irwin, **a.g.e**, s.327

²² Halil Seyidoğlu, **a.g.e**, s.245

²³ Peach, James T., and Richard V. Adkisson. "NAFTA and economic activity along the US-Mexico Border." *Journal of Economic Issues* 34.2481-489,2000

²⁴ Caliendo, Lorenzo, and Fernando Parro. "Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA." *The Review of Economic Studies* 82.1 : 1-44, 2015

²⁵ Cherniwchan, Jevan. "Trade liberalization and the environment: Evidence from NAFTA and US manufacturing." *Journal of International Economics* 105 : 130-149,2017

üretim artışı adına pozitif etkileri görülürken, fiyatlar ve refah düzeyine olan etkisi bir önceki etkiye göre daha azdır.²⁶

Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği (ASEAN) Endonezya, Malezya, Tayland, Filipinler, Singapur, Brunei, Vietnam, Laos, Myanmar, Kamboçya olmak üzere söz konusu 10 ülkenin oluşturduğu bir birliktir. Amaç malların, hizmetlerin ve iş gücünün serbest dolaşımını sağlayarak bölgesel ekonomik entegrasyonu gerçekleştirebilmektir.²⁷ ASEAN bahsedilen amacını gerçekleştirmeye yönelik tasarılar öngörse de birliğe üye ülkelerin ulusal ekonomik çıkarları söz konusu amacı gerçekleştirmeyi engellemektedir.²⁸ Ekonomik birliklerin global krizler karşısında gösterdikleri performansta araştırılan konular arasında yer almaktadır. Bu araştırmalardan biri ASEAN üye ülkeleri üzerine 2000 ve 2014 yılları boyunca 2008 krizini, öncesi ve sonrasını ele alan bir çalışmadır, çalışmada ülkelerin büyüme eğilimleri incelenmiştir.²⁹ Kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasıla neo-klasik büyüme modeli olan Solow modeline göre test edilerek ülkelerin büyüme oranları araştırılmaya çalışılmıştır, elde edilen sonuçlara göre kriz döneminde istatistiki olarak anlamlı olmasa da krizin büyümeye negatif etkisi olduğu tespit edilmiş, 2000 ve 2004 döneminde ise üye ülkeler arasında büyüme oranları görece düşük kalmakla beraber; kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasıla ile test edilen büyüme oranları arasındaki farkın ülkelerin verimlilik farklarından kaynaklandığı düşünülmektedir.³⁰ ASEAN Ekonomi Birliği, ekonomik entegrasyonun unsurlarından biri olan tek pazar hedefine malların, hizmetlerin ve iş gücünün serbest dolaşımını sağlayarak ulaştığında bu durum 600 milyon kişiyi etkilemekle kalmayıp 2 trilyon dolarlık üretim potansiyelinin de ortaya çıkmasına olanak sağlayacaktır.³¹ Avrupa Birliği ile karşılaştırıldığında bu

²⁶ Romalis, John. "NAFTA's and CUSFTA's Impact on International Trade." *The Review of Economics and Statistics* 89.3 : 416-435,2007

²⁷ Yean, Tham Siew, and Sanchita Basu Das. "The ASEAN economic community and conflicting domestic interests: An overview." *Journal of Southeast Asian Economies* : 189-201,2015

²⁸ Yean, Tham Siew, and Sanchita Basu Das, **a.g.e**,195-198

²⁹ Gugler, Philippe, and Laura Vanoli. "Convergence or divergence of prosperity within the ASEAN community? A crucial issue for the success of the ASEAN economic community (AEC) process." *International Journal of Emerging Markets* 12.3: 610-624,2017

³⁰ Gugler, Philippe, and Laura Vanoli, **a.g.e**,613-622

³¹ Petri, Peter A., Michael G. Plummer, and Fan Zhai. "ASEAN economic community: A general equilibrium analysis." *Asian Economic Journal* 26.2 : 93-118,2012

öngürünün gerçekleşmesi göreceli olarak zordur, çünkü Avrupa Birliği sadece ekonomik bir entegrasyondan ibaret değildir, kurumları, finans piyasalarını, eğitim, sağlık vb gibi politikaları da içine aldığından dolayı ASEAN Ekonomik Birliği'nin başarısı daha sınırlı kalmaktadır. O yüzden ki ASEAN Ekonomi Birliği serbest ticaret koşullarını gerçekleştirse de malların, hizmetlerin ve kalifiye iş gücünün serbest dolaşımını regüle etmek konusunda görece daha az başarılı kalmaktadır.³² Bahsettiğimiz ekonomik birlikler yaşayan yapılar oldukları için zamanla içlerine yeni üyeler alarak bölgesel ekonomik entegrasyon hedeflerini artırmaya çalışmaktadırlar. ASEAN Ekonomik Birliği de zamanla üyelerinin sayısını artırma yoluna gitmiştir. Bu konuda dikkat edilmesi gereken her ne kadar birlikten bahsedilse de her ülke kendi için ulusal ekonomik yapısını devam ettirmektedir. Böylelikle ulusların kendi yerel ekonomilerindeki eksiklikler birliğin etkinliğine de zarar verebilir. Kamboçya, Myanma, Vietnam ve Lao Demokratik Halk Cumhuriyeti'ni arasına katan ASEAN Ekonomik Birliği'nin serbest ticaret odağındaki hedefleri, içerisine aldığı bu yeni ülkelerden etkilenmektedir.³³

Asya Pasifik İşbirliği Forumu (APEC), Singapur, Kanada, Tayvan, Hong Kong Özel İdaresi, Endonezya, Filipinler, Peru, Şili, Rusya Federasyonu, ABD, Papua Yeni Gine, Brunei Darussalam, Meksika, Avustralya, Vietnam, Japonya, Malezya, Kore, Yeni Zelanda, Çin Halk Cumhuriyeti ,Tayland üye ülkelerinin oluşturduğu kapsamlı bir birliktir. ³⁴ Serbest ticaret hedefiyle kurulan forum bu hedefinin dışındaki diğer hedefleri tarihsel süreç içinde ikinci plana atmıştır ve ikinci plana atılan hedefler arasında üye ülkeler arasındaki çevre politikaları yer almakla birlikte, bu politikalardan kaçma nedenleri arasında en önemli olanı üye ülkeler üzerine yaratacağı ek maliyetlerdir.³⁵ Ancak bu maliyetlere katlanmama hali kıt olan kaynakların sürdürülebilirliğini tehlikeye düşürmektedir.³⁶ Söz konusu forum serbest ticaret

³² Petri, Peter A., Michael G. Plummer, and Fan Zhai, **a.g.e**,99-114

³³ Pomfret, Richard. "ASEAN's new frontiers: Integrating the newest members into the ASEAN economic community." *Asian Economic Policy Review* 8.1 : 25-41, 2013

³⁴ Ivanova, Antonina, and Manuel Angeles. "Trade and environment issues in APEC." *The Social Science Journal* 43.4 ,: 629-642,2006

³⁵ Ivanova, Antonina, and Manuel Angeles, **a.g.e**,631-640

³⁶ Ivanova, Antonina, and Manuel Angeles, **a.g.e**,631-640

amacının etkinliğini artırmak adına ticaretten doğan maliyetleri düşürmeyi hedeflese de, bu hedefine ulaşmada 2002-2010 dönemi içinde bazı ülkeler başarılı olmuş, Vietnam gibi ülkeler de ticaret maliyetlerini %10 düşürme hedefine ulaşamamıştır.³⁷ Örneklerini verdiğimiz ekonomik birliklerin en önemli özelliklerinden biri başlangıçtaki üyeleri ile sonradan birliğe katılan üyeler de dahil olmak üzere kişi başına düşen üretim miktarının üye ülkeler arasında yakınsamasıdır. APEC İşbirliği Forumu da 1990-2011 yılları arasında yapılan çalışmalara göre bu tezi doğrulamaktadır, ancak kişi başına düşen gelir için aynı başarılı sonuç forum üyeleri tarafından gösterilememiştir.³⁸

Güney Ortak Pazarı (MERCOSUR), Arjantin, Brezilya, Paraguay, Uruguay'ın tam üye olduğu Şili, Bolivya, Ekvator, Peru, Kolombiya ve Venezuela'nın ortak üye olduğu 1991 yılında kurulan bir birlik olup gümrük birliği, serbest ticaret ve ortak pazar hedeflerine sahip olduğu için Avrupa Birliği'nin ekonomik entegrasyon hedeflerine diğer birliklere görece daha yakınlık göstermektedir.³⁹ Bölgesel birliklerin ticaret serbestliği sağlamanın yanında ülkelerin üretim politikalarına üretim çeşidi yoluyla etkide bulunurlar. Örneğin Güney Ortak Pazarı için önemli bir üye olan Brezilya, bölge içinde mukayeseli üstünlük tezine dayanarak ürettiği ürünlerin ihracatını yaparken ekonomik göstergeler açısından Brezilya'nın altında olan ülkeler, mukayeseli üstünlükten yararlanamamaları da birlik içinde ticaretin serbest oluşundan yararlanabilmektedirler.⁴⁰

Doğu ve Güney Afrika Ortak Pazarı (COMESA), 1993 Comesa Antlaşması ile 19 üyeden oluşan bir birliktir. Önceki birlikler gibi üye ülkeleri içinde başlıca hedefi ticaret engellerini kaldırarak üyeler arasında serbest ticaretin sağlanmasıdır.⁴¹ Serbest

³⁷ Shepherd, Ben. "Did APEC's Trade Facilitation Action Plans deliver the goods?." *Journal of Asian Economics* 43 (2016): 1-11.

³⁸ Vu, Xuan-Binh. "Disparities and growth within APEC countries, 1990~ 2011." *Journal of Economic Integration* (2015): 399-428.

³⁹ <http://www.mfa.gov.tr/guney-ortak-pazari.tr.mfa>, Çevrimiçi, (15/03/2019)

⁴⁰ Moncarz, Pedro, Marcelo Olarreaga, and Marcel Vaillant. "Regionalism as industrial policy: Evidence from MERCOSUR." *Review of Development Economics* 20.1: 359-373, 2016

⁴¹ Tumwebaze, Henry Karamuriro, and Alex Thomas Ijjo. "Regional economic integration and economic growth in the COMESA region, 1980–2010." *African Development Review* 27.1 (2015): 67-77.

ticaretin ülkelerin büyüme verileriyle pozitif ilişki içinde olduğunu ekonomi birlikler üzerinden ele almaya çalışan ampirik analizler mevcuttur. Bunlardan bir tanesi de COMESA'ya üye olan ülkeler adına 1980-2010 dönemini kapsayan çalışmadır, bu çalışmada ülkeler arasındaki büyüme modeli kişi başına düşen milli hasıla, eğitim seviyesi gibi değişkenlerle test edilmeye çalışılmıştır. Bu çalışma beklenildiği gibi sonuç vermese de önceki değişkenler, fiziki sermayenin büyüme oranı, nüfusun büyüme oranı, uluslararası ticaret serbestliği gibi değişkenlerle değiştirilerek analiz edildiğinde ticaret artışı ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkiye ulaşılmıştır.⁴² Literatürdeki çalışmalarda ekonomik işbirliklerinin sadece kendi içindeki üyeler arasında değil birliklerin diğer birliklerle olan ilişkilerinden ortaya çıkabilecek etkileri konu alan çalışmalar da mevcuttur. Doğu ve Güney Afrika Ortak Pazarı (COMESA), Doğu Afrika Topluluğu (EAC), Güney Afrika Kalkınma Topluluğu (SADC)'nun birliktelikleriyle oluşacak ticaret ilişkileri yukarıda açıklanan duruma örnektir. Söz konusu topluluklar ile ilgili yapılan çalışmada bulunan verilere göre bu üç topluluğun oluşturacağı serbest ticaret uygulamasıyla bir yandan 2 milyar dolara yakın yeni ticaret hacmi oluşturma yanısıra söz konusu ülkeler için 1,5 milyar dolarlık net ticaret kazancı ortaya çıkarken bir yandan da 1 milyar dolara yakın gümrük vergilerinden elde edilen getirilerden vazgeçilecektir.⁴³

Güney Afrika Kalkınma Topluluğu (SADC), Botswana, Angola, Burundi, Komoros, Demokratik Kongo Cumhuriyeti, Lesoto, Madagaskar, Malavi, Morityus, Mozambik, Namibiya, Güney Afrika, Tanzanya, Zambiya, Svaziland ve Zimbabve tarafından oluşturulan bir topluluktur.⁴⁴ Birlik tarafından atılan önemli adımlardan bir tanesi, üye ülkeler arasında (Demokratik Kongo Cumhuriyeti'ni ve Angola'yı hariç olmak üzere) 2008 yılında imzalanan Serbest Ticaret Antlaşması olmakla birlikte bu antlaşmanın amaçları arasında; malların ve hizmetlerin üye ülkeler arasında serbest dolaşımı, endüstriyelleşmenin teşvik edilerek üretimin artırılması ve en sonunda üye ülkeler arasında kalkınma hızını artırmaktır.⁴⁵ Serbest Ticaret Antlaşmasının

⁴² Tumwebaze, Henry Karamuriro, and Alex Thomas Ijjo, , **a.g.e**,72-74

⁴³ Makochehanwa, Albert. "Welfare implications of COMESA-EAC-SADC Tripartite free trade area." *African Development Review*26.1 : 186-202, 2014

⁴⁴ Makochehanwa, Albert, , **a.g.e**,s.200

⁴⁵ <https://www.sadc.int/about-sadc/integration-milestones/free-trade-area/> Çevrimiçi, (15/03/2019)

sonucunda ise üye ülkeler arasında gerçekleşen %85 ticaret hacminde gümrük vergisi sıfırlanmakta, antlaşmaya bağlı ülkeler bölgesel ticarete gümrük vergilerini düşürmek adına reform paketleri uygulamaktadırlar.⁴⁶ Güney Afrika Kalkınma Topluluğu (SADC)'nın içerdiği bölgeler arası faaliyetlerinin yanı sıra diğer bölgesel ekonomik birliklerle de ilişkileri bulunmaktadır. Bunlardan biri de SADC ile Batı Afrika Devletleri Ekonomi Topluluğu (ECOWAS) arasında olmaktadır. Afrika bölgesel ticaret antlaşmaları konusunda birçok örneğe sahip olmakla birlikte bu bölgesel ticaret antlaşmalarının etkinliği de literatürün araştırdığı konular arasına girmektedir. Güney Afrika Topluluğu ile Batı Afrika Devletleri Topluluğu'nun bölgesel ticarete olan etkileri 1980-2006 yılları arasında yapılan araştırmalarda üye ülkelerin ithalat ve ihracat değerleri ile üye ülkelerin birden fazla bölgesel ticaret antlaşmalarına üye olma durumları kukla değişkenler yoluyla gravite modeli üzerinden incelenmiştir.⁴⁷ Birden fazla bölgesel ticaret antlaşması içerisinde yer almanın araştırılan modelin sonucuna göre olumlu etkiye sahip olduğu görülmüş, söz konusu etkinin Batı Afrika Devletleri Topluluğu'nun üye ülkeleri için istatistiki anlamlılık açısından diğer topluluğun üye ülkelerine göre daha olumlu etkiye sahip olduğu test edilmiştir.⁴⁸ Ayrıca çalışmada Güney Afrika Topluluğu (SADC), Doğu Afrika Topluluğu (EAC), Doğu ve Güney Afrika Topluluğu ile birlikte oluşturulacak bölgesel ticaret antlaşmalarının kıtasal entegrasyonun gerçekleştirilmesine katkı sağlayacağı öne sürülmüştür. Toplulukların oluşturduğu bölgesel birliktelikte Avrupa Birliği'nin tekelliği karşısında ekonomik entegrasyon olarak önemli adımlar içermektedir. Ancak Avrupa Birliği'ni bölgesel entegrasyonların üstünde tutan şey kurumsal yapılarının oluşturduğu bütünlüktür. Bölgeselcilik kavramında ülkelerin yerel ekonomik yapılarının birbirlerine olan yakınsaklığı Avrupa Birliği'nin üye ülkeleri arasındaki yakınsaklıktan daha azdır, çünkü bölgeselcilikte yer alan ülkelerin kurumsal yapılarındaki farklılık oldukça belirgindir. Bölgeselciliğin sağladığı önemli faydalardan biri de uluslararası ticaret anlaşmalarının sayısını artırarak ekonomik entegrasyona katkı sağlamasıdır. Bu açıdan bakıldığında Güney Afrika Topluluğu ve Batı Afrika Devletleri Ekonomi

⁴⁶ <https://www.sadc.int/about-sadc/integration-milestones/free-trade-area/> Çevrimiçi, (15/03/2019)

⁴⁷ Afesorgbor, Sylvanus Kwaku, and Peter AG Van Bergeijk. "Measuring Multi-Membership in Economic Integration and Its Trade Impact: A Comparative Study of ECOWAS and SADC." *South African Journal of Economics* 82.4 : 518-530, 2014

⁴⁸ Afesorgbor, Sylvanus Kwaku, and Peter AG Van Bergeijk, **a.g.e**,525-528

Topluluğu'nun uluslararası ticaretteki önemi araştırıldığında, Batı Afrika Devletleri Topluluğu ile Güney Afrika Topluluğu uluslararası ticarette farklı üstünlüklere sahiptir.⁴⁹ Bazı ülkelerin aynı anda birden fazla ekonomik topluluk içerisinde yer almaları uluslararası ticaretin entegrasyonunu artırıcı rol oynamalarına olanak sağlamaktadır. Yukarıda bahsedilen tarife uyabilecek ülkelerden biri de Güney Afrika'dır. Güney Afrika hem BRICS'e (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) hem de Güney Afrika Topluluğu'na üyedir, bu durum ticaret faaliyetleri açısından Güney Afrika'yı stratejik bir ülke konumuna getirmiştir. BRICS ülkelerinden Güney Afrika Topluluğu 'na (SADC) gelen doğrudan yabancı yatırımlar topluluğun uluslararası ticaretteki gücünü artırmakta ve Güney Afrika Topluluk'larında BRICS ülkelerine yapılan mal ticaretini sağlayan en önemli ülke konumunda Güney Afrika bulunmaktadır.⁵⁰

Güney Asya Bölgesi İşbirliği Örgütü (SAARC), Hindistan, Pakistan, Sri Lanka, Afganistan, Nepal, Bangladeş, Butan, Maldivler örgütün kurucu üyeleri olup, örgütün amacı üye ülkeler arasındaki ekonomik ve sosyo-kültürel dayanışmayı perçinlemek ve diğer birliklerle ortak amaçlar inşaa etmektir.⁵¹ Güney Asya Bölgesi İşbirliği Örgütü'nü oluşturan üye ülkelerin ekonomik yapıları ile ilgili ampirik analizleri içeren çalışmalar mevcuttur. Bunlardan bir tanesi de Nepal, Pakistan, Sri Lanka, Bangladeş, Hindistan örnekleminde oluşurken, kontrol değişkenleri de üretim sektörü, mali sektör, para politikası, para talebi ve dış ticaret sektöründen oluşmaktadır.⁵² İlgili çalışmada, mali sektör için vergi gelirleri, para politikası için enflasyonun maliyet enflasyonu ya da talep enflasyonu olup olmadığı, para talebi konusunda para talebinin işlem saikiyle mi, ihtiyat saikiyle mi yoksa spekülasyon güdüsüyle mi talep edildiği, dış ticaret sektöründe ise döviz kuru oranı, ihracatçı ülkenin gayri safi milli hasılası ile örgüt dışına ihracat yapan ülkenin total ithalat verileri kullanılmıştır.⁵³ Ülkelerin ithalat

⁴⁹ Hulse, Merran. "Actorness beyond the E uropean Union: Comparing the International Trade Actorness of SADC and ECOWAS." *JCMS: Journal of Common Market Studies* 52.3 547-565,2014

⁵⁰ le Clus-Rossouw, Danielle, Wilma Viviers, and Elsabé Loots. "Is there a link between BRIC foreign direct investment and SADC export performance?." *Development Southern Africa* 32.6 : 658-674,2015

⁵¹ <http://www.mfa.gov.tr/guney-asya-bolgesel-isbirligi-orgutu.tr.mfa>, Çevrimiçi, (15/03/2019)

⁵² Rahman, Mohammad Mafizur. "Macro-economic and trade link models of SAARC countries: an investigation for regional trade expansion." *Journal of the Asia Pacific Economy* 13.1 : 50-62,2007

⁵³ Rahman, Mohammad Mafizur, **a.g.e**,53-59

ve ihracat verileri incelendiğinde bölgesel ticaretin artışının ülkelerin gayri safi milli hasıllarını arttırdığı görülmektedir.⁵⁴ Bölgesel birliklerin sağladığı en önemli faydalardan biri ticaretin serbestleştirilmesidir. Bununla birlikte bölgeselcilik üye ülkeler üzerinde zararları da mevcuttur, öyle ki birbirinden farklı ekonomik yapıya sahip ülkelerinin ekonomik dezavantajları bölgeselcilik yüzünden daha da kötüleşebilir. Ülkeler bazında görülen gelir dağılımı eşitsizlikleri ekonomik birliklerle daha da ağırlaşabilir. Çin ile Güney Asya İşbirliği Örgütü'nün (SAARC) üye ülkeleri arasında gelir dağılımı eşitsizlikleri ile ticaretin serbestleşmesi arasındaki ilişkiye yönelik 1973- 2012 yıllarını içeren ampirik analiz yapılmıştır. Analizde gelir eşitsizliği için Gini katsayısı, ticaret serbestliğini ölçmek için ithalat ve ihracatın toplamının gayri safi milli hasılaya oranı, finansal serbestliği ölçmek için doğrudan yabancı yatırımların gayri safi milli hasılaya oranı, kişi başına düşen gelir için de gayri safi milli hasılanın toplam nüfusa bölümü ile elde edilen bağımsız değişkenler kullanılmıştır.⁵⁵ Çalışmada eğitim, finansal serbestlik gibi değişkenler ile gelir eşitsizliği arasında negatif bir ilişki varken ticaret serbestliğine dair değişken ile gelir eşitsizliği arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Söz konusu durum için yeni ticaret teorisine atıf yapılmaktadır, bu teoriye göre serbest ticaretle artan teknoloji yoğun endüstriler kalifiye elemanın talep ve ücretini arttırırken kalifiye olmayan elemanın talep ve ücretini azaltmaktadır.⁵⁶

Batı Afrika Devletleri Topluluğu'nun (ECOWAS) üyeleri; Liberya, Gine Bissau, Mali, Nijer, Nijerya, Sierra Leone, Togo, Gambiya, Benin, Gine, Senegal, Burkina Faso, Fildişi Sahili, Gana ve Yeşil Burun Adaları olmakla birlikte, diğer çoğu ekonomik birliğin amacından farkı serbest ticaret güdüsü dışında gümrük birliği, ortak pazar ve tek para birimi alanı oluşturmaktır.⁵⁷ Literatürdeki tüm diğer birlikler için olduğu gibi Batı Afrika Devletleri Topluluğu için de serbest ticaretin üye ülkeler arasındaki ticareti nasıl etkilediğine dair ampirik araştırmalar yapılmıştır. Bunlardan biri de 1998-2011 yılları kapsayan ve topluluğun 12 üyesini içeren çalışmadır.⁵⁸

⁵⁴ Rahman, Mohammad Mafizur, **a.g.e**,58-59

⁵⁵ Zakaria, Muhammad, and Bashir Ahmed Fida. "Trade openness and income inequality in China and the SAARC Region." *Asian-Pacific Economic Literature* 30.2 : 33-44,2016

⁵⁶ Zakaria, Muhammad, and Bashir Ahmed Fida, **a.g.e**,37

⁵⁷ <http://www.ecowas.int/wp-content/uploads/2015/01/Revised-treaty.pdf>, Çevrimiçi, (15/03/2019)

⁵⁸ Shuaibu, Mohammed. "Trade Liberalization and Intra-Regional Trade: A Case of Selected ECOWAS Countries." *African Development Review* 27.1 : 27-40, 2015

Çalışmada üyeler arasındaki ithalat, reel gayri safi yurtiçi hasıla, reel döviz kuru, toplam nüfus, sektör bazında ihracatta uygulanan vergi oranları ve kurumsal yapının kalitesine dair kontrol değişkenleri kullanılmıştır. İhracat üzerine uygulanan vergi oranları ve ülkeler arasındaki ticaret hacmine dair ilişki incelendiğinde, imalat sektöründeki malların ihracatına uygulanan vergilerdeki azalma üye ülkeler arasındaki ticaret hacmini artırmayı sağlasa da tarım sektörüne dair mallara uygulanan vergilerdeki azalma söz konusu ülkelerdeki ticaret hacmini arttırmamaktadır.⁵⁹

1.2 Ekonomik Entegrasyonun Ölçülebilirliği

Ekonomik entegrasyonun ölçülmesinde kullanılan başlıca yöntemlerden biri de entegrasyonun sağlanması sonucunda ekonomide ortaya çıkan üç etkinin değerlendirilmesi ve bu etkilerin de üretim faktörlerinin sabit ya da değişken oluşuna göre statik etki dinamik etki ve diğer etkiler olarak sınıflandırılmasıdır.⁶⁰

Statik etki üretim faktörlerinin sabit olduğu dönemde görülmekle birlikte ticaret yaratma ve ticaret ıraksaması etkilerinden oluşur.⁶¹ Aslında bu iki etki de Jacob Viner'in 1950'de kaleme aldığı gümrük birliği adlı kitabında ortaya atılmıştır. Viner söz konusu bu etkilere gümrük birliğinin yarattığı iki etki olarak bakmaktadır.⁶² Gümrük birliğinin sağlanmasıyla birlik içindeki hangi ülkede daha ucuz üretim yapıyorsa diğer ülkeler söz konusu ülkeden bu ürünü ithal ederler, böylelikle ucuz üretim yapan ülkenin ticaret hacmi arttırılmış olur. Ticaret yaratma etkisi sayesinde malı ucuz üreten ülkenin ticaret hacmi artarken, birlik içindeki diğer ülkeler için malı gümrük vergisi olmadan ihraç etmek üretmekten daha ucuz hale gelmiş olur, böylelikle iki taraf içinde refah etkisi korunmuş olur.⁶³ Ticaret ıraksamasında; yine aynı şekilde

⁵⁹ ⁵⁹ Shuaibu, Mohammed, **a.g.e**,31-35

⁶⁰ Ayhan Kaya, Senem Aydın-Düzgit, Yaprak Gürsoy, Özge Onursal Beşgül, "Avrupa Birliği'ne Giriş", İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Mart 2013

⁶¹ Ayhan Kaya, Senem Aydın-Düzgit, Yaprak Gürsoy, Özge Onursal Beşgül, **a.g.e**, s84

⁶² Viner, Jacob. The customs union issue. Oxford University Press, 2014

⁶³ Viner, Jacob, **a.g.e**, s:51

gümrük birliğinin varsayımı altında, malı birlik içinde üretmenin maliyeti birliğin dışında kalan ancak ucuz üreten ülkelere ihraç etmenin maliyetinden yüksek ise, malın üretimi yüksek maliyetli ancak birlik içinde üreten ülkeden sağlanır. Daha düşük maliyetle üretim yapan birlik dışındaki ülkeden ihraç edilmemesinin sebebi birlik dışındaki ülkelere uygulanan vergilerdir. Ticaret ıraksaması birlik içindeki ülkeler için pahalıya mal etmeye birlik dışındaki ülkeler içinse ticaretin azalmasıyla gelir kaybına yol açarak iki taraf içinde negatif etki doğurur.⁶⁴ Öngörülebileceği gibi pozitif etki yaratan ticaret yaratma etkisi negatif etkiye yol açan ticaret ıraksamasının etkisinden daha fazlaysa ekonomik entegrasyon pozitif etki sağlamış anlamına gelir. Söz konusu etkileri farklı şekilde niteleyen çalışmalar da mevcuttur, örneğin ticaret yaratma etkisini maliyeti azaltma etkisi olarak, ticaret ıraksaması etkisini de ticaretin kesilmesi, yok edilmesi etkisi olarak adlandıranlar da vardır.⁶⁵ Statik ve dinamik etki ayrımını yarattığı etkiye ve etkinin süresine göre yapabiliriz. Örneğin statik etkide, etkinin sonucunu kısa dönemde, ülkelerin üretim maliyetlerinde görülebilecek artış veya azalıştan dolayı var olan kaynakların optimum dağılımına dair etki olarak saptarken , dinamik etki de uzun dönemde ve ekonomik büyümenin kaynak yaratımı yoluyla değişimi olarak ifade edilebilmektedir.⁶⁶ Viner'in oluşturduğu statik etkinin unsurları olan ticaret yaratma ve ticaret ıraksaması literatürde birtakım eleştirilere maruz kalmıştır. Söz konusu eleştiriler Viner'in talep elastikiyetini göz ardı ettiği sadece üretimin maliyeti üzerine odaklandığı bu yüzden ortaya çıkan ticaret yaratma ya da ticaret ıraksaması etkilerinin ticaretin genişlemesi olarak ifade edilmesi gerektiği yönündedir.⁶⁷

Bununla birlikte Birleşik Krallık'ın Avrupa Birliği sayesinde elde ettiği gümrük birliğinin etkileri araştırıldığında statik etkinin yol açtığı ticaret yaratma ve ticaret

⁶⁴ Ohly, Claudia. "What Have We Learned About the Economic Effects of EC Integration." *Economic Papers* 103.9 : 93, 1993

⁶⁵ Ohly, Claudia. "What Have We Learned About the Economic Effects of EC Integration." *Economic Papers*, **a.g.e.s**17-18

⁶⁶ Ohly, Claudia, **a.g.e.s** 10

⁶⁷ Dayal, Ram, and Neeru Dayal. "Trade creation and trade diversion: new concepts, new methods of measurement." *Review of World Economics* 113.1 125-169,1977

ırsaması etkilerinin ağırlıklarının farklı olduğu saptanmıştır.⁶⁸ Yapılan çalışmaya göre Birleşik Krallık'ın gümrük birliğine girişiyle ticaret yaratma etkisinin Krallık'ın gayri safi yurtiçi hasılasına yaptığı etki beklenenin altında kalmıştır, öyle ki Krallık'ın birliğe girişiyle birliğin ihraç ettiği sanayi ürünlerinin miktarı %50 oranında artarken bu durumun Krallık'ın gayri safi milli hasılasına katkısı ancak yaklaşık %17 olarak tespit edilmiştir.⁶⁹

Dinamik etkinin saptanmasında bölgesel birliklerin yarattığı etkileri örneklendiren çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmalarda bölgesel birliklerdeki ülkelerin firma ve makro değişkenleri dinamik etkinin kaynakları olarak gösterilmiştir. Literatürdeki bazı araştırmalarda statik etkinin katkısı gümrük birliğinin gerçekleştiği ilk dönemlerinde meydana gelmekte ve bu etki dinamik etkiye göre sınırlı kalmaktadır. Örneğin yapılan bir çalışmada Birleşik Krallık'ın Avrupa Birliği'ndeki ortak pazara dahil olma süreci sonucunda ülkedeki garyisafi milli hasılanın en fazla %1 değişkenlik gösterdiği saptanmıştır.⁷⁰ Dolayısıyla gayri safi milli hasılda görülen artışın sebebi statik etkiden çok dinamik etkiye bağlanmıştır. Literatürde dinamik etki üzerine yapılan çalışmalarda gayri safi milli hasıla üzerinde dinamik etkinin yarattığı iki etki üzerinde durulmuştur; bunlar, uzun dönem etkisiyle üretim faktörlerindeki artışın çıktı miktarını arttırması ve birliğin gerçekleşmesiyle ülkeler arasında teknolojik gelişmelerin yaşanması, böylelikle çıktı miktarının direkt artması olarak ortaya çıkmaktadır.⁷¹ Örnek bir çalışmada 1951 ve 1977 dönemi için güncel olan bölgesel ekonomik birlikler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere göre tasnif edilmiş ve dinamik etkilerin varlığı ekonomik entegrasyonda test edilse de, ancak bu etkilerin büyüklüğü birliklerin ekonomik büyümeleri üzerinde sınırlı kalmıştır.⁷²

⁶⁸ Miller, Marcus H., and John E. Spencer. "The static economic effects of the UK joining the EEC: A general equilibrium approach." *The Review of Economic Studies* 44.1 : 71-93, 1977

⁶⁹ Miller, Marcus H., and John E. Spencer, **a.g.e**, s .90

⁷⁰ Lipsey, R. G. "The Theory of Customs Unions: A General Survey." *The Economic Journal*, vol. 70, no. 279, 1960, pp. 496–513.

⁷¹ Brada, Josef C., and Jose A. Mendez. "An estimate of the dynamic effects of economic integration." *The Review of Economics and Statistics* : 163-168,1988

⁷² Brada, Josef C., and Jose A. Mendez **a.g.e,s** 166-167

Dinamik etki de kendi içinde üç gruba ayrılabilir; tekeldi gücün düşürülmesi, etkisizliğin azaltılması ve son olarak da ölçek ekonomileri ve öğrenme etkisidir. Tekelleşmenin azaltılması olgusunda, birliğin gelişile birlikte ülkelerin firmalarının rekabet düzeylerinde meydana gelen değışime atıf yapılmaktadır. Örnek vermek gerekirse, birliğe girmeden önce kendi ülkesinde tekel olarak faaliyet gösteren firmalar, birliğe girişile ve firmaların sayılarının artışıyla faaliyet göstterdiği piyasa monopolden oligopol piyasaya evrilmiş olur.⁷³ Böylelikle eskiden fiyat farklılaştırması yaparak kârını artıran monopol firma gümrük birliğile oligopol piyasada ürün farklılaştırmasına giderek kârını maksimize etmeye çalışır. Bu durum yukarıda bahsettiğimiz dinamik etkinin ekonomik entegrasyonu etkileme biçimi olan teknolojik gelişmelerin artışına neden olur, sonuç olarak da ekonomik entegrasyon yoluyla büyüme teşvik edilir.⁷⁴

Dinamik etkiler uzun dönemde var olan etkilerdir. Ekonomik entegrasyonlar öncelikle bölgesel entegrasyonlarla baş gösterseler de ana hedef uluslararası bir ekonomik bütünlük kurma fikri üzerinedir. Bu yüzden de uzun dönem etkilerin entegrasyonun ilk aşaması olarak görülebilecek bölgesel entegrasyonlara yansıma şekliyle hedeflenen uluslararası ekonomik entegrasyona yansıma şeklinin farklı olduğu düşünülmektedir. Bununla ilgili yapılan çalışmalarda uzun dönem etkileri her iki tür bütünlüşme için farklılık taşımaktadır. Yapılan araştırmalarda uluslararası ticaret serbestliğinin kaynakların optimum dağılımına ve refah etkisine pozitif etkisinin olduğu gözlemlenmiş olmakla birlikte bu durum bölgesel ekonomik entegrasyonun etkilerinin etkinliğinin uluslararası ekonomik entegrasyona göre daha sınırlı olduğunu göstermektedir.⁷⁵ Bölgesel ekonomik entegrasyonlara örnek verilen Batı Afrika Devletleri Topluluğu (ECOWAS), Güney Asya İşbirliği Örgütü (SAARC) gibi bölgesel ekonomik entegrasyonlar, aslında kurulurken ülkelerin ticaret serbestliğinden alacakları faydalar göz önünde bulundurulur, diğer bir deyişle söz konusu birlikler ekonomik entegrasyonun kısa dönem etkisi olan statik etkinin

⁷³ Ayhan Kaya, Senem Aydın-Düzgit, Yaprak Gürsoy, Özge Onursal Beşgöl, **a.g.e.s.**85

⁷⁴ Ayhan Kaya, Senem Aydın-Düzgit, Yaprak Gürsoy, Özge Onursal Beşgöl, **a.g.e.s.**85

⁷⁵ Walz, Uwe. "Dynamic effects of economic integration: A survey." *Open economies review* 8.3 : 309-326,1997

hedeflenmesiyle kurulmaktadır. Ancak yukarıda da ifade ettiğimiz gibi statik etkinin ülkelerin gayri safi yurtiçi hasıllarına yaptığı değişime bakıldığında beklenen büyüklükte olmadığı analistler tarafından görülmüştür. Dolayısıyla uzun dönemde var olan dinamik etkinin birlik içindeki ekonomilerin büyümelerine katkısı statik etkiye göre daha fazladır denebilir.

Dinamik etkinin unsurlarından biri olan teknolojik gelişmelerdeki pozitif büyüme beraberinde ekonomide atıl kapasitenin azaltılmasına sebebiyet vermektedir. Kalifiye olmayan elemanlara ekonomideki ihtiyacın azalması başta işsizlik olgusunu ortaya çıkarsa da uzun dönemde katma değeri yüksek malların üretilmesine ve ülkelerin ekonomik büyümelerine katkı yapması beklenmektedir.

Dinamik etkinin bir diğer unsuru ise ölçek ekonomileri ve öğrenme etkisiyle ortaya çıkmaktadır. Ülke ekonomilerinin gümrük birliğine üye olmasıyla birlikte üretim miktarında görülen artış birim maliyetlerin düşüşüne ve kârı maksimize etmeye yöneliktir, bununla birlikte öğrenme etkisinin de ekonomik büyümeye olumlu etkisi dinamik etki yoluyla ortaya çıkmaktadır.⁷⁶

Son olarak da Avrupa Birliği'nde ekonomik entegrasyonun ölçümüne dair yapılan çalışmalardan bahsedilecektir. Ekonomik entegrasyonun ölçümüyle ilgili literatürde uluslararası endekslere dayanan analizler mevcut olsa da bu analizler Avrupa Birliği üzerinden ifade edilmeye çalışılmış, söz konusu birliğin özelinde endeksler kurgulanarak yapılan çalışmalara rastlanmamaktadır. Ancak son dönemlerde bu konuda da literatürde ampirik analizler var olmaya başlamıştır. Bu çalışmalardan birinde de Avrupa Birliği Endeksi (European Index) oluşturularak birlik içinde yer alan ülkelerdeki farklılıkların ve ekonomik entegrasyona ulaşma yolu bu endeksle sağlanmaya çalışılmıştır. 2000'li yılların başıyla başlayan endeks kullanılarak ülkelerin uluslararası ekonomik entegrasyon yakınsamalarını konu alan çalışmalara rağmen sadece Avrupa Birliği özelinde endekse dair çalışmalara

⁷⁶ Ayhan Kaya, Senem Aydın-Düzgit, Yaprak Gürsoy, Özge Onursal Beşgül, **a.g.e.s.**85

literatürde rastlanmamaktadır. O yüzden de söz konusu bu endeksin diğer endekslerden neden farklı olduğunu neden böyle bir endekse ihtiyaç duyulduğu ve sonuçları yapılan ampirik analize göre anlatılacaktır.⁷⁷ Öncelikle Avrupa Birliği endeksinin tanıtıldığı çalışmada diğer uluslararası endeksler ile Avrupa Birliği Endeks'leri arasında üç temel fark anlatılmış, birinci olarak uluslararası endeksler, örnekleminde yer alan ülkelerin uluslararası entegrasyona olan uyum dereceleri ile söz konusu bulundukları bölgesel birlikteki entegrasyona olan uyum derecelerini bir tutmaktadır. İkinci farklılık ise uluslararası endekslerin Avrupa Birliği'nin ekonomik entegrasyonu diğer bölgesel entegrasyonlar içine dahil ederek Birliğe dair özellikleri genellemesidir. Bu yüzden Avrupa Birliği Endeksi uluslararası endekslerin aksine Avrupa Birliği için üretilen endeksleri de bünyesine dahil etmektedir, öyle ki Göçmen ve Entegrasyonu Politikası Endeksi (Migrant Integration Policy Index, MIPEX), Doğu Ortaklığı Endeksi (Eastern Partnership Index ,Eap) bunlardan bazılarıdır. Sonuç olarak Avrupa Birliği Endeksi, tek pazar endeksi, Avrupa Birliği homojenlik indikatörleri, Avrupa Birliği simetri indikatörleri, Avrupa Birliği benzerlik indikatörlerinin toplamından oluşan, 1999-2010 arasındaki veri datası üzerinden 1995 yılına kadar birliğe üye olmuş 14 ülkenin (Lüksemburg verilerindeki ekstem değerlerden dolayı dahil edilmemiştir.) Avrupa Birliği Endeksi oluşturulmuştur.⁷⁸ Sonuç olarak birlikteki ülkelerin ulusal yapılarından gelen uyumsuzluklar entegrasyonun başarısını olumsuz etkilediği kanısına varılmıştır.⁷⁹

1.3 Finansal Liberalleşmeden Finansal Entegrasyona: Finansal Entegrasyon Süreci

Bütünüyle bir finansal piyasa entegrasyonundan bahsedebilmemiz için aşağıda sayacağımız üç temel olgunun bulunması gerekir; bunlar finansal araç ve hizmetlerde uygulanacak kuralların birliği, söz konusu araç ve hizmetlere erişimde eşit erişim sağlanması, son olarak da piyasadaki işlemlerde taraflara eşit muamele

⁷⁷ König, Jörg, and Renate Ohr. "Different Efforts in European Economic Integration: Implications of the EU Index." *JCMS: Journal of Common Market Studies* 51.6 (2013): 1074-1090.

⁷⁸ König, Jörg, and Renate Ohr, **a.g.e.s.**1077-1085

⁷⁹ König, Jörg, and Renate Ohr, **a.g.e.s.**1085-1088

yapılmasıdır.⁸⁰ Yukarıda saydığımız olgular tam entegre edilmiş finansal piyasada olması gerekenler olsa da, bu olgulardaki bir takım dışsallıklar finansal entegrasyonun var olmasına engel değildir. Örneğin, finansal entegrasyon öncesi ve sonrası bölgelerin piyasa yapılarındaki farklılıklar, piyasaya erişimde iki tarafı da eşit şekilde etkileyen uyuşmazlıklar entegre finansal piyasanın varlığını etkilemezken, yatırım fırsatlarına erişimde ise bölgelerin kendi bölgelerine imtiyazlı davranması durumu kısmi finansal piyasa entegrasyonu tanımını doğurmaktadır.⁸¹ Finansal entegrasyon kavramının taraf ülkelerin piyasaları arasındaki farklılıklara olumlu etkisi sınırlı kalabilmektedir. Entegrasyonla birlikte gelen sermayenin serbest dolaşımı gelişmiş ülkelerin net dış varlıklarında daha riskli varlıklara yatırım yapmalarına böylelikle artan dış borçlarla dengesiz bir bilançoya sahip olmaları tetiklenmektedir.⁸² Entegrasyonun etkileri sınırlı kalabildiği gibi faydalarının ortaya çıkışı için bazı beklentilerin gerçekleşmesi gerekebilmektedir. Bölgesel finans piyasasındaki gelişme, kredi piyasalarındaki derinleşme, kurumların modernleşmesi gibi eşikler finansal entegrasyonun faydalarını görünür ve etkin kılmaktadır.⁸³ Finansal entegrasyon ekonominin diğer unsurlarıyla da ilişki içindedir. Finansal entegrasyon ile büyüme ilişkisi, üzerinde çalışılan konular arasında yer almakta olup, finansal entegrasyonun büyümeye pozitif yönlü etkisi gelişmekte olan ülkelerde görülürken, gelişmiş ya da az gelişmiş ülkelerde bu etki görülmemektedir, çünkü gelişmekte olan ülkeler için söz konusu sermaye akışı sürdürülebilir yatırım projelerinde finansman olarak kullandığı takdirde ülkenin büyümesine katkı sağlanmış olur.⁸⁴ Finansal entegrasyon üzerine yapılan önemli çıkarımlardan biri de entegrasyonun tüketim ve üretimdeki etkisidir. Üretim ve tüketimdeki dalgalanmaları sınırlandıran entegrasyon uluslararası tüketimdeki risk paylaşımını artırmaktadır.

⁸⁰ Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., Monnet, C., "Measuring financial integration in the euro area", No. 14, ECB occasional paper, 2004, s.6

⁸¹ Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., Monnet, C, **a.g.e**, s.6

⁸² Mendoza, E. G., Quadrini, V., & Rios-Rull, J. V., "Financial integration, financial development, and global imbalances", Journal of Political economy, 117(3), 371-416.

⁸³ Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, and Ashley D. Taylor. "Thresholds in the process of international financial integration", The World Bank, 2009.

⁸⁴ Saifuzzaman İbrahim, A.R. Mazlina, W.N.W. Azman-Saini, Muhammad Farhan, Mahammad Zakaria, "Financial Integration-Growth Nexus: A Quantile Regression Analysis", Journal of Economic Integration, Vol.31, No.3, 2016, s.531-546

Ekonomileri ulusal ve uluslararası ölçekte etkileyen dönüm noktalarından biri 1971 yılında Bretton Woods anlaşmasının çöküşüyle başladı diyebiliriz.⁸⁵ Sabit döviz kurundan serbest döviz kuruna geçilmesinden dolayı oluşan kurdaki dalgalanmalardan, bir yandan ülkeler kendi ekonomilerini korumaya çalışırken bir yandan da risk iştahı artan yatırımcılar küresel piyasalara açılarak, kazanç sağlayabilecek yeni bir mali piyasanın içinde yer almaya başladılar. 1970’li yıllardan sonra söz konusu sistemin çöküşü sermaye hareketlerinde uluslararası anlamda serbestleşmeye gidilmesine ve dolayısıyla oluşacak krizlerin neden ve etkilerini de mali piyasaya yüklemeye başladı, artık krizler finansal piyasalardaki regülasyon eksiklerinden dolayı baş göstermekte ve serbestleşmenin etkisiyle de daha hızlı yayılır hale gelmekteydi.⁸⁶ Finansal liberalleşmenin eksiklerini gidermek bir nevi düzenlemek adına finansal entegrasyon çözüm yolu olarak düşünölmeye başlandı. Ancak 1990’lı yıllarda kendini yoğun olarak gösteren finansal odaklı kriz dalgaları yeni fikirlerin ortaya çıkmasına neden oldu. Bunlardan bir tanesi finansal entegrasyon sürecinin tüm ölkelerinde tamamlanmamasının finansal kriz yarattığı fikriydi. Diğer i ise entegrasyonun yayılarak regöle edilemez hale gelmesiydi.⁸⁷ 2000’li yıllara gelindiğinde ise birbirine entegre olmuş dünya piyasaları yani tam entegrasyon fikrinin risk olgusunu entegrasyona dahil ölkelere paylaştırarak mali istikrarı sağlayacağı düşünölmürken, buna karşılık 2008 Küresel Ekonomik Kriz’in ortaya çıkışı bu fikri çürötmeye başlamış, öyle ki otarşı ile tam entegrasyon mukayese edildiğinde otarşinin daha üstün olabileceğı görüşünü ortaya çıkarmıştı.⁸⁸

Bazen çözüm olarak görönen bazen de sorunların nedeni haline gelen finansal entegrasyon I.Dünya Savaşı öncesinde altın standardı sistemi geçerliiyken de var olan ve ilerleyen yıllarda da alanını genişleten bir kavramdı.⁸⁹ Ulusal paranın altın miktarına sabitlenmesi olan altın standardı sisteminde finansal entegrasyon kavramı

⁸⁵ Nurgöl Chambers, **Türev Piyasalar**, Beta Yayıncılık, Aralık 2012, İstanbul, s.1

⁸⁶ Turan Yay, Gülsüm Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2001-47, Aralık 2001, İstanbul, s.11

⁸⁷ James Tobin, "Financial Globalization, Proceedings of the American Philosophical Society, Vol.143, No.2, s.161-167

⁸⁸ Joseph E. Stiglitz, "Risk and Global Economic Architecture: Why Full Integration May Be Undesirable", The American Economic Review, Vol.100, No.2, 2010, s.388-392

⁸⁹ James Tobin, **a.g.e**, s.162

literatürde farklı açılardan eleştirilmiştir. Altın standardı sistemi ile finansal entegrasyon ilişkisini olumlu yönde ele alan, söz konusu sistemle birlikte İngiliz Merkez Bankası'nın son kredi mercii haline gelerek piyasanın oynaklığının ve spekülasyon hareketlerin azaldığını, finansal piyasalarda sınırlamaların önemli ölçüde gerileyerek entegrasyon fikrinin yayılma alanının genişlediğini ve bu ikili ilişkinin olumlu yönde etkilendiğini düşünen çalışmalar literatürde mevcuttur.⁹⁰ Bu konuya farklı açıdan bakan çalışmalar da vardır öyle ki 1914 öncesi ve 1990'ların sonu karşılaştırıldığında finansal entegrasyonun gelişimi konusunda zaman içerisinde tekrara düşüldüğü, 1990'ların sonuna doğru ise teknolojik gelişmelerin piyasalara uygulanışıyla piyasalardaki asimetrik bilgi gibi negatif dışsallıkların azaltıldığı, böylelikle finansal entegrasyondan çok finansal marketlerin entegre olması fikri öne çıktığı görülmektedir.⁹¹

Altın standardı sisteminin geçerli olduğu 1870'ler ile I.Dünya Savaşı öncesi, sermaye akışının yapısı yakın döneme göre farklılıklar göstermekteydi.⁹² Söz konusu dönemde, Birleşik Krallık cari işlemler dengesine göre önemli bir kreditor ülke konumundaydı. Kanada ile özellikle de gelişen ülke ekonomileri içerisinde yer alan Amerika Birleşik Devletleri ise, borç alan ülke konumundaydı ve sermaye akışı savaş öncesi dönemlerde bu ülkeler arasında gerçekleşmekteydi.⁹³

I.Dünya Savaşı her savaş sonrası gibi ülkeleri sadece politik ya da sosyolojik yönlerden etkilememiş önceden varolan ekonomik yapıyı ve yapı içindeki oyuncuların rollerini de değiştirmiştir. Savaş öncesinde önemli kreditor ülkelerden biri olan İngiltere ekonomideki rolünü, verilen kredilerin geri dönüşünün sağlanamayışı⁹⁴ ve enflasyonist baskılar⁹⁵ yüzünden savaş sonrasında Amerika Birleşik Devletleri'ne

⁹⁰ James Tobin, **a.g.e.**, s.162

⁹¹ Michael Bordo, D. Barry Eichengreen and Jongwoo Kim, Was there really an earlier period of international financial integration comparable to today ?, No.w6738, National Bureau of Economic Research, 1998.

⁹² Michael Bordo, D. Barry Eichengreen, Jongwoo Kim, **a.g.e.**, s.15

⁹³ Michael Bordo, D. Barry Eichengreen, Jongwoo Kim, **a.g.e.**, s.5 ve s.16

⁹⁴ Michael Bordo, D. Barry Eichengreen, Jongwoo Kim, **a.g.e.**, s.15

⁹⁵ Halil Seyidoğlu, **a.g.e.**, s.525

devretmiştir, ancak ardından gelen 1929 Büyük Buhranı ABD'nin role uygun olup olmadığı sorunsalını karşımıza çıkarmaktadır.

1929 Büyük Buhranı ve II.Dünya Savaşı'nı atlatan ülkeler artık yeni bir sistemle karşı karşıyalardı, bu sistemin temeli de Bretton Woods Antlaşması ile atılıyordu. 1944 yılında temelleri atılan bu antlaşmayla ülke döviz kurları tek bir ülkenin para birimine (Amerika Birleşik Devletleri Doları), konvertible olan söz konusu para biriminin arzı da altın varlığına entegre edilmişti.⁹⁶ Ayarlanabilir sabit döviz kurunu benimseyen Bretton Woods sisteminin en önemli dezavantajı her ne kadar ülkeler arasında döviz kurundan kaynaklanabilecek arbitrajları engellese de parite ayarlamalarındaki kuralızsızlıkla ortaya çıkacak devalüsyon, sistemi spekülasyonlara açık hale getirmektedir.⁹⁷ 1971'de çöken bu sistem yukarıda da açıklandığı gibi doların artık altın stoğunun üzerinde arzının artırılarak devalüsyon aracılığıyla enflasyonun tetiklenmesi gibi nedenlerle yerini serbest dalgalı kur rejimine bırakmıştır.⁹⁸

Bretton Woods anlaşmasının sona ermesiyle birlikte finansal liberalleşme gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere sermaye akışının, daha fazla risk primi vaadiyle birlikte artışına sebep olmuştur.⁹⁹ Ancak finansal liberalleşme gelişmekte olan ülkeleri krizlere karşı daha dayanıksız hale getirmektedir. Özellikle krizler esnasındaki spekülasyon atakları ve faiz kuru politikaları sermaye akışının gelişmekte olan ülkelere doğru akışına neden olarak krizin derinliğini artırmaktadır, öyle ki 1997 yılındaki Asya Krizi söz konusu durumun en önemli örneklerinden biridir. Dolayısıyla finansal liberalleşmenin avantajlarının yanında döviz kuru ve faiz politikalarıyla riske açık ekonomiler yaratıldığının farkına varılmış ve finansal entegrasyon ile birlikte regüle edilen bir piyasa oluşturulmaya çalışılmıştır.

⁹⁶ Akan, D. M., "Uluslararası Döviz Kuru Sistemlerinin Geleceği: Breton Woods'a Geri Dönülebilir mi?", Sosyal Bilimler Dergisi, (2), 108-115, 2010

⁹⁷ Özdemir, K. A., & Şahinbeyoğlu, G., Alternatif Döviz Kuru Sistemleri. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, 2010

⁹⁸ Akan, D. M., **a.g.e.**, s.109

⁹⁹ Moritz Schularik, Thomas M. Steger, "Financial Integration, Investment and Economic Growth: Evidence From Two Eras of Financial Globalization", The Review of Economics and Statistics, Vol.92, No.4, 2010, s.756-768

90'lı yıllara gelindiğinde finansal entegrasyondaki artış, sermayenin gelişmiş ülkelerden, daha fazla faiz getirisi vaad eden gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı yatırımlar yoluyla gelmesine neden olmuştur, öyle ki gelişmekte olan ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımlar 1990'dan önce 20 milyon dolar iken 1990'ların ortalarından itibaren 120 milyon doların üstüne çıkabilmeyi başarabilmiştir. Ancak bu yükseliş yakın gelecekteki para krizleri ve para piyasalarındaki dalgalanmalarla sürekli artan bir trende sahip değildir.¹⁰⁰

Ülkeler için finansal entegrasyon seviyesindeki artış, entegre olmadan önceki özelliklerini bir anda kaybettikleri anlamına gelmemelidir. Öyle ki her ne kadar entegrasyonun paydaşlarında olsa söz konusu ülkeler, ekonomide oluşabilecek şoklara karşı farklı ekonomik yapıya sahip oldukları için farklı tepkiler verebilmektedirler. Uluslararası ticarete ve finasta farklı özellikler gösteren ülkeler, şoklar karşısında ve bunların iletiminde entegre olmalarına rağmen ulusal ekonomilerinin dezavantajlarını yaşamaya devam etmektedirler. Finansal entegrasyon parasal birliğe sahip Avrupa Birliği ülkelerinde önemli bir yere sahiptir, ancak birlik içindeki ulusların mali yapılarındaki farklılıklar finansal entegrasyonun olumlu etkilerini sınırlandırmaktadır.¹⁰¹

Ulusların ekonomik özelliklerinin avantaj ve dezavantajları entegre finansal piyasaların alt bölümlerinde kendini göstermektedir. Örneğin ülkelerin menkul kıymet borsaları sermayenin serbest dolaşımı sonrasında beklenildiği gibi diğer menkul kıymet borsalarıyla entegre olmaya başlamış, bu durumda paranın maliyetini azaltarak yatırım olanaklarını arttırmıştır. Ancak serbestleşme ve sonrasında gelen işlem maliyetlerindeki azalış hemen gerçekleşmemiş, entegrasyon olgusu ülkeler için seviye göstererek ilerlemektedir. Bazı ülkeler finansal entegrasyona tam anlamıyla uyum sağlarken bazı ülkeler de finansal entegrasyonun parasal birlik, sermayenin serbestliği, finansal hizmet ve araçlarda ülkeler arasındaki uyum sözleşmeleri gibi alt kategorilerine kısmi uyum göstermektedir. Finansal piyasaların gelişimi ve türev

¹⁰⁰ Agénor, Pierre-Richard, "Benefits and costs of international financial integration: theory and facts., The World Bank, 2001.

¹⁰¹ Marek Dabrowski, a.g.e, s.38-54

araçlardaki ülkeler arasındaki yapısal uyumluluk, özellikle gelişen ülkelerdeki kısmi entegrasyonu tam entegrasyona dönüştürecek etmenlerdir.¹⁰²

Entegre finansal piyasalar üye ülkelere para piyasalarının entegrasyonu yoluyla fayda da sağlamaktadır. Özellikle bu fayda yüksek getiri karşısında yüksek risk içeren varlıklara sahip gelişmekte olan ülkeler için kendini göstermektedir, çünkü gelişen ülkelere gelen sermaye akışı gelişmekte olan ülkeler adına ülkeye sıcak para sağlamakta ve yatırım fırsatlarını da arttırmaktadır. Ancak söz konusu etki sınırlı kalmaktadır. 1985-2002 yıllarını kapsayan, 52 ülke arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki yerel yatırımcının uluslararası sermaye piyasasına yaptığı yatırımları içeren bir çalışmaya göre, eğer söz konusu yapılan yatırım gelişmekte olan ülkeye ise riskli varlıklardan doğan etki, yatırımların araçlarını farklılaştırarak portföy çeşitlendirmesi yapan yatırımcının faydasını azaltmaktadır; bu yüzden de bahsedilen çalışmaya göre faydanın azaldığı hem dönem hem de ülkeler açısından gözlemlenmektedir.¹⁰³ Bununla birlikte portfolyo çeşitlendirmesinin ülke gelişmişliğine göre ulusal yatırımcıya etkileri gene aynı çalışmada ifade edilmektedir; şöyle ki gelişmiş ülkelerdeki yatırımcının gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmadığında portfolyosunun beklenen getirisi azalmakta, gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımcılar da piyasalardaki yapısal farklılıklardan dolayı gelişmiş ülkelere yatırım yapamamaktadırlar.¹⁰⁴

Gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akışının sağladığı yararlarından biri, yerel yatırımcı uluslararası yatırımlar yaparak çeşitlendirdiği portfolyosu sayesinde kendi ülkesindeki şoklara karşı daha az etkilenebilmektedir.¹⁰⁵ Ayrıca söz konusu sermaye akışı gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde üretim artışını sağlayarak ekonomik büyümeyi de desteklemektedir.¹⁰⁶

¹⁰² Carrieri, Francesca, Vihang Errunza, and Ked Hogan. "Characterizing world market integration through time." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42.4: 915-940, 2007

¹⁰³ Driessen, Joost, and Luc Laeven. "International portfolio diversification benefits: Cross-country evidence from a local perspective." *Journal of Banking & Finance* 31.6 : 1693-1712, 2007

¹⁰⁴ Driessen, Joost, and Luc Laeven, **a.g.e.s.** 1711

¹⁰⁵ Kose, M. Ayhan, et al. "Financial globalization: a reappraisal." *IMF Staff papers* 56.1: 8-62, 2009

¹⁰⁶ Kose, M. Ayhan, et al, **a.g.e.**, s.12

Kriz dönemlerinde piyasa entegrasyonu, krizin diğer ülkelere bulaşma etkisini arttırmaktadır. Krizin bulaşma etkisini ülkelerin hisse senedi piyasalarındaki beklenenden daha fazla benzerlik içinde olmalarından anlayabiliriz. Bulaşma etkisine dair literatürde birçok çalışma bulabiliriz. Bu çalışmalardan biri de Meksika ve Asya Krizleri üzerine yapılmış, çalışmada iki faktörlü varlık fiyatlama regresyon modeli kullanılarak regresyonlardaki kalıntılar incelenmiştir. Çalışmaya göre bulaşma etkisi Meksika Krizi'nde rastlanmazken, Asya Krizi'nde söz konusu etkiye rastlanılmaktadır.¹⁰⁷

Finansal entegrasyonun bir diğer özelliği de gelişmekte olan ülkelerin strelizasyon politikalarına yaptığı etkidir. Gelişmekte olan ülkelere sağlanan para akışı ülkelerin strelizasyon politikalarını etkin hale getirmektedir. Gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere para girişi sonrası oluşacak para arzı artışları sterilizasyon olgusunu ortaya çıkarmaktadır. Entegrasyon da bu olguya destek vermektedir. Bu konuda yapılan çalışmalarda Asya ve Latin Amerika gibi ülkeler yabancı para girişleri karşısında kendi para birimlerinin arzını azaltarak daha değerli, para girişine konu olan dövizin ise ucuz olmasına karşın sterilizasyon politikaları uygulayarak ülkelerindeki finansal istikrarı sağlamaya çalışırlar.¹⁰⁸ Söz konusu çalışmada Çin'in strelizasyon politikaları sonucu maruz kaldığı etki 1 yıllık Amerikan ve Çin Merkez Bankası'na ait devlet tahvili faizleri arasındaki farkla dile getirilmektedir, öncelikle Çin uyguladığı strelizasyon politikalarıyla Amerikan devlet tahvili ile arasındaki faiz yayılımını daraltarak pozitif etkiye sahipken, ilerleyen zamanda faiz yayılımı arasındaki fark giderek açılarak söz konusu etkiyi terse dönüştürmüştür.¹⁰⁹

Artı ve eksileriyle finansal entegrasyon kavramı her zaman güncelliğini korumakta ve zaman zaman literatürde günümüzde geçerli düzeydeki entegrasyon seviyesinin artması ya da azalması üzerine tartışmalar yaşanmaktadır. Özellikle söz konusu

¹⁰⁷ Bekaert, Geert, and Campbell R. Harvey. Market integration and contagion. No. w9510. National Bureau of Economic Research, 2003.

¹⁰⁸ Aizenman, Joshua, and Reuven Glick. "Sterilization, monetary policy, and global financial integration." Review of International Economics 17.4 777-801, 2009

¹⁰⁹ Aizenman, Joshua, and Reuven Glick, **a.g.e**, s.19

tartışmalar yaşanan global ya da entegre ülkeler arasındaki krizlerden sonra etkisini göstermektedir. Literatürde yer alan bir analizde Avrupa Birliği'nde yer alan Almanya'nın yerel ekonomik yapısı ile entegrasyondan etkilenen yapıları 2008 Küresel Krizi karşısında incelenmiş ve Almanya'nın yerel ekonomik yapısına ait kooperatif bank ve tasarruf bankaları özel bankalar karşısında krizden daha az etkilenecek çıkmışlardır.¹¹⁰ Biz de literatürdeki bu tartışmalara istinaden finansal entegrasyon örneği oluşturan Avrupa Birliği ile kriz ilişkisini ampirik analiz olarak ele alacağız.

1.4. Finansal Entegrasyon Örnekleri

Finansal entegrasyon örnekleri entegrasyonun ülkelerin faiz hadlerine, finansal hizmet ve servislerindeki yapılarının uyumlarına, parasal birlikler oluşturmalarına, sermaye serbestlik derecelerine göre kısmi olarak ülkeler arasında var olduğunu, bunların içinden tam entegrasyona en yakın olan Avrupa Birliği'nin örnek oluşturduğunu bilmekteyiz. Bu bölümde dünyadaki finansal entegrasyon örnekleri incelenerek, olumlu olumsuz özellikleri üzerinde durulacaktır.

Finansal entegrasyonda da entegrasyonun unsurlarına göre ülkeler arasında benzerlik açısından gruplaşmalar söz konusu olabilmektedir. Örnek vermek gerekirse bölgesel benzerlik ve farklılıkları ortaya çıkarmak adına ilgili çalışmada Yunan borsası ile Çekya, Polonya, Romanya, Bulgaristan ve Güney Kıbrıs Rum Yönetimi içerisinde alan Avrupa Birliği'nin güneydoğusunu oluşturan ülkelerin borsaları karşılaştırılmıştır.¹¹¹ Araştırmada ticaret serbestliği verisi olarak toplam ithalat ve ihracatın gayri safi milli hasılaya oranı, ülke borsalarının gelişmişlik ölçüsü olarak da

¹¹⁰Schackmann-Fallis, Karl-Peter. "Do We Need More Financial Integration?." Applied Economics Quarterly (formerly: Konjunkturpolitik) 60.2 : 115-121, 2014

¹¹¹ Guesmi, Khaled, Zied Fiti, and Ilyes Abid. "Greece's Stock Market Integration with Southeast Europe." Journal of economic Integration : 668-682, 2013

borsaya kote edilmiş şirketlerin toplam piyasa değerinin gayri safi milli hasılaya oranı kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlarda Yunanistan bölgesel finansal entegrasyonda 1980'lerden beri varlığını sürdüren bütçe açıkları yüzünden gerileme göstermiştir.¹¹²

Diğer bir çalışmada ise 2008 Küresel Krizi sonrası Hindistan borsasının bölgesel ve uluslararası hisse senedi piyasalarıyla olan ilişkisi ele alınmıştır. Çalışmada Hindistan, Singapur, Hong Kong, Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık ve Japonya borsalarına ait endeksleri oluşturan hisselerin fiyatları veri olarak kullanılmıştır. Amaç finansal entegrasyon varlığı doğrultusunda hisse senetleri üzerinden kriz öncesi ve sonrası riskin ülkeler arasındaki hisse senetleri aracılığı ile nasıl fiyatlandığının test edilmesidir.¹¹³ Sonuç olarak Hindistan hisse senedi piyasasının hisse senetlerinin ABD doları olarak ifade edildiğinde bölgesel (Hong Kong ve Singapur'u içeren) ve uluslararası anlamda önem arzettiği, borsalar arasındaki entegrasyonun finansal istikrar açısından önemine vurgu yapılmıştır.¹¹⁴

Doğu ve Güney Afrika Ortak Pazarı'nı (COMESA) oluşturan ülkelerle (Burundi, Komorlar Birliği, Kongo Demokratik Cumhuriyeti, Cibuti, Mısır, Eritre, Etiyopya, Kenya, Libya, Madagaskar, Malavi, Mauritius, Ruanda, Seyşeller, Sudan, Svaziland, Uganda, Zambiya, Zimbabve) ile Güney Afrika Kalkınma Topluluğu (Svaziland, Angola, Bostvana, Madagaskar, Malavi, Mozambik, Zambia, Zimbabve, Maritus, Demokratik Kongo Cumhuriyeti, Şeyceller, Tanzanya, Lesotho, Güney Afrika, Komoro, Esvatini) oluşturan toplulukta 26 ülke (Burundi, Komorlar Birliği, Komoro, Esvatini, Güney Afrika analizin içinde yer almamaktadır) arasındaki finansal entegrasyon ve iktisadi büyüme 1970 ve 2011 dönemini kapsayacak şekilde birlikler ayrı ve birlikte yer alacak şekilde test edilmiştir.¹¹⁵ Bu testte gayrisafi milli hasılanın büyüme oranı, doğrudan yabancı yatırımlar, kamu harcamaları, enflasyon, ticaret serbestliği, borç akımları, özel sektör kredilerinin gayri safi milli hasılaya oranı,

¹¹² Guesmi, Khaled, Zied Ftiti, and Ilyes Abid, **a.g.e**,s.674-676

¹¹³ Dhal, Sarat. "Global Crisis and the Integration of India's Stock Market." *Journal of Economic Integration* : 778-805,2009

¹¹⁴ Dhal, Sarat, **a.g.e**,789-799

¹¹⁵ Misati, Roseline Nyakerario, et al. "Financial integration and economic growth in the COMESA and SADC regions." *Journal of African Business* 16.1-2 : 109-127, 2015

kurumsal değişkenler gibi hem finansal entegsyonu hemde iktisadi büyümeyi ölçmeye yarayacak değişkenler kullanılmıştır. Söz konusu çalışmada finansal entegrasyonu ölçen değişkenler doğrudan yabancı yatırımlar, portfolyo akımı, borç akımı ve finansal açıklık olarak belirlenmiştir.¹¹⁶ Sonuç olarak özellikle finansal açıklık olarak belirlenen Chinn-Ito endeksi gayri safi milli hasıla ile hem uyumlu hem de istatistiki olarak anlamlı sonuç vermektedir, böylelikle bölgeler arası yaratılan finansal entegrasyonun iktisadi büyümeye etkisi pozitif yöndedir.¹¹⁷

Finansal entegrasyona örnek teşkil eden bir diğer çalışmada da Suudi Arabistan ve ve uluslararası ekonomiler arasındaki hisse senetleri piyasası incelenmiştir.¹¹⁸ Uluslararası ekonomiler içerisinde Meksika, Çin, Güney Afrika, Japonya, Birleşik Kralık ve Amerika Birleşik Devletleri bulunmaktadır, ve ülke seçimlerinde ülkelerin uluslararası finans sistemindeki yerlerine ve Suudi Arabistan ile olan ilişkilerine göre karar verilmiştir. İlgili çalışmada günlük ve haftalık olmak üzere 2005 ve 2015 dönemini kapsayan günlük hisse senedi fiyatları ve getirileri kullanılarak ülkeler arasında finansal entegrasyon test edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, söz konusu dönem için günlük hisse senetleri fiyatları ve getirileri incelendiğinde Suudi Arabistan'nın hisse senetleri getirileri 2008 Küresel Kriz dönemi içerisinde diğer ülkelere göre daha az etkilenmiş, bu durumda Suudi Arabistan'nın hisse senedi piyasasının diğer ülkelerle entegrasyonun negatif yönlü olduğunu ortaya koymuştur. Ortalama hisse getirileri açısından Suudi Arabistan söz konusu dönem için negatif getiriye sahip olup, Amerikan hisse senetleri piyasası ile olan bağımlılığı da en düşük, Çin ile en yüksek düzeydir; ilgili testten elde edilen verilerin geneline bakıldığında da Suudi Arabistan'ın diğer nc ülkelerle olan finansal entegrasyon düzeyi son derece düşüktür.¹¹⁹

¹¹⁶ Misati, Roseline Nyakerario, et al, **a.g.e**,120

¹¹⁷ Misati, Roseline Nyakerario, et al, **a.g.e**,121-122

¹¹⁸ Jouini, Jamel. "New empirical evidence from assessing financial market integration, with application to Saudi Arabia." *Economic Modelling* 49: 198-211, 2015

¹¹⁹ Jouini, Jamel, **a.g.e**,s 200-211

Diğer bir analizde de Malezya hisse senedi piyasasının entegrasyonunu test etmek adına gelişmiş hisse senedi piyasalarını temsilen Amerikan, Japonya hisse senedi piyasaları ile gelişmekte olan piyasaları temsil eden Çin ve Hindistan hisse senedi piyasaları analizde kullanılmıştır.¹²⁰ Analiz sonucunda Malezya hisse senedi piyasasının örnek ülkeler arasında entegre olduğu, hisse senedi volatilitésinin üzerine yapılan araştırmada beklentileri karşılayacak şekilde Çin ve Hindistan'a ait hisse senedi piyasalarında uzun dönem için volatilitenin diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksek olduğu sonucuna varılmıştır.¹²¹

Farklı bir çalışmada finansal entegrasyon sonucu ortaya çıkan refah kazancının ülkeler arasındaki dağılımına dair olmaktadır.¹²² Söz konusu çalışmada sermaye mallarının ikame edilebilirliği azaldıkça entegrasyondan dolayı oluşan refah kazancı artış göstermektedir, çalışmanın sonucunda da gelişmekte olan ülkeler bu kazançtan daha fazla yararlanmaktadır.¹²³

Aralarında ekonomik ve kısmi finansal birlik gösteren 30 Sahra-altı Afrika ülkelerinin finansal entegrasyon ölçütünün bu ülkelerin ekonomik performansı üzerine etkisi 1976-2010 dönemi boyunca incelenmiştir.¹²⁴ Söz konusu 30 ülkenin reel gayri safi milli hasıla (GSMH) değerlerine, özel mevduat bankalarının sağladığı kredilerin GSMH'ya olan oranına, 2003 ve 2007 yıllarına ait ithalat ve ihracat değerlerine, elektronik fonlama transferi miktarına ve yabancı banka sayısına göre belirlenen banka rekabetinin ya da konsantrasyonunu ifade eden değişkenlerden oluşan bir veri seti incelenerek ülkelerin finansal gelişmişlik ve finansal yapıları hakkında bilgi oluşturulmuştur. Testin amaçladığı finansal gelişmişlik ve ekonomik performansını anlamak adına uygulanan model de GSMH bağımlı değişken, finansal entegrasyon ise modeldeki bağımsız değişkenlerden birini oluşturmaktadır ve çalışmanın en önemli

¹²⁰ Lean, Hooi Hooi, and Kee Tuan Teng. "Integration of world leaders and emerging powers into the Malaysian stock market: A DCC-MGARCH approach." *Economic Modelling* 32 : 333-342, 2013

¹²¹ Lean, Hooi Hooi, and Kee Tuan Teng, **a.g.e.s** 336-339

¹²² Hoxha, Indrit, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Dietrich Vollrath. "How big are the gains from international financial integration?." *Journal of Development Economics* 103 : 90-98, 2013

¹²³ Hoxha, Indrit, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Dietrich Vollrath, **a.g.e.s.** 97-98

¹²⁴ Ahmed, Abdullahi D. "Integration of financial markets, financial development and growth: Is Africa different?." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 42 : 43-59, 2016

sonuçlarından biri beklenilenin aksine finansal entegrasyon ile ekonomik büyüme oranı arasında söz konusu ülkeler için pozitif etkinin olmayışıdır.¹²⁵

1.5. Finansal Entegrasyonun Ölçülebilirliği

Entegrasyon düzeyinin ölçümünü konu edinen birçok ampirik çalışma mevcuttur. Onlardan biri de uluslararası finansal varlık fiyatlama modeli ICAPM (International Capital Asset Pricing Model) kullanılarak yapılmaktadır.¹²⁶ Bu konudaki çalışmaları incelemeden önce finansal varlık fiyatlama modelinin tanımı ve finansal entegrasyon konusundaki ilişkisine bakmalıyız.

Beklenen getiri ve risk ilişkisinden optimum portfolyonun seçilmesini modelleyen finansal varlık fiyatlama modeli bazı varsayımlar üzerine kurulmuştur, bu varsayımlardan bir tanesi entegrasyon ile modelin kesişimini oluşturur. Finansal varlık fiyatlama modelinde her yatırımcı tam rekabet koşulları altında portfolyosunu seçer, yani asimetrik enformasyon gibi piyasayı tam rekabetten uzaklaştıran ya da vergi, işlem maliyeti, yatırımcının sınırlı sayıda portfolyo seçmesi gibi piyasayı sınırlandıran etkiler görülmez. Teorinin amacı, tam rekabet koşulları altında yatırımcının riske ve riske göre şekillenen beklenen getiriyi hesaba katarak optimum portföyü seçmektir.¹²⁷ İşte bu yüzden söz konusu teorinin temelinde tam finansal entegrasyon sağlandığı varsayımı yatar.¹²⁸

Finansal entegrasyonun ölçülmesinde finansal varlık fiyatlama modeli gibi birçok modelden yararlanabildiğimiz gibi ülkelere ait bir takım parametreleri karşılaştırarak da entegrasyonu ölçebiliriz. Bu parametrelerden birine örnek olarak ülkelerdeki portföylerin getirileri arasındaki korelasyon verilebilir.¹²⁹ Finansal

¹²⁵ Ahmed, Abdullahi D, **a.g.e.**,s.49

¹²⁶ Mohamed El Hedi Aroui,Phillippe Foulquier,"Financial Market Integration: Theory and Empirical Results",Economic Modelling,29.2,2012,s.382

¹²⁷ William F.Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffery V.Bailey, **Investments**, Prentice Hall, Vol.6 ,Upper Saddle River New Jersey, 1999, s.228

¹²⁸ Mohamed El Hedi Aroui,Phillippe Foulquier,**a.g.e.**, s.382

¹²⁹ Taylor,M.P., Tonks I.,"The internalisation of Stock Markets and The Abolition of UK Exchange Control", Review Economic Statistic, Vol.71, 1989, s.332

entegrasyon ve uluslararası tüketim risk paylaşımı ilişkisi de entegrasyon konusunda önemli göstergelerden biridir. Yapılan çalışmalarda ülkeler arasında finansal entegrasyon sağlandıkça, ülkeler arası tüketim risk paylaşımı daha da artmaktadır.¹³⁰ Bu konudaki önemli bir çıkarım da finansal kalkınma ile tüketim risk paylaşımı arasında negatif bir ilişki olduğudur.¹³¹

Finansal entegrasyon ölçümüyle ilgili literatürde çoğunlukla Baele (2004)¹³²'nin makalesine atıf yapılmaktadır. Bu çalışmada birliğe üye ülkelerin finans piyasalarının finansal entegrasyon ölçümünü belirlemek adına beş finans marketi bazında yapılmaktadır:

- Para piyasası
- Özel sektör tahvil piyasası
- Devlet tahvilleri piyasası
- Hisse senetleri piyasası
- Kredi piyasası

Ölçüm yöntemleri de fiyata dayalı ölçümler, miktara dayalı ölçümler ve beklentilere dayalı ölçümlerdir. Ayrıca analiz tek fiyat kanuna göre yapılmakta varlıkların fiyatları belirlerken tek fiyat kanunu göz önünde tutulmaktadır. Fiyat bazlı ölçümlerde kullanılan değişkenler varlıkların sistematik riske karşı düzeltilmiş şekilde getiri farklarına göre ve faiz haddinin yatay kesit veriler bazında dağılımına göre ifade edilmektedir. Beklentilere dayalı ölçümlerde de ulusal varlık getirisinin proxy olarak belirlenen varlık fiyatına göre zaman serisi değişimi kullanılmıştır. Son olarak miktara dayalı ölçümlerde de öz sermaye fonlarının payları kullanılan bir yöntemdir.¹³³ Dikkati çeken sonuçlardan biri de kredi piyasası hariç diğer piyasaların finansal entegrasyon

¹³⁰ Jesper Rangvid, Pedro Santa-Clara, Maik Schmeling, "Capital Market Integration and Consumption Risk Sharing over the Long Run, Journal of International Economics, Vol.103, 2016, s.31

¹³¹ Yasin Mirmir, "On International Consumption Risk Sharing, Financial Integration and Financial Development", Emerging Markets Finance and Trade, Vol: 52.5, 2016, s.1241-1258

¹³² Measuring financial integration in the euro area. No. 14. ECB occasional paper, 2004

¹³³ Baele, Lieven, et al. **a.g.e**, s.510-529

sürecinde ilerleme kaydettiği saptanmıştır. Diğer bir çarpıcı sonuçta Euro'nun kabulü ile birlikte devlet tahvilleri piyasası birlikteki ülkeler için entegre bir hal almıştır.

Konuya uluslararası finansal piyasaların entegrasyonu olarak bakanlarda vardır. Söz konusu çalışmaların birinde ülkelerin varlık getirilerini etkileyebilecek birden fazla faktör göz önünde bulundurularak multi-faktör model yoluyla ülkeler arası getiri endeksleri hesaplanmış ve bu endekslere göre finansal entegrasyon seviyeleri belirlenmiştir.¹³⁴ İlgili çalışmada 1973 ile 2006 dönemi arasındaki günlük getiri fiyatları ile 1974- 2007 yıllarına ait yıllık faktör değişkenleri kullanılmıştır. 81 ülkenin verilerine göre hazırlanan çalışmalarda Avrupa Birliği ülkeleri ile Güney Kore, uluslararası finansal entegrasyon ölçümünde olumlu sonuçlara sahiptirler.¹³⁵

Ülkeler arasındaki finansal entegrasyonun saptanmasında ülkelerin finansal piyasalarının serbestliğinin derecesi göz önüne alınmaktadır. Yapılan bir çalışmada finansal entegrasyonun ölçümü üç sınıflandırma üzerinden, yasal ölçümler, fiili ölçümler ve bu iki ölçümün birleşiminden oluşturulan ölçümler dizisi olarak anlatılmaktadır.¹³⁶ Bu ölçümlerden yasal olarak adlandırılan ölçümlerde regülasyonlarla sermaye akımının sınırlandırıldığı görülmektedir, örneğin sermaye hesabı yoluyla ülke içindeki yerleşikler ve yabancı ülkelerde yaşayanlar arasındaki sermaye akışı sınırlandırılmıştır. Fiili ölçümlerde ulusal verileden elde edilen bilgilere göre ölçüm yapılmaktadır, örneğin toplam varlık ve borçların gayri safi yurtiçi hasılaya oranı gibi parametreler söz konusu ölçümlere örnektir. Kontrol değişkenlerinin birden fazla oluşu finansal entegrasyonu birçok yönden incelememize olanak sağlamaktadır, öyle ki söz konusu çalışmada hisse seneleri piyasası, sermaye hesabı gibi veriler adına düzenlenmiş proxyler çalışmada bulunmaktadır.¹³⁷

¹³⁴ Pukthuanthong, Kuntara, and Richard Roll. "Global market integration: An alternative measure and its application." *Journal of Financial Economics* 94.2 (2009): 214-232.

¹³⁵ Pukthuanthong, Kuntara, and Richard Roll **a.g.e.**, s 219-231

¹³⁶ Quinn, Dennis, Martin Schindler, and A. Maria Toyoda. "Assessing measures of financial openness and integration." *IMF Economic Review* 59.3 (2011): 488-522.

¹³⁷ Quinn, Dennis, Martin Schindler, and A. Maria Toyoda, 501-518

Finansal entegrasyon ölçümünde farklı veri periyodları, farklı ülke grupları ve farklı alt grup değişkenlere göre testler yapılmaktadır. Alt grup değişkenlerden kasıt uluslararası entegrasyonu ölçmek için ülkelerin yerleşiklerinin türev araçlar yoluyla yaptıkları sermaye akışının ifade edilmesidir. Yukarıda anlatılanlara örnek teşkil edebilecek çalışmalardan birinde 1995-2005 yılları arasında, 91 ülke bazında yapılmış olan ampirik analizdir.¹³⁸ Söz konusu analizde hisse senedi paylarının alım ve satımları hem yerleşikler hem de yabancılar bazında ele alınmakta, türev araçların alım-satım döngüleri hem yerleşikler hem de yabancılar bazında alınan diğer başka değişkendir. Bu değişkenlerin dışında finansal krediler ve doğrudan yabancı yatırımlar yukarıdaki gibi alt gruplara ayrılarak ele alınmıştır. Bahsedilen dataları alt gruplar halinde başka verilerin içinde eritmeden almanın avantajı, analiz eden tarafından farklı varyasyonlar oluşturularak yeni değişkenler üretebilmeye imkan sağlamasıdır. İlgili çalışmada veride yer alan ülkeler gelirlerine göre üç ana kategoriye ayrılmaktadırlar; bunlar gelir edinimi yüksek olan, gelir edinimi orta ve gelir edinimi düşük olmak üzere kategorize edilirler. Ancak ölçümün sınırlı olduğu taraf, ölçüm de eğer sermaye akışında kısıtlama var ise bunun derecesi belirlenememektedir. Avrupa Birliği ülkelerine dair elde edilen ilginç bir çıkarım ise, analiz sonucunda Avustralya, Belçika, Çekya gibi ülkelerdeki sermaye hesabındaki kısıtlamalar yüksek seviyelerde görülmektedir.¹³⁹

Finansal entegrasyon konusunda yapılan bir diğer çalışma entegrasyon fikrinin de kendi içinde sınırlara sahip olduğudur. Burada demek istenilene göre Avrupa Birliği örnekleminde bakmak gerekirse her ne kadar Ekonomik ve Parasal Birlik güdüsüyle Avrupa Merkez Bankası ve tek para birimi Euro inşaa edilse de ülkelerin yerel ekonomik ve parasal yapıları entegrasyona pozitif katkı sağladığı gibi negatif katkı da sağlamaktadır. Bu yüzden Maastricht Antlaşması'nda alınan ekonomik yayılma politikası finansal entegrasyon yönünden ikame aracı olarak görülmektedir, yani ne kadar Avrupa Birliği'ne yeni ülke katılırsa, o kadar entegrasyonun başarısı düşecektir. Buna karşın finansal entegrasyonu ülkeler içindeki finansal aksaklıkları çözmeye yarayan bir araç olarak gören çalışmalarda mevcuttur. Bu amaçla, finansal

¹³⁸ Schindler, Martin. "Measuring financial integration: A new data set." IMF Staff papers 56.1 (2009): 222-238.

¹³⁹ Schindler, Martin. **a.g.e.**, s222-238

entegrasyonun analiz edilen yerel sorunlara nasıl bir çözüm sunabileceği ilgili çalışmada değerlendirilmiştir. Söz konusu çalışmada ülkelerin bazı yerel şirketlerin kendi çıkarlarını tek fiyat kanunu göz ardı ederek üstün tutmaları söz konusu sorunların önemli bir nedenini oluşturmaktadır.¹⁴⁰ İlgili çalışmada kısmi denge modeline göre pazara yeni giren firmalar üzerinde analiz yapılmış; finans piyasalarında ülkelerin devlet müdahalelerinin etkilerinin entegrasyonla birlikte daha aza ineceği, yerel halkın devletin müdahalesi olmadan istediği finansal enstrümana yatırım yapabileceği öngörülmektedir.¹⁴¹



¹⁴⁰ Stulz, René M. "The limits of financial globalization." The Journal of Finance 60.4 : 1595-1638, 2005

¹⁴¹ Stulz, René M. "The limits of financial globalization, **a.g.e**,s.1632

İKİNCİ BÖLÜM

KRİZ VE ENTEGRASYON İLİŞKİSİ

Ekonomide yer edinen kriz olgusu farklı zamanlarda kendini tekrarlayabilmektedir. Ancak krizlerin nedenleri, etki alanları değişiklik gösterse de özellikle teknolojik gelişmelerle birlikte kompleks hale gelen ülke ekonomileri, farklı yapılarıdaki krizleri karşımıza çıkarmaktadır. Krizlerin değişen parametreleri politika yapıcıları ve ekonomistleri çözüm üretmekte bir hayli zorlayarak yeni fikirlerin ortaya atılmasına sebep olmaktadır. Bu önemli fikirlerden biri de krizlere karşı oluşturulacak regüle edilmiş bir finansal piyasa ve regülasyonların başarılı olması sonucu oluşacak finansal entegrasyon fikridir. Bu fikrin önemli uygulama sahalarından biri de Avrupa Birliği'dir. Ancak Avrupa Birliği üye ülkeleriyle birlikte sağladığı parasal birlikle hem ekonomik entegrasyonu hem de finansal entegrasyonu sağlamaya çalışan önemli bir yapıdır. Bu yapının diğer ülkelere göre krizlerden daha başarılı çıkıp çıkmaması ile krizlerin olumsuz etkileriyle baş etmesinde gösterdiği farklılıklar finansal entegrasyon ve kriz ilişkisini ortaya koymaktadır. Finansal entegrasyon- kriz ilişkisinin incelendiği tez çalışmasında, çalışmanın kriz ayağı 2.1 Kriz Tanımı ve Krizin Sınıflandırılması bölümünde teorik açıdan ele alınarak değerlendirilecektir.

2.1. Kriz Tanımı ve Krizin Sınıflandırılması

Kriz tanımı hakkında literatürdeki çalışmalar incelendiğinde krizi tetikleyen faktörlerin bir ya da birkaçını içine alan tanımlamalara rastlanabilmektedir. Ancak tam anlamıyla kriz tanımı yapabilmek için krizi oluşturan ana etmenleri belirtmek gerekmektedir. Aktan ve Şen (2002), kriz tanımındaki gerekli etmenleri açıklarken krizin beklenilmeyen ve birden gerçekleşen, tahmin edilemeyen, kısa ya da uzun bir zamana yayılabilen bunların yanında sadece baş gösterdiği ülke için değil diğer ülkelere de sırayet edebilme özelliği olan bir kavram olarak açıklamaktadır.¹⁴²

¹⁴² Aktan, Coşkun Can, and Hüseyin Şen. "Ekonomik kriz: Nedenler ve çözüm önerileri." *Yeni Türkiye Dergisi* 1 (2002): 1-9.

Krizleri reel sektör ve finansal krizler olarak ikiye ayırdığımızda bu ayrımı krizleri etkileyen faktör ve bu etkilerin görüldüğü piyasalara göre yapabiliriz. Üretim ve istihdam piyasasındaki aniden beliren ve ekonomide daralmaya yok açan şokları reel sektör krizleri olarak tanımlayabiliriz.¹⁴³ Finansal krizler ise, krizlerin yarattığı ani şokların finansal piyasalar ya da bankacılık sektöründe gerçekleşerek sonucunda ekonomide daralmaları tetiklemesi olarak ifade edilebilir.¹⁴⁴

Ekonomide rastlanan kriz türleri arasında para krizleri, bankacılık krizleri, dış borç krizleri ile finans merkezli krizler bulunmaktadır.¹⁴⁵ Serbest kura sahip olmayan ülkelerde daha çok kendini gösteren para krizleri, döviz kurundaki değişimden ya da sermaye akımı yoluyla ülke içindeki para arzının değişiminden etkilenmektedir. Bankacılık krizlerinde ise bankaların iyi regüle edilememesinden kaynaklanan açıklar sonucunda bankanın mevduat sahiplerine ödeme yapamayarak temerrüde düşmesi durumudur. Spekülatif ataklar bu kriz türünde krizin boyutlarını arttırabilir. Dış borç krizlerinde ise en önemli gösterge, alınan borçların gayri safi yurtiçi hasılaya oranında giderek artış sonucu yoluyla borcun ödenememe durumudur. Bu tür krizlerden kurtuluş için Uluslararası Para Fonu (IMF) gibi kurumlardan alınan krediler kısa dönemde çare olarak görülse de uzun dönemde ülkelerin mali yapılarını fonlara güdümlü hale getirmektedir. Finansal krizler ise yukarıdaki saydığımız krizlere nazaran daha çok ülkeye yayılmakta ve çözümü daha zor krizlerdir.¹⁴⁶ Yukarıda sayılan kriz türleri arasındaki para krizleri, bankacılık krizleri, dış borç krizleri ile finans merkezli krizleri finansal krizin türleri olarak ele alan çalışmalar da mevcuttur.¹⁴⁷

Finansal krizler kendi içinde gösterdikleri özelliklere göre modellere ayrılmaktadır. Bu modeller birinci nesil modeller, ikinci nesil modeller, üçüncü nesil modeller (Asya

¹⁴³ Aykut Kibritçioğlu, Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Economic Crises and Governments in Turkey*, 1969, 2001: 1-18.

¹⁴⁴ Aykut Kibritçioğlu, , **a.g.e**, s.2

¹⁴⁵ Turan Yay,Gülsüm Gürkan Yay,Ensar Yılmaz,**a.g.e**, s.20

¹⁴⁶ Turan Yay,Gülsüm Gürkan Yay,Ensar Yılmaz,**a.g.e**, s.21

¹⁴⁷Jeffrey D. Sachs "Alternative approaches to financial crises in emerging markets." *Capital flows and financial crises* Miles Kahler, Cornell University Press, Ithaca New York. ,1998: ,s 243-262

Krizi'ni açıklayan)¹⁴⁸, krizin yayılma etkisinin öne çıktığı modeller, dışsal faktörlerin ön planda olduğu modeller olarak sınıflandırılabilir. ¹⁴⁹ Birinci nesil krizlere spekülasyon atak modelleri denmekle birlikte, makroekonomik performansı negatif etkileyen faktörler bu türde kriz öncesi aranmaktadır. Artan bütçe açığı, ulusal faizlerin sürekli yükselişi söz konusu faktörler olmakla birlikte para basarak bütçe açığını kapama yöntemi bu nesilde görülen en belirgin özelliklerdir. ¹⁵⁰ İkinci nesilde ise yatırımcıların beklentileri ile politika yapıcılarının alacağı kararlar krizin ortaya çıkışında önemli iken Asya Krizini açıklayan modelde bankacılık sektöründeki regülasyon eksikliği ön plandadır.¹⁵¹

2.2 Finansal Kriz ve Finansal Entegrasyon İlişkisi

Regüle edilmiş dolayısıyla entegre bir finansal piyasanın isteğinin başlıca nedenlerinden biri ülkeler arasındaki sermaye akışının negatif etkisidir. Aslında çok olandan az olan ülkeye doğru akan sermayenin, sermaye kıtlığı çeken ülkede büyümeyi tetikleyerek ekonomiler arasındaki entegrasyonu sağlamadaki rolü büyüktür.¹⁵² Ancak asimetrik bilgidan kaynaklanan sermaye akışının oynaklığı, akımın gerçekleştiği ekonomide spekülasyon ataklar yaratıp finansal dengeyi bozmakta¹⁵³ öyle ki krizlerin nedenini oluşturmaktadır, Meksika krizi bu duruma örnek verilebilir.

Finansal entegrasyon fikri finansal piyasaların derinleşmesi, türev ürünlerinde çeşitlilik ve finansal piyasalarda teknolojik yeniliklere uyumun artması gibi birçok avantajı içerisinde barındırmakla birlikte bu fikre karşı eleştiriler de mevcuttur. Özellikle gelişen ve gelişmekte olan ülkelerin ulusal mali verileri arasındaki fark ve

¹⁴⁸ Turan Yay, Gülsüm Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e**, s.25

¹⁴⁹ Delice, Güven. "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif." *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 20 (2003).

¹⁵⁰ Turan Yay, Gülsüm Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e**, s.23

¹⁵¹ Turan Yay, Gülsüm Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, **a.g.e**, s.25

¹⁵² Barry Eichengreen, **Capital Flows and Crises**, The MIT Press, 2004, s.13

¹⁵³ Barry Eichengreen, **a.g.e**, s.13

krizin bulaşma etkisi, gelişen ülkeleri riskli finansal yatırımlardan uzak durmaya daha çok ekonomik büyümeyi teşvik eden risk oranı düşük yatırımlara itmektedir.¹⁵⁴

Ekonomik krizlerle finansal krizler arasındaki fark onlara neden olan faktörlerin çeşitlilik göstermesine dayanır. Ekonomik krizler reel sektörde yaşanan olumsuzluklar (petrol krizi, reel talep şokları, borç krizleri gibi) sonucu ortaya çıkarken finansal krizler bankacılık sektöründe ve para politikasında yaşanan olumsuzluklardan beslenir.

Mishkin (2011)¹⁵⁵ kimi zaman bankacılık krizi kimi zaman para krizi gibi kendini gösteren finansal krizleri birbirini etkileyen olaylar bütünü olarak tanımlar. Öncelikle ortada finansal bir aksaklık yaratan durum veya durumlar oluşur. Mishkin (2011)¹⁵⁶ bu aksaklıkları beş başlık altında anlatmaktadır. Söz konusu başlıklar faiz oranlarındaki artış, öngörülemezlik-belirsizlik durumlarındaki artış, varlık piyasaları ile firma bilançoları arasındaki ilişki, bankaların bilanço yapılarındaki problemler, kamu borçlarında temerrüde düşülmesidir.¹⁵⁷ Birinci olarak, piyasada borç talebinin yüksek olmasından ya da para arzındaki sıkılaştırma politikaları sonucu faiz oranlarında artış yaşanabilir. Böylesi bir durumda temerrüt riski düşük olan borçlular, borç almaktan vazgeçerken söz konusu riski yüksek ve risk almaya eğilimli borçlular fon talebinde bulunurlar. Ancak kreditorler ters seçim gereği kredi vermekten vazgeçerler, sonuç olarak öncelikle yatırımlar, yatırımların düşüşüyle ekonomide ki toplam hasılat azalır. Krize neden olabilecek bu etkiyi de Mishkin (2011)¹⁵⁸ faiz oranlarındaki artış olarak adlandırmaktadır. Faiz oranlarındaki artışın kriz üzerine etkisi bahsedildiği gibi dolaysız olduğu gibi firmaların faiz giderleri artırarak firmaların likiditesini azaltmaktadır. Bu etki de faiz oranlarındaki artışın krize olan dolaylı etkisidir.¹⁵⁹ Mishkin (2011)'in açıkladığı ikinci durum ise finansal piyasada belirsizlikte yaşanması yüksek bir artıştır. Bu artış sonucu kreditor borç

¹⁵⁴ Barry Eichengreen, Financial Crisis and What To About Them, Oxford University Press, 2002, s.157

¹⁵⁵ Frederic S. Mishkin, **Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı**, Akademi Yayıncılık, 2011, s.206-208

¹⁵⁶ Frederic S. Mishkin, **a.g.e**, 206-208

¹⁵⁷ Frederic S. Mishkins. **a.g.e**, 206-208

¹⁵⁸ Frederic S. Mishkins. **a.g.e**, 206-208

¹⁵⁹ Frederic S. Mishkins. **a.g.e**, 206-208

verenin riskini öngöremediği için borç vermekten vazgeçecek, yatırımlar azalacak, en son olarak da ekonomideki toplam hasılat düşecektir.¹⁶⁰

Firmaların dış finansman sağlama yollarından biri olan hisse senedi değerleri firmaların net değeri hakkında kreditörlere bilgi vermektedir. Hisse senetlerinde yaşanabilecek bir düşüş kreditörlerin gözünde firmaların net değerindeki yani teminattaki düşüş demektir. Teminatların riske girdiğini düşünen kreditörlerde, kredi sağlamaktan vazgeçecektir. Mishkin (2011)¹⁶¹ firma net değerini etkileyen yolun sadece hisse senetlerindeki olası düşüş haricinde fiyatlar genel düzeyindeki aşağı yönlü hareketlerin de sebep olabileceğini de ifade etmektedir. Gelecekteki faiz artışlarından sakınan firmalar uzun vadeli borçlarını sabit faiz oranı üzerinden sözleşme yoluyla yaparlar. Faiz oranı artışına karşı kendini koruyan firmanın hesaba katması gereken bir durumda sözleşme sürecince piyasalarda fiyatlar genel düzeyindeki azalıştır. Kısacası firma faiz artış oranını sabitleyerek borçlarının nominal değerini korurken, fiyatlardaki düşüşle birlikte varlıklarının azalan reel değerini koruyamamıştır. Artış ve azalış firmanın toplamda firmanın net değerine azalış olarak yansıyacak, kreditörleri fon arzından kaçırarak ve sırasıyla önce yatırımları sonrasında da ekonomideki toplam hasılatı düşüreceklerdir.¹⁶² Bankaların bilanço yapılarındaki problemler ise diğer bir aksaklık türüdür. Kreditörler bankacılık aracılığıyla kredi verme işlemini yaparken bankalar hakkındaki bilgileri bilançolardan öğrenirler. Bilançolardaki şeffaflık ilkesinin zarar görmesi bankayı etkileyeceği için kreditörler kredi sağlamaktan kaçınacaklardır. Eğer söz konusu zarar kreditörler fon sağladıktan sonra gerçekleşirse, spekülatif hareketlerin de etkisiyle paniğe dönüşecek ve kreditörler fonlarını geri çeceklerdir. Mishkin (2011)'in açıkladığı bir diğer aksaklıkta kamu kesimin temerrüde düşme ihtimalidir. Bu etki, sermaye akımının hızla ekonomiden çıkmasına ve ulusan paranın değerinin düşüşüne sebep olur. Yabancı para cinsinde borçlanan bankaların yükümlülükleri arttığı için kreditörler bu durumdan

¹⁶⁰ Frederic S. Mishkin, a.g.e, 206

¹⁶¹ Frederic S. Mishkin, a.g.e, 206-207

¹⁶² Frederic S. Mishkin, a.g.e, 206

endişe duyacaklar ve fon sağlamayacaklardır. Dolayısıyla hem yatırımlar hem de yatırımlardan etkilenen toplam hasılat azalacaktır.¹⁶³

Finansal kriz ile finansal entegrasyon ilişkisini açıklarken finansal entegrasyonun avantajlarının kriz karşısında dezavantaja dönüşebildiği görülmektedir. Öncelikli olarak finansal entegrasyonun avantajları ele alınacak sonrasında ise söz konusu avantajlar karşısında krizden kaynaklı oluşabilecek dezavantajlar anlatılacaktır.¹⁶⁴

1. Sermayenin serbest dolaşımı sayesinde yüksek riske yüksek getiri sağlayan çeşitli yatırım araçlarından bir portfolyo oluşturulabilir. Bu durum yatırımcının portfolyosunu çeşitlendirmesine olanak sağlamıştır.
2. Diğer bir avantajı ise entegrasyon ile ekonomilerin büyümeleri arasında pozitif ilişki olduğunu analiz eden çalışmalar mevcuttur.
3. Finansal entegrasyonun seviyesinin artışıyla birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelerin türev piyasalarındaki enstrümanlarda çeşitlilik artarak söz konusu ülkelerin finansal piyasalarının derinliği artacaktır.
4. Finansal entegrasyon sayesinde ulusal para politikaları uygulanırken uluslararası kurallar göz önüne alınarak yanlış uygulama ve kararların önüne geçilecektir. Örneğin Avrupa Merkez Bankası üye ülkelerin enflasyon belirlemelerinde belli bir aralıkta hedeflemeler yaparak ülkelerin para politikalarının belirlenmesindeki inisiyatifini düşürmektedir.

Entegrasyonun yarattığı avantajların kriz karşısında dönüşebileceği dezavantajlar ise şöyle sıralanabilir¹⁶⁵:

¹⁶³ Frederic S. Mishkin, **a.g.e**, 208

¹⁶⁴ Mishkin, Frederic S. "Is financial globalization beneficial?." *Journal of Money, Credit and Banking* 39.2-3 (2007): 259-294.

¹⁶⁵ Mishkin, Frederic S., **a.g.e**, s259-294

1. Sermayenin serbest dolaşımı yoluyla sermayenin çok olan ülkeden az olan ülkeye doğru akışını eleştiren çalışmalar da mevcuttur. Söz konusu eleştirilerde sermayenin az olduğu ülkelerde üretim yapısındaki teknolojik aksaklıklar ve üretimde verimlilikteki düşüş, sermayenin yatırıma dönüştürülmediği takdirde atıl bir kapasite olarak değerlendirilebilecektir. Özellikle kriz dönemlerinde yatırıma dönüştürülmeyen sıcak para volatilitésinin artışıyla bankaların bilanço yapılarının bozulması ve ters seçim ile ahlaki sorunların güdümünde kriz daha da derinleşecektir.
2. Finansal entegrasyonla birlikte türev piyasalardaki enstrümanlardaki çeşitlilik, finans piyasalarının regülasyon ihtiyacını da birlikte getirir. Özellikle regüle edilmeyen kurumsal yapılar kriz dönemlerinde çözüm alternatiflerini azaltmaktadır.
3. Finansal entegrasyonla üye devletlerin birlikte oluşturacakları merkez bankalarının ülkeleri kısıtlayıcı yönleri de bulunmaktadır. Örneğin bu gibi ülkelerde kriz dönemlerinde eleştiriye açık olsa da devalüasyon aracını kaybetmektedirler. Bununla birlikte krizin yayılgacı etkisi artarak diğer üye ülkelerin ekonomilerine de sıçramaktadır.
4. Gelişmekte olan ülkelerin entegrasyonla birlikte sebep olacakları diğer problem bilanço yapılarındaki bilgi eksikliğinin ileride asimetrik enformasyon sorununu da yanında getirmesidir. Firmanın değerinin belirlenmesinde regülasyonları belirlenmemiş, açık olmayan bilanço ve gelir tabloları yabancı yatırımların ters seçim yoluyla batık firmalara yapılmasına neden olmaktadır. Özellikle kriz dönemlerinde bu durum krizi artırıcı rol oynamaktadır.
5. Diğer bir dezavantaj durumu ise, sermaye akışını artıracak bir yol olan faiz hadlerindeki yüksekliğin kriz dönemlerinde oynaklığının artışıyla sorun haline gelmesidir. Yüksek faiz vererek sermayenin akışını destekleyen bankalar bir süre sonra bu söz konusu yüksek faizin maliyetini düşürmek amacıyla kredi riski yüksek olan firma ya da kişilere kredi vermeye başlayacaklar, buna göre

yatırım sahipleri ters seçim olgusu nedeniyle borç vermekten kaçınarak paralarını çekecekler, bu durum faizlerin düşmesine dolayısıyla borç verenlerin azalmasına sonuç olarak yatırımların düşmesine neden olacaktır. Özellikle sıcak para ülke ekonomilerinde önemli bir yere sahip olan ve sermaye akımını yatırıma dönüştüremeyen ülkeler kriz dönemlerinde ani para çıkışlarıyla krizin etkisini daha da hissedeceklerdir.

6. Finansal entegrasyonda yer alan ülkelerin kendi ülkelerine ait para değerlerini para arzı üzerinden etkilemeleri ve kriz dönemlerinde ani bir şekilde bu yolla karar almaları zorlaşır.
7. Diğer bir finansal entegrasyondan kaynaklanan dezavantaj da ülkelerin ulusal ekonomi politikalarından çıkan ülke içi şoklar kriz dönemlerinde derinleşerek diğer ülkeleri de etkileyebilmektedir.
8. Para, dış borç, bankacılık krizleri gibi kriz türleri ile finansal entegrasyonun bu krizler karşısındaki artırıcı yönü çeşitli riskler olarak literatürdeki çalışmalarda anlatılmıştır. Bunlar para, kaçış, kırılganlık, yayılma ve yerel politika kararlarından doğan riskler olarak sınıflandırılmaktadır. Hepsi de krizi çıkaran risk grupları olarak görülmektedir.¹⁶⁶

Literatürde finansal entegrasyon ve finansal kriz arasındaki ilişkiye örnek olarak gösterilebilecek birçok çalışma mevcuttur. Huyghebaert ve Wang'ın (2011)¹⁶⁷ yaptıkları ampirik çalışmada, 1992 Temmuz- Haziran 2003 dönemi içeren hisse senedi verilerine göre 1997-1998 Asya finans krizinin hisse senedi piyasalarındaki yakınsaklığı nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Söz konusu çalışmada Doğu Asya'nın 7(Shangai Borsası, Hong Kong Borsası, Shenzen Borsası, Tayvan Borsası, Singapur Borsası, Güney Kore Borsası, Japonya Borsası) menkul kıymet borsasının verileri

¹⁶⁶ Grabel, Ilene. "Averting crisis? Assessing measures to manage financial integration in emerging economies." *Cambridge Journal of Economics* 27.3 (2003): 317-336.

¹⁶⁷ Huyghebaert, Nancy, and Lihong Wang. "The co-movement of stock markets in East Asia: Did the 1997-1998 Asian financial crisis really strengthen stock market integration?." *China Economic Review* 21.1 (2010): 98-112.

kullanılmıştır. İlgili kriz öncesi, bahsi geçen hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkinin sınırlı olduğu tespit edilmiştir. Ancak Asya Krizi'nin piyasalardaki bağı kuvvetlendirse de bunun krizin geçici ve bulaşma etkisinden kaynaklabileceği çalışmada ifade edilmiştir. Hong ve Singapur borsalarının ise krizin bulaşma etkisinde etkin olduğu görülmüştür.¹⁶⁸

Gkillas, Tsagkanos ve Vortelinos (2019)¹⁶⁹ finansal krizin bulaşma etkisini uluslararası hisse senedi piyasalarına göre incelemişlerdir. Ticaret yakınsaklığına , gayri safi milli hasıla, enflasyon oranı, hisselerin piyasa değeri, faiz oranı gibi göstergelere göre oluşturulan portfolyolar yoluyla uluslararası hisse senedi piyasalarının yayılım büyüklüğü saptanmıştır. Bu çalışma yoluyla entegrasyonun yatırım araçlarının çeşitlendirilmesine katkısı krizler bağlamında analiz edilmiştir. Böylelikle ilgili büyüklüğün artışının krizin bulaşma özelliğine olan etkileri test edilirken, Arjantin borç krizi, 2008 Küresel Finans Krizi ve Avrupa Birliği borç kriz dönemleri göz önüne alınmıştır. Söz konusu çalışmadan elde edilen sonuçlara göre 2008 Küresel Finans Krizi'nin bulaşma etkisinin oluşturulan portfolyolar üzerinde etkin olduğu bulunmuştur.¹⁷⁰

Ahrend ve Goujard (2014)'in ¹⁷¹ çalışmalarında finansal krizlerin türü olan sistematik bankacılık krizlerinde finansal hesapların ve finansal entegrasyonun bahsi geçen krizlerle olan ilişkisini incelemişlerdir. Ancak çalışmada sistematik bankacılık krizlerine karar verirken başka bir çalışmayı örnek almışlardır. Örnek alınan çalışmada aynı anda oluşacak iki kritere göre krizlerin bankacılık krizi olup olmadığına karar verilmekte olup, bu kriterler mali dalgalanmaların ve bu dalgalanmalara karşı regülasyonların bankacılık sektöründe baş göstermesidir.¹⁷² Ülkenin dış borçlarındaki

¹⁶⁸ Huyghebaert, Nancy, and Lihong Wang, a.g.e, s. 111

¹⁶⁹ Gkillas, Konstantinos, Athanasios Tsagkanos, and Dimitrios I. Vortelinos. "Integration and risk contagion in financial crises: Evidence from international stock markets." *Journal of Business Research* 104 (2019): 350-365.

¹⁷⁰ Gkillas, Konstantinos, Athanasios Tsagkanos, and Dimitrios I. Vortelinos, **a.g.e.s.**363

¹⁷¹ Ahrend, Rudiger, and Antoine Goujard. "Drivers of systemic banking crises: the role of financial account structure and financial integration." *International Finance* 17.2 (2014): 135-160.

¹⁷² Laeven, Mr Luc, and Fabian Valencia. *Resolution of banking crises: The good, the bad, and the ugly*. No. 10-146. International Monetary Fund, 2010.

ve finansal entegrasyonla birlikte gelişen sınır ötesi bankacılık faaliyetleriyle sağlanan finansmanlardaki artış finansal krizin olumsuz etkilerini artırmaktadır.¹⁷³

Wang, Yang ve Bessler (2003) ¹⁷⁴ yaptığı çalışmada 1997-98 kriz dönemi ışığında Afrika hisse senetleri piyasalarıyla (Güney Afrika, Mısır, Fas, Zimbabve ve Nijerya) ,Amerikan hisse senedi piyasasındaki yakınsaklık ilişkisi incelenmektedir. Böylelikle hem 5 ülkenin birbirleriyle olan yakınsaklık ilişkisi hem de Amerikan hisse senetleriyle olan yakınsaklık ilişkisi çalışmada yer almaktadır. Bahsi geçen 5 ülkenin kriz sonrası yakınsaklık ilişkisi uzun dönem için azalırken, kriz öncesi Afrika ülkelerinin piyasalarının uluslararası piyasalara olan yakınsaklık derecesi düşük olduğundan Amerikan piyasalarıyla olan ilişkisi kriz sonrasında sınırlı kalmaktadır.¹⁷⁵

2.3 Avrupa Birliği'nde Finansal Entegrasyon ve Kriz

Bu bölümde Avrupa Birliği'nin finansal entegrasyon süreci ve sonrasında finansal entegrasyon ve kriz ilişkisine dair literatürdeki çalışmalar anlatılacaktır. Finansal entegrasyon süreci anlatılırken süreç finansal entegrasyonda ortak pazarın temelleri atılan Tek Nihai Senet'ten başlanılarak Finansal Hizmetler Aksiyon Planına kadarki geçen süreç ele alınacaktır.¹⁷⁶

Avrupa Ekonomi Topluluğu'nun dayandığı 1957 yılında imzalan Roma Antlaşması'nın finansal entegrasyon adına aldığı ilk karar sermaye hareketlerinin serbestliği üzerine olduğu söylenebilir.¹⁷⁷

¹⁷³ Ahrend, Rudiger, and Antoine Goujard, **a.g.e.s.**144-155

¹⁷⁴ Wang, Z., Jian Yang, and D. A. Bessler. "Financial crisis and African stock market integration." *Applied Economics Letters* 10.9 (2003): 527-533.

¹⁷⁵ Wang, Z., Jian Yang, and D. A. Bessler, **a.g.e.** s. 529-532

¹⁷⁶ Ayhan Kaya, Senem Aydın-Düzgit, Yaprak Gürsoy, Özge Onursal Beşgül, **a.g.e.s.**95

¹⁷⁷ Baldwin, Richard E., Charles Wyplosz, and Charles Wyplosz. *The economics of European integration*. Vol. 2. Berkshire: McGraw-Hill Education, 2006

1969 La Haye Zirvesinde de Avrupa Ekonomik Topluluğu ortak tarım politikasıyla güçlenen topluluğun bütçesini derinleştirmek adına Ekonomik ve Parasal Birliğin (European Monetary Union) ilk adımları atılmak istenmiş, bu yüzden de 1979 yılında Avrupa Para Sistemi kurulmuştur.¹⁷⁸

1985 yılında Beyaz Kitap'ta (European Community Commission White Paper) malların, hizmetlerin, bireylerin ve sermayenin iç pazarda serbest dolaşımı amaç edinilmiş, bu ve benzer serbestleşme aksiyonları 1987 yılında yürürlüğe giren Tek Nihai Senet'te bir araya getirilmiştir.¹⁷⁹ Beyaz Kitap'ın bir diğer özelliği de bankacılık alanında üye ülkenin finansal kurumları için tek bankacılık lisansının oluşturulması ve bu lisansında diğer üye ülkeler tarafından tanınmasıdır.¹⁸⁰ Finans anlamında tek pazar döneminin oluşturulması öncesi var olan Tek Nihai Senedi'ni önemli kılan, serbestleşme politikalarının yazı bir metin haline getirilerek birlik içindeki üyeler için finansal anlamda da bağlayıcı hükümler oluşturmasıdır.

Birinci Bankacılık Direktifi (1977) bankacılık regülasyonlarını içermekte ve kısmi serbestleşmeyi konu alan bir direktiftir. Buna göre bankacılık şirketinin ana merkezinin sorumluluğu belirlenerek, kredi kurumlarının içerisinde yer alan bankaların başka ülkelerdeki şubelerdeki bankacılık faaliyetlerini denetleme görevi ana merkeze devredilmiştir; böylelikle bankacılık faaliyetlerinin kurulduğu ana merkez olan ülke direkt sorumlu konumuna getirilmiştir.¹⁸¹ Söz konusu direktif hem bankacılık faaliyetinin ana merkez konumundaki ülkenin hem de şubesinin faaliyette olduğu diğer ülkedeki banka tarafından uygulanması beklenen regülasyonları ortaya koymaktadır. Regülasyonları sıralamak istersek; bankanın şubesini denetim görevi bankanın ana merkezinin bulunduğu ülke üzerinden yapılmaktadır, buna karşılık ana merkezde bulunan başka yabancı bankanın gözetimi o bankanın ana merkezinden

¹⁷⁸ Baldwin, Richard E., Charles Wyplosz, and Charles Wyplosz, **a.g.e.s.**30

¹⁷⁹ Moravcsik, Andrew. "Negotiating the Single European Act: national interests and conventional statecraft in the European Community." *International organization* 45.1 : 19-56,1991

¹⁸⁰ Dermine, Jean. "European banking, past, present and future." *Past, Present and Future* (December 2002)

¹⁸¹ Dermine, Jean, **a.g.e.s** 4

yürütülecektir, hâlâ sermayenin serbest dolaşımında oluşturulan kısıtlamalar türev araçların çeşitliliğini de sınırlamaktadır.¹⁸²

1989 yılında İkinci Bankacılık Direktifi yürürlüğe girmiştir. Bu direktifin yürürlüğe girmesindeki neden Avrupa Ekonomik Topluluğu'ndaki kredi kurumları olan bankaları ilgilendiren bir takım eksikliklerin giderilmesinin sağlanmasıdır. Birinci bankacılık direktifinde yer almasına rağmen bir bankanın şubesi topluluğun başka bir ülkesinde faaliyet gösterecekse bu şubenin denetimi bankanın merkezinin bulunduğu ülke üzerinden yapılması esasının tekrar edilmesi birinci eksiklik olarak bu direktifte yinelenmiştir.¹⁸³ Bankacılıkta ve diğer finansal enstrümanlara yatırım yaparken topluluktaki ülkeler için, ekstra denetim kuralları koyulmayarak finansal entegrasyon sağlanmaya çalışılmaktadır.

Topluluk içindeki bir ülkede olan banka, başka bir ülkede şube açabilmekte ve şube açtığı ülkedeki kurallar tarafından sınırlamalara tabi tutulmamaktadır. Böylelikle toplulukta entegre bankacılık ortamı kurulmak istenmiştir. Ancak istisnalar yaratan durumlarda direktifte belirlenmiştir; eğer bankanın şubesinin bulunduğu ülke bankanın faaliyetlerine kamu çıkarı gözetilen durumlarda müdahale etme hakkına sahiptir.¹⁸⁴

1991 yılında yürürlüğe giren Maastricht Antlaşması'yla Avrupa Ekonomik Topluluğu'ndan Avrupa Birliği'ne dönüşmesi artık birliğin sadece ilk planda ekonomik amaçlar gütmeye başladığını bunun yanında birçok yapısal regülasyonu da içeren bir birlik olduğunu perçinleyen bir antlaşma olmasıyla önemli konumdadır, öyle ki bu antlaşmayla birlikte Avrupa Para Birliği'nin (European Monetary Union) temelleri atılmıştır. Maastricht Antlaşması'nın dayandığı noktalar birinci olarak tek para biriminin ilk basamağını oluşturan Avrupa Para Birliği; ikinci olarak sadece ekonomik değil sosyo-kültürel anlamda da birlikteki üye ülkelerle oluşturulacak uyum

¹⁸² Dermine, Jean, **a.g.e,s 4**

¹⁸³ Gruson, Michael, and Werner Nikowitz. "The second banking directive of the European Economic Community and its importance for non-EEC banks." *Fordham Int'l LJ* 12 (1988): 205.

¹⁸⁴ Dermine, Jean, **a.g.e,s 5-6**

politikaları ve son olarak da Avrupa Birliği vatandaşlığı ve birliğin üye ülke sayısını artırarak genişleme politikalarıdır.¹⁸⁵ Ayrıca Maastrich Antlaşması'yla birliğe üye olabilecek ülkeler için yakınsama kriterleri belirlenmiştir. Bu kriterler üye olmayan ülkeler için beklenen ekonomik bazlı kriterler olup, fiyat istikrarı kriteri, döviz kuru kriteri, faiz kriteri ve kamusal bütçe verileridir.¹⁸⁶ Ayrıca bu antlaşmada kurulması planlanan ekonomik ve parasal birliğin aşamaları belirlenerek parasal entegrasyonu sağlamak adına tek para birimi ve birlik içinde ortak merkez bankası kurulması fikri kabul edilmiştir.¹⁸⁷ Birinci aşamada ayrıca 1979 yılında kurulan Avrupa Para Sistemi'ne döviz kuru sistemleri eklenerek Avrupa Para Birimi etkinliği (European Currency Union) artırılmıştır.¹⁸⁸

1993 yılında Yatırım Hizmetleri Direktifi ile finansal entegrasyonu sağlamak adına banka dışında kalan aracı kurumlar içinde lisans belgesi düzenlenmesine karar verilmiştir.¹⁸⁹

1 Ocak 1994 Avrupa Para Enstitüsü ekonomik ve parasal birliğin ikinci aşamasında yer alarak, Avrupa Merkez Bankası'ndan önce kurulmuş, asıl amacı da Avrupa Merkez Bankası'ndan önce gerekli regülasyonların oluşturulmasına katkı sağlamaktır.¹⁹⁰

1 Haziran 1998 yılında Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank) kurulmuştur ve ekonomi ve parasal birliğin tamamlanması Avrupa Merkez Bankası ve 1999 yılında Euro'ya geçilerek tamamlanmaktadır. Avrupa Merkez Bankası özellikle 1 Ocak 1999 sonrası Euro'ya geçilmesiyle aktif bir rol üstlenmeye başlamıştır. Özellikle başarılı para politikası uygulamalarına göre Merkez Bankası, enflasyonun

¹⁸⁵ Baldwin, Richard E., Charles Wyplosz, and Charles Wyplosz, **a.g.e.s.**33

¹⁸⁶ Akçay, Belgin. "Avrupa Birliği'nin Ekonomik Kriterleri ve Türkiye." Maliye Dergisi 155.1 (2008): 11-38.

¹⁸⁷ Özen, Ahmet, and Ayşe Günay. "Avrupa Birliği'nde Mali Disiplinin Sağlanmasına Yönelik Maastricht Kriterlerinin Anayasal İktisat Perspektifinden Değerlendirilmesi." (2002).

¹⁸⁸ Özen, Ahmet, and Ayşe Günay, **a.g.e.s** 7

¹⁸⁹ Ayhan Kaya, Senem Aydın-Düzgit, Yaprak Gürsoy, Özge Onursal Beşgöl, **a.g.e.s.**96

¹⁹⁰ Karluk, Rıdvan, and Özgür Tonus. "Avrupa Para Birliği, Euro ve Geleceği." Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi 14.1-2 (1998): 261-293.

hedef seviyesinin %2 'te seyretmesini sağlamıştır.¹⁹¹ Avrupa Para Politikası'na bakıldığında, bankanın hedefinde, yıllık toplam para arzının, M3 para arzının yıllık %4,5 büyümesi iken , bu hedef 1999 ile 2005 arası %6,4 'lere kadar ulaşmaktadır.¹⁹²

Euro'nun kabul edilmesiyle ekonomik ve parasal birlik artık finansal entegrasyon kavramına evrilmiştir. Ancak Euro'nun tedavüle çıkışıyla 5 yıllık aksiyon planı oluşturularak süreklilik arz eden finansal piyasaların gelişme süreci izlenmeye ve gerektiğinde yeni reform oluşturma gerekliliği doğmuştur. Finansal Hizmetler Aksiyon Planı'nda yer alan ana konular tüm finansal hizmetler adına tek pazar oluşturulması, tek pazarın üye devletlerin bireyleri tarafından güvenli ve şeffaf olarak kullanımının sağlanması, finansal istikrarın sağlanmasında ilkelerin belirlenmesi ve son olarak optimum tek pazarın meydana gelmesidir.¹⁹³

Entegrasyon süreci anlatılan Avrupa Birliği'nde konunun devamında Avrupa Birliği'nin finansal pazarının 2008 Küresel Krizi'nden nasıl etkilendiği literatürdeki çalışmalarla anlatılmaktadır.

Krizler ve Avrupa Birliği'ndeki finansal entegrasyon üzerine yapılan bir çalışmada 2007 ve 2014 arasındaki dönemde Euro Krizi ve 2008 Küresel Krizi'ni de alacak şekilde merkezde ve doğu Avrupa'da bulunan, özellikle entegrasyona sonraki genişleme politikalarıyla katılan ülkelerde bankacılık sektörü, uzun dönem devlet tahvili ve kredi borcu takas sözleşmelerinin yayılması (credit default swap spread) değişkenleri üzerinden yukarıda bahsi geçen özellikteki Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde finansal entegrasyon çalışması yapılmış ve veri dönemi olarak kriz dönemleri de ele alınmıştır. Söz konusu ülkeler için homojen bir yapıda entegre olmadıkları saptanmış ve kriz sonrasında entegrasyonun azaldığı görülmüştür, neden

¹⁹¹ Dominguez, Kathryn ME. "The European Central Bank, the euro, and global financial markets." *Journal of Economic Perspectives* 20.4 (2006): 67-88.

¹⁹² Dominguez, Kathryn ME, **a.g.e.s.**16

¹⁹³ Ayhan Kaya, Senem Aydın-Düzgit, Yaprak Gürsoy, Özge Onursal Beşgöl, **a.g.e.s.**97

olarak da ülkelerin farklı gelişmişlik seviyelerine sahip olmaları olarak ifade edilmiştir.¹⁹⁴

Özellikle krizlerden sonra Euro alanından (Eurozone) çıkma fikirleri araştırmalara konu olmaktadır. Yapılan bir çalışmada Avrupa Birliği kriz öncesi ekonomik verileri şu şekilde paylaşılmaktadır.¹⁹⁵

- Avrupa Birliği 2006 yılı itibarıyla 2.7 % büyümekte, aynı dönem içinde istihdam oranındaki artış 1,5% e yaklaşarak 2 milyonun üstünde istihdam yaratılmıştır.
- İthalat oranı ise kriz dönemi yakın geçmiş olan 2007-2008'de gene birlik içindeki ülkelerde düşme eğilimine girmemiştir, bu durumu da birlikteki gelişmiş ülkelerin yarattığı düşünülmektedir.

Ancak 2008 yılının ikinci çeyreği ile veriler tam tersine dönmekte, işsizlik artışı birliğin toplamında %2.2'lere çıkmakta, üye ülkeler içinde gayri safi yurtiçi hasılda dramatik düşük etkileri diğer ekonomik verilerle birlikte görülmektedir.¹⁹⁶

¹⁹⁴ Nițoi, Mihai, and Maria Miruna Pochea. "Testing financial markets convergence in Central and Eastern Europe: A non-linear single factor model." *Economic Systems* 40.2 (2016): 323-334.

¹⁹⁵ Matei, Ani, and Andrei Calapod. "Changes of the decision making process in EU in the context of the financial and economic crisis." *Procedia Economics and Finance* 26 (2015): 254-260.

¹⁹⁶ Matei, Ani, and Andrei Calapod, **a.g.e.s.**255

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FINANSAL ENTEGRASYON VE KRİZ İLİŞKİSİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

Literatürdeki ampirik çalışmalar incelendiğinde finansal entegrasyonu ölçmede kullanılan değişkenler, aynı zamanda finansal entegrasyon ve kriz ilişkisinin açıklanmasında da kullanılmaktadır. Bu bölümde yapılan ampirik çalışmada beta ve sigma yakınsaklık modelleri yoluyla kriz öncesi ve sonrası ülke verileri kıyaslanarak incelenmiştir. Söz konusu ampirik uygulama ile hem modellerin tahmininde dengeli ve dengesiz panel veri analizleri yapılmış hem de tez çalışmasında kullanılan zaman aralığı literatürdeki önceki çalışmalara göre uzatılmıştır. Ayrıca kriz kukla değişkeni olarak modele dahil edilmiş, böylelikle finansal entegrasyon ve kriz arasındaki ilişki analiz edilmiştir.

Bu bölüm başlıca üç kısım olarak organize edilmiştir. 3.1 Literatür taraması bölümünde öncelikli olarak Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin finansal entegrasyon düzeyini belirlemek için faiz değişkenini kullanan çalışmalardan bahsedilmektedir. 3.2 Model ve veri seti bölümünde ise tezde uygulanacak ampirik modeller analiz edilmektedir. Ayrıca modellerde kullanılacak değişkenler ve çalışmanın hangi dönemleri kapsadığı 3.2. Model ve veri seti kısmında anlatılmaktadır. Model ve veri setinin kapsamına göre incelenen ampirik çalışmanın sonuçları ise 3.3 Ampirik bulgular kısmında incelenmektedir.

3.1 Literatür Taraması

Finansal entegrasyon ve kriz arasındaki ilişkinin belirlenmesinde kullanılan en önemli değişkenlerden bir tanesi de faiz oranlarıdır. Finansal piyasalarda karşılaşılan farklı türlerdeki faiz oranları da ampirik çalışmalarda değişken olarak yer almaktadır.

Ayrıca söz konusu çalışmalarda faiz haddi dışında çeşitli makroekonomik değişkenlerin yer almasıyla birlikte farklı metodolojilerin de uygulandığı görülmektedir. Örnek alınan varlığın-offshore faiz paritesi sıfır kabul edilerek-onshore ve off-shore piyasasındaki faiz oranları arasındaki farkın ölçülmesiyle sermaye akımının düzeyine etki eden faktörlerin belirlenmesinin hedeflendiği ampirik bir çalışmada, 1974-1993 yılları boyunca Avrupa Birliği ülkeleri örnek alınmıştır.¹⁹⁷ Havuzlanmış en küçük kareler yöntemiyle 1974-1993 yılları arasındaki zaman serisi verisi kullanılarak oluşturulan regresyonda bağımsız değişkeni oluşturan ilgili faiz oranı farkı; sermaye çıkışı ve girişindeki engellerin seviyelerini dolayısıyla finansal entegrasyonu tespit etmektedir.¹⁹⁸ Dolayısıyla söz konusu çalışmada finansal entegrasyonu belirleyici bir değişken olarak faiz oranının kullanıldığı görülmektedir. Hazine bonusu faiz oranı başka bir çalışmada, ortak para biriminin kabulü ile Avrupa Merkez Bankası'nın finansal birlik konusunda entegrasyon politikalarının etkilerini incelemek için açıklayıcı değişken olarak seçilmiştir.¹⁹⁹ Avrupa Birliği'ne üye olan 6 ülke (Almanya, Fransa, İspanya, Portekiz, Birleşik Krallık ve İtalya) 1985-1994 yılları arasında yapılan ampirik çalışmada, ülkelerin ticaret bankası kredi faiz oranları ile para piyasası faiz oranları karşılaştırılarak söz konusu piyasaların entegrasyonu araştırılmıştır.²⁰⁰ Çalışma sonucunda ülkelerin para piyasaları birbirine yakınsarken bankacılık sektöründe daha sınırlı kaldığı sonucuna varılmıştır.²⁰¹ Ampirik çalışmalarda değişken olarak yer alan faiz oranları finansal entegrasyonu belirlemenin yanı sıra ekonomik entegrasyon için de kullanılmaktadır. Finansal varlıkların, mal ve hizmetlerin serbest dolaşımı hakkında bilgi veren beklenen reel faiz oranı paritesi ile yapılan ampirik çalışmada, hem finansal entegrasyon hem de ekonomik entegrasyon ölçülmüştür.²⁰² Özellikle Maastricht Antlaşması sonrasında

¹⁹⁷ Lemmen, Jan JG, and Sylvester CW Eijffinger. "The fundamental determinants of financial integration in the European Union." *Weltwirtschaftliches Archiv* 132.3 (1996): 432-456.

¹⁹⁸ Lemmen, Jan JG, and Sylvester CW Eijffinger, **a.g.e.s.**443

¹⁹⁹ Alonso-Rodriguez, Agustin. "Prices and interest rate behavior in the European Monetary Union: The first 18 months." *International Advances in Economic Research* 8.4 (2002): 287-295.

²⁰⁰ Centeno, Mario, and Antonio S. Mello. "How integrated are the money market and the bank loans market within the European Union?." *Journal of International Money and Finance* 18.1 (1999): 75-106.

²⁰¹ Centeno, Mario, and Antonio S. Mello, **a.g.e.** s.29

²⁰² Holmes, Mark J. "Integration or independence? An alternative assessment of real interest rate linkages in the European Union." *Economic Notes* 34.3 (2005): 407-427.

birliğe katılan ülkelerin var olan finansal piyasalara uyumluluğu da test edilirken faiz oranlarından yararlanılmaktadır. Birliğe sonradan katılan Çekya, Estonya, Macaristan, Litvanya, Letonya, Polonya, Slovak Cumhuriyeti ve Slovenya ile önceden birliğe katılan Finlandiya, Almanya, İrlanda ve İspanya'ya ait veriler karşılaştırılarak, finansal entegrasyona sonradan dahil olan ülkelerin piyasalara olan etkileri incelenmiştir.²⁰³ Bahsi geçen çalışmada ihtiyaç kredisi, vadeli mevduat hesabı, tasarruf hesaplarına uygulanan faiz oranları kullanılmıştır. Bankacılık piyasasındaki yoğunluk, yabancı bankaların piyasadaki varlığı ve birliğin para politikasına uyumu üzerinden yapılan entegrasyon çalışmasında, sonradan katılan ülkelerin birlikteki parasal aktarım mekanizması bölgesine uyumu konusunda diğer ülkelerle homojen bir yapıda olduğu sonucuna varılmıştır.²⁰⁴ Reel faiz oranlarının yakınsaklığı üzerinden yapılan bir çalışmada Euro'nun kabulü ve Avrupa Birliği'ne yeni üyelerin katılması gibi önemli yapısal değişikliklerin finansal entegrasyona olan etkisi üzerinde durulmuştur .²⁰⁵ Söz konusu çalışmaya göre, Euro'nun kabul edilmesi ile yeni üye ülkelerin, birlikteki diğer ülkelerin piyasaları ile entegrasyonu giderek artarken, yakınsaklık konusunda başarısız olan üye ülkelerin ise ortak para birimi ile birlikteki diğer ekonomileri asimetrik şoklara açık hale getirdiği sonucuna varılmıştır.²⁰⁶ Faiz oranları, Avrupa Birliği içerisinde finansal entegrasyonu sağlamak adına yapılan regülasyonların etkinliğini araştırmak için de kullanılmaktadır. Faiz oranları arasındaki farkın ortak para birimi olan Euro'nun kabulü ile durağan bir hal aldığını, ancak söz konusu durağanlığın her ülke için farklı zamanlarda gerçekleştiğini konu alan bir çalışmada, mali ve para politikaları alanındaki regülasyonların ülkeler arasındaki entegrasyonu sağlamadaki etkilerinden bahsedilmektedir.²⁰⁷

²⁰³ Sander, Harald, and Stefanie Kleimeier. "Convergence of interest rate pass-through in a wider Euro zone?." *Economic Systems* 30.4 (2006): 405-423.

²⁰⁴ Sander, Harald, and Stefanie Kleimeier, **a.g.e.** s.422

²⁰⁵ Arghyrou, Michael G., Andros Gregoriou, and Alexandros Kontonikas. "Do real interest rates converge? Evidence from the European Union." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 19.3 (2009): 447-460.

²⁰⁶ Arghyrou, Michael G., Andros Gregoriou, and Alexandros Kontonikas, **a.g.e.** s.459

²⁰⁷ Frömmel, Michael, and Robinson Kruse. "Interest rate convergence in the EMS prior to European Monetary Union." *Journal of Policy Modeling* 37.6 (2015): 990-1004.

Yukarıda bahsedilen çalışmalara istinaden ülkeler arasındaki fiyat farklılıklarının derecesini gösteren en belirgin değişkenlerden birinin de faiz oranı değişkeni olduğu görülmektedir. Finansal entegrasyon sağlandıkça faiz oranları arasındaki farkların giderek sıfıra yaklaşması beklenmektedir. Tez çalışmasının ampirik uygulama bölümünde beta ve sigma yakınsaklığı modelleri ile oluşturulan regresyonda kısa ve uzun dönem faiz oranları arasındaki farklar değişken olarak yer alacaktır. Ayrıca 2008 Küresel Finans Krizi kukla değişkeni ile regresyon analizine dahil edilecektir.

3.2 Model ve Veri Seti

Bu bölümde finansal entegrasyon ve kriz ilişkisi Avrupa Birliği ülkeleri örnek gösterilerek ele alınmaktadır. Söz konusu ilişki üzerine literatürde birçok çalışma mevcuttur, bu çalışmalar uyguladıkları farklı metodolojiler ve veri dönemleriyle de çeşitlilik göstermektedirler. Bilindiği üzere 1992’de imzalanan Maastricht Antlaşması’nın önemli kararlarından biri de Avrupa Birliği’ne yeni üye ülkeler katarak var olan birliğin etki alanını genişletmektir.²⁰⁸ Bu genişleme politikasının pozitif ve negatif etkileri de Avrupa Birliği üzerinden literatürdeki çeşitli makaleler yoluyla değerlendirilmektedir. Bu çalışmada birliğe yeni katılan ülkelerin diğer ülkelerle birlikte finansal entegrasyona katkıları 2008 Küresel Kriz göz önüne alarak incelenmektedir.

3.2.1 Model

Avrupa Birliği’ne üye ülkelerdeki finansal entegrasyonu ölçmek amacıyla hem kısa dönem piyasa faiz oranı ile tahvil getirilerden yararlanılacak hem de sermaye hareketliliği açısından yerleşiklerin yatırım ve tasarruf ilişkisi ile uluslararası risk paylaşımı testi tez çalışmasının ampirik uygulamasında ele alınmaktadır.²⁰⁹ Adam ve

²⁰⁸ Baldwin, Richard E., Charles Wyplosz, and Charles Wyplosz, **a.g.e.s.**33

²⁰⁹ Pungulescu, C. (2013). Measuring financial market integration in the European Union: EU15 vs. New Member States. *Emerging Markets Review*, 17, 106-124.

diğerleri (2002)²¹⁰ 2002 Avrupa Komisyonu için hazırladıkları raporda finansal entegrasyonu ölçmek için temelde 4 farklı göstergeden yararlanmışlardır. Söz konusu göstergeler kredi ve tahvil piyasasından, hisse senedi piyasasından, yerleşiklerin ve firmaların finansal piyasalardaki tercihlerinden ve son olarak da uluslararası finansal piyasalardaki kurumsal farklılıklarından türetilmiştir.²¹¹ Tez çalışmasında kredi ve tahvil piyasasındaki entegrasyonu ölçmek için Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin kısa dönem piyasa faiz oranı ile tahvil piyasalarındaki faiz hadlerindeki fark beta ve sigma yakınsaklığı analizi yoluyla test edilecektir.²¹² Faiz hadlerindeki fark analizi, tek fiyat kanununu temel almaktadır. Buna göre tam entegrasyonun sağlandığı piyasalarda, aynı vade ve kredi riskine sahip varlıklar vergi sonrasında aynı getiriye sahiptirler.²¹³ Yukarıda da bahsedilen beta ve sigma yakınsaklık testleri için Ocak 1991- Aralık 2018 yılları arasındaki Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin dengeli ve dengesiz panel faiz oranı verileri incelenecektir. Tezin 3.2.2 Veri seti başlığının altında söz konusu seçilen ülkelerin ayrıntıları yer almaktadır.

Finansal entegrasyonu test etmek için kullanılacak modellerden bir tanesi de yerleşiklerin yatırım ve tasarruf kararlarına dayanan tasarruf-yatırım ilişkisidir. Bu ilişki analizini kullanmaktaki amaç sermaye akışının entegrasyona dahil ülkelerdeki serbestliğini ölçmektir. Entegrasyonun sağlandığı ülkelerde yurtiçi yatırım ve tasarruflar birbirlerinden bağımsızdır.²¹⁴ Diğer bir model ise tüketim- gayri safi yurtiçi hasıla yoluyla uluslararası risk paylaşımı testini temel almaktadır. İlgili test sayesinde ülkeler arasındaki risk paylaşımı analiz edilerek ülke grupları arasında finansal entegrasyona dair çıkarımlar yapılabilmektedir. Testte kullanılan gayri safi yurtiçi hasıla büyüme değişkeni ülkeye özgü şokları temsil etmekte olup, değişkenin katsayısının istatistiki olarak anlamlı olmaması tam risk paylaşımını ifade etmektedir.²¹⁵

²¹⁰ Adam, Klaus, et al. "Analyse, compare, and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union." *Report to the European Commission* 2002 (2002): 1-95.

²¹¹ Adam, Klaus, et al, **a.g.e.s** 1

²¹² Adam, Klaus, et al, **a.g.e.s** 1

²¹³ Adam, Klaus, et al, **a.g.e.s** 5

²¹⁴ Adam, Klaus, et al, **a.g.e.s** 18

²¹⁵ Pungulescu, C. , **a.g.e.s** 122

Sermayenin serbest dolaşımından ve böylelikle finansal entegrasyonun varlığından söz edebilmek için yatırım ve tasarruf oranları ampirik analizlerde kullanılmaktadır.²¹⁶

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_i = \alpha + \beta \left(\frac{S}{Y}\right)_i \quad (3.1)$$

$\left(\frac{I}{Y}\right)_i$ yurtiçi yatırımların gayri safi yurtiçi hasılaya olan oranını ifade etmektedir. $\left(\frac{S}{Y}\right)_i$ ise yurtiçi tasarrufların yurtiçi hasılaya oranıdır. Ülkelerdeki sermaye dağılımının derecesinin ifade edildiği söz konusu modelde, i ülkesinde tasarruflardaki artışın tüm ülkelerde yatırım artışını tetiklemesi durumunda, tam entegrasyon koşulu sağlanmaktadır.²¹⁷Söz konusu denklemde β değerinin 1'e yakınsaması ülke içinde yapılan tasarrufların yine ülke içinde yatırımlara dönüştüğü, sermayenin serbest dolaşımının sağlanmadığı anlamına gelmekte ve bu ülkelerdeki finansal piyasaların diğer ülkelerle olan entegrasyon düzeyinin düşük olması beklenmektedir.

$$(\Delta C)_{ct} = \alpha + \beta (\Delta Y)_{ct} \quad (3.2)$$

Yukarıdaki denklem, tüketici tercihleri ile uluslararası risk paylaşımı arasındaki ilişkiyi analiz eden bir modeldir. (ΔC) tüketim artış hızını ifade ederken, (ΔY) ise yurtiçi hasılanın büyüme oranını vermektedir. c ile t ise sırasıyla ülke ve zaman indisleridir. Söz konusu modele göre uluslararası risk paylaşımının olmadığı yani entegrasyonun sağlanmadığı durumda β katsayısı 1'e yaklaşmaktadır. Yerleşiklerin optimum portföylerine ulaşabilmek için kendi ülkelerindeki finansal yatırım araçlarının dışında diğer ülke piyasalarındaki araçları da kullanmaları risk paylaşımının artmasına, böylelikle piyasaların entegrasyonunun da arttığının göstergesidir.²¹⁸

²¹⁶ Feldstein, Martin S., and Charles Yuji Horioka. "Domestic savings and international capital flows." (1979)

²¹⁷ Feldstein, Martin S., and Charles Yuji Horioka, **a.g.e.s 318**

²¹⁸ Pungulescu, C. , **a.g.e.s 121**

Beta ve sigma yakınsaklık hipotezini test eden denklem aşağıdaki 3.3 denklemdir. Faiz hadlerinde kullanılacak diğer denklemler de bu denklemden türetilmiştir.²¹⁹

$$\Delta i_{ct} = \alpha_c + \beta i_{ct-1} + \sum_{l=1}^L \gamma_l \Delta i_{ct-1} + \varepsilon_{ct} \quad (3.3)$$

denklemden Δi_{ct} faiz hadlerindeki spreadlerin değişimini, i_{ct} Almanya faiz oranı ile örneklemden yer alan ülkelerin faiz oranları arasındaki spreadi, α_c ülkelere özgü sabit değişkeni, ε_{ct} ise yerel ekonomilerdeki şokların faiz hadlerinde olası etkilerini ifade etmektedir. Söz konusu β değişkeni negatif ise, faiz hadleri arasında yakınsaklık mevcuttur. Bu değişkenin büyüklüğü söz konusu yakınsaklığın hızını belirtmektedir. Beta yakınsaklık analizinde, faiz hadlerindeki fark kullanılacağı için kısa dönem piyasa faiz oranı ve tahvil getirilerinde öncelikle bir ülkenin faiz oranı kıstas olarak alınacaktır. Kıstas alınan ülke olan Almanya faiz oranı ile veri setinde yer alan her ülkenin faiz oranı arasındaki fark hesaplanmıştır. Söz konusu ölçüt ülke, diğer makalelerin de ölçüt olarak yararlandığı Almanya faiz hadleridir. Bu çerçevede denklem 3.1 de yer alan i_{ct} değişkeninde c ülke ve t dönem indisleridir. Böylelikle c ülkesinin faiz oranı kıstas alınan Almanya faiz oranından çıkartılarak i_{ct} değişkeni hesaplanmaktadır. Δi_{ct} ise i_{ct} ile i_{ct-1} değişkenlerinin farkını, diğer bir deyişle faiz hadlerindeki spreadlerin değişimini ifade etmektedir.²²⁰

Ampirik analizdeki zaman verisinin dönemleri belirlenirken iki unsur göz önünde bulundurulmuştur. Birincisi 1992 yılıyla birlikte Maastricht Anlaşması yoluyla hem Avrupa Birliği ekonomik topluluktan birliğe dönüşmüş hem de bu anlaşma sayesinde Avrupa Para Birliği'nin temelleri atılmıştır. Ayrıca söz konusu anlaşmayla birlikte birlik kendine yeni ülkeler katarak genişleme politikasına gitmiş öyle ki yeni üyeler

²¹⁹ Adam, Klaus, et al, **a.g.e,s 15**

²²⁰ Adam, Klaus, et al, **a.g.e,s 62**

için yakınsama kriterleri belirlemiştir. Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde özellikle 2000’li yıllarla birlikte birliğe yeni üye olan ülkelerle eski üye ülkeler arasında karşılaştırmalar yapılmakta, yeni üye ülkelerin ulusal ekonomilerinin yakınsama kriterlerine uyumsuzlukları söz konusu çalışmalarda eleştirilmektedir.²²¹ İkinci unsur ise 2008 Küresel Finans Krizi’ni temsil eden Lehman Brothers yatırım bankasının iflas ettiği tarihtir.

Klaus ve diğerlerinin (2002) Avrupa Komisyonu raporunda bahsettiği gibi ²²²yakınsaklık hızını ifade eden beta yakınsaklık indikatörünü bulmak için analizde kullanılacak regresyon modeli aşağıda verilmektedir:

$$\Delta i_{ct} = \alpha_c + \beta_{kriz \text{ öncesi}}^* D_{kriz \text{ öncesi}} i_{ct-1} + \beta_{kriz \text{ sonrası}}^* D_{kriz \text{ sonrası}} i_{ct-1} + \gamma_1 \Delta i_{ct-1} + \gamma_2 \Delta i_{ct-2} + \varepsilon_{ct} \quad (3.4)$$

Yukarıdaki denklemde c harfi örnek ülkeyi, t zamanı belirtmektedir. $D_{kriz \text{ öncesi}}$ ve $D_{kriz \text{ sonrası}}$ kukla değişkenleri 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers yatırım bankasının iflas etmesiyle 2008 Küresel Finans Krizi’ni temsil eden değişkendir. Δi değişkeni gözlem yapılan ülke ile ölçüt ülke olan Almanya arasındaki faiz spreadlerindeki değişimi vermektedir.

Sigma yakınsaklık indikatörünü bulmak için de analizde kullanılacak regresyon modeli aşağıda verilmektedir:²²³

$$sd(i)_t = (\alpha_{kriz \text{ öncesi}} + \sigma_{kriz \text{ öncesi}} t) D_{kriz \text{ öncesi}} + (\alpha_{kriz \text{ sonrası}} + \sigma_{kriz \text{ sonrası}} t) D_{kriz \text{ sonrası}} + \varepsilon_{ct} \quad (3.5)$$

Beta yakınsaklığı, finansal entegrasyonu yakınsama hızıyla, sigma yakınsaklığı ise analizin zaman aralığındaki herhangi bir noktasındaki finansal entegrasyon düzeyini varyansdaki azalma ile ölçmektedir.²²⁴ $sd(i)$ bağımlı değişkeni, t zamanındaki ülkelerarası faiz oranı verilerinin standart sapmalarını hesaplamak için

²²¹ Pungulescu, C. , **a.g.e,s** 123

²²² Adam, Klaus, et al, **a.g.e,s** 22

²²³ Adam, Klaus, et al, **a.g.e,s** 64

²²⁴ Adam, Klaus, et al, **a.g.e,s** 23

kullanılmaktadır. Denklemden t bağımsız değişkeni lineer zaman trend değişkenidir. $D_{kriz\ öncesi}$ ve $D_{kriz\ sonrası}$ kukla değişkenleri beta yakınsaklık analizinde olduğu gibi 2008 Küresel Finans Kriz öncesi ve sonrasını temsil etmektedir. Sigma yakınsaklığının (σ) negatif oluşu yakınsaklığı ifade etmektedir. Ayrıca α ve σ sıfır oldukça tam entegrasyonun varlığından söz edilebilir.²²⁵ Bağımlı değişken tarafından ifade edilen standart sapma düşüş eğilimi gösterdikçe, sigma yakınsaklığından söz edilmekte, dolayısı ile finansal entegrasyon derecesi artmaktadır.²²⁶ Beta ve sigma yakınsaklığı için sıfır sonuçları birbirine zıt sonuçlar doğurmaktadır. Beta yakınsaklığında finansal entegrasyon varlığı beta sıfır iken sağlanamazken, durum sigma yakınsaklığı için tam tersidir. Sigma yakınsaklığı, 2008 Küresel Finans Kriz öncesi ve sonrası için regresyon modelinde incelenmektedir.

Ampirik uygulamada kullanılacak regresyon modeli dengeli ve dengesiz panel veri seti analizine göre tahmin edilecektir. Kısa dönemde piyasa faiz oranları ile Avrupa Birliği'ne üye 16 ülke için, uzun dönem içinse yine birliğe üye 15 ülke için dengeli panel veri analizi testi yapılacaktır. Beta yakınsaklık analizi test edilirken, her iki ülke veri setinde Almanya ölçüt ülke olarak kullanıldığı için, regresyona dahil edilmemiştir. Ancak sigma yakınsaklık analizinde regresyonda kullanılacak veri seti içerisinde Almanya da yer almaktadır.

Dengesiz panel veri setinde ise kısa dönem piyasa faiz oranları kullanılarak analiz yapılmaktadır. Ancak uzun dönem tahvil getirileri için dengesiz panel analizi veri aralıklarının yüksek olması nedeniyle yapılamamaktadır. 1992 yılıyla birlikte Maastricht Anlaşması yoluyla yeni ülkeler için yakınsama kriterleri benimsenerek 2000'li yıllarla birliğe ülke katılımları gerçekleşmektedir. Ancak Datastream'deki veri setleri incelendiğinde özellikle sonradan katılan söz konusu ülkelerin, 1999 öncesi verilerinde eksik gözlemler tespit edilmektedir. Bu durumda veri analizinde dengesiz panel analizi tercih edilmektedir.

²²⁵ Adam, Klaus, et al, **a.g.e,s** 23

²²⁶ Adam, Klaus, et al, **a.g.e,s** 15

Ampirik çalışmada entegrasyon kriz ilişkisini test etmek için 2000 sonrası birliğe katılan ülkelerle, birliğin merkezinde yer alan ülkeler arasındaki entegrasyon düzeyinin kriz dönemi öncesi ve sonrasında nasıl etkilendiğinin analizinin yapılması gerekmektedir. O yüzden de 2000 yılı sonrası ve öncesi birliğe katılan ülkeler 2 gruba ayrılarak analizde bahsedilecektir. Panel analizini yaparken de çalışmada hangi panel analiz türünün (sabit etkiler ya da tesadüfi etkiler) kullanılacağına Hausman testi ile karar verilecektir.

3.2.2 Veri Seti

Faiz değişkeni ile beraber ampirik çalışmada tasarruf ve yatırım ilişkisi ile tüketim-gayri safi milli hasıla ilişkisine dayanan uluslararası risk paylaşımı testi finansal piyasaların entegrasyonunu test etmek amacıyla kullanılacak diğer modellerdir. Söz konusu modellerdeki değişkenlerin ülkelere dair verilerine Dünya Bankası'nın data bankası (The World Development Indicator -WDI) kullanılarak ulaşılmıştır. Data 1991- 2018 yıllarını kapsayacak şekilde yıllık olarak incelenmiştir. Veri ülkeleri ise regresyonda hem tek tek zaman serisi şeklinde hem de üç ayrı panel data analizi olarak ele alınmıştır. İlgili panel regresyonları ise EU22 (Almanya, Finlandiya, Fransa, Belçika, Avusturya, Danimarka, Hollanda, Birleşik Krallık, Portekiz, İspanya, Yunanistan, İsveç, İtalya, Belçika, Macaristan, Bulgaristan, Polonya, Çekya, Romanya, Slovenya, Litvanya, Hırvatistan) EU 8 (Macaristan, Bulgaristan, Polonya, Çekya, Romanya, Slovenya, Litvanya, Hırvatistan) EU 14 olarak incelenmiştir. EU 14 panel datası ise E22 ülkelerinden EU 8 ülkeleri çıkarılarak elde edilmiştir. Üç ayrı panel data yapmaktaki amaç 2000 sonrası Avrupa Birliği'ne katılan ülkelerin entegrasyona olan katkısını görebilmektir. Güncel 28 Avrupa Birliği ülkesinden 22 ülkenin seçilmesinin nedeni ise, dengesiz panel datasına ait kısa dönem piyasa faiz verilerinden elde edilen beta ve sigma yakınsaklık sonuçları ile tasarruf-yatırım ilişkisi ve uluslararası risk paylaşımı testinden ortaya çıkan sonuçları finansal entegrasyon düzeyi açısından kıyaslamaktır.

Avrupa Birliği ülkeleri örnek alınarak yapılan çalışmada veri seti kısa ve uzun dönem veri değişkenlerine göre tahmin edilmektedir. Bunun yanında dengeli ve dengesiz panel veri analizi de ilgili çalışmada yer almaktadır. Dengeli panel analizi gereği, incelenen her aylık veri dönemine karşılık her birimlerin var olması gerekmektedir.²²⁷ Bu nedenle 28 ülkeden oluşan Avrupa Birliği ülkeleri içinden kısa dönemdeki beta ve sigma yakınsaklık dengeli panel analizini incelemek amacıyla 16 ülkenin (Almanya, Finlandiya, Fransa, Hollanda, Birleşik Krallık, Macaristan, İrlanda, İsveç, İtalya, Bulgaristan, Danimarka, Belçika, Avusturya, Polonya, Portekiz ve İspanya) verilerine Datastream yoluyla ulaşılmıştır. Veri setinin başlangıç tarihi olarak Ocak 1991 seçilmiştir. Bu tarihin seçilmesinin nedeni 1992 Maastricht Anlaşması ile birlikte yeni ülkelerin Avrupa Birliği'ne katılarak etki alanını genişletmesidir. Ayrıca tez çalışmasında finansal entegrasyon ile kriz ilişkisi anlatılırken kukla değişken kullanılmıştır. Kukla değişken 2008 Küresel Finans Krizi baz alınarak hesaplanmıştır. Uygulanan model olan beta ve sigma yakınsaklığını ülkeler için analiz ederken Datastream veritabanında yer alan aylık kısa dönem piyasa faiz haddi kullanılmıştır. Söz konusu faiz haddi 3 aylık bankalararası faiz haddini içermektedir. Ancak İspanya'nın kısa dönem faiz veri frekansı ile Bulgaristan'nın kısa dönem faiz veri türü arasında diğer ülke verileri ile uyumsuzluk olduğu için, söz konusu iki ülkenin kısa dönem boyunca gözlemleri Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)'nun datası olan Uluslararası Finansal İstatistik (International Financial Statistic- IFS) veritabanından elde edilmiştir. İlgili iki ülkenin verilerini elde ederken her iki veritabanının metadalarının uyumluluğu göz önüne alınmıştır. Uzun dönemde beta ve sigma yakınsaklığını test etmek amacıyla yine Datastream veritabanı yoluyla uzun dönem devlet tahvil getiri oranları kullanılmıştır. Uzun dönem analizi için 15 ülkeye (Finlandiya, Fransa, Hollanda, Birleşik Krallık, İrlanda, İsveç, İtalya, Bulgaristan, Danimarka, Belçika, Avusturya, Polonya, Portekiz, İspanya, Almanya) ait veriler kullanılmaktadır. Uzun dönem veriler de aylık kısa dönem verilerinde olduğu gibi aylık olarak incelenmiştir. Ancak İtalya'ya ait verilerde Datastream veritabanındaki devlet tahvili getiri oranları üç aylık periyotlar olarak yer almaktadır. Dolayısıyla IFS veritabanından bu ülkenin uzun dönem devlet tahvil getiri oranları

²²⁷ Tatoğlu, Ferda Yerdelen. "Panel veri ekonometrisi." *Beta Yayınevi* (2012),s.5

ilgili dönem için incelenmiştir. Ayrıca Lüksemburg verisine Datastreamden ulaşamadığı için aynı şekilde IFS veritabanındaki gözlemler kullanılarak analize katılmıştır. Uzun dönem ve kısa dönemde incelenen ülkelere ait gözlemler veritabanından erişilebilirliğine göre çeşitlilik göstermektedir. Uzun dönem dengeli panel veri analizinde incelenen ülkeler daha önce de belirtildiği gibi Almanya, Finlandiya, Fransa, Hollanda, Birleşik Krallık, İrlanda, İspanya, İsveç, Portekiz, Yunanistan, Danimarka, Belçika, Avusturya, İtalya, Lüksemburg'dur. Kısa dönem dengeli panel analizinde ise Almanya, Finlandiya, Fransa, Hollanda, Birleşik Krallık, Macaristan, İrlanda, İsveç, İtalya, Bulgaristan, Danimarka, Belçika, Avusturya, Polonya, Portekiz ve İspanya olmak üzere 16 ülke verisi kullanılmaktadır. Ancak hem kısa hem de uzun dönem beta yakınsaklık analizi için Almanya ölçüt (benchmark country) ülke konumunda olmasından dolayı analiz verileri regresyon modelinde kısa dönemde 15 ülke, uzun dönemde ise 14 ülke için hesaplanmaktadır. Beta ve sigma yakınsaklık kısa dönem dengeli panel faiz verileri ile oluşturulan analizde söz konusu 3 ülke (Polonya, Macaristan, Bulgaristan) birliğe 2000 yılı sonrası dahil olan ülkelerdir. İlgili analizlerdeki 12 ülke, 15 ülkeden bahsi geçen 3 ülkenin çıkarılmasıyla elde edilmiştir.

Dengesiz panel verilerde kullanılan 21 ülke (Macaristan, Finlandiya, Fransa, Hollanda, Birleşik Krallık, İrlanda, İspanya, İsveç, Portekiz, Yunanistan, Danimarka, Belçika, Avusturya, İtalya, Bulgaristan, Litvanya, Yunanistan, Çekya, Romanya, Hırvatistan, Slovenya)'nin 8 ülkesi (Litvanya, Çekya, Romanya, Hırvatistan, Slovenya, Bulgaristan, Polonya, Macaristan) birliğe 2000 yılı sonrası katılan ülkelerdir. Dengesiz panel veri analizinin de kullanıldığı ampirik çalışmada verileri oluştururken belli kriterler ortaya atılmıştır. 1999 Euro'nun kabulü öncesindeki veri döneminde, eksik gözlemleri 3 yıldan fazla olmayan, toplamda da 5 yıldan daha çok gözlem eksikliği olmayan ülkeler veri setine dahil edilerek dengesiz panel kısa dönem faiz değişkenleri göz önüne alınarak oluşturulmuştur. Daha öncede de belirtildiği gibi uzun dönem tahvil getirileri için dengesiz panel analizinde veri aralıklarının yüksek olması nedeniyle yapılamamaktadır.

3.3 Ampirik Bulgular

Tüketim-gayri safi yurtiçi hasıla yoluyla uluslararası risk paylaşımı testi, ülkeler arası risk paylaşımı konusunda bilgi vermektedir. Avrupa Birliği ülkeleri arasındaki risk paylaşımı, ilgili korelasyon yoluyla tahmin edilebilmektedir. Yerleşiklerin kendi ülkeleri dışında başka ülkelerdeki yatırım araçlarını kullanarak optimum portfolyo oluşturabilmesi, yatırım yapacağı ülkelerin finansal piyasalarının entegre olmasını gerekli kılmaktadır. Ayrıca piyasalar entegre oldukça sadece sistematik risklerden etkilenir hale gelirler.²²⁸ Gayri safi yurtiçi hasıla parametresi ülkeye özgü şokları temsil eden bir değişkendir. β istatistiki olarak anlamlı çıkmadıkça, tam risk paylaşımı düzeyi yakalanmış olmaktadır. Bunun nedeni ise, ülkeden gelebilecek şokların tüketimin artışında etkisi olmadığı yorumu yapılabilmektedir. Böylece, ülkelerin finansal piyasaları arasında entegrasyon sağlanmış olmaktadır.

$(\Delta C)_{ct} = \alpha + \beta(\Delta Y)_{ct}$ tüketim ile gayri safi yurtiçi hasıla korelasyonunu veren denklemde tüketici tercihleri ile uluslararası risk paylaşımı konusunda ilişkiyi analiz eden bir modeldir. Söz konusu denklemde (ΔC) tüketim artış hızını belirtmektedir. (ΔY) ise yurtiçi hasılanın büyüme oranını tanımlamaktadır. c ve t ise sırasıyla ülke ve zaman indisleridir. Söz konusu modele göre uluslararası risk paylaşımının olmadığı yani finansal piyasalarda entegrasyonun sağlanmadığı durumda β katsayısı 1'e yaklaşmaktadır.

Tablo 3.1: Uluslararası Risk Paylaşımı Testi

	β	T- istatistiği	R ²	Gözlem sayısı
Finlandiya	0.324672***	2.584494	0.260113	21
Fransa	0.586556***	4.440976	0.451081	26
Avusturya	0.579591***	6.418666	0.622352	27
Çekya	0.066229	0.597561	0.019452	20
İtalya	0.750785***	3.748114	0.4126	22
İrlanda	0.336399*	1.901696	0.153133	22
Litvanya	0.686783***	4.685747	0.549507	20
Polonya	0.954929***	4.977732	0.541263	23
Romanya	1.302379***	6.496712	0.701033	20

²²⁸ Pungulescu, C., **a.g.e.s** 122

Danimarka	0.88171***	2.662142	0.23555	25
Yunanistan	0.812206***	3.085172	0.358933	19
İsveç	0.574289**	2.483051	0.235636	22
Macaristan	1.29983***	2.970416	0.370366	17
Portekiz	0.331234**	2.484354	0.235825	22
Birleşik Krallık	0.624443***	3.681694	0.381238	24
Hollanda	0.43047***	2.665003	0.244044	24
Belçika	0.355776***	3.156521	0.293362	26
İspanya	0.355778***	4.883676	0.531776	23
Bulgaristan	0.286339***	3.31396	0.407019	18
Slovenya	0.577426	1.666968	0.12199	22
Hırvatistan	2.16142***	3.243355	0.429022	16
Almanya	0.287848	1.349388	0.076439	24
EU22	0.450506***	13.0237	0.500667	483
EU14	0.440843***	11.66543	0.47646	327
EU8	0.480079***	6.239976	0.315635	156

Not: *** %1, **%5 ve *%10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 3.1’de ülkelerin ayrı ayrı zaman serisi analizleri hem de sabit etkiler modeline göre panel data analizleri yer almaktadır. Tablo 3.1’de yer alan EU22, EU8 ve EU 14 tablo 3.2’de kullanılan ülke grupları ile aynıdır. Gruplamanın yapılmasının amacı 2000 yılı sonrası birliğe katılan ülkelerin entegrasyona olan katkılarını analiz etmektir. Avrupa Birliğine 2000 yılı sonrasında üye olan Romanya, Hırvatistan ve Macaristan risk paylaşımı konusunda en düşük ülkeler arasında yer almaktadır. Dolayısıyla tüketim ve gayri safi yurtiçi hasıla yoluyla uluslararası risk paylaşımı testine göre finansal piyasaların entegrasyonun konusunda ilgili üç ülkenin olumlu etkiye sahip olmadığı görülmektedir. Ancak tablo 3.1’de farklı sonuçlar da mevcuttur. Bulgaristan söz konusu test yoluyla risk paylaşımı konusunda birliğe sonradan katılan ülkeler içinde pozitif görünüme sahiptir. Avrupa Birliği’ne 2000 yılı öncesinde üye ülkeler ise risk paylaşımı konusunda farklı sonuçlara sahiptir. EU22, EU14 ve EU 8 panel veri analizine bakıldığında Horioka modeli uluslararası risk paylaşımı hipotezine göre birliğe 2000 yılı öncesi üye ülkelerin entegrasyon düzeyinin yüksek olduğu belirlenmiştir.

Tablo 3.2: Tasarruf ve Yatırımlar Arasındaki İlişki

	β	T-istatistiği	R ²	Gözlem sayısı
Finlandiya	0.149711**	2.128297	0.148369	28
Fransa	0.094443	0.436181	0.006749	28
Avusturya	0.351866**	2.541075	0.349842	14
Çekya	0.67684***	4.342342	0.43998	26
İtalya	0.215531	1.051713	0.040806	28
İrlanda	0.503937***	3.228409	0.4826	14
Litvanya	-0.227576	-1.464376	0.088816	24
Polonya	0.12942	1.057297	0.048356	24
Romanya	0.145269	0.847222	0.026865	28
Danimarka	0.341543**	2.48869	0.192386	28
Yunanistan	0.338703***	3.177339	0.287658	27
İsveç	0.303601***	3.230333	0.286401	28
Macaristan	-0.02973	-0.306567	0.003901	26
Portekiz	0.31069**	2.279665	0.166583	28
Birleşik Krallık	0.33453***	3.650241	0.33883	28
Belçika	-0.122522	-0.255	0.0339	17
Hollanda	-0.015373	-0.063003	0.000153	28
Almanya	-0.38855***	-2.591556	0.205286	28
İspanya	0.883028**	2.2277	0.160279	28
Bulgaristan	0.321854*	1.756742	0.106104	28
Slovenya	0.094443	0.436181	0.006749	28
Hırvatistan	0.517449***	3.262489	0.326060	24
EU22	0.285690***	8.718614	0.392711	556
EU14	0.315992***	9.166167	0.436828	352
EU8	0.240760***	3.704540	0.338972	204

Not: *** %1, **%5 ve *%10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tasarruf ve yatırım arasındaki ilişki analiz sonuçlarını değerlendirdiğimizde; birliğe önce giren ülkelerle, 2000 yılı sonrası giren ve tüm ülke grupları farklı sonuçlara sahiptir. Literatürde yapılan çalışmalarda ülkeler ayrı ayrı incelendiğinde farklı sonuçlar doğursa da entegrasyona daha önce dahil olan ülkelerin β katsayısının

diğer gruplara kıyasla sıfıra yaklaşması beklenmektedir.²²⁹ Tasarruf ve yatırım arasındaki ilişkiyi analiz ederken 2000 yılı sonrası birliğe giren 8 ülkenin 5 'inde β katsayısı istatistiki olarak anlamsız ve R^2 değerlerinin diğer ülkelere kıyasla çoğunlukla düşük çıktığı bulunmuştur. Dolayısıyla yeni giren ülkeleri temsil eden EU8 değişkenine ait katsayı, önceden birliğe giren EU14 ülke grubundan düşük çıkmaktadır.

Tablo 3.2'de hem tek tek ülkelerin zaman serisi analizleri hem de sabit etkiler modeline göre panel data analizi yapılmıştır. Söz konusu tabloda 2 türlü panel veri analizine başvurulmuştur. EU22 olarak belirtilen panel verisinde Avrupa Birliği'ne üye 22 ülke kullanılırken EU8 de ise 2000 sonrası Avrupa Birliği'ne katılan 8 ülke üzerinden hesaplamalar yapılmıştır. Yapılan iki türlü analizin amacı Avrupa Birliği'ne 2000 yılı sonrasında katılan ülkelerin finansal entegrasyona yakınsaklığını test etmektir.

Feldstein-Horioka modeline dair literatürde çalışmalar olmakla birlikte, entegrasyon konusunda yapılan analizlerde de başvurulmuş bir modeldir. Söz konusu modelde sermaye akımı ön plana çıkarılarak sermayenin hareketliliği arttıkça yurtiçi yatırımlar ile tasarruflar arasındaki bağı azalacağına vurgu yapılmaktadır.²³⁰ Bu yüzden de modeli göz önüne alındığında $(\frac{I}{Y})_i = \alpha + \beta(\frac{S}{Y})_i$, β sıfıra yakınsadıkça ilgili ülkede sermaye akımının düzeyinin arttığını, açık ekonomi olduğunu ve entegre bir piyasaya sahip olduğunu ifade edebilir . Tam tersi durumda ise, β 1'e yakınsadıkça ülkedeki tasarrufların gene ülkedeki yatırım enstrümanlarına kullanıldığını ve söz konusu ülkede sermaye hareketliliğinin düzeyinin azaldığı sonucu çıkarılabilmektedir. Dolayısıyla model ülkelerin sermaye hareketliliğindeki rollerini ölçmede öneme sahiptir. Bu yüzden de literatürde hem Avrupa Birliği'ne üye ülkeler için hem de diğer ülkeler için model analiz edilmektedir. 1970-2015 dönemine ait 14 Avrupa Birliği'ne üye ülkeye dair yapılan çalışmada elde edilen sonuçlara göre entegrasyonun artışı

²²⁹ Pungulescu, C. , **a.g.e.s** 123

²³⁰ Feldstein, Martin S., and Charles Yuji Horioka. "Domestic savings and international capital flows." (1979).

yurtiçi tasarruflarda doğru orantılı olarak azalışa sebep olmaktadır.²³¹ Tasarruflar ve yatırımlar arasındaki ilişki ekonomideki diğer parametrelere göre de şekil almaktadır. İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı'na (OECD) bağlı 30 ülkede 1960-2014 dönemi göz önüne alınarak yapılan analizde 2008 Finansal Krizi'nin tasarruflar ile yatırımlar arasındaki korelasyonu etkileyerek sermaye hareketliliği düzeyini azalttığı sonucuna varılmıştır.²³²

Panel veri analizinde beta ve sigma yakınsaklığını test etmeden önce regresyonda kullanılacak modelin tahmin edicileri belirlenecektir. Sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeline dair hangi tahmincinin seçileceğine karar vermek amacıyla Hausman testi uygulanacaktır. Söz konusu teste yer alan hipotezleri kurarken sabit etki ile tesadüfi etki tahmincilerinin hangisinin diğerine göre etkin olduğunu saptamayı sağlayan önemli bir özellikten yararlanılır. Bu özellik ise bağımsız değişkenler ile gözlenemeyen etkiler arasındaki ilişkinin varlığına dayanır.²³³ Hausman testinde H_0 hipotezinde ifade edilen korelasyonun olmadığı sonucuna varılmış ise iki etki arasında tercih yaparken tesadüfi etkilerden yana seçim yapılır. H_1 hipotezinde ise H_0 'un reddedilmesine sebep olan ilgili korelasyonun varlığına dolayısı ile sabit etkinin seçilmesi gerektiği sonucuna varılmaktadır.²³⁴ Yukarıda da açıklandığı gibi sabit etkinin ya da tesadüfi etkinin tahmincisinin diğerine göre daha etkin oluşu, Hausman testinin H_0 hipotezinde yer alan ilişkiye dayanmaktadır.²³⁵ Hausman testinin istatistiği kurulurken de H_0 hipotezi tesadüfi etkiler tahmin edicisinin doğru olduğu varsayımı üzerine kurulur.²³⁶ Tablo 3.3, tablo 3.4 ve tablo 3.5'teki ki-kare istatistikleri serbestlik dereceleri ile χ^2 tablosundaki değer göz önüne alınarak ilgili testin sonuçları ile karşılaştırılır. Karşılaştırma sonucunda ise ya H_0 hipotezi reddedilir ya da kabul edilir.

²³¹ Drakos, Anastassios A., Georgios P. Kouretas, and Prodromos Vlamis. "Saving, investment and capital mobility in EU member countries: a panel data analysis of the Feldstein–Horioka puzzle." *Applied Economics* 50.34-35 (2018): 3798-3811.

²³² Katsimi, Margarita, and Gylfi Zoega. "European integration and the Feldstein–Horioka puzzle." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 78.6 (2016): 834-852.

²³³ Tatoğlu, Ferda Yerdelen. "Panel veri ekonometrisi." *Beta Yayınevi* (2012), s.185

²³⁴ Tatoğlu, Ferda Yerdelen, **a.g.e.s** 185

²³⁵ Tatoğlu, Ferda Yerdelen, **a.g.e.s** 185

²³⁶ Johnston, Jack, and John DiNardo. "Econometric Methods (4* ed.)." *New York: McGraw-HiU* (1997).

Tablo 3.3. Hausman Test Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengeli Panel)

	Ki-Kare istatistiği	Ki- Kare Bağımsızlık Derecesi	P- değeri
Rastsal Kesit	16.365753	4	0.0026
Test H_0 : Bağımsız değişkenler ile gözlenemeyen etkiler arasında korelasyon yoktur.			

Tablo 3.3'de kısa dönem piyasa faiz oranları dengeli panel veri seti analizinde Hausman testi yapılmıştır. Söz konusu teste, hesaplanan test istatistiği 16,365 ve serbestlik derecesi ise 4'tür. Tablo 3.3'deki anlamlılık düzeyi (p- değeri) değeri %5'ten küçük çıktığı($0,0 < 0.05$) için H_0 testi reddedilir. Bunun sonucunda, H_1 hipotezini oluşturan açıklayıcı değişkenler ile gözlenemeyen etkiler arasındaki korelasyonun var olduğu hipotezi kabul edilir, bu yüzden de sabit etkiler tahmincisini modelde tercih etmek daha uygundur.

Tablo 3.4. Hausman Test Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengesiz Panel)

	Ki-Kare istatistiği	Ki- Kare Bağımsızlık Derecesi	P- değeri
Rastsal Kesit	12.713433	4	0.0128
Test H_0 : Bağımsız değişkenler ile gözlenemeyen etkiler arasında korelasyon yoktur.			

Tablo 3.4'de kısa dönem piyasa faiz oranları dengesiz panel verseti analizinde Hausman testi yapılmıştır. Testin sonucuna göre, test istatistiği 12,713 ve serbestlik derecesi 4'tür. Tablo 3.4'te anlamlılık düzeyi (p-değeri) değeri %5'ten küçük çıktığı ($0,01 < 0.05$) için H_0 testi reddedilir. Tablo 3.4'teki Hausman testi sonuçlarına göre H_1 hipotezini oluşturan açıklayıcı değişkenler ile gözlenemeyen etkiler arasındaki korelasyonun var olduğu hipotezi kabul edilir, bu yüzden de sabit etkiler tahmincisini modelde tercih etmek daha uygundur.

Tablo 3.5. Hausman Test Uzun Dönem Devlet Tahvil Getiri Oranları (Dengeli Panel)

	Ki-Kare istatistiği	Ki- Kare Bağımsızlık Derecesi	P- değeri
Rastsal Kesit	24.903094	4	0.0001
Test H_0 : Bağımsız değişkenler ile gözlenemeyen etkiler arasında korelasyon yoktur.			

Tablo 3.5’te ise uzun dönem devlet tahvil getiri oranları dengeli panel veriseti analizi göz önüne alınarak Hausman testi yapılmıştır. Söz konusu tablodaki test sonucuna göre, 24,903 test istatistiği sonucu iken, serbestlik derecesi ise 4’tür. Tablo 3.5’te anlamlılık düzeyi (p-değeri) değeri %5’ten küçük çıktığı ($0,00 < 0,05$) için H_0 testi reddedilir. Tablo 3.5’teki Hausman testi sonuçlarına göre, Tablo 3.3 ve tablo 3.4’teki sonuçlardan fark olmaksızın H_0 hipotezi reddedilirken H_1 hipotezi kabul edilir. H_1 hipotezi, açıklayıcı değişkenler ile gözlenemeyen etkiler arasındaki korelasyonun var olmasına dayanır. Böylelikle sabit etkiler tahmincisini modelde tercih etmek daha uygundur.

Söz konusu Hausman test tabloları incelendiğinde H_0 hipotezinin reddedilerek sabit etkiler modelinde grup içi tahmincisi kullanılarak²³⁷beta ve sigma yakınsaklık regresyon analizi incelenecektir. Sabit etkiler tahmincisi ya da grup içi tahmincisi aşağıdaki panel veri modelinin dönüşümü ile ede edilmektedir: ²³⁸

$$y_{it} = \beta_1 X_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad \begin{matrix} t=1,2,\dots,T \\ i=1,2,\dots,N \end{matrix} \quad (3.6)$$

İkinci denklem oluştururken de her birim için zaman boyutuna göre ortalama alınır:²³⁹

$$\bar{y}_i = \beta_1 \bar{X}_i + \alpha_i + \bar{\varepsilon}_i$$

²³⁷ Tatoğlu, Ferda Yerdelen, **a.g.e.s** 185

²³⁸ Wooldridge, Jeffrey M. *Introductory econometrics: A modern approach*. Nelson Education, 2016.

²³⁹ Tatoğlu, Ferda Yerdelen, **a.g.e.s** 85

(3.7)

α_i söz konusu denklemde gözlenemeyen etkiyi tanımlamakta olup zaman göre sabittir. Dolayısı ile yukarıdaki iki denklem birbirinden çıkarıldığında α_i denklemden atılmış olmaktadır.²⁴⁰

$$y_{it} - \bar{y}_i = \beta_1 (X_{it} - \bar{X}_i) + \varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i \quad t=1,2,\dots,T$$

$$i=1,2,\dots,N$$

(3.8)

Sonrasında ise en küçük kareler yöntemi ile yukarıdaki gibi dönüştürülen regresyon modeli analiz edilmektedir.

Tablo 3.6. Beta Yakınsaklık Analizi Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengeli Panel)

	15 Ülke	Tistatistiği	12 Ülke	Tistatistiği	3 Ülke	Tistatistiği
Δi_{ct-2}	-0.095783*** (0.00)	(-7.167540)	0.088525*** (0.00)	(6.300927)	-0.102062*** (0.00)	(-3.40842)
Δi_{ct-1}	0.213843*** (0.00)	(15.71356)	-0.124472*** (0.00)	(-7.951887)	0.221522*** (0.00)	(7.27755)
$\beta_{pre-crisis}^*$	-0.047175*** (0.00)	(-11.73945)	-0.055905*** (0.00)	(-11.37574)	-0.046897*** (0.00)	(-5.225518)
$\beta_{post-crisis}^*$	-0.091909* (0.07)	(-1.760830)	-0.060522* (0.09)	(-1.669958)	-0.092668 (0.43)	(-0.782088)
Sabit Katsayı	0.107413*** (0.00)	(2.637137)	0.022597*** (0.00)	(3.192253)	0.450505* (0.05)	(1.911114)
Gözlem Sayısı	5010		4008		1002	
R ²	0.073936		0.0623		0.077333	
F testi	22.13772 (0.000000)		17.68153 (0.000000)		13.89923 (0.000000)	

²⁴⁰ Wooldridge, Jeffrey M, a.g.e.s 485

Not: *** %1, **%5 ve *%10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Anlamlılık düzeyi(p-values) tabloda, bağımsız değişkenlere dair tahmin edilen katsayıların altında parantez içinde belirtilmiştir.

Tablo 3.6’de beta yakınsaklık kısa dönem testi, piyasa faiz oranlarının dengeli panel data verileri kullanılarak yapılmıştır. 12 ülke Avrupa Birliği’ne 2000 yılı öncesi üye olan ülkeler olup tek tek hangi ülkeler olduğu veri setinde yer almaktadır. 3 ülke ise 12 ülkenin aksine birliğe 2000 yılı sonrası üye olan ülkelerdir. Söz konusu üç ülkenin hangi ülkeler olduğu ayrıntılı olarak veri setinde belirtilmiştir. Üç ayrı veri setinde ülkelerin analizinin yapılmasındaki amaç hem Avrupa Birliği’ne katılan ülkelerin birliği nasıl etkilediğini görmek hem de kendi içlerindeki verilere göre yakınsaklık analizini saptayabilmektir. Ayrıca üç ayrı veri setinden çıkan bulgular , her veri seti için, 2008 Küresel Finans Kriz öncesi ve sonrası dönemleri karşılaştırılarak yorumlanmıştır. Aşağıda beta yakınsaklık analizinde kullanılan modelde gösterildiği gibi Δi_{ct} , örneklem ülke ile ölçüt ülke olan Almanya arasındaki spreadlerin değişimini ifade etmektedir:

$$\Delta i_{ct} = \alpha_c + \beta_{kriz\ öncesi}^* D_{kriz\ öncesi} i_{ct-1} + \beta_{kriz\ sonrası}^* D_{kriz\ sonrası} i_{ct-1} + \gamma_1 \Delta i_{ct-1} + \gamma_2 \Delta i_{ct-2} + \varepsilon_{ct} \quad (3.9)$$

Böylelikle Δi_{ct} modelin bağımlı değişkenidir. Faiz değişkeni ise Datastream verilerinden elde edilen kısa dönem piyasa faiz oranlarıdır. Ayrıca modelde bağımsız değişken olarak bağımlı değişkenin birinci ve ikinci gecikmeleri sırasıyla, $\Delta i_{ct-1}, \Delta i_{ct-2}$ kullanılmıştır. Denklemden yer alan $D_{kriz\ öncesi}$ ve $D_{kriz\ sonrası}$ kukla değişkenleri 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers yatırım bankasının iflas etmesiyle 2008 Küresel Finans Krizi’ni temsil eden değişkenlerdir. Yukarıda yer alan beta yakınsaklık modeline göre, β ’nın sıfır değerini alması yakınsaklığın olmadığını gösterirken, β ’nın negative değerler alması yakınsaklığın olduğunu göstermektedir. Ayrıca β ’nın büyüklüğü ile yakınsağın hızı doğru orantılı olup, büyüklük arttıkça yakınsaklık hızı da artmaktadır. İncelenen yakınsaklık modelleri analizlerinde finansal

entegrasyon yakınsama hızı β katsayısıyla ifade edilirken, entegrasyon düzeyi, sigma yakınsama derecesinin büyüklüğüyle ölçülmüştür.²⁴¹ Tablo 3.6'daki sonuçlar incelendiğinde 2008 küresel finans krizi sonrası entegrasyonun istatistiki olarak anlamlı bir şekilde hızının arttığı çıkarımı dengeli panel olan her üç veri setinin ikisinde gözlemlenmektedir. Ancak kısa dönemde 2008 Küresel Finans Krizi sonrası elde edilen bulguların istatistiki olarak anlamlılık derecesi düşmekte, hatta yeni entegrasyona dahil ülke grubu içinse istatistiksel olarak anlamsızdır. Yakınsama hızları artmış olsa da istatistiki olarak anlamlılığı azalmakta ya da anlamsız olmaktadır. Böylelikle entegrasyon, kriz dönemlerinde yeni entegrasyona katılan ülkeler açısından kısa dönemdeki araçlar göz önüne alındığında makroekonomik dengelerin sağlanmasında beklenildiği gibi istatistiki anlamda etkin değildir. İlgili kriz öncesinde, normal dönemde 12 ülke(Avrupa Birliğine 2000 yılı öncesi üye olan) ile 15 ülkeye ait $\beta_{kriz\ öncesi}^*$ verileri tablo 3.6'dan incelendiğinde; yakınsaklık hızının 12 ülkeye dair $\beta_{kriz\ öncesi}^*$ verisi yaklaşık olarak % 6 (-0.055905)iken , 15 ülkenin $\beta_{kriz\ öncesi}^*$ verisi yaklaşık olarak % 5 (-0.047175)'tür. Böylelikle 15 ülkeye ait $\beta_{kriz\ öncesi}^*$ verisinin 12 ülkeye dair $\beta_{kriz\ öncesi}^*$ verisinden daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Sonuç olarak kriz öncesi normal dönem için sonradan katılan üç ülkenin entegrasyon düzeyini artırıcı role sahip olmadığı tablodan çıkarılabilecek sonuçlardan biridir. Bir diğer sonuç ise kriz sonrası dönemde 12 ülkenin $\beta_{kriz\ sonrası}^*$ verisi % 6 (-0.060522) iken 15 ülkenin $\beta_{kriz\ sonrası}^*$ verisi ise % 9 (-0.091909) düzeyindedir. Söz konusu sonuçlara bakıldığında ilgili kriz sonrası dönem için, birliğe 2000 yılı sonrası katılan 3 üyenin yakınsama hızını artırıcı role sahip olduğu söylenilebilir. Böylece kriz sonrası katılan 3 üyenin tüm ülke üyelerinin entegrasyon düzeyini hızlandırıcı bir etki yarattığı saptanmış olsa bile istatistiki olarak anlamlılık derecesinin kriz öncesi döneme göre düşmesi entegrasyonun kısa dönem araçlarında kriz sonrasında makroekonomik dengelerin sağlanmasında uzun döneme göre daha az etkin olduğu tespit edilmektedir.

Tablo 3.6'daki bulgular yoluyla entegrasyonun kriz öncesi ve sonrasında ülke ekonomilerini olumlu mu ya da olumsuz mu etkilediği hipotezini test edilmektedir.

²⁴¹ Adam, Klaus, et al, **a.g.e,s**

Böylelikle entegrasyonun krizi absorbe edebilme kapasitesi analiz edilebilmektedir. Öncelikle söz konusu tablodaki tüm ülkeleri içeren 15 ülkenin verileri ele alındığında kriz öncesi normal dönemle, kriz sonrası dönem kıyaslandığında yakınsama hızının arttığı gözlemlenmektedir. Bunun sonucunda bütün veriler ele alınarak yapılan kısa dönem dengeli panel veri analizinde entegrasyonun kriz ile mücadelede ülkeler açısından olumlu etkiye sahip olduğu, kriz öncesi normal döneme göre kriz sonrası artan entegrasyonla ülkelerin krizleri absorbe etme yetisinin yükseldiği sonucuna varılsa da krizin olumsuz etkilerinin kısa dönem için geçici olmadığı anlamlılık düzeyinin normal döneme göre azalmasından çıkarılabilecek bir sonuçtur.

Tablo 3.6'dan çıkarılabilecek önemli sonuçlardan biri de kriz öncesi normal dönem olarak ifade edilen zamanda entegrasyon düzeyleri farklı olan 12 ülke ve 3 ülkenin ilgili dönemde birbirilerine olan yakınsaklığının incelenmesidir. Birliğin kuruluşunda yer alan, çoğunluğunu para birliği'ne üye ülkelerin oluşturduğu dolayısıyla ekonomik entegrasyonun yanında finansal entegrasyonunu da tamamlamış 12 ülke grubu ile bu 12 ülkeye göre entegrasyonunu daha tamamlamamış olan ve birliğe 2000 sonrası giren 3 ülke arasında kriz öncesi dönemin yakınsamalarını karşılaştırabiliriz. İlgili tabloda 12 ülkenin $\beta_{kriz\ öncesi}^*$ değeri yaklaşık % 6 (-0.055905) iken, entegrasyona 2000 yılı sonrasında dahil olan 3 ülkenin $\beta_{kriz\ öncesi}^*$ değeri yaklaşık % 4 (-0.046897) seviyelerindedir. Sonuç olarak kriz öncesi dönemde iki ülke grubunun da yakınsama büyüklükleri benzerlik göstermektedir. Kriz sonrası dönem söz konusu iki ülke grubu için karşılaştırıldığında da yeni entegrasyona katılan 3 ülkenin $\beta_{kriz\ sonrası}^*$ verisi % 9 iken (-0.092668), 12 ülkenin $\beta_{kriz\ sonrası}^*$ değeri %6 dır (-0.060522). 3 ülkenin $\beta_{kriz\ sonrası}^*$ verisinin diğerine ülke verilerine göre daha boyut olarak büyük olduğu görülmektedir. Ancak entegrasyona daha önce dahil olan ülkelere göre, yeni katılan ülkeler krizle baş etmede daha başarılı olmuş gibi görünse de 3 ülkenin kriz sonrası verileri istatistiki olarak anlamlı değildir. Entegrasyonun kısa dönem verileri içinde krizin olumsuz etkileriyle baş etmede olumlu etki yaptığı 12 ülke $\beta_{kriz\ sonrası}^*$ sonuçlardan da görülmektedir. Entegrasyona daha sonradan katılan 3 ülkenin kısa dönem verilerine bakıldığında da krizin olumsuz

etkilerini absorbe etmede istatistiki olarak anlamlı sonuçlar doğurmadığı görülmektedir.

Kriz sonrası dönemde, bütün ülke verileri ele alınarak yapılan 15 ülke analiziyle 12 ülke analizi karşılaştırıldığında birbirleriyle paralellik gösterdiği ifade edilebilir. Yeni entegrasyona katılan ülkeler kriz sonrası dönemde kısa dönem araçlarıyla yapılan analizde istatistiki olarak anlamlı sonuçlar doğurmamış olsa da, bu ülkelerin birliğe katılmasının krizin olumsuz etkilerini azaltarak entegrasyon düzeyini artırıcı yönde etkilediği de saptanmaktadır. Aşağıda yer alan tablo 3.5’de de örneklem ülke verileri artırılarak beta yakınsaklık kısa dönem analizi dengesiz panel veri seti ile test edilmiştir.

Tablo 3.7. Beta Yakınsaklık Analizi Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengesiz Panel)

	21 Ülke	T- istatistiği	13 Ülke	T- istatistiği	8 Ülke	T- istatistiği
Δi_{ct-2}	-0.078671*** (0.00)	(-6.59938)	-0.173163*** (0.00)	(-11.65149)	-0.078524*** (0.00)	(-4.06363)
Δi_{ct-1}	-0.108035*** (0.00)	(-8.96395)	-0.286726*** (0.00)	(-17.87059)	-0.107636*** (0.00)	(-5.509833)
$\beta_{pre-crisis}^*$	-0.074639*** (0.00)	(-14.60217)	-0.199297*** (0.00)	(-16.7721)	-0.07458*** (0.00)	(-9.006941)
$\beta_{post-crisis}^*$	-0.397516 (0.32)	(-0.97448)	-0.095287 (0.51)	(-0.658905)	-0.404363 (0.54)	(-0.605661)
Sabit Katsayı	0.625856 (0.11)	(1.581095)	0.134323*** (0.00)	(5.071298)	1.562951 (0.14)	(1.440807)
Gözlem Sayısı	7014		4342		2672	
R^2	0.059102		0.214811		0.05896	
F testi	18.29206 (0.000000)		73.95196 (0.000000)		15.15089 (0.000000)	

Not: *** %1, **%5 ve *%10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Anlamlılık düzeyi(p-values) tabloda, bağımsız değişkenlere dair tahmin edilen katsayıların altında parantez içinde belirtilmiştir.

Beta yakınsaklık analizi kısa dönem piyasa faiz oranlarının dengesiz panel veri analizine göre sonuçları tablo 3.7’de verilmektedir. Entegrasyon kriz ilişkisini test etmekteki amaç daha öncede ifade edildiği gibi kriz durumunda entegrasyonun ülke ekonomilerini etkilediğini nasıl etkilediğini saptayabilmektedir. Bu etkiyi tüm ülkelerin yer aldığı 21 ülkeyle analiz edebiliriz. Öncelikle kriz öncesi normal dönemle, kriz sonrası dönem söz konusu 21 ülke için karşılaştırıldığında yakınsama hızı, diğer bir deyişle entegrasyon düzeyi artmış olsa bile kriz sonrası döneme dair 21 ülkenin verileri istatistiki olarak anlamlı değildir. Bunun nedeni entegrasyonun olumsuz etkilerinin kısa dönem faiz oranları göz önüne alındığında kriz dönemlerindeki makroekonomik dengeyi sağlamadaki rolünün istatistiki anlamda etkin olmayışından kaynaklanmaktadır. Tablo 3.6 ’da etkin olmayışını 15 ülke için istatistiki olarak anlamlılığın düşüşüyle test etmekteyken, Tablo 3.7’de bu durum tüm ülke verileri için istatistiki anlamlılığın olmayışıyla görülmektedir. Böylece tablo 3.7’deki bulgular incelendiğinde kriz sonrası dönem için anlamlı bir yakınsaklık elde edilememektedir. İstatistiki olarak anlamsız sonuçların ortaya çıkması krizin olumsuz etkilerini pekiştirmektedir ve krizin negatif etkilerinin kısa dönem faiz oranları göz önüne alındığında yüksek olduğu görülmektedir. Kriz öncesi dönemde entegrasyona daha önce dahil olan 13 ülke ile 8 ülke karşılaştırıldığında 13 ülkenin $\beta_{kriz\ öncesi}^*$ değerinin diğer entegrasyona daha sonradan katılan ülkelere göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Kriz sonrası döneme bakıldığında ise kısa dönem analizi dolayısıyla krizin olumsuz etkileri uzun döneme göre daha güçlü olarak hissedilmekte ve sonuçlar istatistiki olarak anlamlı çıkmaya da ilgili 13 ülke entegrasyona katılan 8 ülkeye nazaran krizle mücadele etmekte zorlanmaktadır. Bunun nedenlerinde biri daha önce entegrasyona katılan ülkelerin arasında Yunanistan’ın da yer almasıdır. Yunanistan borç krizi, 2008 Küresel Krizi’nin olumsuz etkilerini entegre olmuş ülkeler kapsamında artırıcı role sahiptir. Entegrasyona yeni katılan ülkeler için, entegrasyon

olgusu krizle mücadelede pozitif etkiye sahip olsa da kısa dönem araçları ile test edildiği için istatistiki olarak anlamlı değildir.

Tablo 3.6 ile tablo 3.7’deki entegre ülkeler arasındaki yakınsama hızının yönü arasındaki farkın nedeni, veri setine katılan ülkeden kaynaklanmaktadır. Söz konusu ülke Yunanistan’dır. İlgili ülkenin ekonomisi borç krizi dolayısıyla çok etkilenmiş ve bu durumun 2008 Küresel Finans Krizi dönemine denk gelmesiyle yakınsama hızının yönü birliğe katılan ülkeler için azalışa geçmektedir. Dolayısıyla entegrasyon kriz ilişkisinin gösterilmesinde dengeli panel bulguları daha tutarlıdır.

Tablo 3.8: Beta Yakınsaklık Analizi Uzun Dönem Devlet Tahvil Getiri Oranları (Dengeli Panel)

	14 Ülke	T istatistiği
Δi_{ct-2}	-0.044891*** (0.00)	(-3.231415)
Δi_{ct-1}	-0.080648*** (0.00)	(-5.507113)
$\beta_{pre-crisis}^*$	-0.027877*** (0.00)	(-5.502535)
$\beta_{post-crisis}^*$	-0.033533*** (0.00)	(-7.648541)
Sabit Katsayı	0.032618*** (0.00)	(3.638281)
Gözlem Sayısı	4676	
R^2	0.027068	
F testi	7.622978 (0.000000)	

Not: *** %1, **%5 ve *%10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Anlamlılık düzeyi(p-values) tabloda, bağımsız değişkenlere dair tahmin edilen katsayıların altında parantez içinde belirtilmiştir.

Tablo 3.8’de ise veriler beta yakınsaklık analizi uzun dönem tahvil getiri oranları üzerinden hesaplanarak elde edilmiştir. 14 ülkenin getiri oranları için dengeli panel

veri analizi söz konusudur. İlgili 14 ülkede 2000 öncesi birliğe üye, yeni katılan ülkelere göre finansal ve ekonomik açıdan birliğe entegre olan ülkelerdir. $\beta_{kriz\ öncesi}^*$ değeri % 2 iken, $\beta_{kriz\ sonrası}^*$ değeri % 3'tür. Böylece 2008 finans krizi sonrası yakınsaklık hızının arttığı saptanmaktadır. Kriz sonrası dönem için elde edilen uzun dönem verilerinin kısa dönem dengesiz panel verilerine göre istatistiki olarak anlamlı olması önemli bir bulgudur. Böylelikle krizin negatif etkilerinin geçici olduğu uzun dönem analizinin anlamlı olması ile saptanmış olmaktadır. Entegrasyon, kriz durumundan doğan olumsuz etkileri uzun dönem araçları ele alınarak incelendiğinde absorbe etme yetisine sahiptir.

Tablo 3.9 : Sigma Yakınsaklık Analizi Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengeli Panel)

	16 Ülke	T istatistiği	13 Ülke	T istatistiği
$\sigma_{pre-crisis}$	-0.092915***	-13.03366	-0.012167***	-29.09383
	(0.007129)		(0.000418)	
$\sigma_{post-crisis}$	-0.014255	-0.894476	-0.001609*	-1.720669
	(0.015937)		(0.000935)	
$\alpha_{post-crisis}$	5.09834	1.155651	0.720031***	2.782140
	(4.41166)		(0.258805)	
$\alpha_{pre-crisis}$	17.97897***	20.53233	2.493216***	48.53594
	(0.875642)		(0.051368)	
Gözlem Sayısı	336		336	
R ²	0.441962		0.799663	
F Test	20.29979		106.2797	
$H_{0A} C(1)=C(2)$	(0.0000)		(0.0000)	
F Test	8.201420		45.16305	
$H_{0B} C(3)=C(4)$	(0.0045)		(0.0000)	

Not: *** %1, **%5 ve *%10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Standart hata tabloda, bağımsız değişkenlere dair tahmin edilen katsayıların altında parantez içinde belirtilmiştir.

Sigma yakınsaklık analizi için kullanılacak regresyon modeli aşağıda verilmektedir:

$$sd(i)_t = (\alpha_{pre-crisis} + \sigma_{pre-crisis} t) D_{pre-crisis} + (\alpha_{post-crisis} + \sigma_{post-crisis} t) D_{post-crisis} + \varepsilon_{ct} \quad (3.10)$$

Beta yakınsaklığı finansal entegrasyon yakınsama hızını ölçerken sigma yakınsaklığı ise analizin zaman aralığındaki herhangi bir noktadaki finansal entegrasyon düzeyini yakınsama düzeyinin büyüklüğü ile ölçmektedir.²⁴²Böylece, sigma spesifik noktaya göre yakınsaklık derecesini belirlemektedir. $sd(i)_t$ t zamanındaki ülkeler arası faiz oranı verilerinin standart sapmalarını vermektedir. Tez çalışmasında aylık frekansta incelenen veri analizinde de $sd(i)_t$ her bir ay için ülkelerin faiz verilerinin standart sapmasını göstermektedir. Sigma yakınsaklık modelinin denkleminde t bağımsız değişkeni lineer zaman trend değişkenidir. $D_{kriz \text{ öncesi}}$ ve $D_{kriz \text{ sonrası}}$ kukla değişkenleri 2008 Küresel Finans Kriz öncesi ve sonrasını temsil etmektedir. Sigma yakınsaklığının (σ) negatif oluşu yakınsaklığı ifade etmektedir. Ayrıca α ve σ sıfır oldukça tam entegrasyonun varlığından söz edilebilir.²⁴³ Sigma yakınsaklığı 2008 Küresel Finans Kriz öncesi ve sonrası için regresyon modelinde incelenmektedir. Tablo 3.9 sigma yakınsaklığı analizinde 13 ülke 2000 yılı öncesi birliğe üye olan ülkeleri temsil ederken, 16 ülke ise Maastricht Antlaşması ile 2000 yılı sonrası birliğe üye olan 3 ülkenin analize katılmasıyla dengeli panel veri seti elde edilmiştir. Zaman trendi katsayısı negatif oldukça σ yakınsaklığı gerçekleşmektedir. Söz konusu katsayıyı $\sigma_{kriz \text{ öncesi}}$, $\sigma_{kriz \text{ sonrası}}$ parametreleri ifade etmektedir. $\sigma_{kriz \text{ öncesi}}$, $\sigma_{kriz \text{ sonrası}}$ değerleri negatif oldukça sigma yakınsaklığı vardır ve söz konusu değerler sıfıra yaklaştıkça finansal entegrasyonun derecesi artmakta, α ve σ sıfır olduğunda mükemmel yakınsaklık gerçekleşmektedir.

Entegrasyonun kriz durumunda ülke ekonomilerine olumlu ya da olumsuz etkileri sigma yakınsaklık analizi ile incelenebilmektedir. Tablo 3.9’da 16 ülke için $\sigma_{kriz \text{ öncesi}}$, katsayısı (-0.092915) iken 13 ülke için $\sigma_{kriz \text{ öncesi}}$, verisi -0.012167’dir. Entegrasyon düzeyi, diğer bir deyişle yakınsama derecesi 2008 Küresel Finans Krizi öncesinde entegre olan 13 ülke için hem istatistiki olarak anlamlı hem de tüm ülke verileri ile karşılaştırıldığında daha yüksektir. Buna göre entegrasyon 2008 Küresel Finans Krizi öncesindeki dönemde, birliğe daha önce katılan ülkeleri olumlu yönde etkilemektedir.

²⁴² Adam, Klaus, et al, **a.g.e,s** 23

²⁴³ Adam, Klaus, et al, **a.g.e,s** 23

Sonuç olarak kriz öncesi dönemde, ilgili 13 ülkenin yakınsaklık derecesi, birliğe yeni katılan ülkelerden daha fazla artmaktadır.

Kriz sonrası dönemde ise yakınsama derecesi entegrasyona önceden katılan 13 ülke için istatistiki olarak anlamlı iken tüm ülke verilerini ele alan 16 ülke için anlamsızdır. Söz konusu bu durum beta yakınsaklık kısa dönem dengeli panel analizi ile de paralellik göstermektedir. Kriz sonrası dönemde entegre olmuş ülkeler yakınsama derecelerini artırarak istatistiki olarak anlamlı sonuçlara sahip olmaktadır. Ancak yeni entegrasyona katılan ülkelerin, krizin olumsuz etkileriyle baş etmede kısa dönem araçları göz önüne alındığında istatistiki olarak anlamlı bir şekilde yakınsamadığı ve tüm ülke verilerini de bu yönde etkilediği Tablo 3.9’da analiz edilmektedir.

Tablo 3.10: Sigma Yakınsaklık Analizi Uzun Dönem Devlet Tahvil Getiri Oranları (Dengeli Panel)

	15 Ülke	T istatistiği
$\sigma_{pre-crisis}$	-0.017356*** (0.001428)	-12.15338
$\sigma_{post-crisis}$	-0.006049* (0.003192)	-1.894775
$\alpha_{post-crisis}$	3.991654*** (0.883755)	4.516697
$\alpha_{pre-crisis}$	3.108041*** (0.175411)	17.71864
Gözlem Sayısı	336	
R^2	0.383786	
F Test	10.45212	
$H_{0A} C(1)=C(2)$	(0.0013)	
F Test	0.961788	
$H_{0B} C(3)=C(4)$	(0.3275)	

Not: *** %1, **%5 ve *%10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Standart hata tabloda, bağımsız değişkenlere dair tahmin edilen katsayıların altında parantez içinde belirtilmiştir.

Tablo 3.10 sigma yakınsaklığı analizi uzun dönem devlet tahvili getirileri oranları dengeli panel veri analizine göre 15 ülke için analiz yapılmış olup, söz konusu 15 ülke de Avrupa Birliği'ne 2000 öncesi üye olan ülkelerden oluşmaktadır. 15 ülke için $\sigma_{\text{kriz öncesi}}$ verisi -0.017356 bulunurken, $\sigma_{\text{kriz sonrası}}$ verisi -0.006049'dir. Uzun dönem dengeli panel sigma yakınsaklık analizi, uzun dönem beta sigma yakınsaklık analiziyle paralellik göstermektedir. Tablo 3.8'deki bulguları yorumlarken, beta kısa- uzun dönem yakınsaklık analiz karşılaştırılmasında da belirtildiği gibi, uzun dönem sigma yakınsaklık verileri kısa dönem sigma dengesiz panel verilerine göre kriz sonrası dönemde istatistiki olarak anlamlı çıkmaktadır. Uzun dönem de sigma yakınsaklık verilerine bakılarak finansal entegrasyon düzeyini ölçen yakınsama derecesinin istatistiki olarak anlamlı çıktığını, krizin olumsuz etkilerinin entegrasyona önceden katılan ülkeler için absorbe edildiği sonucunu çıkarabiliriz.

Tablo 3.11: Sigma Yakınsaklık Analizi Kısa Dönem Piyasa Faiz Oranları (Dengesiz Panel)

	22 Ülke	T istatistiği	14 Ülke	T istatistiği
$\sigma_{\text{pre-crisis}}$	-0.703622***	-9.106568	-0.018617***	-11.09689
	(0.077265)		(0.001678)	
$\sigma_{\text{post-crisis}}$	-0.019273	-0.111578	-0.001549	-0.413111
	(0.172729)		(0.00375)	
$\alpha_{\text{post-crisis}}$	6.649677	0.139069	0.693538	0.668007
	(47.81552)		(1.038219)	
$\alpha_{\text{pre-crisis}}$	114.5741***	12.07239	3.795311***	18.41764
	(9.490591)		(0.206069)	
Gözlem Sayısı	336		336	
R^2	0.243955		0.383832	
F Test	13.08004		17.25649	
$H_{0A} C(1)=C(2)$	(0.0003)		(0.0000)	
F Test	4.901406		8.587390	
$H_{0B} C(3)=C(4)$	(0.0275)		(0.0036)	

Not: *** %1, **%5 ve *%10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Standart hata tabloda, bağımsız değişkenlere dair tahmin edilen katsayıların altında parantez içinde belirtilmiştir.

Tablo 3.11 sigma yakınsaklığı analizi ise kısa dönem piyasa faiz oranlarının dengesiz panel veri analizine dair verileri içermektedir. Tablo 3.9’da da olduğu üzere 2 veri ülke seti bulunmaktadır. 14 ülke veri seti 2000 öncesi birliğe üye olanları kapsamaktadır. 22 ülkeden oluşan veri seti ise, 2000 sonrası birliğe katılan ülkeleri de kapsayacak şekilde tüm ülkeleri ele alarak kategorize edilmiştir. Sigma yakınsaklık analizini kullanarak entegrasyonun kriz durumunda etkisi Tablo 3.11’de kısa dönem dengesiz panel veri setiyle test edilmiştir. 22 ülke için $\sigma_{\text{kriz öncesi}}$, -0.703622 iken 14 ülke için $\sigma_{\text{kriz öncesi, verisi}}$ -0.018617 olarak bulunmuştur. Kriz öncesi dönemde yakınsama derecesi iki ülke veri seti içinde istatistiki olarak anlamlı çıkmaktadır. Entegrasyona daha önce katılan 14 ülkenin yakınsaklık derecesi tüm ülkeleri kapsayan 22 ülkenin verisinden daha yüksektir. Entegrasyonun pozitif etkisi kriz öncesi dönemde, birliğe daha önce katılan ülkeler için tüm ülkelere nazaran daha yüksek olmaktadır. Tablo 3.11 kriz sonrası dönem incelendiğinde, kısa dönem araçları kullanılarak yapılan analizde istatistiki olarak anlamlı sonuçlar elde edilememektedir. Kriz sonrasında kısa dönem için istatistiki olarak anlamlı yakınsaklık her iki ülke veri setiyle yapılan dengesiz panel sigma analizine göre elde edilememiştir.

SONUÇ

Tez çalışmasında finansal entegrasyon ve kriz ilişkisi Avrupa Birliği'ne üye ülkelerden dengeli ve dengesiz panel veri setleri oluşturularak test edilmiştir. Kriz ilişkisi söz konusu çalışmada 2008 Küresel Finans Kriz'nin kukla değişken olarak modele dahil edilmesiyle analiz edilmiştir. Ocak 1991 ile Aralık 2018 dönemleri için beta ve sigma yakınsaklık analizleri yapılarak entegrasyon durumunda krizlerin etkilerinin belirlenmesi amaçlanmaktadır.

Finansal entegrasyon hakkında beta ve sigma yakınsaklık analizleri dışında tasarruf-yatırım ilişkisi ve uluslararası risk paylaşımı testine bakılarak da analiz edilebilmektedir. Horioka modelinde yer alan uluslararası risk paylaşımı hipotezinin ampirik çalışmadaki analizine göre birliğe önce giren ülkelerin entegrasyon düzeylerinin yüksek olduğu saptanmıştır.

Beta ve sigma yakınsaklık analizlerinde kısa dönem piyasa faiz oranları kullanılarak oluşturulan veri setinde 16 ülke (Almanya, Finlandiya, Fransa, Hollanda, Birleşik Krallık, Macaristan, İrlanda, İsveç, İtalya, Bulgaristan, Danimarka, Belçika, Avusturya, Polonya, Portekiz ve İspanya) ve 3 ülkeye (Polonya, Macaristan, Bulgaristan) dair gözlemlerin gruplaştırılarak kategorize edilmesiyle incelenmiştir. Beta yakınsaklık analizinde Almanya'nın ölçüt ülke olarak modelde kullanılması nedeniyle regresyon modelinde ilgili ülke dahil edilmemiştir. 16 ülkeden bahsi geçen 3 ülke ve ölçüt ülke çıkarılarak Avrupa Birliği'ne 2000 yılı öncesi üye olan ülkelerin gözlemlerine ulaşılmaktadır.

1992 yılı Maastricht Anlaşması'nda alınan kararlardan biri de Avrupa Birliği üye ülke sayısının artırılarak entegrasyonun sınırlarını genişletmektir. Ancak genişleme politikasının entegrasyon üzerinde getirdiği bir takım etkiler de mevcut olmaktadır. Avrupa Birliği'nde kurucu üye olan ve ekonomik entegrasyonunu tamamlamasının yanında çoğunluğu para birliğine üye haliyle finansal entegrasyonunu da tamamlamış

Ülkelerin bahsi geçen genişleme politikasıyla entegrasyonları da etkilenmektedir. Bu yüzden etkiyi analiz edebilmek adına ülke verileri özellikle 2000 sonrası birliğe yeni katılan ülkelerle, kurucu ülkeler diyebileceğimiz ülkeler gruplaştırılarak analiz edilmiştir. Entegrasyon düzeylerini test ederken de makroekonomik dengelerin sağlandığı normal dönemden saptırıcı değişken olarak kriz olgusu modelde kullanılmıştır. Yakınsaklık düzeyinin artışının krizin olumsuz etkileri ile mücadelede etkinliği ve söz konusu olumsuz etkilerin entegre ülkeler ya da daha az entegre ülkeler üzerindeki etkileri yapılan beta ve sigma analizleri ile test edilmiştir. Analizler kısa dönem piyasa faiz oranları ile uzun dönem devlet tahvil getiri oranları yoluyla dengeli ve dengesiz panel veri analizi olarak incelenmiştir.

Beta yakınsaklık kısa dönem piyasa faiz oranları dengeli panel analizinde ülkeler 15, 12 ve 3 ülke grubundan oluşmaktadır. Daha önce belirtildiği gibi grup oluştururken göz önüne alınan kıstas örneklem ülkenin 2000 yılı öncesi entegrasyona dahil olup olmamasıdır. Kriz ncesi dönemde entegrasyona daha önce katılan 12 ülke ile daha sonra katılan 3 ülke karşılaştırdığında yakınsaklık hızları istatistiki olarak anlamlı olup, paralellik göstermektedir. Bu sonuçlarla kriz öncesi dönem için tüm ülke verilerini kapsayan 15 ülkenin beta analizi kıyaslandığında benzerlik göstermektedir. Kriz sonrası dönemde entegrasyonun krizin olumsuz etkileriyle mücadele etmede başarısı beta yakınsaklık analiziyle de test edilmiştir. 12 ülke ve 3 ülkenin kriz sonrası dönemdeki bulgularına göre 3 ülkenin kısa dönem piyasa faiz oranları ile yapılan analizde istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği, ancak 12 ülke ile birleştiğinde entegrasyon düzeyini ykseltiği sonucuna varılmıştır. Dengesiz panel veri analizyle test edilen beta yakınsaklık analizini inceleyen modelde kısa dönem piyasa faiz oranları kullanılmıştır. 21, 13 ve 8 ülkenin gözlemleri ilgili analizde kategorize edilmiştir. Dengesiz panel veri analizinden elde edilen bulguların dengeli panel analizine göre daha az tutarlı olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte uzun dönem devlet tahvil getiri oranlarının beta yakınsaklık analizine dair edinen sonuçlara göre , uzun dönemde entegrasyon krizden kaynaklanan olumsuz etkileri absorbe etme özelliği göstermektedir. Entegrasyonun uzun dönem araçlarının kullanıldığı beta

yakınsaklık analizine göre kriz dönemlerinde makroekonomik dengelerin sağlanmasına pozitif katkı yapmaktadır.

Finansal entegrasyon düzeyini yakınsama derecesinin büyüklüğü ile ölçmeye yarayan sigma yakınsaklık analizi de kısa dönem piyasa faiz oranları ile uzun dönem devlet tahvil getiri oranları kullanılarak dengeli ve dengesiz panel veri setine göre test edilmiştir. Dengeli ve kısa dönem faiz aracının kullanıldığı testlerde sigma yakınsaklık analizine göre 16 ve 13 ülkeye ait gözlem verileri kullanılmıştır. Söz konusu analizde yakınsama derecesi 2008 Küresel Finans Krizi'nden önceki dönemde 13 ülke için istatistiki olarak anlamlı artış göstermektedir. Bu artış tüm veri ülkelerinin yer aldığı yakınsama derecesinden de fazladır. Entegrasyonun bahsi geçen kriz sonrası dönemdeki olumsuz etkilerle baş etme kabiliyeti 13 ülke için tüm ülke sonuçlarına göre daha yüksek ve istatistiki olarak anlamlıdır. Uzun dönem araçları kullanılarak yapılan sigma yakınsaklık analizinde ise kriz öncesi öncesi ve sonrasında yakınsama derecesi ile ölçülen entegrasyon düzeyinin istatistiki olarak anlamlı bir şekilde artış gösterdiği saptanmaktadır.

KAYNAKÇA

- Adam, Klaus, et al. "Analyse, compare, and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union." *Report to the European Commission* 2002 (2002): 1-95.
- Afesorgbor, Sylvanus Kwaku, and Peter AG Van Bergeijk. "Measuring Multi-Membership in Economic Integration and Its Trade Impact: A Comparative Study of ECOWAS and SADC." *South African Journal of Economics* 82.4 : 518-530, 2014
- Agénor, Pierre-Richard. "Benefits and costs of international financial integration: theory and facts., The World Bank, 2001.
- Ahmed, Abdullahi D. "Integration of financial markets, financial development and growth: Is Africa different?." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 42 : 43-59, 2016
- Ahrend, Rudiger, and Antoine Goujard. "Drivers of systemic banking crises: the role of financial account structure and financial integration." *International Finance* 17.2 (2014): 135-160.
- Aizenman, Joshua, and Reuven Glick. "Sterilization, monetary policy, and global financial integration." *Review of International Economics* 17.4 777-801, 2009
- Akan, D. M. "Uluslararası Döviz Kuru Sistemlerinin Geleceği: Breton Woods'a Geri Dönülebilir mi?". *Sosyal Bilimler Dergisi*, (2), 108-115, 2010
- Akçay, Belgin. "Avrupa Birliği'nin Ekonomik Kriterleri ve Türkiye." *Maliye Dergisi* 155.1 (2008): 11-38.
- Aktan, Coşkun Can, and Hüseyin Şen. "Ekonomik kriz: Nedenler ve çözüm önerileri." *Yeni Türkiye Dergisi* 1 (2002): 1-9.
- Alonso-Rodriguez, Agustin. "Prices and interest rate behavior in the European Monetary Union: The first 18 months." *International Advances in Economic Research* 8.4 (2002): 287-295.
- Argyrou, Michael G., Andros Gregoriou, and Alexandros Kontonikas. "Do real interest rates converge? Evidence from the European Union." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 19.3 (2009): 447-460.
- Ayhan Kaya, Senem Aydın-Düzgit, Yaprak Gürsoy, Özge Onursal Beşgül. "Avrupa Birliği'ne Giriş", İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Mart 2013

- Aykut Kibritçioğlu, Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Economic Crises and Governments in Turkey*, 1969, 2001: 1-18.
- Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., Monnet, C. “Measuring financial integration in the euro area “, No. 14, ECB occasional paper, 2004, s.6
- Baldwin, Richard E., Charles Wyplosz, and Charles Wyplosz. The economics of European integration. Vol. 2. Berkshire: McGraw-Hill Education, 2006
- Barry Eichengreen, Capital Flows and Crises, The MIT Press, 2004, s.13
- Barry Eichengreen, Financial Crisis and What To About Them, Oxford University Press, 2002, s.157
- Bekaert, Geert, and Campbell R. Harvey. Market integration and contagion. No. w9510. National Bureau of Economic Research, 2003.
- Bela Balassa “The Theory of Economic Integration”, London, George Allen and Unwin, 1962, s.173-185
- Brada, Josef C., and Jose A. Mendez. "An estimate of the dynamic effects of economic integration." *The Review of Economics and Statistics* : 163-168, 1988
- Caliendo, Lorenzo, and Fernando Parro "Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA." *The Review of Economic Studies* 82.1 : 1-44, 2015
- Carrieri, Francesca, Vihang Errunza, and Ked Hogan. "Characterizing world market integration through time." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42.4: 915-940, 2007
- Centeno, Mario, and Antonio S. Mello. "How integrated are the money market and the bank loans market within the European Union?." *Journal of International Money and Finance* 18.1 (1999): 75-106.
- Cherniwchan, Jevan "Trade liberalization and the environment: Evidence from NAFTA and US manufacturing." *Journal of International Economics* 105 : 130-149, 2017
- Dayal, Ram, and Neeru Dayal "Trade creation and trade diversion: new concepts, new methods of measurement." *Review of World Economics* 113.1 125-169, 1977
- Delice, Güven. "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif." *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 20 (2003).
- Dermine, Jean. "European banking, past, present and future." *Past, Present and Future* (December 2002)

- Dhal, Sarat. "Global Crisis and the Integration of India's Stock Market." *Journal of Economic Integration* : 778-805,2009
- Dominguez, Kathryn ME. "The European Central Bank, the euro, and global financial markets." *Journal of Economic Perspectives* 20.4 (2006): 67-88.
- Douglas Irwin "The GATT in the historical perspective", *The American Economic Review*, Vol.85, No.2, 1995, s.325
- Driessen, Joost, and Luc Laeven. "International portfolio diversification benefits: Cross-country evidence from a local perspective." *Journal of Banking & Finance* 31.6 : 1693-1712, 2007
- Feldstein, Martin S., and Charles Yuji Horioka. "Domestic savings and international capital flows." (1979)
- Feldstein, Martin S., and Charles Yuji Horioka. "Domestic savings and international capital flows." (1979).
- Frederic S. Mishkin, Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı ,Akademi Yayıncılık,2011,s.206-208
- Fritz Machlup "A History of Thought on Economic Integration",The Macmillan Press, 1977, s.253
- Frömmel, Michael, and Robinson Kruse. "Interest rate convergence in the EMS prior to European Monetary Union." *Journal of Policy Modeling* 37.6 (2015): 990-1004.
- Gkillas, Konstantinos, Athanasios Tsagkanos, and Dimitrios I. Vortelinos. "Integration and risk contagion in financial crises: Evidence from international stock markets." *Journal of Business Research* 104 (2019): 350-365.
- Gabel, Ilene. "Averting crisis? Assessing measures to manage financial integration in emerging economies." *Cambridge Journal of Economics* 27.3 (2003): 317-336.
- Gruson, Michael, and Werner Nikowitz. "The second banking directive of the European Economic Community and its importance for non-EEC banks." *Fordham Int'l LJ* 12 (1988): 205.
- Guesmi, Khaled, Zied Ftiti, and Ilyes Abid. "Greece's Stock Market Integration with Southeast Europe." *Journal of economic Integration* : 668-682,2013
- Gugler, Philippe, and Laura Vanoli "Convergence or divergence of prosperity within the ASEAN community? A crucial issue for the success of the ASEAN economic community (AEC) process." *International Journal of Emerging Markets* 12.3: 610-624,2017

- Halil Seyidoğlu "Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama",Güzem Can Yayınları, 2003, İstanbul, s.204
- Holmes, Mark J. "Integration or independence? An alternative assessment of real interest rate linkages in the European Union." *Economic Notes* 34.3 (2005): 407-427.
- Hoxha, Indrit, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Dietrich Vollrath. "How big are the gains from international financial integration?." *Journal of Development Economics* 103 : 90-98,2013
- Hulse, Merran "Actorness beyond the European Union: Comparing the International Trade Actorness of SADC and ECOWAS." *JCMS: Journal of Common Market Studies* 52.3 547-565,2014
- Huyghebaert, Nancy, and Lihong Wang. "The co-movement of stock markets in East Asia: Did the 1997–1998 Asian financial crisis really strengthen stock market integration?." *China Economic Review* 21.1 (2010): 98-112.
- Ivanova, Antonina, and Manuel Angeles "Trade and environment issues in APEC." *The Social Science Journal* 43.4 ,: 629-642,2006
- James Tobin "Financial Globalization,Proceedings of the American Philosophical Society,Vol.143, No.2, s.161-167
- 1Jeffrey D. Sachs "Alternative approaches to financial crises in emerging markets." *Capital flows and financial crises* Miles Kahler, Cornell University Press, Ithaca New York. ,1998: ,s 243-262
- Jesper Rangvid,Pedro Santa-Clara,Maik Schmeling ,,"Capital Market Integration and Consumption Risk Sharing over the Long Run, *Journal of International Economics*, Vol.103, 2016, s.31
- Johnston, Jack, and John DiNardo. "Econometric Methods (4* ed.)." *New York: McGraw-HiU* (1997).
- Joseph E. Stiglitz "Risk and Global Economic Architecture: Why Full Integration May Be Undesirable",*The American Economic Review*,Vol.100,No.2,2010,s.388-392
- Jouini, Jamel. "New empirical evidence from assessing financial market integration, with application to Saudi Arabia." *Economic Modelling* 49: 198-211, 2015
- Karluk, Rıdvan, and Özgür Tonus. "Avrupa Para Birliği, Euro ve Geleceği." *Anadolu Üniversitesi İİBF Dergisi* 14.1-2 (1998): 261-293.
- Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, and Ashley D. Taylor "Thresholds in the process of international financial integration", *The World Bank*, 2009.
- Kose, M. Ayhan, et al. "Financial globalization: a reappraisal." *IMF Staff papers* 56.1: 8-62,2009

- König, Jörg, and Renate Ohr "Different Efforts in European Economic Integration: Implications of the EU Index." *JCMS: Journal of Common Market Studies* 51.6 (2013): 1074-1090.
- Laeven, Mr Luc, and Fabian Valencia. *Resolution of banking crises: The good, the bad, and the ugly*. No. 10-146. International Monetary Fund, 2010.
- le Clus-Rossouw, Danielle, Wilma Viviers, and Elsabé Loots "Is there a link between BRIC foreign direct investment and SADC export performance?." *Development Southern Africa* 32.6 : 658-674,2015
- Lean, Hooi Hooi, and Kee Tuan Teng. "Integration of world leaders and emerging powers into the Malaysian stock market: A DCC-MGARCH approach." *Economic Modelling* 32 : 333-342, 2013
- Lemmen, Jan JG, and Sylvester CW Eijffinger. "The fundamental determinants of financial integration in the European Union." *Weltwirtschaftliches Archiv* 132.3 (1996): 432-456.
- Lipsey, R. G "The Theory of Customs Unions: A General Survey." *The Economic Journal*, vol. 70, no. 279, 1960, pp. 496–513.
- Makochekanwa, Albert "Welfare implications of COMESA-EAC-SADC Tripartite free trade area." *African Development Review* 26.1 : 186-202, 2014
- Marek Dabrowski "The Global Financial Crisis: Lesseons for European Integration", *Economic Systems*, Vol:34, No:1, 2010, s.38-54
- Matei, Ani, and Andrei Calapod. "Changes of the decision making process in EU in the context of the financial and economic crisis." *Procedia Economics and Finance* 26 (2015): 254-260.
- Mendoza, E. G., Quadrini, V., & Rios-Rull, J. V "Financial integration, financial development, and global imbalances". *Journal of Political economy*, 117(3), 371 416.
- Michael Bordo, D. Barry Eichengreen and Jongwoo Kim "Was there really an earlier period of international financial integration comparable to today ?, No.w6738, National Bureau of Economic Research, 1998.
- Miller, Marcus H., and John E. Spencer "The static economic effects of the UK joining the EEC: A general equilibrium approach." *The Review of Economic Studies* 44.1 : 71-93, 1977
- Misati, Roseline Nyakerario, et al. "Financial integration and economic growth in the COMESA and SADC regions." *Journal of African Business* 16.1-2 : 109-127, 2015
- Mishkin, Frederic S. "Is financial globalization beneficial?." *Journal of Money, Credit and Banking* 39.2-3 (2007): 259-294.

- Mohamed El Hedi Aroui, Phillippe Foulquier, "Financial Market Integration: Theory and Empirical Results", *Economic Modelling*, 29.2, 2012, s.382
- Moncarz, Pedro, Marcelo Olarreaga, and Marcel Vaillant "Regionalism as industrial policy: Evidence from MERCOSUR." *Review of Development Economics* 20.1: 359-373, 2016
- Moravcsik, Andrew. "Negotiating the Single European Act: national interests and conventional statecraft in the European Community." *International organization* 45.1 : 19-56, 1991
- Moritz Schularik, Thomas M. Steger "Financial Integration, Investment and Economic Growth: Evidence From Two Eras of Financial Globalization", *The Review of Economics and Statistics*, Vol.92, No.4, 2010, s.756-768
- Nițoi, Mihai, and Maria Miruna Pochea. "Testing financial markets convergence in Central and Eastern Europe: A non-linear single factor model." *Economic Systems* 40.2 (2016): 323-334.
- Nurgül Chambers *Türev Piyasalar*, Beta Yayıncılık, Aralık 2012, İstanbul, s.1
- Ohly, Claudia "What Have We Learned About the Economic Effects of EC Integration." *Economic Papers* 103.9 : 93, 1993
- Özdemir, K. A., & Şahinbeyoğlu, G *Alternatif Döviz Kuru Sistemleri. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, 2010
- Özen, Ahmet, and Ayşe Günay. "Avrupa Birliği'nde Mali Disiplinin Sağlanmasına Yönelik Maastricht Kriterlerinin Anayasal İktisat Perspektifinden Değerlendirilmesi." (2002).
- Peach, James T., and Richard V. Adkisson "NAFTA and economic activity along the US-Mexico Border." *Journal of Economic Issues* 34.2481-489, 2000
- Petri, Peter A., Michael G. Plummer, and Fan Zhai "ASEAN economic community: A general equilibrium analysis." *Asian Economic Journal* 26.2 : 93-118, 2012
- Pomfret, Richard "ASEAN's new frontiers: Integrating the newest members into the ASEAN economic community." *Asian Economic Policy Review* 8.1 : 25-41, 2013
- Pukthuanthong, Kuntara, and Richard Roll. "Global market integration: An alternative measure and its application." *Journal of Financial Economics* 94.2 (2009): 214-232.
- Pungulescu, C. (2013). Measuring financial market integration in the European Union: EU15 vs. New Member States. *Emerging Markets Review*, 17, 106-124.
- Quinn, Dennis, Martin Schindler, and A. Maria Toyoda. "Assessing measures of financial openness and integration." *IMF Economic Review* 59.3 (2011): 488-522.

- Rahman, Mohammad Mafizur "Macro-economic and trade link models of SAARC countries: an investigation for regional trade expansion." *Journal of the Asia Pacific Economy* 13.1 : 50-62,2007
- Romalis, John "NAFTA's and CUSFTA's Impact on International Trade." *The Review of Economics and Statistics* 89.3 : 416-435,2007
- Röpke, Wilhelm *International order and economic integration*. Ludwig von Mises Institute, 1959.
- Saifuzzaman Ibrahim,A.R.Mazlina, W.N.W.Azman-Saini,Muhammad Farhan,Mahammad Zakaria "Financial Integration-Growth Nexus: A Quantile Regression Analysis",*Journal of Economic Integration*,Vol.31,No,3, 2016, s.531-546
- Salif Koné "Is Economic Integration Between Developping Countries a Singular Process",*Journal of Economic Integration*,Vol: 27, No: 3, Center for Economic Integration, Sejong University, 2012, s. 386-409
- Sander, Harald, and Stefanie Kleimeier. "Convergence of interest rate pass-through in a wider Euro zone?." *Economic Systems* 30.4 (2006): 405-423.
- Schackmann-Fallis,Karl-Peter. "Do We Need More Financial Integration?." *Applied Economics Quarterly* (formerly: Konjunkturpolitik) 60.2 : 115-121,2014
- Schindler, Martin. "Measuring financial integration: A new data set." *IMF Staff papers* 56.1 (2009): 222-238.
- Shepherd, Ben "Did APEC's Trade Facilitation Action Plans deliver the goods?." *Journal of Asian Economics* 43 (2016): 1-11.
- Shuaibu, Mohammed "Trade Liberalization and Intra-Regional Trade: A Case of Selected ECOWAS Countries." *African Development Review* 27.1 : 27-40, 2015
- Stulz, René M. "The limits of financial globalization." *The Journal of Finance* 60.4 : 1595-1638, 2005
- Tatoğlu, Ferda Yerdelen. "Panel veri ekonometrisi." *Beta Yayınevi* (2012),s.5
- Taylor,M.P., Tonks I. ,"The internalisation of Stock Markets and The Abolition of UK Exchange Control", *Review Economic Statistic*, Vol.71, 1989, s.332
- Tumwebaze, Henry Karamuriro, and Alex Thomas Ijjo "Regional economic integration and economic growth in the COMESA region, 1980–2010." *African Development Review* 27.1 (2015): 67-77.

- Turan Yay,Gülsüm
Gürkan Yay,Ensar
Yılmaz
Viner, Jacob
Vu, Xuan-Binh
Walz, Uwe
Wang, Z., Jian Yang,
and D. A. Bessler.
William F.Sharpe,
Gordon J. Alexander,
Jeffery V.Bailey,
Wooldridge, Jeffrey
M.
Yasin Mirmir
Yean, Tham Siew, and
Sanchita Basu Das
Yoo-Duk Kang
Zakaria, Muhammad,
and Bashir Ahmed
Fida
- Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal
Düzenlemeler,İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2001-47,
Aralık 2001, İstanbul, s.11
The customs union issue. Oxford University Press, 2014.
"Disparities and growth within APEC countries, 1990~
2011." *Journal of Economic Integration* (2015): 399-428.
"Dynamic effects of economic integration: A
survey." *Open economies review* 8.3 : 309-326,1997
"Financial crisis and African stock market
integration." *Applied Economics Letters* 10.9 (2003): 527-
533.
Investments, Prentice Hall, Vol.6 ,Upper Saddle River
New Jersey, 1999, s.228
Introductory econometrics: A modern approach. Nelson
Education, 2016.
, "On International Consumption Risk Sharing, Financial
Integration and Financial Development",*Emerging
Markets Finance and Trade*, Vol: 52.5, 2016, s.1241-1258
"The ASEAN economic community and conflicting
domestic interests: An overview." *Journal of Southeast
Asian Economies* : 189-201,2015
"Development of Regionalism: New Criteria and
Typology", *Journal of Economic Integration*, Vol: 31,
No:2, Center for Economic Integration, Sejong
University, 2016, s. 234-274
"Trade openness and income inequality in China and the
SAARC Region." *Asian-Pacific Economic Literature* 30.2
: 33-44,2016