

**T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI**

**2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN HİSSE SENEDİ
GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB'DE BİR
UYGULAMA**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Esen KARA

BURSA 2010

**T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI**

**2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN HİSSE SENEDİ
GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB'DE BİR
UYGULAMA**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Esen KARA

Danışman

Prof. Dr. Lale KARABIYIK

BURSA 2010

T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

..... Anabilim/Anasanat
Dalı, Bilim
Dalı'nda numaralı'nın hazırladığı
“
.....”
konulu (Yüksek Lisans/Doktora/Sanatta Yeterlik
Tezi/Çalışması) ile ilgili tez savunma sınavı,/...../ 20.... günü -saatleri
arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın
tezinin/çalışmasının(başarılı/başarısız)
olduğuna(oybirliği/oy çokluğu) ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu Başkanı)
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

...../...../ 20....

ÖZET

Yazar : Esen Kara
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Anabilim Dalı : İşletme
Bilim Dalı : Muhasebe – Finansman
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı : xiv + 136
Mezuniyet Tarihi :
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Lale Karabıyık

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA

Yirminci yüzyıl ve özellikle finansal küreselleşmenin dünya çapında hızla yayıldığı son çeyreği, pek çok ekonomik krizi beraberinde getirmiştir. Küreselleşme ile birlikte ülkeler arası ilişkilerin yoğunlaşması ve ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, uluslar arası sermaye akımlarının artmasına olanak tanımış ve dünyada serbest dolaşan paranın ülke ekonomileri üzerindeki etkisi artmıştır.

2007 yılının ortalarında Amerika Birleşik Devletleri ekonomisinde baş gösteren daralma, küreselleşme neticesinde hızla diğer ülke ekonomilerini de etkisi altına almıştır. Kısa sürede finansal piyasalardaki sorunlar reel sektöre de sıçramış, birçok ülkede görülen ekonomik yavaşlama yerini ekonomik gerilemeye bırakmıştır.

ABD mortgage piyasasına ilişkin risklerin menkul kıymetleştirme yoluyla dünya ekonomilerine yayılması küresel krizi tetikleyen temel unsur olmuştur. 2004-2006 yılları arasında merkez bankalarının uyguladığı gevşek para politikaları neticesinde meydana gelen hızlı kredi genişlemesi döneminde, ödeme gücü düşük olan bireylere verilen yüksek riskli kredilerin boyutu ABD'de çok yüksek boyutlara ulaşmıştır. Bu riskli kredilerin geri ödenmesinde yaşanan sorunlar kısa sürede dünya finans piyasalarında panik ve korkuya neden olmuş, piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklığı yerini bir güven bunalımına bırakmış ve finansal sistemin neredeyse durmasına yol açmıştır.

2001 krizinin ardından Türkiye ekonomisi, dünyadaki ekonomik konjonktürün etkisiyle hızlı bir toparlanma sürecine girmiş ve yirmi yedi çeyrek boyunca kesintisiz büyümeyi başarabilmiştir. Ancak, 2008 yılının Ağustos ayında küresel krizin Türkiye ekonomisi üzerinde etkileri görülmeye başlamıştır. Krizin Türkiye ekonomisini etkilediği kanalların başında dış ticaret gelmektedir. Küresel düzeyde ekonomilerin küçülmesi nedeniyle azalan dış talep, ihracatın, dolayısıyla üretim miktarının da azalmasına neden olmuştur. Türkiye ekonomisi 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009 yılının ilk üç çeyreğinde arka arkaya küçülme göstermiştir. 2001 krizi sonrasında finans alanında gerçekleştirilen reformlar neticesinde, bankacılık kesiminin küresel krizden reel sektör kadar etkilenmediğini söylemek mümkündür.

Küresel kriz, bozulan ekonomik göstergelerin ve geleceğe ilişkin artan risk algısının etkisiyle, özellikle 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009 yılının ilk yarısında dünya borsalarında yüksek miktarlarda düşmeye neden olmuştur. Son yıllarda işlem hacmi ve

kapitalizasyon değeri büyük oranlarda artmış olan İMKB'deki bu trend, krizin Türkiye'yi de etkisi altına almasıyla 2008 yılının son çeyreğinde tersine dönmüştür. Dünya ekonomisindeki kısmi iyileşmelerin etkisiyle 2009 yılının ikinci yarısı itibariyle olumlu veriler İMKB'ye yansımış, 2010 yılının ilk yarısında endeks değerleri kriz öncesi döneme ait değerleri yeniden görebilmiştir.

Anahtar Sözcükler

Küresel Kriz, Mortgage Kredileri, Menkul Kıymetleştirme, Hisse Senedi Piyasası, Getiri Endeksi, Volatilite

ABSTRACT

Yazar : Esen Kara
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Anabilim Dalı : İşletme
Bilim Dalı : Muhasebe – Finansman
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı : xiv + 136
Mezuniyet Tarihi :
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Lale Karabıyık

THE EFFECT OF 2008 GLOBAL FINANCIAL CRISIS ON STOCK RETURNS: AN APPLICATION ON ISTANBUL STOCK EXCHANGE

Twentieth century and especially its last quarter when the financial globalization spread rapidly throughout the world, brought along a great number of economic crisis. That the transnational relations intensified and the borders which separate national financial markets from each other disappeared has paved the way for the increase in the international flow of capital; and the effects of the capital which circulates freely in the world on the national economies have increased.

The shrinking that arose in the US economy in the mid-2007 has penetrated into the other national economies as a result of globalization. Shortly after, the problems in the financial markets spread to the real sector; the economic deceleration which is seen in most countries was replaced by economic recession.

The spread of the risks pertaining to the US mortgage market to the world economies through securitization has been the basic element which triggered the global crisis. In the rapid credit expansion which occurred as a result of the loose monetary policy implemented by the central banks between 2004-2006, the volume of the high risk credits given to the individuals with low payment capabilities have reached to extremely high levels in the USA. The problems in paying back those risky credits caused panic and fear in world financial markets immediately; and the liquidity crunch in the markets gave place to a confidence crisis and it caused the financial system almost stop.

In the aftermath of the 2001 crisis, the Turkish economy entered into a rapid recovery period with the help of the global economic conjuncture and succeeded in growing in twenty seven quarters continuously. However, the effects of the global crisis on Turkish economy became visible in August 2008. Foreign trade is one of the mostly affected canals of Turkish economy by the crisis. The foreign demand, which decreased because of the shrinking of the global economies, caused export, and consequently the production volumes decrease also. Turkish economy shrank in the last quarter of 2008 and the first three quarters of 2009 in a row. Banking sector was not affected by the crisis as severe as the real sector, thanks to the reforms realized in finance sector in the aftermath of the 2001 crisis.

The global crisis caused high amounts of decreases in the world stock exchange markets in the last quarter of 2008 and the first half of 2009 because of the deteriorated economic indicators and the increased risk perception for the future. The trend in the Istanbul

Stock Exchange (ISE), the volume and capitalization value of which has increased extensively was reversed in the last quarter of 2008 when the crisis took hold of Turkey. With the relatively positive developments in the world economy, the positive data was reflected to the ISE; the index values were able to reach the pre-crisis values in the first half of 2010.

Key Words

Global Crisis, Mortgage Credits, Securitization, Capital Markets, Total Return Index, Volatility

ÖNSÖZ

2007 yılının Temmuz ayında Amerika Birleşik Devletleri piyasalarında yaşanan olumsuzluklar, ilk başta ABD mortgage piyasasına ilişkin yerel bir ekonomik dalgalanma şeklinde algılanmış; ancak kısa sürede öncelikle gelişmiş ülkeleri, ardından gelişmekte olan ülkeleri etkisi altına alarak küresel bir krize dönüşmüştür. Finans piyasalarından kaynaklanan ve 2008 yılında reel sektöre sıçrayan kriz, birçok ülkede ekonomik gerilemenin yaşanmasına neden olmuş ve birçok araştırmacı tarafından 1929 Buhranı'ndan sonraki en büyük finansal kriz olarak nitelenmiştir.

Tüm dünya ekonomilerini olumsuz yönde etkileyen krizi hazırlayan süreç incelendiğinde, krizin birçok faktörün birleşiminden kaynaklandığı görülmektedir. Ancak krizin ortaya çıkışında, ABD mortgage piyasasında oldukça yüksek bir orana sahip olan riskli mortgage kredilerinin önemli bir rol oynadığını söylemek mümkündür. Kredibilitesi düşük olan kişilere verilen bu riskli kredilere dayalı karmaşık türev ürünlerin finansal piyasalar aracılığıyla hızla ülke ekonomilerine yayılması, risklerin de yayılmasına neden olmuştur. Kredi geri ödemelerinde yaşanan sorunlar, konut fiyatlarının hızla aşağıya düşmesinin yanı sıra, menkul kıymetleştirme yoluyla uluslararası piyasalara ihraç edilen konut kredilerine dayalı türev ürünlerin de fiyatlanamamasına yol açmıştır. Bu durum finansal piyasalarda paniğe neden olmuş, ortaya çıkan likidite krizi kısa sürede küresel bir güven krizine dönüşmüştür.

Türkiye açısından 2007-08 küresel krizi incelendiğinde, 2001 krizinin ardından gerçekleştirilen reformlar sonucu, küresel krizin başından itibaren finans kesiminin oldukça sağlam bir yapıya sahip olduğunu ve krizden doğrudan etkilenmediğini söylemek mümkündür. Ancak küresel kriz, küresel düzeyde ekonomilerin küçülmesi nedeniyle ortaya çıkan dış talepteki daralma neticesinde, Türkiye'de reel sektörü etkisi altına almış ve ülke ekonomisinde keskin bir daralmaya neden olmuştur.

Küresel kriz, bozulan ekonomik göstergelerin ve geleceğe ilişkin artan risk algısının etkisiyle, özellikle 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009 yılının ilk yarısında dünya borsalarında yüksek miktarlarda düşmeye ve küresel borsa seviyelerinin birkaç yıl öncesine gerilemesine neden olmuştur. Krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin sert bir şekilde hissedildiği 2008 yılının son yarısı ile 2009 yılının ilk yarısını kapsayan dönemde, İMKB'de de önemli oranlarda değer kayıpları yaşanmıştır.

Bu çalışmada küresel krizin gelişimi ve nedenleri ele alınmış; İMKB 100 endeksinin kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan getirilerinin, kendisiyle yakından ilgili olabileceği düşünülen hisse senedi piyasaları ile arasındaki dinamik koşullu korelasyon ilişkisi ortaya konmuş ve 2008 krizinin ilgili piyasalar arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediği belirlenmiştir.

Çalışmanın oluşturulması sürecinde engin bilgi ve tecrübesi ile bana yardımcı olan danışman hocam Sn. Prof. Dr. Lale Karabıyık'a, bana yol gösteren değerli hocalarım Sn. Yrd. Doç. Dr. Değer Alper'e, Sn. Yrd. Doç. Dr. Adem Anbar'a, çalışmanın özellikle zor geçen uygulama kısmında çok değerli vaktini bana ayıran Sn. Öğr. Gör. Dr. Özer Arabacı'ya ve desteğini daima hissettiğim eşim Turgut Can Kara'ya teşekkürlerimi bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
TEZ ONAY SAYFASI	II
ÖZET	III
ABSTRACT	V
ÖNSÖZ	VII
İÇİNDEKİLER	VIII
KISALTMALAR	XI
TABLO VE ŞEKİLLER LİSTESİ	XIII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ KAVRAMI VE TARİHSEL SÜREÇ İÇERİSİNDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

1.1. KRİZ KAVRAMI VE TÜRLERİ	5
1.1.1. Ekonomik Kriz ve Türleri	7
1.1.1.1. Reel Sektör Krizleri	8
1.1.1.2. Finansal Krizler	9
1.1.1.2.1. Para Krizleri	11
1.1.1.2.2. Bankacılık Krizleri	13
1.1.1.2.3. Sistemik Finansal Krizler	14
1.1.1.2.4. Dış Borç Krizi	15
1.1.1.2.5. İkiz Krizler	16
1.2. FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAYAN MODELLER	18
1.2.1. Birinci Kuşak Kriz Modelleri	19
1.2.2. İkinci Kuşak Kriz Modelleri	21
1.2.3. Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri	23
1.3. KÜRESELLEŞME KAVRAMI VE FİNANSAL PİYASALAR	24
1.3.1. Likidite Yetmezliği Sorunu	28
1.3.2. Bulaşıcılık (Yayılma) Etkisi	29
1.4. DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLERİN KISA BİR DEĞERLENDİRMESİ	30

1.4.1. 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı	30
1.4.2. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi	33
1.4.3. 1994-95 Meksika Krizi	35
1.4.4. 1997 Güneydoğu Asya Krizi	37
1.4.5. 1998-99 Rusya Krizi	39
1.4.6. 2001 Arjantin Krizi	41
1.4.7. 1994 Türkiye Krizi	43
1.4.8. 2000 Kasım ve 2001 Şubat Türkiye Krizleri	45

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

2.1. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ	49
2.1.1. Küresel Krizin Ortaya Çıkışı ve Kronolojisi	50
2.1.2. Küresel Krizin Çıkış Kaynağı Olarak Mortgage Sistemi ve Menkul Kıymetleştirme	57
2.1.2.1. ABD Mortgage Sisteminin Tarihsel Gelişimi	57
2.1.2.2. Mortgage Kredileri	59
2.1.2.3. Kredi Mekanizmasının İşleyişi	62
2.1.2.4. Geleneksel Olmayan Mortgage Kredileri ve Menkul Kıymetleştirme	63
2.1.2.4.1. Teminatlandırılmış İpotekli Konut Kredisi Yükümlülükleri (CMO)	66
2.1.2.4.2. Teminatsız Borç Yükümlülükleri (CDO)	67
2.1.2.4.3. Yapılandırılmış Yatırım Araçları (SIV)	70
2.1.3. Küresel Krizin Diğer Nedenleri	70
2.1.3.1. Konut Fiyatlarındaki Artış	70
2.1.3.2. Merkez Bankalarının Gevşek Para Politikaları	72
2.1.3.3. Değişken Faiz Oranları	75
2.1.3.4. Saydamlık Eksikliği	76
2.2. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ	77
2.2.1. Büyüme Hızı	77
2.2.2. Dış Ticaret	78
2.2.3. Sanayi Üretimi	80

2.2.4. İşsizlik	80
2.2.5. Dış Borçlanma	81
2.2.6. Yurtiçi Kredi Hacmi	82
2.2.7. Reel Kesim Güven Endeksi	83
2.2.8. Tüketici Güven Endeksi	84
2.2.9. Enflasyon	85
2.2.10. Bütçe Açığı	87
2.2.11. Cari İşlemler Açığı	88
2.2.12. Reel Efektif Döviz Kuru	89

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KÜRESEL KRİZİN İMKB VE KENDİSİYLE YAKINDAN İLGİLİ OLABİLECEĞİ DÜŞÜNÜLEN HİSSE SENEDİ PİYASALARI ARASINDAKİ KOŞULLU KORELASYON İLİŞKİSİNE ETKİSİ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	91
3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	91
3.3. ARAŞTIRMADA ELDE EDİLEN BULGULAR VE DEĞERLENDİRME	94
3.3.1. İMKB 100 Getiri Endeksi Volatilitesi ile DJIA 30 Getiri Endeksi Volatilitesi Arasındaki Dinamik Koşullu Korelasyon İlişkisi	94
3.3.2. İMKB 100 Getiri Endeksi Volatilitesi ile FTSE 100 Getiri Endeksi Volatilitesi Arasındaki Dinamik Koşullu Korelasyon İlişkisi	99
3.3.3. İMKB 100 Getiri Endeksi Volatilitesi ile CAC 40 Getiri Endeksi Volatilitesi Arasındaki Dinamik Koşullu Korelasyon İlişkisi	102
3.3.4. İMKB 100 Getiri Endeksi Volatilitesi ile SSE 50 Getiri Endeksi Volatilitesi Arasındaki Dinamik Koşullu Korelasyon İlişkisi	104
3.3.5. İMKB 100 Getiri Endeksi Volatilitesi ile IBrX-50 Getiri Endeksi Volatilitesi Arasındaki Dinamik Koşullu Korelasyon İlişkisi	107
SONUÇ	110
KAYNAKLAR	114
EKLER	123
ÖZGEÇMİŞ	136

KISALTMALAR

Kısaltma	Bibliyografik Bilgi
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	Adı Geçen Eser
a.g.m.	Adı Geçen Makale
a.g.tb.	Adı Geçen Tebliğ
c.	Cilt
CDO	Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations)
CMO	Teminatlandırılmış İpotekli Konut Kredisi Yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations)
çev.	Çeviren
ed.	Editör
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
EMP	Enflasyonla Mücadele Programı
ERM	Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	Amerikan Merkez Bankası (The Federal Reserve)
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ISE	Istanbul Stock Exchange
MB	Merkez Bankası
NAFTA	Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması (North American Free Trade Agreement)
s.	Sayfa
SIV	Yapılandırılmış Yatırım Araçları (Structured Investment Vehicle)
ss.	Sayfadan sayfaya
sy.	Sayı
vb.	Ve benzeri
v.dğr	Ve diğerleri
Vol.	Volume
TEFE	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi

TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
\$	Dolar

TABLO ve GRAFİKLER LİSTESİ

Tablo 1: Toplam Sanayi Üretim Endeksi	33
Tablo 2: Global Menkul Kıymetler Piyasası	60
Tablo 3: Bankaların ve Şirketlerin Dönem İçinde Net Dış Borçlanmaları (Milyon \$)	82
Grafik 1: S&P Case/Schiller Konut Fiyatları Endeksi	72
Grafik 2: Amerikan Merkez Bankası Hedef Faizi	74
Grafik 3: ABD Mortgage Kredileri (Milyar \$)	75
Grafik 4: ABD’de Değişken ve Sabit Faizli Mortgage Kredilerinde Faiz Oranı (%)	76
Grafik 5: Çeyrek Dönemler İtibariyle Büyüme Hızı (2000Q1-2009Q4, %)	78
Grafik 6: Türkiye’nin Aylık İhracat ve İthalat Değerleri (Ocak 1994-Mart 2010, Milyon \$)	79
Grafik 7: İhracatın İthalatı Karşılama Oranı(% , Yıllık)	79
Grafik 8: Sanayi Üretim Endeksi (Ocak 2005–Nisan 2010, Aylık)	80
Grafik 9: İşsizlik Oranı (Ocak 2007-Şubat 2010, Aylık, %)	81
Grafik 10: Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredi Hacmi (Ocak 2008 – Ağustos 2009, Aylık, Milyon TL)	83
Grafik 11: Reel Kesim Güven Endeksi (Ocak 2007 – Nisan 2010, Aylık)	84
Grafik 12: Tüketici Güven Endeksi (Aralık 2003-Nisan 21010, Aylık)	85
Grafik 13: Tüketici Fiyatları Endeksi Yıllık Değişimi (2003=100, Ocak 2004-Nisan 2010, %)	86
Grafik 14: Üretici Fiyatları Endeksi Yıllık Değişimi (2003=100, Ocak 2004-Nisan 2010, %)	87
Grafik 15: Bütçe Açığı (Aylık, Bin TL)	88
Grafik 16: Cari İşlemler Açığı (3 Aylık, Milyon \$)	89
Grafik 17: TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi (1995=100, Aylık)	90
Grafik 18: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getirileri	95
Grafik 19: DJIA 30 Endeksi Haftalık Getirileri	97
Grafik 20: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi ile DJIA’s 30 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi Arasındaki Koşullu Korelasyon Grafiği	99
Grafik 21: FTSE 100 Endeksi Haftalık Getirileri	100
Grafik 22: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi ile FTSE 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi Arasındaki Koşullu Korelasyon Grafiği	102
Grafik 23: CAC 40 Endeksi Haftalık Getirileri	103
Grafik 24: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi ile CAC 40 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi Arasındaki Koşullu Korelasyon Grafiği	104
Grafik 25: SSE 50 Endeksi Haftalık Getirileri	105

Grafik 26: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi ile SSE 50 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi Arasındaki Koşullu Korelasyon Grafiği	107
Grafik 27: IBrX-50 Endeksi Haftalık Getirileri	108
Grafik 28: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi ile IBrX-50 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi Arasındaki Koşullu Korelasyon Grafiği	109

GİRİŞ

1980 öncesi dönem incelendiğinde, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin sermaye hareketlerini sınırlamaya yönelik politikalar izlediği görülmektedir. Ancak, yapılan araştırmalar bu tür politikaların uzun vadede etkili olmadığını ortaya koymuştur. Bu nedenle birçok ülkede sermaye kontrollerinin etkinliği azaltılmış, dış finansal işlemler üzerindeki kısıtlar kaldırılmış; bu gelişmeler, sermaye piyasalarının büyümesine ve entegrasyonuna önemli katkılarda bulunmuştur. Sermayenin önündeki engellerin kaldırılması, kalkınmada sermaye yetersizliği çeken gelişmekte olan ülke ekonomileri için olumlu bir gelişme olmuş; ancak bir taraftan da kısa vadeli spekülasyon amaçlı sermaye hareketleri, krizlerin hızlı bir şekilde dünya ekonomisine yayılmasına yol açmıştır.

Finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmaların, finansal kurumların performansını olumsuz etkileyerek tüm ekonomiye yayılması sonucu ödeme sistemlerini bozması şeklinde ifade edilebilecek finansal kriz kavramı, finansal küreselleşmenin hızlandığı 1980'li yıllardan sonra önem kazanmıştır. Küreselleşme ile birlikte dünyada serbest dolaşan paranın ülke ekonomileri üzerindeki etkisi artmış, özellikle 1990 sonrasında dünya ekonomisi pek çok krizle karşı karşıya kalmıştır.

1990'lı yıllarda ve 2000'lerin başında gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ortaya çıkan ve çeşitli kanallarla diğer gelişme yolundaki ülkelere de bulaşan krizlerden farklı olarak, 2007 yılının Temmuz ayında Amerika Birleşik Devletleri piyasalarında meydana gelen olumsuzlukların etkisiyle, öncelikle gelişmiş ülkeler, ardından gelişmekte olan ülkeler küresel bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Finans piyasalarında yaşanan sorunlardan kaynaklanan kriz, kısa sürede, aralarında karşılıklı bir bağımlılık ilişkisi olması nedeniyle reel sektöre de sıçramış; birçok ülkede görülen ekonomik yavaşlama yerini ekonomik gerilemeye bırakmıştır.

Tüm dünya ekonomilerini olumsuz yönde etkileyen krizin temelinde yatan olgunun, finansal serbestleşmeyle birlikte, finansal sermayenin kısa dönemli spekülasyon nitelikli kararlarının sanayileşme hedeflerinin önüne geçmesi olduğunu söylemek mümkündür. 1980'lerin ortasından başlayarak ABD'de finans dışı kesimlerin kar oranlarının yükselişe

geçmesi, reel sektörde spekülâtif kazançları özendirmiş, bu durum ekonomilerde istikrarsızlığa neden olmuştur.

1990'lı yılların sonlarında ABD borsalarında, spekülâtif amaçlı yatırımların etkisiyle, özellikle teknoloji hisselerinin fiyatlarında büyük oranlı artışlar gerçekleşmiş; ancak bu yükseliş 2000-2001'de yerini hızlı bir çöküşe bırakmıştır. Ekonomide yaşanan durgunluğun aşılabilmesi amacıyla Amerikan Merkez Bankası politika faizini hızlı bir şekilde indirmiş; ekonomiden sorumlu yetkililer de ekonomik büyümeyi yeniden sağlayabilmek için yatırımcıları emlak piyasasına yönlendirme çabası içersine girmişlerdir. Ancak bu iki gelişme piyasada bu kez konut fiyatlarının aşırı yükselmesine ve bir emlak balonunun oluşmasına yol açmıştır.

2000'li yılların başında ABD'de ve diğer gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının uygulamaya başladığı gevşek para politikaları, kredi hacminin kontrolsüzce genişlemesine neden olmuştur. Faizlerin düşmesi ile kaynak maliyeti de gerilemiş, başta konut kredileri olmak üzere tüm krediler tüketiciler tarafından kolayca elde edilebilir hale gelmiştir. Bankalar ve bazı finansal kurumlar açısından oldukça karlı hale gelen bu sistem, denetim ve kontrol zaaflarına neden olmuş, geri ödeme riski göz ardı edilerek her gelir grubuna kredi verilmiştir.

Mortgage piyasasında yaşanan hızlı kredi genişlemesinin temelinde, likiditesi olmayan finansal varlıkların likit hale dönüştürülmesi ve sermaye piyasalarına aktarılması süreci olarak tanımlanabilecek menkul kıymetleştirme mekanizması yatmaktadır. Değişken faizli yüksek riskli kredilerin ve diğer risk gruplarında yer alan kredilerin bir havuzda toplanmasıyla oluşturulan karmaşık yapıdaki varlıkların uluslararası piyasalarda satılması, mortgage piyasasında yaşanan sorunların küresel bir krize varacak boyutlara ulaşmasında etkili olmuştur.

ABD Merkez Bankası, 30 Haziran 2004 tarihinin ardından faizleri kademeli olarak artırmaya başlamış ve bu durum geri ödeme gücü düşük olan bireylere verilen ve değişken faizli yapıda olması dolayısıyla yüksek risk taşıyan mortgage kredilerinin bir kısmının geri ödenmesinde sorunlara yol açmıştır. Geri ödemelerde ortaya çıkan olumsuzluklar, ipotekli konut kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin fonlanmasında da sorunlara neden olmuştur. Risk duyarlılığının azaldığı dönemde, yatırım bankaları kredi alacalarını menkul kıymetleştirme mekanizmasıyla, yüksek getiri karşılığında, kar odaklı ve denetimi zayıf olan hedge fonlara satmıştır. Ancak piyasada dalgalanmalar ortaya çıktığında mortgage tahvillerinin değeri düşmüş ve hedge fonların varlıklarında yüksek miktarlarda kayıplar oluşmuştur. Faizlerin yükselmesi karşısında, değişken faizli yapıdaki kredi borçlarını geri

ödeyemeyen bireylerin konutlarına el konulmuş, bankalar konutları nakde çevirmek için piyasaya girince konut fiyatları daha düşmüştür. Bankaların verdikleri kredileri tahsil edememesi sonucu finansal piyasalarda ortaya çıkan likidite sıkışıklığı kısa sürede yerini güven bunalımına bırakmış ve mali sistem durma noktasına gelmiştir.

Küresel kriz, 2008 yılının Ağustos ayı itibariyle Türkiye'yi de etkisi altına almış ve 2008 yılının son çeyreği ile 2009 yılının ilk üç çeyreğinde Türkiye ekonomisi arka arkaya küçülmüştür. 2001 krizinin ardından finans sektöründe gerçekleştirilen reformlar neticesinde, küresel krizin başından itibaren Türkiye'de finans kesiminin oldukça sağlam bir yapıya sahip olduğunu ve krizden doğrudan etkilenmediğini söylemek mümkündür. Ancak, kriz Türkiye'de reel sektörü oldukça olumsuz yönde etkilemiş ve ülke ekonomisinde keskin bir daralmaya neden olmuştur. Krizin Türkiye'yi etkilediği kanalların başında dış ticaret gelmektedir. Küresel düzeyde ekonomilerin küçülmesi küresel gelir düzeyini de düşürmüş, yatırım malları ve dayanıklı tüketim mallarına olan talep bu durumdan son derece olumsuz şekilde etkilenmiş, dolayısıyla dış talepte meydana gelen daralma ihracatın azalmasına neden olmuştur. İhracata yönelik üretim yapan sektörlerde, ihracatın ithalata bağımlı yapısı nedeniyle, ithalat da önemli miktarda azalma göstermiş, bu durum cari açığın azalmasına olumlu yönde katkı yapmıştır. Küresel talepteki yavaşlama sonucu, Türkiye'nin ithalatçısı olduğu petrol, enerji ve hammadde fiyatlarındaki düşüşler enflasyona olumlu şekilde yansımıştır. Ayrıca, tüketicilerin ekonomiye duyduğu güvendeki azalma ve işgücü piyasasındaki mevcut seyir tüketim talebini sınırlandırmış, toplam talep koşulları da enflasyona düşüş yönünde katkıda bulunmuştur. İç ve dış talepteki düşüş işsizliği artırmış; vergi gelirlerinde meydana gelen azalma ve ekonomiyi canlandırma amacıyla yapılan harcamalar bütçe açığını önemli miktarlarda artırmıştır.

Küresel kriz, bozulan ekonomik göstergelerin ve geleceğe ilişkin artan risk algısının etkisiyle, özellikle 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009 yılının ilk yarısında dünya borsalarında yüksek miktarlarda düşmeye neden olmuştur. Son yıllarda işlem hacmi ve kapitalizasyon değeri büyük oranlarda artmış olan İMKB'deki bu trend, krizin Türkiye'de reel sektörü etkisi altına almasıyla tersine dönmüş; krizin 2008 yılında şiddetini artırdığı Ekim ve Kasım aylarında İMKB'ye ilişkin göstergeler ciddi miktarlarda düşüş göstermiştir. Dünya ekonomisindeki kısmi iyileşmelerin etkisiyle 2009 yılının ikinci yarısı itibariyle olumlu veriler İMKB'ye yansımış, 2010 yılının ilk yarısında endeks değerleri kriz öncesi döneme ait değerleri yeniden görebilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, 2007-2008 Küresel Finans Krizinin gelişimini ve nedenlerini ele almak, krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini incelemek ve İMKB 100 endeksinin kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan getirilerinin, kendisiyle yakından ilgili olabileceği düşünülen hisse senedi piyasaları ile arasındaki dinamik koşullu korelasyon ilişkisini ve 2008 krizinin ilgili piyasalar arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğini ortaya koyabilmektir.

Bu çerçevede çalışmanın birinci bölümünde, ilk olarak kriz kavramı ve türleri üzerinde durulmuş, daha sonra finansal krizleri açıklayan modeller ele alınmış, küreselleşme kavramı ile finansal piyasalar ve finansal krizler arasındaki ilişki incelenmiş ve son olarak dünyada ve Türkiye’de yaşanan finansal krizlerin kısa bir değerlendirmesi yapılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, öncelikle küresel finans krizinin ortaya çıkışı ve kronolojisi ortaya konulmuş, daha sonra krize neden olan faktörler ele alınmış, son olarak krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri kriz göstergeleri ışığında incelenmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise, İMKB 100 endeksinin kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan getirilerinin, kendisiyle yakından ilgili olabileceği düşünülen hisse senedi piyasaları ile arasındaki dinamik koşullu korelasyon ilişkisi ortaya konmuş ve 2008 krizinin ilgili piyasalar arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediği incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ KAVRAMI VE TARİHSEL SÜREÇ İÇERİSİNDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

1.1. KRİZ KAVRAMI VE TÜRLERİ

Kriz kavramı, ayrı uğraş konularının incelendiği çeşitli disiplinlerde, farklı olayları açıklamaya yönelik olarak ele alınmıştır. Ancak her disiplin, kriz kavramının tanımında ortak bir noktaya değinmektedir. Bu ortak nokta; ani ve beklenmedik bir anda ortaya çıkan olağandışı ve olumsuz gelişmelerin, kişi, kurum ya da toplumun varlığını tehdit etmesi, acil müdahale gerektirmesi, oluşan tehdit ve zaman baskısı nedeni ile yeni bir denge arayışına girilmesidir. İktisat, tıp, psikoloji bilimleri tarafından yapılan kriz tanımları incelendiğinde, krizin bir son değil, bir dönüm noktası olduğu göze çarpmaktadır. Gerekli önlemlerin ele alınması sonucu, söz konusu olağandışı dönemden normal döneme geçiş mümkündür.

Etimolojik kökeni Yunanca ‘krisis’ kelimesine dayalı olan kriz kelimesi, özellikle tıp biliminde çok yaygın bir kullanıma sahiptir ve genel olarak ‘aniden ortaya çıkan bir hastalık belirtisi’ ya da ‘bir hastalığın çok ileri bir safhaya ulaşması’ anlamlarına gelmektedir. Kriz, sosyal bilimler alanında çoğu kez ‘birdenbire meydana gelen kötüye gidiş yönündeki gelişme’, ‘büyük sıkıntı’, ‘buhran’ ve ‘bunalım’ gibi kelimelerle eş anlamda kullanılmaktadır.¹

İşletme yönetimi açısından krizin genel kabul görece bir tanımını yapmak oldukça zordur. İşletme yönetimi literatüründe endişe, stres, felaket, panik gibi farklı kavramların kriz yerine kullanılması, kapsamlı bir tanım yapabilmeyi daha da zorlaştırmaktadır. Bu kavramlardan hareketle, krizin çok geniş bir kullanım alanı olduğunu söylemek mümkündür. En aşırı şekliyle tabii bir felaket durumundan, iki uygun amaç alternatifi arasında seçim

¹ Aktan, Coşkun Can - Şen, Hüseyin, “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, sy. 42, Kasım-Aralık 2001, ss. 1225-1230, s. 1225.

yapma kararsızlığına kadar heyecan veya rahatsızlık, kızgınlık veya korku doğuran pek çok konuda krizden bahsetmek mümkündür.²

Kriz, en basit anlamıyla, kamuoyunda geniş yankı uyandıran ve organizasyonların normal aktivitelerini tahrip eden önemli bir bozulmadır. Krizin niteliğine bağlı olarak kamuoyunda oluşan tepki, organizasyonların varlığı üzerinde önemli etkileri olan satış hacmi, gelir düzeyi, fon temini, hisse senedi fiyatları ve pazar payı gibi kriterleri önemli ölçüde etkileyebilir.³ Bu bağlamda krizi örgütün değer, amaç ve kaynaklarını tehdit ederek, tüm örgütü varlığını sürdürememe tehlikesi ile karşı karşıya bırakan, belirsizlik ve zaman baskısı nedeniyle örgüt üyeleri arasında gerilim yaratan, gerekli önlemlerin zamanında alınmasıyla ortadan kaldırılabilecek veya etkileri en aza indirilebilecek sınırlı zamanı kapsayan plansız bir değişim süreci olarak tanımlamak mümkündür.⁴

Mitroff, örgütsel açıdan krizi, örgütün kurumsal itibarını, üretim sürecini, hizmetlerini, çalışanlarını, çevreyi ve toplumu tehdit eden baskı ve riskler olarak tanımlamıştır.⁵ Bir başka tanımla örgütsel kriz, meydana gelme olasılığı düşük, sebep, etki ve çözüm açısından belirsizlik taşıyan, örgütün varlığını ve örgütsel paydaşları tehdit eden, yanıt vermede örgüt üyelerine kısıtlı zaman tanıyan, örgütte paniğe ve şaşkınlığa neden olan ve ani karar verme ihtiyacı olduğuna inanılan bir durumdur.⁶

Mevcut tüm tanımlar itibariyle, krizi yaşanan olağan gerilimlerden ayıran temel özellikler şunlardır:⁷

- Kriz önceden sezilemeyen ani bir değişikliği ifade eder.
- Krize çabuk ve acele cevap verilmesi gerekir. Yöneticiler uyguladıkları standart karar mekanizmaları ile krize cevap veremezler.
- Meydana gelen değişim örgütün devamlılığını ciddi bir şekilde tehdit eder. Kriz örgütün standart karar alma mekanizmaları ile aşamayacağı için acil müdahale gerektirmesi ve bunun da karar alıcılarda gerilimi artırmasıdır.

² Dinçer, Ömer, *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, Beta Yayınları, 2003, s. 405-406.

³ Irvine, Robert B., “What is a Crisis, Anyway?”, *Midyear Special Issue*, July 1997, ss. 36-40, s. 37.

⁴ Süttemiz, Nihal – Balaban, Özlem – Y. Okutan, Elvan, “Küresel Kriz Algısının Küçük İşletme Sahiplerinin Psikolojik Sağlığına Etkisi”, <http://www.tcmb.gov.tr/research/review/>, 10 Şubat 2010.

⁵ Mitroff, Ian I., “Crisis Management and Environmentalism: A Natural Fit”, *California Management Review*, Winter 1994, ss. 101-113, s. 102.

⁶ Pearson, Cristine M., Clair, Judith A., “Reframing Crisis Management”, *The Academy of Management Review*, Vol. 23, No. 1, January 1998, ss. 59-76, s. 60.

⁷ Tağraf, Hasan – Arslan, N. Talat, “Kriz Oluşum Süreci ve Kriz Yönetiminde Proaktif Yaklaşım”, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, c. 4, sy. 1, 2003, ss. 149-160, s. 150.

1.1.1. Ekonomik Kriz ve Türleri

Kriz kavramı, iktisadi terminolojide, konjonktürdeki yön değiştirmeyi, yani genişleme ya da sürekli bir ilerleme döneminden uzun ya da kısa bir bunalım veya daralma evresine geçişi ifade etmektedir. İktisadi kriz kuramcıları da kriz olgusunu çoğunlukla bu anlamda ele almışlardır. Ekonominin uzun dönemli dalgalanmalar ile inişli çıkışlı bir seyir izlediğini; iyileşme, refah, daralma ve kriz aşamalarından oluşan bir dalgalanın 40–50 yıllık bir süreç olduğunu ileri süren konjonktür teorisi, ilk kez N.D. Kondratieff'in 1922 yılında yayınladığı “İktisadi Hayatta Uzun Dalgalar” adlı makalesinde ortaya konulmuş, Schumpeter ve takipçileri tarafından geliştirilmiştir. Bu teoriye göre, kapitalizmde iktisadi gelişme birbiri ardınca gelen büyük dalgalar halinde oluşmakta ve bu dalgalardan her birinin etki ve sonuçları bütün bir dönem içerisinde yayılarak, zamanla yerini bir sonraki ilerleme dalgasına bırakmaktadır.⁸

Ekonomik kriz , “ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması” anlamına gelir.⁹

Ekonomik krizler, herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak tanımlanabilir.¹⁰

Ekonomik krizlerin sınıflandırılması konusunda, ilgili literatürde farklı yaklaşımlar/öneriler öngörülmektedir. Temel bir ayırım, mal-hizmet piyasaları ile işgücü piyasalarını içeren ve enflasyon-resesyon, işsizlik olgularına dayanan reel sektör krizi ile bankacılık, para-döviz, dış borç-ödemeler dengesi gibi türlere ayrılan finansal krizler şeklinde gözlenmektedir. Sözü edilen türlerin içiçeliği, birinin diğeri için neden ya da sonuç olabilmesi, sınıflandırmayı zorlaştırmaktadır.¹¹

⁸ Yılmaz, Ömer – Kızıltan, Alaattin – Kaya, Vedat, “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, sy. 24, Ocak-Haziran 2005, ss.77-96, s. 78.

⁹ Delice, Güven, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, sy. 20, Ocak-Haziran 2003, ss. 57-81, s. 58.

¹⁰ Kibritçioğlu, Aykut, “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı I, sy. 41, Eylül-Ekim 2001, ss. 174-182, s. 174.

¹¹ Bayraktutan, Yusuf, “Küresel Finansal Krizler ve IMF”, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, ed. Halil Seyidoğlu – Rıfat Yıldız, 2006, s. 25.

1.1.1.1. Reel Sektör Krizleri

Reel sektör, hammadde ve diğer üretim faktörleri (işgücü, sermaye ve girişimci) bir araya getirilerek mal ve hizmet üretilen sektördür. Reel sektörde faaliyet gösteren firmaların temel amacı paradan faiz geliri elde etmek değil, üretim yaparak kazanç sağlamaktır. Dolayısıyla sektörün karşı karşıya kaldığı çeşitli riskler söz konusudur. Sektörde faaliyet gösteren firmanın uluslararası bir firma olması durumunda karşılaşılan riskler yalnızca o ülkeye ait olmamakta, aynı zamanda uluslararası piyasa risklerini de içermektedir. Bunun yanı sıra faaliyette bulunulan ülke gelişmekte olan bir ülke ise, en önemli risk faktörleri; vade uyumsuzluklarından kaynaklanan veya değişken faizli finansal yükümlülüklerin gelecekteki nakit akımları ve gelir-gider üzerinde belirsizliğe yol açması durumunda ortaya çıkan faiz riski, yabancı paraya dayalı işlemlerde, yabancı paraların yerli paraya ya da birbirlerine karşı değerlerinin değişmesi halinde ortaya çıkan kur riski ve ithalat ağırlıklı çalışan firmalarda emtia fiyat riskidir.

Reel sektörde bir krizin ortaya çıkması durumunda, yatırımlar düşmekte ve hatta atıl kapasiteler nedeniyle yenileme yatırımları bile yapılamaz hale gelmektedir. Bu aşamada firmalar aldıkları kredileri ve yüksek ücretleri ödemekte güçlük çekmektedir. Ayrıca, nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmek için alacak senetlerini düşük faizle kırdırmakta, borç senetlerini yüksek faizle konsolide etmeye çalışmaktadır. Kredilerin ödenmeme riski artmakta, bu sebeple bankalar faizleri yükseltmekte ve yeni kredi vermede isteksiz davranmaktadır. Yine bu aşamada, firmaların küçülmesi ve iflasların artması işsizliği artırıcı bir faktör olmaktadır. Bu sebeple talep daha da düşerek ekonomiyi daraltmaktadır. Üretim azaldıkça milli gelir azalmakta, milli gelir azaldıkça da işsizlik artmaktadır. İşsizliğin artması, ücret gelirlerinin azalmasına, ücret gelirlerinin azalması da toplam talebin azalmasına yol açmaktadır. Toplam talep azalınca yatırım, üretim ve istihdam tekrar azalmakta ve bu durum ekonomiyi eşanlı olarak krize sokmaktadır.¹² Söz konusu göstergelerdeki azalışın diğer bir nedeni de piyasada fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artışların belirli bir sınırın üzerinde olmasının, yani enflasyonun yarattığı belirsizliktir. Bu durum özellikle faiz oranlarının uzun dönemde yükselmesine ve ekonomik değişkenlerin gelecekte beklenen değerlerindeki belirsizliğin artmasına neden olmakta ve piyasaların işleyişini olumsuz yönde etkilemektedir.¹³

¹² Kar, Muhsin – Taban, Sami, “Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Reel Ekonomi Göstergeleri”, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, ed. Halil Seyidoğlu – Rıfat Yıldız, 2006, s. 427-428.

¹³ Oltulular, Sabiha – Terzi, Harun, “Yüksek Enflasyon Enflasyon Belirsizliğini Artırıyor Mu?”, İstanbul Üniversitesi İktisat fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, sy. 3, 2006, ss. 1-22, s. 2.

Reel krizler doğrudan ekonominin üretim yapan kısmı ile ilgilidir. Reel ekonomi insanların kazandıkları ve harcadıkları paranın esas kaynağını oluşturur. Değerin üretildiği bu reel kesime üretken denilmesinin nedeni de budur. Ancak gelirler ve harcamalar arasında genellikle açık veya fazla mevcuttur. Bu bağlamda reel sektör ile finansal kesim arasında karşılıklı bir bağımlılık ilişkisinden söz edilebilir. Finansal kesim, gerek bir yıldan kısa vadeli para piyasalarıyla, gerekse orta ve uzun vadeli sermaye piyasası fonlarıyla, belirli bir risk ve getiri oranına bağlı olarak, sistemdeki fazlaları açık olan yerlere ileterek, ödünç verenlerle ödünç alanlar arasında aracılık görevini üstlenir ve reel kesime likidite yani para yaratmış olur. Dolayısıyla reel kesim genişler, üretim artar ve ek likidite talebi oluşur. Reel sektör ile finansal kesim arasındaki bu karşılıklı etkileşim nedeniyle sektörlerden birinde oluşan kriz diğerini de etkilemektedir.¹⁴

1.1.1.2. Finansal Krizler

Finansal piyasaların temel fonksiyonu kıt kaynakların ekonomik birimler arasında etkin şekilde tahsisidir. Finansal piyasalar tüm ekonomik sistemin karar almada odak noktası olarak düşünülebilir. Çünkü bu piyasalarda ortaya çıkan başarısızlıklar yalnızca sektörle sınırlı kalmamakta, aynı zamanda tüm ekonomik sistemin işleyişinde de bozulmalara neden olabilmektedir.¹⁵ Finansal piyasalar arasındaki bulaşma (contagion) etkisi ile bir piyasadaki istikrarsızlığın diğer piyasalara da yansması ve istikrarsızlığın krize dönüşmesi tehlikesi dikkate alındığında, bu piyasaların diğer piyasalardan ayrı değerlendirilmesi gereği ortaya çıkmaktadır.¹⁶

Finansal istikrar, finansal sistemin ekonomik süreçleri geliştirme, riskleri yönetme ve şokların etkisini yok etme kabiliyeti ile ölçülmektedir. Ancak finansal istikrarın tanımlanmasında genel kabul gören bir model bulunmamaktadır. Bazı yazarlar finansal istikrarsızlık üzerinde durmuşlar ve istikrarsızlığı reel ekonomiyi tehdit eden finansal dengesizlikler olarak tanımlamışlardır.¹⁷

Finansal sistemin temel kurumlarında istikrar; kurumların sözleşmeden doğan yükümlülüklerini kesintisiz ya da yardım almadan uygulayacaklarına ilişkin güvenin tam

¹⁴ Şişman, Mehmet, “Reel Kesim Mali Kesim İlişkisi Açısından Sermaye Piyasalarındaki Uluslararasılaşma Üzerine Değerlendirmeler”, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c. XX, sy. 1, 2005, ss. 141-156, s. 142.

¹⁵ Stiglitz, Joseph E. – Jaime, Jaramillo Vallejo – Park, Yung Chal, “The Role of The State in Financial Markets”, The World Bank Research Observer, 1993, ss. 19-61, s. 20.

¹⁶ Göker, Zeliha, “Küresel Kamusal Bir Mal: Finansal İstikrar”, Akdeniz İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, sy. 17, 2009, ss. 7-22, s. 10-11.

¹⁷ Schinasi, Garry J., *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, International Monetary Fund, 2005, s. 77.

olmasını ifade etmektedir. Küçük firmaların başarısızlıkları veya büyük kurumların kayıpları finansal sistemin normal işleyişinde karşılaşılabilecek olaylardır. Ancak bu durumun piyasa işlemcilerinin dışına taşarak önemli zarar potansiyeli ya da baskısı yaratmaması gerekir.¹⁸

Finansal kriz kavramı, finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmaların finansal kurumların performansını olumsuz etkileyerek tüm ekonomiye yayılması sonucu, ödeme sistemlerini bozması ve kaynakların etkin dağılımını engellemesi olarak tanımlanmaktadır.¹⁹

Mishkin'e göre finansal krizlerin temel nedenini asimetrik bilgi oluşturmaktadır. Finansal sistem, firmalara, verimli yatırım projelerine hayat verebilmek için ihtiyaç duydukları sermayeyi çeşitli kanallar aracılığıyla aktarmaktadır. Bunu en iyi şekilde gerçekleştirebilmek için finansal piyasa aktörleri yatırım kararlarının karlılığı hakkında doğru bilgiye sahip olabilmelidir. Bu bağlamda asimetrik bilgi, finansal sözleşmelerde bir tarafın diğer tarafa kıyasla daha az bilgiye sahip olması olarak tanımlanmakta ve finansal sistemin etkin şekilde çalışmasına engel olmaktadır.²⁰

Asimetrik bilgi finansal sistemde, biri ters seçim, diğeri ahlaki tehlike olmak üzere iki temel probleme neden olmaktadır. Ters seçim, yüksek faiz oranları ile borçlanarak aşırı risk üstlenen kişilerin borcunu geri ödeyememesi sonucu ortaya çıkan likidite sıkışıklığı nedeniyle, kredi kurumunun daha sonra düşük riskli kredi taleplerini karşılayamadığı durumda ortaya çıkmaktadır. Ahlaki tehlike ise, bireylerin ve firmaların riskli davranışlarının olumsuz sonuçlarına karşı korunmaları nedeniyle, daha fazla risk almalarının teşvik edilmesi sonucu ortaya çıkan asimetrik bilgi problemidir. Bu iki temel problemin neden olduğu bozulma sonucu borç verenler ile borç alanlar arasındaki ilişki zayıflamakta, kredi kurumları verimli projelere yatırım yapabilecek yatırımcılara fon sağlamada isteksiz davranmakta ve ekonomik büyüme yavaşlamaktadır. Dolayısıyla finansal kriz, ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin giderek artmasıyla finansal piyasaların fonksiyonlarını, iktisadi faaliyetlerde önemli bir daralmaya neden olacak şekilde yerine getirememesi olarak tanımlanabilir.²¹

Kindlerger'in tanımına göre finansal kriz üç devreden meydana gelir. Bunlar mania, panik ve çökme devresidir. Mania konjonktürel genişleme devresinde, panik ise konjonktürün

¹⁸ Göker, a.g.m., s. 11.

¹⁹ Işık, Sayım – Duman, Koray – Korkmaz, Adil, “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c. 19, sy. 1, 2004, ss. 45-69, s. 46.

²⁰ Mishkin, Frederic S., “Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, NBER Working Papers, No: 8087, January 2001, s. 1.

²¹ Mishkin, a.g.m., s. 2.

tepe noktasında ortaya çıkar. Mania sırasında yatırımcılar, ellerinde nakit para tutmak yerine, reel ve finansal varlıklar adı verilen ev, arazi, mal, hisse senedi ve tahvil gibi varlıklara kayarlar. Panik devresinde ise tam tersi, reel ve finansal varlıklar elden çıkarılarak nakite geçilmeye çalışılır. Ardından çöküş devresi takip eder ve bu devrede önceden alınan reel varlıkların fiyatları hızla aşağı doğru iner.²²

Finansal krizin aşamaları ise aşağıdaki şekilde sıralanabilir:²³

- Finansal kriz ekonomik ortamda değişme korkusunun yer aldığı bir bekleyiş ile başlar. Piyasada bu arada finansal kurumlardan bazılarının ödeme güçlerini kaybettiği korkusu hakimdir.
- Likidite ihtiyacı hızla artar, ardından varlıkları paraya dönüştürme eğilimi başlar ve varlık fiyatları düşer.
- Ardından banka paniği ve banka tahaccümü meydana gelir. Burada adı geçen banka tahaccümü deyimi herhangi bir bankanın alacaklılarının paralarını zamanından önce ve toplu olarak talep etmesidir. Banka paniği deyimi ise, çok sayıda bankanın alacaklılarının aynı talepte bulunmasını ifade eder.
- Talep yetersizliği ve varlık satışları dolayısıyla, sağlanan karlar ve servetler azalır, dayanamayan bazı firmalarda iflaslar baş gösterir.
- Bunun sonucunda iki sondan biri olur; ya merkez bankası açık piyasa işlemleri ile müdahale ederek tüm süreci önler veya dizginler ya da likidite darlığının beraberinde görülen varlıklardaki düşüş bir borç krizi yaratır. Böylece daha büyük boyutlu iflaslar ve banka tahaccümleri kendini gösterirken para arzı da hızla azalır.

Literatürde genel olarak dört tür finansal krizden söz edilmektedir; para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal kriz ve dış borç krizi.²⁴

1.1.1.2.1. Para Krizleri

Fernandez-Arias ve Hausmann, para krizini, yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde bir yıl içerisinde nominal döviz kurunun % 25 ve üzerinde yükselmesi olarak tanımlamışlardır.²⁵

²² Erdem Karabıyık, Lale, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Etkileri*, Marmara Kitabevi, Bursa, 2004, s. 17.

²³ a.g.e., s. 18.

²⁴ *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, May 1998, s. 74-75.

Sachs ve diğerlerinin yapmış olduğu tanıma göre para krizi, bir ekonomide piyasa aktörlerinin gelecekte yapılabilecek bir devalüasyon beklentisi ile ulusal paraya bağlı finansal varlıklardan dövize bağlı varlıklara yönelmesi ve merkez bankasının döviz kuru istikrarını sürdürmeye yönelik müdahalelerde bulunmaya zorlanması sonucunda döviz rezervlerinin hızla tükenmesi durumudur.²⁶

Para krizlerini ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi şeklinde ikili bir ayırma tabii tutmak mümkündür. Sabit kur sistemleri uygulayan ülkelerdeki para krizleri ödemeler dengesi krizi diye adlandırılarak dikkat döviz rezervi azalmalarına çekilirken, esnek kur sistemi uygulanan ülkelerdeki krizlere döviz kuru krizi adı verilerek, dikkat rezerv azalmaları yerine kur değişmelerine çekilmiş bulunmaktadır.²⁷

Ödemeler dengesi krizlerinin oluşumunu açıklamaya yönelik ilk çalışma Krugman'a aittir. Krugman'a göre standart bir döviz krizi kısaca şu şekilde oluşur: Bir ekonominin sabit döviz kuru rejimi izlediği varsayımı altında, kur üzerinde oluşacak baskıları azaltmak amacıyla merkez bankasının döviz rezervlerini kullanarak döviz piyasasına müdahale etmesi, zamanla rezervlerin azalmaya başlamasına neden olacaktır. Bir süre sonra, genelde döviz rezervlerinin tamamen erimesinden önce, ortaya çıkan spekülasyon hareketleri merkez bankasının elinde bulunan en son rezervlerin de erimesine neden olacaktır. Bu durumda, hükümet döviz kurunu geçerli düzeyden daha fazla sürdürmeyecek ve sonuç olarak kuru serbest dalgalanmaya bırakacak veya devalüasyon yapmak zorunda kalacaktır.²⁸

Para krizleri konusunda bazı iktisatçılar 'eski tip' veya 'yavaş hareket eden' para krizleri ve 'yeni tip' krizler arasında ayırım yaparlar. İlk kriz türleri, bir aşırı harcama ve reel değerlendirme döneminin ardından cari hesap açığının yükselmesi ile zirve noktasına ulaşır ve genellikle aşırı sermaye kontrolleri ve devalüasyonla sonuçlanır. İkinci tür krizlerde ise daha fazla liberalize edilmiş ve finansal piyasalara entegre olmuş ekonomilerde, ekonominin önemli bir kısmında bilançoların kredi değerliliği hakkında endişeleri olan yatırımcılar, döviz kuru üzerinde çok hızlı bir şekilde baskıya yol açabilirler.²⁹

²⁵ Fernandez-Arias, Eduardo – Hausmann, Ricardo, "Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?" Emerging Markets Review, Volume 2, Issue 1, March 2001, ss. 34-49, s. 39.

²⁶ Sachs, Jeffrey D., et al., "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", Brookings Papers on Economic Activity, Vol 1996, No 1, ss. 147-215, s. 150.

²⁷ Delice, a.g.m., s. 59-60.

²⁸ Doğanlar, Murat – Bal, Harun – Özmen, Mehmet, "Döviz Krizi Modelleri", Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, c. 6, sy. 1, ss. 253-276, s. 254.

²⁹ "Eye of The Storm", Finance and Development, International Monetary Fund, Volume 39, Number 4, December 2002.

1.1.1.2.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizlerinin tanımlanmasında literatürde farklı yaklaşımlar mevcuttur. Caprio ve Kringebiel, sistemdeki bankaların sermayelerinin büyük bir kısmının veya tamamının kaybedilmesini sistemik bankacılık krizleri olarak tanımlarken, bankalara yönelik mevduat çekilişlerinin aşırı değerlere ulaşması, bankaların birleşmeye veya kapanmaya zorlanması, devlet yönetiminin bankalara el koyması gibi olumsuz durumların varlığını ise genel anlamda bankacılık krizleri olarak tanımlamışlardır.³⁰

Demirgüç-Kunt ve Detragiache, bankacılık krizlerini aşağıda maddeleştirilmiş sistematik kriz bölümleri olarak tanımlamakta ve yaşanan finansal bir sorunun bankacılık krizine dönüşmesi için sayılan koşullardan en az bir tanesinin gerçekleşmesi gerektiğine değinmektedir.³¹

- Ödenmemiş borçların bankanın toplam varlıklarına oranının % 10'u aşması,
- Kurtarma operasyonu maliyetinin GSMH'nin en azından % 2'sini geçmesi,
- Banka problemlerinin büyük ölçekte banka millileştirilmeleri ile sonuçlanması,
- Mevduat dondurma, banka tatilleri, genelleştirilmiş mevduat garantisi getirilmesi gibi acil önlemlerin ortaya çıkması.

Bir başka tanımla bankacılık krizi, bankaların borçlarının vadesinin uzatılmaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri ve arkasından iflas etmeleri durumunu ifade eder.³²

Bankacılık krizleri, konjonktürün aşırı genişleme ve durgunluk dönemlerine bağlı olarak ortaya çıkabilmektedir. Bankalar ekonominin aşırı genişlediği dönemlerde, ters seçim ve ahlaki tehlike gibi asimetric bilgi ile ilişkilendirilen sorunlara daha az önem verebilmektedirler. Ters seçim ve ahlaki tehlike gibi asimetric bilgi sorunları, enflasyonun yüksek olduğu ve reel faiz oranları üzerindeki baskının arttığı dönemlerde ortaya çıkabilmektedir. Reel faiz oranları azaldığında tasarruflar düşme, fon talebi ise artma eğilimi gösterecektir. Potansiyel fon talebindeki genişlemenin fon talep eden birimlerin kalitesinde

³⁰ Hoggarth, Glenn – Reis, Ricardo – Saporta, Victoria, “Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence”, Journal of Banking and Finance, Volume 26, Issue 5, May 2002, ss. 825-855, s. 829.

³¹ Demirgüç Kunt, Asli – Detragiache, Enrica, “The Determinants of Banking Crises: Evidence From Developing and Developed Countries”, International Monetary Fund, IMF Working Paper No 97/106, 1997, s. 12.

³² Delice, a.g.m., s. 61.

azalmayla birlikte ortaya çıkması, bankaların tahmin edemeyeceklerinden daha büyük bir kredi riskine maruz kalabilmesine yol açabilmektedir.³³

Bankacılık krizleri, genellikle, ekonomik faaliyetlerde ve ekonomik büyümedeki bir gerileme ile eşzamanlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, banka krizleri ile üretim arasındaki nedensellik ilişkisini tespit etmek ve banka krizlerinin reel sektöre etkisini ayırtmak kolay değildir. Bankacılık krizleri iki kanalla üretim ve milli geliri etkilemektedir. Birincisi, bankacılık krizi para stokunda beklenmedik bir daralma yaratarak ekonomik bir durgunluğa yol açmaktadır (para kanalı). İkinci olarak da, zayıflayan bankacılık sisteminin, hem bazı bankalar piyasadan çekildiği hem de mevcut bankalar sermaye baskısı altında kaldıkları için, kredi arzı azalmaktadır (kredi kanalı). Kredi arzının daralması hane halklarının ve işletmelerin harcamalarının azalmasına, dolayısıyla da üretimin daralmasına yol açmaktadır.³⁴

1.1.1.2.3. Sistemik Finansal Krizler

Sistemik risk, birbiri ile ilişkili olan sistemin bütün parçalarında aksaklıklar çıkabilme olasılığıdır. Bankacılık sektöründeki sistemik kriz, bir ülkedeki banka iflaslarının yüksek bir korelasyon ile diğer bankaları etkilemesi; bunun yanı sıra diğer ülkelerdeki bankacılık sektörünü ve hatta tüm dünyayı etkilemesi şeklinde ortaya çıkmaktadır.³⁵

Mishkin, sistemik riski, finansal piyasalardaki bilgi alışverişini bozarak fonların verimli yatırım fırsatlarına aktarılmasına engel olan, genellikle öngörülemeyen ve aniden ortaya çıkma olasılığına sahip olaylar olarak tanımlamıştır.³⁶

Sistemik kriz, finansal sistemde ortaya çıkan ve sistemin, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan bir şok biçiminde tanımlanmaktadır. Sistemik banka krizi, finansal piyasalarda bir ya da birkaç bankanın iflas etmesi, bu durumun da tüm sisteme yayılmasıdır.³⁷

Sistemik risk, bir finansal kurumun başarısızlığının peşi sıra diğer finansal kurumların başarısızlığına yol açma riskidir. Bu risk piyasa riski ya da çeşitlendirilemeyen risk olarak adlandırılan, tüm piyasa getirileriyle ilgili olan sistematik risk ile karıştırılmamalıdır. Çünkü

³³ Altıntaş, Halil – Öz, Bülent, “Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Bankacılık Krizlerinin Çok Değişkenli Logit Yöntemiyle Öngörülmesi”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, c. 62, sy. 4, 2007, ss. 1-30, s. 4.

³⁴ Çinko, Levent – Ak, Rengin, “Küreselleşen Ekonomilerde Yaşanan Bankacılık Krizlerinin Anatomisi”, Maliye Finans Yazıları, y. 23, sy. 83, Nisan 2009, ss. 59-83, s. 63.

³⁵ Kaufman, George G. – Scott, Kenneth E, “What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?”, The Independent Review, v. VII, n. 3, Winter 2003, ss. 371-391, s. 371-372.

³⁶ a.g.m., s. 372.

³⁷ Ural, Mert, “Finansal Krizler ve Türkiye”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler fakültesi Dergisi, c. 18, sy. 1, 2003, ss. 11-28, s. 12.

sistemik risk, bazı yıkıcı olaylar neticesinde finansal sistemi çöküşe götürebilecek riski ifade etmektedir. Sistemik risk ise, ekonomik, politik ve sosyal faktörlerdeki değişime bağlı olarak, tüm şirketlerin hepsinin birden farklı derecelerde fakat aynı yönde etkilendiği risklerdir.³⁸

1.1.1.2.4. Dış Borç Krizi

Günümüzde çoğu ülke, vergi gelirleri, harcamaları karşılayamaya yetmediği için iç ve/veya dış borçlanma yoluna gitmektedir. Dış borçlar özellikle, üretim ve gelir kapasiteleri açısından ekonomik gelişme süreçlerini üst seviyelere taşıyabilme imkanına sahip olmayan gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarını tamamlamak amacıyla başvurduğu bir finansman yöntemidir. Gelişmiş ülke ekonomileri sahip oldukları sermaye birikimlerinin bir bölümünü çeşitli finansman araçları vasıtası ile gelişmekte olan ülke ekonomilerine aktarmaktadır. Borçlanma gelişmiş ülkeler haricinde uluslararası ekonomik kuruluşlardan da yapılabilmektedir.

Dış borç krizi, bir ülkenin kamu ve/veya özel kesime ait dış borçlarını ödeyememe durumudur. Özellikle, hükümetlerin dış borçların çevrilmesi ve yeni dış borç bulma konusunda sıkıntı yaşamaları nedeniyle, dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkarlar.³⁹

Borç alanlar borçlarını ödeyemediğinde veya borç verenler borçların ödenmeme olasılığının arttığını düşünüp yeni kredi vermeyi bırakıp, mevcut kredileri geri almaya çalıştıklarında borç krizleri ortaya çıkmaktadır. Bu krizler, özel veya kamu borcundan kaynaklanabilir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve bir para krizine yol açabilmektedir.⁴⁰

Borç krizlerinde üzerinde durulan kriterlerden biri Standard and Poor's (S&P) gibi kredi derecelendirme kurumlarının verdikleri ülke kredi notları, diğeri ise IMF'den çekilen kredilerin miktarıdır. Buna göre bir kredi derecelendirme kurumunun, bir ülkenin borç

³⁸ Kayahan, Cantürk, "Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları", Yönetim ve Ekonomi, c. 16, sy. 1, 2009, ss. 23-37, s. 32.

³⁹ Delice, a.g.m., s. 61.

⁴⁰ Pıçak, Murat – Yılmaz, Sema – Giray, Yavuz, "Küresel Ekonomik Sistemde Finansal Krizleri Önleme ve Yönetme Sorunsalı", Mevzuat Dergisi, y. 11, sy. 137, Mayıs 2009, <http://www.mevzuatdergisi.com/>, 3 Mart 2010.

yükümlülüklerini yerine getiremez duruma geldiğini açıklaması veya bir ülkenin IMF kotasının % 100'ünü çekmesi bu ülkede borç krizinin başladığının göstergesidir.⁴¹

1.1.1.2.5. İkiz Krizler

Bankacılık ve para krizleri aynı öncü göstergelere sahip olup, biri diğerinin nedeni olarak ortaya çıkabilmektedir. Dolayısıyla bu krizler, genellikle ikiz kriz (twin crises) olarak adlandırılmaktadır.⁴²

Gelişmekte olan ülkelerde son yıllarda aynı zaman dilimi içerisinde bankacılık ve para krizlerinin bir arada ortaya çıktığı gözlenmektedir. Özellikle 1980 sonrası dönemde, bir çok gelişmekte olan ülkede, finansal piyasaların serbestleşmesini takiben söz konusu iki kriz arasındaki ilişki yoğunlaşmıştır. Çoğunlukla bankacılık sektöründe yaşanan problemlerin başlangıcı para krizlerinin öncü göstergesi olmakta; devam eden bir bankacılık krizinin gelecekte bir para krizine neden olabileceği öngörülmektedir.⁴³

Kaminsky ve Reinhart, 1970-1995 yılları arasında yaşanan toplam 26 bankacılık ve 76 para krizini incelemiştir. Gözlem bulgularına göre 1970-1979 yılları arasında 26 para krizi ve yalnızca 3 bankacılık krizi yaşanmıştır. 1980-1995 döneminde ise yaşanan para krizi sayısı 50, bankacılık krizi sayısı 23'tür. 1970-1979 yılları arasında sadece bir ülkede iki kriz birlikte gözlemlenirken, 1980-1995 döneminde yaşanan ikiz kriz sayısı 18'dir. Bu durum, ikiz krizlerin finansal serbestleşme ile ilişkili olduğunu düşündürmektedir.⁴⁴

Bir ekonomiye yönelik sermaye girişleri, ekonominin uluslararası rezervlerindeki artışları ve/veya cari işlemler hesabındaki açıkları finanse etmektedir. Gelişmekte olan bir ekonomide yabancı sermayenin hızla ülkeden çıkması, uluslararası rezerv kaynaklarının azalmasına ve cari açığın artmasına neden olmaktadır. Sıcak paranın ülkeyi hızla terk etmesi, faiz oranlarının yükselmesi ve yerli paranın değer kaybetmesiyle sonuçlanabilmektedir. Yükselen faiz oranları ve yerli paranın değer kaybı, bilâncolarında para ve vade uyumsuzlukları bulunan bankacılık kesimini de olumsuz etkileyebilmektedir. Böylece bir para

⁴¹ Manasse, Paolo – Roubini, Nouriel – Schimmelpfening, Axel, “Predicting Sovereign Debt Crises”, International Monetary Fund, IMF Working Paper No 03/221, 2003, s. 8.

⁴² Fernandez, et al., a.g.m., s. 35.

⁴³ Kaminsky, Graciela L. - Reinhart, Carmen M., “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, The American Economic Review, 89(3), June 1999, ss. 473-500, s. 473-474.

⁴⁴ a.g.m., s. 477.

ve/veya bankacılık krizi eşliğinde, yurtiçi talepte ve gelirden önemli oranlarda düşüşler yaşanmaktadır.⁴⁵

Ödemeler dengesinde ortaya çıkan problemler banka krizlerine neden olabilmektedir. Örneğin yurt dışı faiz oranlarında meydana gelen artış nedeniyle ortaya çıkan dışsal şok, sabit döviz kuru rejiminin sürdürülmesi ile birleştiğinde rezervlerde erimeye neden olacaktır. Bu durumda sterilizasyon⁴⁶ yapılmazsa, kredi daralması meydana gelecektir ve banka iflaslarında artışlar yaşanması sonucu ekonomi finansal krize sürüklenecektir. Bir başka örnek olarak, ödemeler dengesinde meydana gelen bir açık nedeniyle yapılacak devalüasyon, yükümlülüklerinin büyük bir kısmını döviz üzerinden gerçekleştirmiş bankaların durumunu kötüleştirecektir.⁴⁷

Nedenselliğin yönü döviz krizlerinden banka krizine olabileceği gibi, ters yönde de oluşabilir. Birinci nesil kriz modellerinde (Krugman modeli) para ve döviz kuru politikaları arasındaki uyumsuzluklar nedeniyle, sabit döviz kurunun sürdürülmesi durumunda, rezervlerin eriyeceğinin ve döviz sisteminin çökeceğinin bilincinde olan spekülörlerin döviz yöneltmeleriyle, krizin ortaya çıkacağı belirtilmiştir. Bu oluşuma banka krizleri dahil edildiği zaman, devlet, bankaların garantörü durumunda olduğunda ve batan bankaların yükümlülüklerini ödeme garantisi verdiği zaman, bu sorunlu bankaları kurtarmak için para arzında aşırı genişleme meydana gelecek ve banka krizleri döviz krizlerinin oluşmasına neden olabilecektir.⁴⁸

Para krizi bir bankacılık krizine iki kanal aracılığıyla sebep olabilir. Birincisi, sterilizasyonun olmadığı bir durumda, spekülatif saldırıdan kaynaklanan büyük bir uluslararası rezerv kaybı, parasal taban ve kredi arzında keskin bir azalmaya dönüşebilir. Bu durum batık kredilerde artışa yol açarak bankacılık kriziyle sonuçlanabilir. İkincisi ise, para krizine eşlik eden yerli paranın değer kaybı, korunmasız döviz yükümlülükleri büyük miktarlarda olan bankalarda bu yükümlülüklerini yerine getirememesi problemi yaratabilir. Bu durumda bir para krizi, bankaların hem döviz cinsinden belirlenmiş borçlarının değerini

⁴⁵ Varlık, Cemil, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Makroekonomik Etkileri”, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, c. 3, y. 2, sy. 1, Bahar 2006, ss. 76-116, s. 77.

⁴⁶ Sterilizasyon merkez bankalarının, çeşitli nedenlerle ortaya çıkan para arzı artışlarının etkilerini dengelemek için yaptıkları açık piyasa işlemleridir. Örneğin merkez bankası döviz satın aldığı zaman para arzındaki artışı menkul değerler satışıyla piyasadan çekmeye çalışır ve bu şekilde döviz piyasasına yapılmış müdahaleyi sterilize etmiş olur.

⁴⁷ Kaminsky, et al., a.g.m., s. 475.

⁴⁸ Doğanlar, v.dğr., a.g.m., s. 268.

artırmakta, hem de bu borçlarının büyük bir bölümü kısa vadeli olduğunda, bankaların likidite sıkıntısı yaşamasına neden olmaktadır.⁴⁹

Bir bankacılık krizinin para krizine yol açabileceği yine iki kanal mevcuttur. Bu kanallardan ikisi de merkez bankasının sıkıntıya giren bankaları kurtarmak için -açık veya örtülü mevduat sigortası⁵⁰ nedeniyle- likidite enjekte etmek zorunda kaldığı durumlara işaret etmektedir. İki kanal arasındaki farklılık, merkez bankasının bu kurtarmayı finanse etmek için iki seçeneğe sahip olmasından doğmaktadır. Merkez bankasının kurtarmanın finansmanı için ilk seçeneği, büyük bir batık kredi portföyünü üzerine almasının karşılığında yüksek miktarda iç borç ihraç etmektir. Bu durum piyasa katılımcıları tarafından otoritelerin borç yükünü enflasyon ya da devalüasyon yoluyla düşürme amacıyla olduğu yönünde algılanabilmekte ve böylece kendi kendini besleyen bir para krizi gelişebilmektedir. Kurtarmanın finansmanı için merkez bankasının ikinci seçeneği ise sisteme likidite sağlamak amacıyla yurtiçi kredileri aşırı genişletmek olabilir. Aşırı kredi genişlemesi sonuçta sabit döviz kurunun çöküşüne yol açan bir spekülasyon saldırısına neden olacaktır. Burada aşırı yurtiçi kredi yaratılması, dışsal olarak belirlenen bütçe açığının değil, bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin hükümet tarafından garanti altına alınmasının bir sonucudur.⁵¹

1.2. FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAYAN MODELLER

Geçtiğimiz yirmi yıl boyunca uluslararası sermaye piyasalarında yaşanan entegrasyon, diğer dönemlere göre çok daha hızlı ve yoğun bir biçimde gerçekleşmiştir. Bu entegrasyon süreci, sermaye akımının boyutu ve oynaklığındaki belirgin bir artışla ifade edilebilir. Bazı yazarlar, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların, finans piyasalarındaki önemli eksiklik ve aksaklıklardan kaynaklandığını belirtmektedirler. Bu eksiklikler ve aksaklıklar arasında; finansal krizlere karşı gelişmekte olan ekonomilerin son derece hassas olmaları, döviz varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğu ve kısa vadeli sermaye girişlerine karşı

⁴⁹ Varlık, Cemil, “İkiz Krizler: Para Krizleri ile Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar”, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, c. 13, sy. 42-43, 2002, ss. 159-180, s. 166.

⁵⁰ Mevduat sigortası, tasarruf sahipleri tarafından bankalara yatırılan mevduatın geri ödenmesini güvence altına almak amacıyla oluşturulan bir sigorta sistemidir. Mevduat sigorta sisteminin temel unsurlarının resmi düzenlemelerle Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı durumda sistem, açık mevduat sigorta sistemi olarak kabul edilmektedir. Örtülü mevduat sigorta sisteminde ise mevduat, önceden belirlenmiş kural ve düzenlemeler olmaksızın korunabilmektedir ve banka krizleri durumunda özel olarak oluşturulan sigorta sistemi kullanılmaktadır. Örtülü sistemde herhangi bir kural önceden tanımlanmadığı için sigortanın hangi özelliklere sahip olacağına (kapsama alınacak mevduat grubuna, dahil edilecek kuruluşlara ve uygulanacak yöntemlere vb.) yetkili otorite karar vermektedir.

⁵¹ Varlık, “İkiz Krizler: Para Krizleri ile Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar”, s. 167-168.

yaşanan aşırı bağımlılık sonucunda sermaye girişlerinde yaşanacak olumsuz bir gelişme sayılabilir.⁵²

20. yy. ve özellikle finansal küreselleşmenin dünya çapında hızla ve belki de kontrolsüzce yayıldığı son çeyreği, pek çok iktisadi krize şahitlik etmiştir. 1980'lerin başında hız ve yön verilen finansal küreselleşme, çoğunlukla gelişmekte olan ve az da olsa gelişmiş ülkelerde yaşanan iktisadi kriz sayısını belirgin bir şekilde artırmıştır. 1990'lı yıllar ve sonrası ise, içinde barındırdığı 1992- 93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi; 1994– 95 Latin Amerika krizi; 1997 Güney Doğu Asya krizi; 1998 Rusya ve Brezilya krizleri; 2000– 2001 Türkiye ve Arjantin krizleri ile dünya ekonomisi tarihinde “krizler on yılı” olarak yerini almaya adaydır. Bu dönemde iktisadi krizlerin sayısı, derinliği, sıklığı ve yarattığı olumsuz sonuçlar giderek artan bir seyir izlemiştir.⁵³

Dünya ekonomisinde yaşanan finansal krizlerin 1990'lı yılların öncesinde ve sonrasında birbirinden farklı niteliklere sahip olmaları, finansal krizlerin açıklanması için farklı modellerin geliştirilmesini gerekli kılmıştır.⁵⁴ Genellikle aniden ortaya çıkan ve ekonomilerde büyük olumsuzluklara yol açan krizlerin nedenlerini ve oluşum süreçlerini analiz eden çalışmalar zaman içinde yapılan katkılara paralel önemli ilerlemeler göstermiştir. Ortaya çıkan kapsamlı analizler kendi içlerinde gruplandırılmış, bu sayede birinci kuşak kriz modelleri, ikinci kuşak kriz modelleri ve üçüncü kuşak kriz modelleri geliştirilmiştir.⁵⁵

1.2.1. Birinci Kuşak Kriz Modelleri

Krizler üzerine yapılan çalışmalar özellikle Krugman'ın 1979'da yayınladığı ödemeler dengesi krizlerinin oluşumunu açıklamaya yönelik makalesinden sonra yaygınlaşmaya başlamıştır.

Krugman; Salant ve Henderson tarafından ortaya konulan mal piyasalarına yönelik spekülasyon ataklarının ve sonuçlarının değerlendirildiği çalışmadan yola çıkarak, bu çalışmadan elde edilen çıkarımların ödemeler dengesi krizleri açısından da anlamlı olacağını savunmuştur.⁵⁶

⁵² Emirkadı, Ömer, “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler”, Sosyo Ekonomi, Temmuz-Aralık 2005, ss. 35-62, s. 38.

⁵³ Yılmaz, v.dğr., a.g.m., s. 88.

⁵⁴ Şimşek, Hayal Ayça, “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c.18, sy. 1, 2008, ss. 183-208, s. 190.

⁵⁵ Doğanlar, v.dğr., a.g.m., s. 254.

⁵⁶ Komulainen, Tuomas, “Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behaviour”, BOFIT Discussion Papers, No. 10, 2001, s. 8.

Salant ve Henderson, çalışmalarında, kamu otoritelerinin, tükenebilir bir malı sabit bir fiyattan alıp satacaklarını ilan etmeleri durumunda ne olacağını sorgulamaktadırlar. İstikrar programının olmaması durumunda oluşacak fiyat, kamu otoritesinin belirlediği fiyatın altında olduğu sürece spekülörler kar elde edemeyeceklerini düşünerek ellerindeki varlıkları satacaktır. Dolayısıyla istikrar kurulunun elinde çok sayıda stok birikmiş olacaktır. Ancak ‘gölge fiyat’⁵⁷ piyasa fiyatını aştığı anda spekülörler rasyonel bir tutumla söz konusu mala yönelecek ve kurul fiyatı sabit tutma eğiliminde olduğu sürece devletin elindeki stok tükenme noktasına gelecektir. Bu noktada spekülatif atak, spekülörlerin devletin elindeki stokun tükenebileceğini hissettikleri anda başlamaktadır.⁵⁸

Krugman’ın, sürdürülemez düzeydeki sabit kurun mutlaka terk edileceğini öngördüğü modele göre standart bir döviz krizi şu şekilde oluşmaktadır: Mali açıkların büyük ölçekte emisyon yardımı ile finanse edildiği bir ekonomide, para piyasalarına istikrar kazandırmaya çalışan hükümetin sabit döviz kuru rejimi izlemesi kur üzerinde baskı yaratmaktadır. Bu baskı merkez bankasını döviz rezervlerini kullanmaya zorlamakta, spekülatif hareketlerle birlikte rezervler erimekte ve rezervlerin eşik noktasında rezervleri tamamen tüketecek bir spekülatif atak başlamaktadır. Bu durumda hükümet sabit kur rejimini devam ettiremeyecek ve sonuçta kuru serbest dalgalanmaya bırakacak veya devalüasyon yapmak zorunda kalacaktır.⁵⁹

Birinci kuşak kriz modellerinin temelinde, uygulanmakta olan kur rejimiyle uyumsuz bir para politikası yer almaktadır ve iktisadi temellerde çeşitli zayıflıklar söz konusudur. Bu modellerde, kamu bütçesi önemli miktarlarda açık vermektedir ve bu açığın ileride azaltılacağı yönünde bir sinyal mevcut değildir. Bütçe açıklarının uzunca bir süre devam etmesi sonucu ekonomiye duyulan güvensizlik nedeniyle, hükümet dış ve iç borçlanma yoluyla finansman sağlayamamaktadır. Zamanla bu tür ekonomilerde borçlanma hem miktar olarak azalmakta, hem borçlanmanın vadesi kısaltılmakta, hem de borçlanmanın maliyeti yükselmektedir. Dolayısıyla bütçe açığının finansmanı merkez bankasından kredi alınması yoluyla sağlanmaktadır. Sabit kur rejiminin uygulandığı bu modelde yüksek düzeydeki kamu açığının emisyon yoluyla finanse edilmesi ekonomiye; enflasyon, büyüme, kur ve faiz tahminleri ile uyumlu para miktarının üzerinde para enjekte edilmesine neden olmaktadır. Talep edilmeyen bu fazla para ise ekonomide dolarizasyona sebebiyet vermektedir. Bu

⁵⁷ Gölge fiyat, bir mal, üretim faktörü ya da dövizin gerçek toplumsal değeri veya fırsat maliyeti olarak hesaplanan ve genellikle piyasa fiyatından farklı olan fiyatıdır.

⁵⁸ Salant, Stephan W – Henderson, Dale W, “Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold”, The Journal of Political Economy, Vol. 86, No 4, August 1978, ss. 627-648, s. 627-631.

⁵⁹ Krugman, Paul, “A Model of Balance-of- Payments Crises”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol 11, No 3, August 1979, ss. 311-325, s. 311-312.

durumda merkez bankası artan döviz talebini karşılayabilmek için rezervlerini kullanma yoluna gitmekte ve resmi rezervler tedricen azalmaya başlamaktadır.⁶⁰

Krugman ortaya koyduğu modelde, bu tür ekonomilerde tam çöküş zamanında, sabit kur rejimindeki döviz kurunun, dalgalı kur rejimindeki döviz kuruna eşit olacağını savunmuştur.⁶¹ Bu durumu spekülörlerin rasyonel davranışları ile açıklamak mümkündür. Çöküş zamanındaki kurun çöküş öncesi yürürlükte olan sabit kurdan düşük olduğu düşünüldüğünde, spekülörler daha yüksek kurdan (sabit kurdan) döviz almış ve zarar etmiş olacaklardır. Çöküş anındaki kurun sabit kurdan daha yüksek olduğu düşünüldüğünde ise kullanılmamış bir kar olanağı söz konusu olmaktadır. Bu durumda kar maksimizasyonunu sağlayacak tek alternatif, tam çöküş anında her iki döviz kurunun birbirine eşit olmasıdır.⁶²

1.2.2. İkinci Kuşak Kriz Modelleri

İlk olarak Krugman tarafından ele alınan ödemeler bilançosu krizlerine yeni bir bakış açısına göre ikinci kuşak kriz modelleri, spekülatif ataklarla birlikte yatırımcıların ellerindeki yerli para cinsinden varlıkları merkez bankasına satması sonucu, merkez bankasının ulusal varlıklarında ani yükselmeler ile karakterize edilmektedir.⁶³

1992-93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) ve 1994-95 Latin Amerika krizlerinin birinci kuşak modeller tarafından açıklanamaması, para krizlerinde yeni bir bakış açısı doğmasına neden olmuş ve ortaya atılan yeni teoriler ikinci kuşak kriz modelleri olarak adlandırılmıştır. İlk olarak Obstfeld tarafından geliştirilen bu modellerde, hükümet iki seçenek ile karşı karşıyadır. Bunlardan ilki, uluslararası ticareti ve yatırımların işleyişini kolaylaştırmak ya da düşük enflasyon düzeyinde kalabilmek için döviz kurunu sabit tutmak; ikincisi ise sabit kurdan vazgeçmektir. Ancak döviz kurunu korumanın maliyeti, daha yüksek faiz oranlarının neden olduğu işsizlikle birlikte artmaktadır. Bu maliyetler ise, daha sonra, yatırımcıların döviz kurlarının sabit tutulamayacağına dair beklentilerini artırmakta ve kendi kendini doğrulayan spekülatif atak modeli oluşmaktadır.⁶⁴ Bu noktada sabit kuru korumanın maliyeti faydasından fazla ise, karar biriminin kuru sabit tutmaktan vazgeçmesi rasyonel olacaktır.

⁶⁰ Özatay, Fatih, *Finansal Krizler ve Türkiye*, Doğan Kitap, İstanbul, 2009, s. 33-35.

⁶¹ Söz konusu model hem sabit kur altında, hem de ekonominin dalgalı kur rejiminde olduğu varsayımı altında çözülmüştür.

⁶² Özatay, a.g.e., s. 38.

⁶³ Kumhof, Michael, "A Quantitative Exploration of the Role of Short-Term Domestic Debt in Balance of Payments Crises", *Journal of International Economics*, Volume 51, Issue 1, June 2000, ss. 195-215, s. 195-197.

⁶⁴ Komulainen, Tuomas, "Currency Crisis Theories – Some Explanations for the Russian Case", *BOFIT Discussion Papers*, No 1, 1999, s. 18.

Obstfeld, yatırımcıların rasyonel beklentilerinin etkilerini ikinci kuşak modellere katmış ve yatırımcıların beklentileri ve eylemlerine dayalı olumsuz ekonomik koşulların yanı sıra bir denge durumuna ulaşılabileceğini ifade etmiştir.⁶⁵ Modelde, hükümetin negatif üretim şoklarını ortadan kaldırma ve işsizliği azaltma isteğine bağlı olarak devalüasyonların başlayabileceği ifade edilmektedir. Ancak bu uygulamalar, piyasa beklentilerinde ani değişimle kendini besleyen bir sürece dönüşebilmektedir. Kendini besleyen süreçte piyasa duyarlılığının değişmesi, ekonomik yapıdaki kötüleşmenin algılanmasıyla ortaya çıkmaktadır. Ekonomik yapıdaki kötüleşmeye reel ücretlerdeki artış, rekabetçi yapıdaki gerileme ve artan işsizlik neden olmaktadır. Bu yapı içerisinde, işsizlik ve enflasyondaki dalgalanmayı azaltmak ve rekabetçi yapıyı güçlendirmek isteyen hükümet devalüasyona karar vermektedir. Bu gelişmelerden hareketle işsizlik oranının, reel ücret artışın ve verimlilik azalışının para krizinin öncü göstergeleri olabileceği söylenebilir.⁶⁶

İkinci kuşak modellerde, işsizlik oranı veya kamu borcundaki bir artış sabit kur sistemini devam ettirmenin maliyetini artırmakta, dolayısıyla yerli paraya yönelik spekülasyon bir saldırının doğma olasılığını güçlendirmektedir. Bunun yanı sıra, faiz oranlarını artırma yoluyla sabit kur rejimini koruma politikasının bankacılık krizlerine sebebiyet vereceği endişesi ve banka kurtarma operasyonlarının neden olacağı finansal maliyetler nedeni ile hükümet bu tür politikaları uygulamada isteksiz davranacaktır. Bu modellerin ana karakteristik özelliği, ekonomik temellerin para krizlerini açıklamada gerekli; fakat yetersiz olduğuna vurgu yapılmasıdır.⁶⁷

Bu modellerde, yatırımcı beklentileri ve fiili politika sonuçları arasındaki etkileşim kendi kendini doğrulayan krizlere neden olabilmektedir. Bu durum, ekonomik aktörlerin beklentilerinin, iktisadi sonuçları değiştirecek ölçüde önemli etkiler taşıyor olması ile açıklanabilir. Örneğin, para otoritelerinin sabit kur sistemini savunmayı taahhüt ettikleri durumda, kuru savunmanın maliyeti, ekonomik aktörlerin sabit kurun kaldırılacağına inandıkları durumda artıyorsa ve yabancı yatırımcılar bir devalüasyon yapılacağı beklentisi taşıyorlarsa, döviz piyasaları kendi kendini yaratan beklentilere bağlı olacaktır. Bir başka senaryoda ise, yatırımcıların devalüasyon beklentisi içerisinde olmadığı durumda spekülasyon saldırılar söz konusu olmayacak, hükümetin maliyet yükü artmayacak ve sabit kuru

⁶⁵ Heun, Michael – Schlink, Torsten, “Early Warning Systems Of Financial Crises-Implementation Of A Currency Crises Model For Uganda”, Business School Of Finance&Management, No. 59, s. 13.

⁶⁶ Altıntaş, Halil – Öz, Bülent, “Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, c. 7, sy. 2, 2007, ss. 19-44, s. 22.

⁶⁷ Khusaini, Moh, “The Role of Economic Fundamentals in Explaining Indonesian Currency Crises”, Georgia State University Working Paper, No. 02-19, April 2002, s. 6-7.

savunmaya devam etmek mümkün olabilecektir. Buradan çıkarılacak sonuca göre, beklentiler bir krizin ortaya çıkıp çıkmamasında önemli bir rol oynamaktadır.⁶⁸

1.2.3. Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri

1994/95 Latin Amerika ve 1997 Güneydoğu Asya krizlerinin, birinci ve ikinci kuşak modellerle açıklanamaması sonucu, üçüncü kuşak kriz modelleri (Yayımla/Bulaşma Etkisi Modeli) geliştirilmiştir. Bu modellerde, finansal piyasaların giderek bütünleştiği günümüz dünyasında, herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen istikrarsızlıkların veya krizin, bir başka yerde makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krizi başlatabilmesi gerçeğinden hareket edilmiştir. Birinci nesil spekülasyon atak modellerine dayalı olan bu modellere göre farklı ülkelerde eşanlı olarak ortaya çıkan krizler açıklanırken, ülkelerin kendi içlerinde benzer kırılmalıklar taşıdıkları (örneğin Asya’da sabit döviz kuru sistemleri ve Dolar cinsinden aşırı dış borçlar gibi) ve bu yüzden ortak şoklarla sarsıldıkları öne sürülmektedir. Diğer taraftan bireylerin rasyonel olmayan davranışları veya parasal fon yöneticilerinin karşılaştıkları asimetrik güdüler nedeniyle yatırımcılarda oluşan rasyonel olmayan beklentilerin de krizlerin yayılmasını etkilediği kabul edilmektedir.⁶⁹ Krizin nedenleri kurdaki aşırı değerlenme, devalüasyonun bulaşma etkisi, sürdürülemez düzeye gelen cari açık, düşük karlı ve riskli yatırım projeleri gibi temel makro ekonomik dengesizliklere ve finansal piyasalardan kaynaklanan sorunlara dayandırılmaktadır.⁷⁰

Üçüncü kuşak kriz modellerine göre, finansal serbestleşmeler sonrası iyi düzenlenmemiş finans ve bankacılık sistemi bulunan ülkelerin uluslararası piyasalardan aşırı ve riskli borçlanmaları, para/döviz ve bankacılık krizlerine zemin hazırlamaktadır. Finansal liberalizasyon sonrası denetim ve düzenlemeleri zayıf bir bankacılığın varlığı; sektörde risk yönetiminin gelişmemesine, sermaye yeterlilik oranının düşük kalmasına, para birimi ve vade uyumsuzluğuna ve gizli mevduat sigortası ve gizli kamu garantileri gibi ahlaki tehlike (moral harazd) sorunlarına yol açmaktadır. Böyle bir ortamda yoğun yabancı sermaye girişleri; bankaların yurtiçi piyasalara aşırı borç vermesine, tüketim harcamalarında ciddi artışlara, borsada ve gayrimenkul fiyatlarında patlamaya yol açabilmektedir. Böyle bir gelişme sonrasında ekonominin herhangi bir iç ve/veya dış şok nedeniyle resesyona girmesi,

⁶⁸ Pesenti, Paolo – Tille, Cedric, “The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction”, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, September 2000, s. 5-6.

⁶⁹ Delice, a.g.m., s. 65.

⁷⁰ Erdem Karabıyık, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Etkileri*, s. 18-19.

bankacılık sektörünü daha da kırılgan hale getirmektedir.⁷¹ Örneğin ihracata dayalı büyüme modeli seçmiş olan bir ülkenin, ihracat yaptığı ülkelerin bir kısmında herhangi bir nedenle büyüme hızının düşmesi gibi bir dışsal şok; ekonomide daralmaya, artan risk algısı nedeniyle yabancı yatırımcıların yerli para cinsinden varlıklarını ellerinden çıkarmalarına ve dolayısıyla kur artışlarına, bunun sonucunda geri dönmeyen kredilere, şirket ve banka iflaslarına neden olacaktır.

Üçüncü kuşak kriz modelleri, ahlaki tehlike, vade ve para birimi uyumsuzluğu olmak üzere iki grupta incelenebilir. Ahlaki tehlike modellerinde hükümetler, özel finansal kuruluşların (bankaların) mevduat sahiplerine açık olmasa da gizli mevduat garantileri sağlamaktadır. Finansal kuruluşlara sağlanan bu tür garantiler, zayıf düzenleme ve denetleme ile birlikte gözetim ve kontrolde eksikliklere neden olarak ahlaki tehlike sorununa yol açmaktadır. Bu modellerde, Asya krizinde olduğu gibi, zayıf bankacılık sisteminin özellikle gayrimenkul gibi alanlarda aşırı yatırımı teşvik ederek varlık fiyatlarında şişkinliğe neden olacağı ve bu yapının da krizleri başlatabileceği ileri sürülmektedir. Diğer taraftan sınırsız mevduat garantisi, eksik düzenlenmiş finansal sistemde bankaların yüksek faiz ödeyerek mevduat sağlamalarına neden olmaktadır. Sağlanan mevduatların riskli yatırımlara kanalize edilmesi de sistemde sorunlu kredileri artırmaktadır. Vade ve para birimi uyumsuzluğu modelleri ise, bankaların yabancı döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülüklerle ve yerli para cinsinden uzun vadeli varlıklara sahip olmasıyla ortaya çıkan likidite sorunları etrafında geliştirilmiştir. Bu modellerde sorunlar, firmaların bilançolarındaki kötüleşmeden hareketle açıklanmaktadır. Yabancı döviz cinsinden borçlanmanın bir sonucu olarak kur riskine maruz kalan firmaların net değerlerinde, yerli paranın değer kaybetmesiyle kötüleşme ortaya çıkacak ve firma bilançoları olumsuz etkilenecektir.⁷²

1.3. KÜRESELLEŞME KAVRAMI VE FİNANSAL PİYASALAR

Günümüzde ‘küreselleşme’ çok yaygın bir söylem haline gelmiştir. İktisat, işletme, politika ve fen bilimlerinin hepsinde küreselleşme farklı boyutlarda ele alınmakta; kimi zaman da disiplinler arası bir söylem olarak birleştirici bir özellik göstermektedir. Kimilerine göre küreselleşme bir anlamda uluslararasılaşmadır. Diğer bir deyişle, küreselleşme denildiğinde akla gelen, ülkeler arasındaki sınır ötesi ilişkilerdir. Bu ilişkilerin sıklaşması ve ülkelerin birçok anlamda birbirine bağımlı hale gelmiş olmaları bu yaklaşımı güçlendirmektedir. Kimi

⁷¹ Çakmak, Umut, “Kriz Modelleri Çerçevesinde Türkiye 2001 Finansal Krizinin Değerlendirilmesi”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c. 9, sy. I, 2007 ss. 81-101, s. 92.

⁷² Altntaş, v.dğr., “Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması”, s. 24.

durumlarda ise küreselleşme ülkeler arasındaki ticari, kültürel, sosyal ilişkilerin devlet tarafından uygulanan sınırlamalardan etkilenmeyip daha liberal bir ortamda gerçekleşmesi düşüncesini ortaya koymaktadır. Bu tür küreselleşme ise, ‘liberalleşme’ olarak nitelendirilmektedir.⁷³ Küreselleşme bir anlamda milli, ekonomik, politik, kültürel yapının bir dizi ülke dışı gelişme ile koalisyonudur ve bir ideoloji olarak da her ülkenin bir diğerini etkilemesini sağlamaktadır.⁷⁴

Dünya ekonomisinin, uluslararası ekonominin bölgesel farklılıkları ile büyüdüğü bir gerçektir. Bu durum sermayeye daha kazançlı alanlar seçme ve emek maliyetleri, çevresel düzenlemeler, mali teşvikler, politik istikrar, düşük vergileme gibi farklı unsurları hesaplayarak yatırımlarını bu kazançlı alanlara dağıtma imkanı sunmaktadır. Bu gelişmelere uygun hareket eden uluslararası şirketler ve bankalar kendilerini küreselleşmenin temel unsurları olarak görmekte; zaman içinde de uluslararası ticaret ve finans sisteminde yeni düzenin büyüyen gücü olmaktadır. Dünyanın yeni girdiği dönemi tanımlayan küreselleşmeden kaçınmanın mümkün olamayacağı anlaşılmakta, bu süreç piyasaların güçlü eğilimleri ile oluşan kaçınılmaz bir sonuç olarak görülmektedir.⁷⁵

Küreselleşme sürecine yön veren temel dinamik, dünya kapitalizminin 1970’lerde başlayan iktisadi krizidir. Küreselleşme, kâr oranlarındaki düşüşe bir tepki olarak ortaya çıkan kapitalist yeniden yapılanmanın önemli bir unsurudur. Savaş sonrası genişleme döneminin sona ermesiyle birlikte, büyüme ve daha yüksek kârlar için küresel ölçekte daha ucuz girdiler ve yeni pazar arayışları yoğunlaşmıştır. Bu gelişmeler sonucunda, yeni teknolojilerin getirdiği olanakları da arkasına alan ticari, üretken ve para-sermayenin faaliyet alanı ulusal sınırların ötesine, giderek dünya çapına yayılmıştır.⁷⁶

Küreselleşme kavramıyla ifade edilen sürecin iki bileşeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki sermaye birikimi süreci ile ilgilidir. Burada esas olan sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesidir. Küreselleşme sürecinin ikinci bileşeni ise teknolojik ilerlemelerle ilgilidir. Bilgisayarların yaygınlaşması, haberleşme ve bilgi işlem teknolojilerinin gelişmesi ve büyük oranda ucuzlaması küreselleşme sürecini hızlandırmıştır.⁷⁷

⁷³ Mazi, Fikret – Ercins, Gülay, “Küreselleşme ve Çevreye İlişkin Farklı Yaklaşımlar”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c. 10, sy. 1, 2009, ss. 57-69, s. 58.

⁷⁴ Erdem Karabıyık, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Etkileri*, s. 3.

⁷⁵ Akdiş, Muhammet, *Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye*, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2000, s. 26.

⁷⁶ Köne, Aylin Çiğdem, “Para-Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, c. 4, sy. 2, 2003, ss. 231-246, s. 235.

⁷⁷ Erdem Karabıyık, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Etkileri*, s. 15.

Finansal küreselleşme, ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının kontrol ve sınırlamalardan arındırılıp uluslararası rekabete açılması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımcıların finans piyasalarındaki rollerinin artması şeklinde tanımlanabilir. Finansal küreselleşmenin bir sonucu olarak piyasalarda dolaşan fon tutarı, diğer bütün ekonomik gelişmelerden ve bunların göstergelerinden daha büyük oranlarda artış göstermiş, finansal piyasalarda kullanılan araçlar birçok ihtiyacı karşılamaya yönelik olarak çeşitlenmiş, karmaşık bir hal almıştır.⁷⁸ Bugün için dünyadaki sermaye hareketi, mal hareketlerinin neredeyse 100 kat fazlasıdır.⁷⁹

Küreselleşmenin ülkeler üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri vardır. En temel manada olumlu etkisi, dünya konjonktüründe istikrar sağlandığında, bu durumun gelişen ekonomileri çok çabuk bir şekilde etkilemesi ve bu ekonomilerde hızlı atılımların yapılmasıdır. Bununla birlikte küreselleşmenin yol açtığı olumsuz etkilerin başlangıcında da dünya konjonktürü önemli rol oynamaktadır. Konjonktürde meydana gelen olumsuz gelişmeler anında başta gelişen ekonomiler olmak üzere genele yayılmaktadır. Burada en önemli faktör küreselleşmenin getirdiği ülkeler arası bağıllık ve bağlantıların yoğunluğudur.⁸⁰

Küreselleşme süreci, finansal piyasalarla ilgili bir takım zorlukları da beraberinde getirmektedir. Öncelikle, küresel finansal sistemdeki gelişmeler ikili bir yapı ortaya çıkarmıştır. Bu ikili yapıda, bir tarafta üretilmiş mal ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı reel ekonomi, diğer tarafta ise finans piyasaları yer almaktadır. Küreselleşmeyle birlikte bütün dünyada finansal sektör, reel sektörün önüne geçmiştir. Gelir paylaşımında da sermayenin emeğe baskınlığı artmış ve kar payları yükselmiştir. Ayrıca küresel sermayenin yararları ve sakıncaları da tartışılmaya başlanmıştır. Önemli olan yurtdışından gelen sermayenin üretken alanlarda kullanılabilmesidir. Reel sektöre faydası olmayan, reel sektörü finanse etmeyen sermaye ekonomik açıdan faydalı değildir. Reel ekonomiye katkısı olmayan ve sadece rant gözlleyen sermayenin kriz oluşturan türden bir gelişmeye yol açması da mümkündür.⁸¹ Sermaye birikim sürecinin sorunsuz işlediği dönemlerde, para-sermaye artan bir şekilde üretime yönelir. Söz konusu dönemlerde, üretken sermaye ile para-sermaye arasındaki ilişkiler işbirliği düzeyinde sürmekte; üretken sermaye para-sermaye üzerinde belirleyici

⁷⁸ Afşar, Muharrem, *Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No. 1558, Eskişehir, 2004, s. 64-66.

⁷⁹ Parasız, İlker, *Küresel Kriz*, Ezgi Kitabevi, 2009, s. 6.

⁸⁰ Apak, Sudi – Aytac, Ayhan, *Küresel Krizler: Kronolojik Değerlendirme ve Analiz*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2009, s. 1.

⁸¹ Akdiş, a.g.e., s. 31.

olmaktadır. Ancak, üretim sonucunda başlangıçtaki sermayeden daha büyük bir değer gerçekleşmeyeceğine ilişkin beklentiler/olasılıklar güçlendikçe, para-sermaye üretimden kopar, finansal genişleme sürecine girer. Finansal genişleme mevcut koşullarda reel süreçlere dayalı sermaye birikiminin sınırlarına ulaşıldığını gösterir. Bu açıdan, finansal genişlemenin başlaması, krizin bir işareti olarak da yorumlanabilir.⁸²

Günümüzde az gelişmiş ülkeler ekonomik kalkınma çabalarında önemli bir sermaye kısıtı ile karşı karşıya iken, gelişmiş ülkelerde sermaye faktörü bol olarak bulunmaktadır. Ülkeler arasında sermaye donanımları açısından ortaya çıkan bu dengesizlik dünya ekonomisinde kaynak dağılımının etkin olmaması sonucunu doğurmaktadır. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağıdır. Ancak dışa açık bir ekonomide ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile de finanse edilebilecektir. Az gelişmiş ülkeler finansal serbestleşme programları ile dışa açılarak uluslararası sermaye hareketlerinden faydalanmaya çalışmaktadırlar.⁸³ Sermaye akımları sermaye yoğun gelişmiş ülkelere, sermayenin kıt faktör olduğu gelişmekte olan ülkelere doğrudur. Çünkü gelişmekte olan ülkelere sermayenin kârlılık oranı, gelişmiş ülkelere göre daha fazladır. Sermaye akımlarının temel nedeni, ulusal ve uluslararası aktifler arasındaki getiri farklılığıdır. Ulusal ekonomilerde faiz oranları dünya faiz oranlarının üzerinde belirlendiğinde, ülkeye sermaye girişi olmakta, faiz oranları dünya faiz oranlarının altında belirlendiğinde ise sermaye çıkışları söz konusu olmaktadır.⁸⁴

Gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımları, küreselleşme sürecinin gelişimine paralel olarak yeniden şekillenmekte ve hızla değişmektedir. Bu gelişim ve değişim hem finansal hem de reel piyasalarda gözlenmektedir. Bu etkileşimin boyutu yabancı sermayenin büyüklüğüne, vade yapısına, sağladığı yatırım olanaklarının doğrudan ya da dolaylı oluşuna göre önemli farklılıklar gösterebilmektedir. Hatta yüksek reel faiz ve düşük kur politikalarının etkilediği piyasalarda ortaya çıkan sıcak para akımlarının oldukça riskli olduğu ve sıcak paraya bir sınırlama getirilmediğinde ekonomik krizlerin asla gündemden düşmeyeceği de üzerinde çok tartışılan konulardan birisidir. Ulusal paranın devletçe kontrolü, son dönemde varlığını giderek artıran küreselleşmenin de etkisiyle bir hayli güçleşmiştir. Üstelik küreselleşme olgusu, devletlerin ekonomiye müdahale isteğini giderek

⁸² Köne, a.g.m., s. 234.

⁸³ Kula, Ferit, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, c. 4, sy. 2, 2003, ss. 141-154, s. 142.

⁸⁴ Adanur Aklan, Nejla, “Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri, Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı, Sosyal Bilimler Dergisi, c. 5, sy. 7, Mayıs 2002, ss. 35-52, s. 36-37.

sınırlamaktadır. Finansal piyasalarda yaşanan aşırı hareketlilik, hem reel hem de parasal ekonomiler üzerinde önemli risk ve belirsizliklerin nedeni olabilmektedir.⁸⁵

Finansal küreselleşme sonucu günlük trilyonlarca \$'lık işlem hacmine ulaşan kısa vadeli sermaye hareketleri, anlık gelişmelerle ekonomilerin bir anda aleyhine dönebilmekte; likidite yetmezliği sorunu ve bulaşıcılık etkisi ile dünya finans piyasalarında istikrarı bozabilmektedir.

1.3.1. Likidite Yetmezliği Sorunu

Likidite, yükümlülüklerin ve takas borçlarının istenildiğinde ödenebilmesi anlamına gelen ve bankacılıkta birincil önem taşıyan hususlardan biri olarak kabul edilmektedir. Uzun dönemde bankanın başarısı, diğer bir deyişle finansal bünyenin gücü likidite ile ölçülmektedir.⁸⁶ Likidite riski, bankanın menkul kıymet satışı veya yeniden borçlanma yoluyla uygun maliyetli nakit sağlama zorluğu içerisine girmesi durumudur. Bu risk banka müşterilerinin hesaplarındaki paralarını çekmesi ve bankanın nakit kaynaklarının yer aldığı interbank piyasalarına ve/veya uluslararası finans piyasalarına girip kaynak sağlayamaması durumunda artar.⁸⁷

Birinci kuşak kriz modellerinde ele alınan iktisadi sistemlerdeki mevcut zayıflıklar veya ikinci kuşak kriz modellerinde görülen kendini besleyen süreçlere dayalı olarak ortaya çıkan mevduat çekilişleri, kur hareketleri ve faiz yükselişleri bankalarda likidite sorununa yol açmaktadır. İleriye yönelik belirsizliklerin arttığı ve risk algısının yükseldiği dönemlerde, ekonomide yer alan tüm karar birimlerini aşırı ihtiyatlı davranmaya iten ve ekonomik göstergelerde sürekli bir kötüleşme yaratan güven sarsılması olgusu, likidite sorununun giderek yaygınlaşmasına neden olmaktadır. Likidite sorununun çözülmemesi durumunda ise sistemde genel bir sermaye yetmezliği ortaya çıkmaktadır.

Normal ekonomik koşulların hakim olduğu dönemlerde, mali kurumlar geçici nakit sıkışıklığını gidermek için başka bir mali kurumdan kısa vadeli borç almaktadırlar. Bu

⁸⁵ Karabıçak, Mevlüt, “Uluslararası Yabancı Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisinin Küresel Rekabet Gücü Üzerindeki Etkileri”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c. 14, sy. 1, 2009, ss. 137-149, s. 138.

⁸⁶ Okay, Ersin, “Türk Bankacılık Sektöründe Risk ve Kriz”, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi, sy. 2, Aralık 2002, ss. 95-122, s.113.

⁸⁷ Mandacı, Pınar Evrim, “Türk Bankacılık Sektörünün Taşıdığı Riskler ve Finansal Krizi Aşmada Kullanılan Risk Ölçüm Teknikleri”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, c. 5, sy. 1, 2003, ss. 67-84, s.72.

işlemler bankalar arası para piyasalarında gerçekleşmektedir.⁸⁸ Ancak yukarıda bahsedilen güven eksikliği olgusu, nakit fazlası olsa dahi, bankaların gelecekte geri dönmeyeceği endişesiyle borç vermede isteksiz davranmalarına neden olmaktadır. Öte yandan sermayesi sağlam da olsa nakit ihtiyacı olan mali kurumlar, borç bulabilme telaşına düşmektedirler. Bu durum bankalar arası para piyasasında faizlerin anormal seviyelere yükselmesine ve büyük miktarlarda nakit ihtiyacı doğmasına neden olmaktadır. Söz konusu likidite yetmezliğinin, merkez bankalarının devreye girerek nakit sıkışıklığı çeken bankalara borç likidite vermesi yoluyla geçici olarak çözümlenmesi mümkündür. Ancak likidite sorununu yaratan temel neden ortadan kaldırılmadığı sürece banka iflasları ile sonuçlanan bir finansal kriz çıkması da muhtemeldir.⁸⁹

1.3.2. Bulaşıcılık (Yayılma) Etkisi

Finansal küreselleşmeyle birlikte finans piyasalarının entegrasyonu artmış ve sermaye hareketlerinin önündeki engeller kalkarak fon transferi kolaylaşmıştır. Ancak küreselleşmenin finansal piyasalar üzerinde yarattığı olumsuz etkiler, dünya genelinde yaşanan finansal krizlere de neden olmaktadır. Günümüzde bir ülke ekonomisinde yaşanan kriz sadece o ülke ile sınırlı kalmamakta, bulaşma etkisi ile diğer ülkelerde de kendini göstermektedir.

Finansal piyasalarda bulaşma kavramı, birbirinden farklı ülke ekonomilerinde ortaya çıkan olumsuz dalgalanmaların, döviz kurlarında, ülke riskinde, hisse senedi fiyatlarında ve sermaye giriş-çıkışlarındaki ilişki nedeniyle bir ülkeden diğerine atlayarak yayılması anlamında kullanılmaktadır.⁹⁰

Farklı ülkelerde eşanlı olarak ortaya çıkan krizlerle ilgili öne sürülen bir tez, ülkelerin kendi içlerinde benzer kırılma noktaları taşıdıklarını ve bu yüzden ortak şoklarla sarsıldıklarını belirtmektedir. Ortak şokların olmadığı durumlarda ise, kriz bir ülkeden diğerine çeşitli kanallarla yayılmaktadır. Bu kanallardan biri, ülkelerin birbirleriyle olan ticari bağlarıdır. Birbirleriyle ticari bağlantıları olan ülkelere birinin devalüasyon yapması, diğer ülkeleri de

⁸⁸ Türkiye'de bankalar arası para piyasası güven ortamının da kurulması gerektiği gerekçesiyle Merkez Bankası tarafından organize edilmiş bulunmaktadır. Aslında birbiriyle doğrudan ilişkiye geçebilecek olan iki banka Merkez Bankası aracılığıyla ilişkiye geçmektedir. Fon fazlası olan banka fon fazlasını üzerinde anlaşılan gecelik faizle Merkez Bankası'na vermekte, fon ihtiyacı olan banka da yine aynı faizle ihtiyacını Merkez Bankası'ndan karşılamış olmaktadır.

⁸⁹ Özatay, a.g.e., s. 54-55.

⁹⁰ Erdem Karabıyık, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Etkileri*, s. 32.

rekabet edebilirliği sağlamak için devalüasyona zorlayabilir. Buradaki geçiş etkisi sadece ülkeler arasında ticaretin genişliğine değil, rakip olmalarına da bağlıdır.⁹¹

Ticari bağların dışında, bulaşıcılığın temelinde üç unsur bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, bulaşan krizin ortaya çıkmasından önce söz konusu ülkelere önemli bir uluslararası fon akımının olması gerekliliğidir. Dolayısıyla, bu tür fon akımlarının yasaklandığı ya da kısıtlandığı ülkeler için bulaşıcılık etkisi çok geçerli değildir. İkincisi, bu ülkelere borç veren ortak uluslararası mali yatırımcıların varlığıdır. Bir piyasadaki likidite eksikliği durumunda borç verenler/yatırımcılar, uğradıkları kayıpları karşılamak amacıyla diğer piyasalardaki aktiflerini likit hale getirmeye çalışmaktadırlar. Borç verenler, her piyasa hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıkları ve yeni bilgi de maliyetli olduğu için, bir ülkedeki borçlular ödemelerini yerine getiremediğinde, diğer ülkelerdeki borçlarını da geri çağırmaktadırlar. Bu durum yayılma etkisini hızlandırmaktadır. Üçüncüsü ise krizi tetikleyen ve genellikle siyasi nitelik taşıyan öngörülemez bir olayın gerçekleşmesidir.⁹²

1.4. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLERİN KISA BİR DEĞERLENDİRMESİ

1.4.1. 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı

1929 yılında ortaya çıkan Dünya Ekonomik Bunalımı, kapitalist sistemin tarihinde yaşanan en kapsamlı ve en önemli kriz olma niteliği taşımaktadır.

Birinci Dünya Savaşı’na girilirken ülkelerin çoğu, paranın altın karşılığı basıldığı ve döviz kurunun altın kuru üzerinden oluştuğu altın standardı olarak ifade edilen bir para sistemine sahiptiler. Birinci Dünya Savaşı çıktıktan sonra paraya şiddetle ihtiyaç duyan Avrupa ülkelerinin altın standardını terk ederek karşılıksız para basmaya başlamaları, enflasyona neden olmuştur. Bu durum neticesinde yatırımcılar paralarını ve altınlarını, altın karşılığı para basmayı sürdüren ABD’nin bankalarına yönlendirmiş ve söz konusu dönemde dünyadaki altın servetinin yaklaşık % 40’ı ABD’de toplanmıştır. ABD’de toplanan bu büyük servet müthiş bir ekonomik sıçramaya yol açmış, borsada fiyatlar hızla yükselmiştir. Hükümetler altın girişini özendirmek için altın standardını sürdürmüş ve deflasyonist politikalar izlemişlerdir. Bu politikalar sonucunda fiyatlarda oluşan düşüşler ekonomik

⁹¹ Gürkan Yay, Gülsün, “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, sy. 42, ss. 1234-1248, s. 1240.

⁹² Özatay, a.g.e., s. 56.

faaliyetleri yavaşlatmış, bu gelişmenin devamında 1929 yılının Ekim ayında ABD borsalarında düşüş başlamıştır.⁹³

24 Ekim 1929'da ekonomi tarihine Kara Perşembe olarak geçen seanslarda borsa tam anlamıyla çökmüştür. Bir gün içerisinde borsada 4 milyar \$'ın üzerinde kayıp yaşanmış, 16 milyon hisse senedi, değerinden % 50-90 kaybederek satılmış, bir felaket haline gelen bu olaya büyük bankalar yüksek değerler ödeyip hisse senedi alarak müdahale etmeye çalışmış, borsadaki düşüşü durdurmayı amaçlayan bu bankalar birer birer iflasa yaklaşmıştır.

1929 Bunalımı'nın temel nedenlerinden biri, hisse senedi fiyatlarının yükselmesi ile ekonomik faaliyetlerdeki gelişmenin paralel gitmemesi ve bu farkın giderek açılması olmuştur. Buhran, çok geçmeden tüm işletmeleri etkisi altına almıştır. 24 Ekim-1 Kasım 1929 tarihleri arasında geçen sürede New York Borsası'nda 32 milyar \$ kaybedilmiştir. Borsa krizi, birçok banka, ticari ve sanayi işletmelerini de yanında sürükleyerek iflasları üst düzeylere çıkarmıştır. ABD'nin GSYH'sı 1929'da 315 milyar \$ iken, 1933 yılında 216 milyar \$'a, işsizlik oranı ise % 3,2 iken % 25'e yükselmiş, söz konusu dönem içerisinde fiyatlar genel düzeyi % 25 düşüş göstermiştir.⁹⁴

Sanayileşmenin başlangıcı ile 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı'na kadar geçen süreç içerisinde özel sektörün mal ve hizmet üretimi sürekli olarak artmış; ancak bu dönemdeki üretim büyük oranda gelir düzeyi yüksek halk kesimine hitap etmiştir. Üreticiler, bir yandan kar maksimizasyonu hedefiyle rekabetin az olduğu bu dönemde ürettikleri ürünlerin fiyatlarını mümkün olduğunca yüksek tutmaya çalışırken; bir yandan da işgücü arzındaki bolluk sayesinde çalışanların ücretlerini en düşük seviyelerde tutma gayreti içerisinde olmuşlardır. Çalışanların kendi ürettikleri ürünleri satın alabilecekleri ölçüde gelir düzeyine sahip olmamaları sonucu 1929 Krizi patlak vermiştir. Bir başka deyişle, 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı'nın temelinde yatan sorun, üretim olanaklarının artan bir hızla büyümesine karşılık olarak tüketim olanaklarının sınırlı bir şekilde artışı ya da artmayışı olmuştur.

1929 Bunalımı öncesi başta ABD olmak üzere birçok ülkede üretim miktarı çok yüksek seviyelere ulaşmıştır. Özellikle ABD'de yeni gelişen otomobil ve elektrik sanayileri etrafında kurulan tesisler, ekonominin itici gücünü oluşturmuştur. Bir taraftan hızla gelişen sanayi ve buna bağlı olarak hisse senetleri üzerindeki spekülasyon hareketleri, diğer taraftan hızla

⁹³ Eğilmez, Mahfi, *Küresel Finans Krizi*, Remzi Kitabevi, 2009, s. 57-58.

⁹⁴ Eğilmez, a.g.e., s. 58.

artan otomobil sahipliği, şehir dışı alanlardaki arazi spekülasyonunu hızlandırmıştır. Ekonomideki bu arz fazlalığı tarım ve sanayi sektöründe fiyatlar üzerinde baskı yaratmaya başlamıştır. Tarımsal ürünlerin fiyatlarındaki düşümelere, 1927 yılından itibaren yükselen üretim düzeyi neden olmuştur. Bunalımın kaynaklarından birisi de 1920'den itibaren ABD ekonomisindeki yatırımların hızla artmasıdır. Nitekim 1921-1929 yılları arasında sanayi ürünleri üretimi % 90 oranında bir artış göstermiştir. Yatırımlardaki artışlar sadece üretim sektöründe değil, inşaat sektöründe de hızlı olmuştur.⁹⁵

Kriz öncesi kredi stoku büyük hacimlere ulaşmış, ABD sanayi ve tarım sektöründe yüksek büyüme oranları yakalanmış, ABD borsalarında önemli yükselişler yaşanmıştır. Spekülatif ataklar ile borsadan çıkış 1928'de başlamış ise de, 1929 Ekim'ine gelindiğinde mal piyasasındaki fiyat düşüşlerinin etkisi ile borsadaki çıkış panik havasına dönüşmüştür. Bu durum borsa yatırımcılarının sahip oldukları değerleri borçlandıkları miktarın altına düşmeden satabilmek amacıyla borsaya hücum etmelerine neden olmuştur. Tasarruf sahipleri ellerindeki menkul değerleri sattıkça fiyatlar düşmüş, fiyatlar düştükçe tasarruflular menkul değer satmışlar ve bir ay içerisinde hisse senetleri üçte bir oranında değer yitirmiştir.⁹⁶

Buhranın etkilerinin büyük olması, fazla üretimin yarattığı bunalımın kredi ve borsa bunalımı ile birleşmesinden kaynaklanmaktadır. Sosyo-ekonomik anlayış nedeniyle aile tüketimlerinin hızla azalması, krizin yaygınlaşmasında rol oynayan en büyük etkenlerden biridir. Tüketimdeki azalış hızı, üretim düşüş hızından daha büyük oranlara ulaşmıştır. Firmaların stoklarını eriterek, faaliyet düzeylerini düşürmelerine bağlı olarak gelirler, dolayısıyla talep düşmüştür. ABD'nin dünya ticaretine konu olan birçok malın ihracatçısı konumunda olması nedeni ile birçok ülke Amerikan fiyatlarına uymak zorunda kalmıştır. Bu nedenle kriz dünyanın her yanına hızla yayılabilmektedir. Bu ilişki içinde en çok zarar görenler Latin Amerika, Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri olmuştur.

Aşağıdaki tabloda dönemin başlıca sanayi ülkelerinde Büyük Bunalım'la birlikte sanayi üretimindeki azalış gösterilmiştir. Tabloya bakıldığında, bazı ülkelerdeki sanayi üretiminin krizden hemen sonra, bazılarında ise bir süre direndikten sonra düşüşe geçtiği görülmektedir. Sanayi üretimi açısından çöküşü en uzun süren ülkelerden birinin ABD olduğu görülmektedir.

⁹⁵ Çolak, Ömer Faruk, "2008 Krizinin 1929 Krizi ile Benzerlikleri Üzerine Bir Analiz", Tisk Akademi, Özel Sayı-II, 2009, ss. 50-69, s. 52-55.

⁹⁶ Çolak, a.g.m., s. 55.

Tablo 1: Toplam Sanayi Üretim Endeksi (1929=100)

Ülke	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
İngiltere	94	100	94	86	89	95	105	114
Kanada	94	100	91	78	68	69	82	90
Fransa	94	100	99	85	74	83	79	77
Almanya	100	100	86	72	59	68	83	96
İtalya	99	100	93	84	77	83	85	99
Hollanda	94	100	109	101	90	90	93	95
İsveç	88	100	102	97	89	93	111	125
ABD	90	100	83	69	55	63	69	79

Kaynak: Eğilmez, Mahfi, *Küresel Finans Krizi*, Remzi Kitabevi, 2009, s. 59.

1.4.2. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi

Avrupa Döviz Kuru Mekanizması, 1979 yılından itibaren Avrupa'daki para politikası stratejilerinin belirlenmesinde kilit bir rol oynamış ve Bretton Woods Sistemi'nden sonraki en önemli parasal ve döviz kuru işbirliğini yansıtmıştır. Avrupa Para Sistemi (EMS)'nin temel amacı üye ülkeler arasındaki enflasyon oranlarını birbirlerine yakınlaştırmak ve döviz kuru dalgalanmalarından uzak bir parasal istikrar bölgesi yaratmaktır. 1987'nin başından itibaren üye ülkeler (Almanya, Fransa, Hollanda, Belçika, Danimarka, Lüksemburg ve İtalya) arasında döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon oranları farklılıkları hızla azalmıştır. 1987 yılında yedi üye ülke paralarını ayarlanabilir sabit kur sistemi ile Alman Markı'na bağlamışlardır. Üye ülkelerin paralarının Alman Markı karşısında dalgalanma marjı +/- % 2,25 olmuştur. Sisteme 1989'da İspanya, 1990'da İngiltere, 1992'de Portekiz dahil olmuştur.⁹⁷

1992 yılının sonbaharında meydana gelen yoğun sermaye hareketleri İngiltere, İtalya ve İspanya'nın ERM'den çıkmasına neden olmuştur. 1993 yılı ortalarında meydana gelen yeni sermaye hareketi dalgası, döviz kuru bantlarının genişletilmesi ile sonuçlanmıştır. Bu bağlamda Fransız Frankı'nın sistemden ayrılmadan değer yitirmesine izin verilmiştir. Bununla birlikte daha sonraki yıllarda Fransa, Frank'ın Alman Markı'na karşı başlangıçtaki daha dar bantlı konumuna geri dönmüştür. Birçok Avrupa Birliği ülkesinin 1993 yılında

⁹⁷ Yay, Turan – Gürkan Yay, Gülsün – Yılmaz, Ensar, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No. 47, İstanbul, 2001, s. 31.

bütünleşme ölçütlerinden birine ya da birkaçına uymakta başarısız olması ve krizin Ağustos 1993'te doruğa çıkması sonucu üye ülkelerin paralarının dalgalanma marjları +/- % 2,25'ten +/- % 15'e yükseltilmiştir.⁹⁸

Finansal serbestleşme sonrası , 1992-93 yıllarında Avrupa Birliği ülkelerinde ortaya çıkan ERM krizi finansal karakterli ilk büyük krizdir. Krizin çıkmasında özellikle ABD faiz oranlarına göre yüksek olan Avrupa ülkeleri faiz oranlarının yabancı sermayeyi bu istikrarlı bölgeye çekmesi, ülke paralarının aşırı değerlenmesi ve cari açıkların artması en önemli faktördür. Diğer yandan Avrupa ülkelerinde krizden önce uygulanan nispeten gevşek maliye politikasıyla sıkı para politikası sonuçlarının verimli olmaması da krizin çıkmasında etkili olmuştur. Cari açıkları finanse etmede gerekli olan yabancı sermayeyi çekmek için yüksek tutulan faiz oranları, yatırımı ve iş yaratmayı engellemiş ve daha sonra da resesyona neden olmuştur. ERM krizi, sabitlenmiş döviz kurunun, aşırı değerli paraların, finansal liberalizasyonun, çelişkili politikaların ve uluslararası sermaye piyasalarındaki spekülasyon davranışlarının sonucunda oluşan bir para krizidir.⁹⁹

ERM krizleri ikinci kuşak kriz modellerini açıklamada bir model olarak ön plana çıkmıştır. Avrupa ülkelerinin 1992-93 yıllarında maruz kaldıkları spekülasyon saldırılarında, Avrupa Birliği hükümetleri yurtiçi ve yurtdışı sermaye piyasalarına ulaşmada herhangi bir güçlük çekmemişlerdir. Yani hükümetler bütçe açıklarını merkez bankası kaynakları ile finanse etme ihtiyacı duymamışlar ve yurtiçi kredilerde marjinal ve hızlı bir genişleme sorunu yaşamamışlardır. Bu durum aynı zamanda döviz kuru rezervlerinde bir kısıtlamayla karşılaşmadığına da işaret etmektedir. İkinci kuşak modellerin öngördüğü devalüasyona yol açan etken yetersiz talep sonucunda oluşan işsizliktir. Avrupa hükümetleri doğal ve yapısal seviyesinin üstünde olan işsizliğin politik maliyetleriyle, ERM'den çıkmanın politik maliyetleri arasında seçim yapmak zorunda kalmışlardır. Hükümetlerin genişlemeci politika uygulama konusunda maruz kaldıkları baskı, krizlerin itici gücünü oluşturmuştur.

ERM krizi, sermaye hareketlerinin yüksek olduğu bir dünyada döviz rezervlerinin krizi önleyici bir fonksiyonunun olmadığını ortaya koymuştur. Çünkü söz konusu krizde İngiltere ve İtalya merkez bankalarının yeterli miktarda döviz rezervleri mevcuttu ve ERM düzenlemeleri çerçevesinde Almanya'dan kredi alabilmeleri de mümkündü. Ancak bu iki

⁹⁸ Başoğlu, Ufuk – Ölmezoğulları, Nalan – Parasız, İlker, *Dünya Ekonomisi: Küreselleşme, Uluslararası Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi*, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2001, s. 108.

⁹⁹ Miynat, Mustafa, "Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar ve Çözüm Önerileri", *Yönetim ve Ekonomi*, c. 9, sy. 1-2, 2002, ss. 187-209, s. 190.

ülkenin döviz kuruna müdahale amacıyla gerçekleştirdikleri işlemler, yüksek parasal değerlere ulaşmışsa da, beklenen etkiyi yaratmamıştır.¹⁰⁰

1.4.3. 1994-95 Meksika Krizi

Meksika 1980'li yılların ortalarından itibaren kamu maliyesi dengesizliklerini giderici yapısal programları uygulamaya başlamış, bunu özelleştirme ve büyük çapta finansal reformlar izlemiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nı (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli mesafeler kaydetmiştir. 1990'lı yıllarda, iki sene gibi kısa bir sürede, 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası özelleştirilmiştir. Bunların yanında diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Meksika'da da faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğu kaldırılmıştır. Bu uygulamalar başlangıçta on yıldan uzun bir zamandır çok düşük büyüme oranına ve yüksek bir enflasyona sahip olan Meksika ekonomisinin canlanmasını sağlamıştır. 1989-1994 yılları arasında, GSYİH sabit fiyatlarla yılda ortalama % 4 büyümüş ve 1993 yılı sonunda enflasyon oranı son yirmi yılda ilk kez % 10'nun altına inmiştir. Bu istikrarlı büyüme Meksika'nın önemli ölçüde yabancı sermaye çekmesini sağlamıştır.¹⁰¹

Bu ulaşılan ekonomik başarılarla rağmen, üç nedenden dolayı ülkede kalıcı bir ekonomik istikrar sağlanamamıştır. Bunlardan ilki büyüme oranının hem mutlak hem de % 3 oranında büyüyen işgücüne oranla çok düşük düzeyde kalmasıdır. İkincisi, her ne kadar belli oranda düşük düzeylere çekilse de enflasyonun devam etmesidir. Üçüncüsü ise, Meksika para birimi Peso'nun ülkeye giren uluslararası sermayenin hızla büyümesi sonucu artan bir biçimde reel olarak değer kazanması neticesinde cari işlemler dengesinin açık vermesidir. Bunlara ek olarak başkanlık seçimi nedeni ile hükümet, parasal ve mali disiplin konularında gevşek davranmaya başlamıştır. Devam eden süreçte ülkeye yabancı sermaye girişi azalmış ve ülkenin döviz rezervlerinde hızlı bir düşüş yaşanmaya başlamıştır.¹⁰²

1994 yılında Meksika'da yaşanan krize bakıldığında, krizin temel nedeninin, 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye gelen çok kısa dönemli sıcak paranın; değerlenmiş kur, yüksek cari ödemeler açığı, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıkları görerek ülkeden çıkmaya başlaması olduğu görülmektedir.

¹⁰⁰ Akdiş, a.g.e., s. 60-61.

¹⁰¹ Güloğlu, Bülent – Altınöğlü, A. Ender, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, Ekim 2002, s. 8-9, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz1.pdf>, 29 Mart 2010.

¹⁰² Apak, v.dğr., a.g.e., s. 80.

Bütçe açıklarının finansmanında borçlanma yoluna gidilmesi ise Dolar'a endeksli "Tesebonos"ların devlet borçları içindeki ağırlıklarının artması sonucunu doğurmuştur. Kriz konusundaki bekleyişlerin 1994 yılı başlarında yoğunlaşması üzerine kısa vadeli bonolara karşı duyulan güven sarsılmış, faiz oranları yükselme eğilimine girmiş, Meksika'dan sermaye kaçıışı da hızlanmıştır. Bu da ayrı bir şekilde faiz oranlarının yeniden yükselişe geçmesine ve döviz rezervlerinin erimesine sebep olmuştur.¹⁰³ Meksika krizinin değerlendirilmesine ilişkin yapılan çeşitli çalışmalarda krizi destekleyen diğer etmenler arasında; hükümete güveni sarsan nitelikteki siyasi gelişmeler, ABD'deki faiz artışlarının yabancı sermaye kaçıışlarına yol açması, kamu borç yönetiminde vade ve döviz yükümlülüklerindeki uyumsuzluklar, bankacılık sektöründe takipteki kredilerin hızla artması, uygun bankacılık düzenlemelerinin bulunmadığı koşullar altında bankaların yanlış tutumları ve özellikle IMF'nin Meksika bankalarındaki riskli kredileri fon desteği sağlayarak karşılayacağı şeklindeki bir beklentiyle daha riskli yatırımlara yönelerek bankacılık krizini tahrik etmeleri gibi nedenler de sıralanmaktadır.¹⁰⁴

Meksika'daki krizi, birinci kuşak modeller çerçevesinde açıklayanlar, genellikle birbiriyle bağlantılı olan bazı temel göstergelerin sürdürülemez bir aşamaya geldiğine işaret etmişlerdir. Özellikle de milli paranın aşırı değerli olması krizin ortaya çıkmasında temel işleve sahip olmuştur. Krizi ikinci kuşak modeller çerçevesinde yorumlayanlar ise, krizin temelde hükümet rezervlerinin ve borcunun belli bir seviyeye ulaşmasından sonra başlayan, kendi kendini besleyen panik sürecinden kaynaklandığını öne sürmektedirler. Onlara göre ekonomik temeller krizi tam olarak açıklayamamaktadır; çünkü operasyonel bütçe dengesi 1990-94 arasında fazla vermiş ve borçlanmadaki artış önemli ölçüde özel sektörden kaynaklanmıştır. Ancak, hem yatırımcıların hem de bankacılık sisteminin, kısa vadeli borçların, özellikle \$ cinsinden kamu borçlarının ödenmesine ve döviz kurunun sürdürülmesine ilişkin risk algılamaları artmıştır. Bu durumun yarattığı korku neticesinde borç ödeyememe ve devalüasyon beklentisi piyasaya egemen olmuştur. Beklenmedik bu şoklar krize giden yolu açmıştır.¹⁰⁵

Meksika'daki kriz bölgede oluşan güvensizlik nedeniyle diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçramış ve bölge ülkelerinin borsalarında önemli düşüşlere neden olmuştur.

¹⁰³ Akdiş, a.g.e., s. 62-63.

¹⁰⁴ Apak, v.dğr., a.g.e., s. 81-82.

¹⁰⁵ Uzun, Meral, "Latin Amerika'da Yaşanan Finansal Krizlerin Kriz Erken Uyarı Sistemleri Göstergeleri Açısından Değerlendirilmesi", *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, ed. Halil Seyidoğlu, – Rıfat Yıldız, 2006, s. 218-219.

Uluslararası yatırımcıların hızlı bir şekilde yatırımlarını geriye çekmesine neden olan panik hareketlerin yayılması literatürde “tekila etkisi” olarak ifade edilmiştir.¹⁰⁶ Meksika ekonomisinin kötüye gidişi uluslararası sermaye piyasalarında şaşkınlık yaratmış, yatırımcılar iktisadi temelleri zayıf benzer gelişmekte olan ülkelerde de aynı etkilerin ortaya çıkabileceğini düşünerek yatırımlarını hızla bu piyasalardan çekmiş ve tekila etkisini yaratmışlardır. Böylece Meksika Krizi başka ülkelere de bulaşmıştır.

1.4.4. 1997 Güneydoğu Asya Krizi

Doğu ve Güneydoğu Asya ülkeleri 1970’li yılların ortalarından itibaren hızlı bir büyüme süreci yaşamışlardır. Ülkelerin ekonomik başarıları “mucize” olarak nitelenmiş ve diğer gelişmekte olan ülkelere örnek olarak sunulmuştur.¹⁰⁷

Asya ülkelerinin kriz öncesi dönemi incelendiğinde, önemli sayılabilecek makroekonomik dengesizliklerin olmadığı görülmektedir. Özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak özel sektörün bankalara olan borçlarının artması, reel anlamda ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi, cari işlemler açığının yükselmesi gibi göstergeler ekonomik gidişin yön değiştirmesi gerektiğini düşündürmüştü de, bu göstergeler önemli bir krizi önceden kestirmek için yeterli olmamıştır. Krizden hemen önceki yıllarda Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğramıştır. Yoğun sermaye girişleri -özellikle de kısa dönemli sermaye hareketleri- düzensiz finansal serbestleşme sonucu doğmuştur. Dışa açılma süreci, öncelikli sektörler verilen izinlerle başlamış, bu da kısa dönem sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur.¹⁰⁸

Asya ülkelerinin, yabancı sermayeyi çekebilmek için faiz oranlarını ABD ve diğer finans merkezlerindeki faiz oranlarının üzerinde tutmasıyla yerli para ile borçlanmanın maliyeti yüksek olacağından özel kesim yabancı para ile daha elverişli borçlanma imkanı sağlamış ve kısa vadeli dış borçlarını yüksek oranlarda artırmıştır. Bunun sonucunda Asya ülkelerinin Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank of International Settlement) nezdindeki yükümlülükleri önemli ölçüde artış göstermiş ve döviz stokları dış borçlarına oranla oldukça azalmıştır.

Bölge ekonomilerinin krize doğru sürüklenişlerinde, bu ülkelerin paralarını sabitledikleri ABD Doları’nın, Çin ulusal para birimi Yen karşısında değer kazanması önemli

¹⁰⁶ Güloğlu v.dğr., a.g.m., s. 11.

¹⁰⁷ Doğan, Adem, “Asya Krizi: Nedenleri ve Erken Uyarı Göstergeleri Açısından Bir Değerlendirme”, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, ed. Halil Seyidoğlu, – Rifat Yıldız, 2006, s. 181.

¹⁰⁸ Güloğlu v.dğr., s. 11.

rol oynamıştır. Bu durum, kriz öncesi yıllarda bölge ülkelerinin ihracat potansiyellerinin azalmasına ve rakip mallar üreten Çin'in rekabet gücünün artmasına neden olmuştur. Yerli ve yabancı yatırımcıların emlak piyasasına yaptıkları yüksek boyutlu yatırımlar ihracattaki azalmalarla dalgalanma sürecine girmiştir. Bu durum emlak fiyatlarındaki düşüş yolu ile hisse senetleri fiyatlarını çökertmiştir. 1997 yılının ilk yarısında spekülâtörler, Tayland başta olmak üzere kriz belirtilerinin başladığı ülkelerin devalüasyona gideceği beklentileri taşımaya başlamıştır. Bölge hükümetleri ise artan bu beklentiler neticesinde faizleri yükseltmişlerdir. Faizlerdeki yükselme finans kurumlarının nakit akışlarında sorunlar yaratarak, durgunluğa sebep olmuş ve böylece de piyasalardaki dengesizlikleri artırmıştır.¹⁰⁹

Kriz, 1997 başından itibaren giderek yoğunlaşan spekülâtif baskılar nedeniyle, 2 Temmuz 1997'de Tayland'ın ulusal para birimi Baht'ı dalgalanmaya bırakma ve daha sonra IMF'ye başvurma kararı alması ile patlak vermiştir. Tayland Merkez Bankası'nın bu kararı açıklaması ile Baht bir anda % 15'in üzerinde değer kaybetmiştir. Kriz öncesi dönemde Dolar'ın Yen ve başlıca Avrupa para birimlerine karşı değerinin artması, krizin infilak unsurunu oluşturmuştur. 1995 yazından itibaren başlayan bu değerlenme, ülkenin ihracat alanında karşılaştığı güçlükleri daha da ağırlaştırarak Tayland parasının Dolar'a bağlanması politikasını giderek daha az tahammül edilebilir hale getirmiştir. Tayland'da büyümenin ve ihracatın yavaşlaması, özellikle işgücü maliyetlerindeki yükselme nedeniyle endüstrinin rekabet gücünün azalmasına bağlanmıştır. Nihayet, yabancı yatırımcıların güveni, bankacılık sektörünün giderek daha da zayıflaması nedeniyle düşmüştür. Tayland parasının Dolar karşısında düşüş ihtimalinin giderek yükselmesi ise endişeleri artırmıştır.¹¹⁰

Güneydoğu Asya krizinin nedenlerine ilişkin literatürde iki yaklaşım mevcuttur. Bunlardan ilkinde göre kriz, bankaların yurt dışından borçlanmasıyla başlamış, sermayenin getirisini düşürmüş, bankaların zararlarını arttırmış ve bankaların şirketlere verdiği kredileri geri çağırmasıyla sonuçlanmıştır. Sermayenin getirisinin düşmesi; bankaların aktif (varlık) kalitesinin ve böylece net değerinin düşmesini ifade etmektedir. Buradaki mekanizma şöyle ifade edilebilir: Kriz nedeniyle banka bilançosunun pasif tarafı artan faizlerle birlikte yükselirken; aktiflerin (kredi, tahvil ve bonoların) getirisinin değişmemesi, banka net değerini (sermayesini) düşürmektedir. Sonuçta ulusal bankalar, yurtdışı bankalara olan kredi borçlarını ödemek üzere yurtiçi piyasada kullandıkları kredileri toplamaya başlamışlardır. Dışarıya

¹⁰⁹ Akdiş, a.g.e., s. 62.

¹¹⁰ Öztürk, Salih, "Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi: 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım -2001 Şubat Türkiye Krizleri", Yönetim ve Ekonomi, c.10, sy. 1, 2003, ss. 171-185, s.173.

yoğun bir sermaye çıkışının bu olayı izlemesi ise krizi kaçınılmaz kılmıştır. Dolayısıyla krizin temelinde bankacılık ve finans kesiminin sorunlarının, özellikle de bilanço sorunlarının bulunduğu ileri sürülmüştür. İkinci yaklaşımda ise Güneydoğu Asya krizinin büyük ölçüde kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerinden kaynaklandığı vurgulanmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin olumlu konjonktüründe Asya ülkelerinde ortaya çıkan aşırı piyasa iyimserliği risk algılamalarını azaltmış ve bankacılık sisteminde aşırı kredi artışına neden olmuştur. Öte yandan Asya ülkelerinde olumlu beklentilerin tersine dönmesiyle borç-deflasyon süreci yaşanmaya başlanmıştır.¹¹¹

Kriz sürecini takiben yerli paraların yabancı paralar karşısındaki değerinde aşırı düşüşler gözlenmiş, bankaların aldıkları açık pozisyon ve vade riskleri nedeni ile banka iflasları meydana gelmiş, bölge ülkelerinde resesyona bağlı olarak istihdam seviyesinde azalmalar olmuş, menkul kıymet borsalarında keskin ve hızlı düşüşler krizin finansal sektör-reel sektör bağımlı gözler önüne sermiştir.¹¹²

Temmuz 1997'de Tayland'da başlayan kriz, hızla bölgenin diğer ülkeleri Malezya, Endonezya, Güney Kore, Filipinler, Hong Kong ve Singapur'a yayılmıştır. Başlangıçta ülkelerin paraları Dolar karşısında önemli düzeyde değer kaybetmiş ve borsaları da çökmüştür. Dünya global krizin eşiğine gelmiş, birkaç ay içinde birçok ülke yıllarca geriye gitmiş, ekonomik istikrarsızlıkla birlikte politik istikrarsızlıklar yaşanmıştır. Krizden en çok etkilenen beş ülkede – G. Kore, Tayland, Endonezya, Malezya ve Filipinler- 2 Haziran 1997-24 Mart 1998 arasında ulusal paralar % 36 ila % 72 arasında değer kaybetmiştir. Yine bu ülkelerde hisse senedi fiyatlarında % 18 ila % 34 arasında düşüş yaşanmıştır. Üretim ve tüketim düzeyindeki düşüşler ile yoksulluktaki artış sonucu, bunalımı yaşayan ülkeler dünya gelir hiyerarşisinde on yıl öncesinin düzeyine gerilemişlerdir.¹¹³

1.4.5. 1998-99 Rusya Krizi

Rusya'da 1997 yılında meydana gelen krizin kökenleri bu tarihten eskilere dayanmaktadır. Sovyetler Birliği'nin dağılmasından sonra Rusya'nın yeni bir sisteme adapte olmaya çalışması, ülkeyi ekonomik zorluklarla karşı karşıya getirmiştir. Bu zorlukları aşmak için çeşitli ekonomik tedbirler uygulayan Rusya'da, enflasyon 1995-97 döneminde % 20-30'lara kadar düşürülmüştür. Ruble/Dolar koridorunun Haziran 1995'te kurulmasıyla

¹¹¹ Işık v.dğr., a.g.m., s.48-49.

¹¹² Apak v.dğr., a.g.e., s. 18.

¹¹³ Doğan, a.g.e., s. 181.

Rusya'ya uluslararası sıcak para akmaya başlamıştır. Bu durum borsada yükselişlere neden olmuş; ancak ödenmemiş borçlar da artmaya başlamıştır.¹¹⁴

1997 yılı sonlarında kamu kesiminin finansal açıklarına bağlı olarak borç senetlerinin faiz oranları artmış, buna ilave olarak Rusya'nın en önemli döviz kalemleri olan petrol, kereste, altın başta olmak üzere dünya emtia fiyatlarında düşüş yaşanmış ve Rusya'nın gelir kaynakları azalmıştır. Bu gelişmelerin doğal sonucu olarak kriz, Rusya'nın dış ve iç borçlarını ödeyemez hale gelmesiyle patlak vermiş; borsanın, bankaların ve Ruble'nin çok kısa zaman içinde çökmesiyle Rus ekonomisi birkaç gün içinde derin bir şekilde sarsılmıştır.¹¹⁵

Rusya'daki ekonomik krizin kaynağı geniş mali açıklar ve Rusya'nın yerli ve yabancı yatırımcılara olan borçlarındaki büyük artışlardır. Bağımsız derecelendirme kuruluşlarının notları düşürüp Rusya'yı en iyimser tahminlerle altı aylık dönem için yatırım yapılabilir düzeyde görmeleri üzerine, ülkeden yurtdışına sermaye çıkışı da hızlanmıştır. Bu gelişmeler Rusya'nın Sovyetler Birliği dağıldıktan sonra 1992 yılında uygulamaya koyduğu şok programın bir sonucu olarak da görülmektedir. Bu program ile fiyatların serbest bırakılması amaçlanmış; ancak yüksek enflasyon ortamındaki Ruble'nin değer kaybı; döviz, gayrimenkul ve değerli madenlere talebi artırarak ekonomiyi spekülasyona açık hale getirmiştir. Makro istikrarın sağlanmasına yönelik tedbirler sanayideki dalgalanmayı artırmış, piyasa sistemine geçme ve özelleştirme gayretleri ise sorunları gidermede yeterli olmamıştır.¹¹⁶

Kronik bütçe açıklarının iç ve dış borçlanma ile karşılandığı ve Ruble'nin aşırı değerli olduğu Rusya'da hükümet, Temmuz 1998'de IMF ile anlaşma imzalamış ve IMF'den ilk taksit olarak 5 milyar \$ borç almıştır. Ancak Rusya bu anlaşma şartlarını yerine getirememiştir. Bu gelişme, bir yandan Ruble'nin değer kaybedeceğini öngören Rus yatırımcıların yatırımlarını Ruble'den Dolar'a çevirmelerine, öte yandan portföylerindeki tahvilleri ve hisse senetlerini satmalarına yol açmıştır. Sonuçta tahvil ve hisse senetleri fiyatları düşmüştür. Rusya hükümeti, Ağustos 1998'de Ruble borçlarını yeniden yapılandırmak amacıyla, bankalar ile özel firmaların döviz cinsinden borçları için 3 aylık bir moratoryum ilan etmiş, dalgalı kura geçerek Ruble'nin değer kaybetmesine izin vermiş ve IMF'den ikinci para dilimini talep etmiştir. Ancak IMF anlaşma şartlarının yerine getirilmediği gerekçesiyle bu talebi reddetmiştir. O güne kadar, IMF'nin Rusya gibi büyük bir ülkeye borç vermeyi reddetmeyeceğini düşünen yatırımcılar, bu kararlar birlikte

¹¹⁴ Akdiş, a.g.e., s. 84.

¹¹⁵ Apak v.dğr., a.g.e., s. 86.

¹¹⁶ Akdiş, a.g.e., s. 84-85.

portföylerindeki Rus varlıklarını çok düşük fiyattan satarak bu fonlarla ABD’de tahvil satın almışlardır. Böylece, sermaye kaçıışı Rusya krizi ile sonuçlanmıştır.¹¹⁷

Rusya’da patlak veren krizin, ABD’de bulunan LTCM (Long Term Capital Management) adlı bir hedge fonu zor duruma düşürmesi, uluslararası mali yatırımcıların risk iştahını köreltmış; Türkiye ve benzeri ülkelere yönelik risk algılarının yükselmesi nedeniyle yatırımcılar, bu ülkelerden de hızlı bir şekilde yatırımlarını geri çekmeye başlamışlardır. Söz konusu kurumun portföyünde, hem Rusya’nın hem de diğer yükselen piyasa ekonomilerinin çıkardıkları menkul kıymetlerden önemli ölçüde bulunması neticesinde, kriz bulaşıcılık etkisiyle söz konusu diğer ülke ekonomilerini de olumsuz etkilemiştir.

1.4.6. 2001 Arjantin Krizi

İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde Arjantin ekonomisine kronik enflasyon olgusu hakim olmuştur. Yüksek enflasyonun düşürülmesi amacıyla sabit kur sistemine dayalı birçok istikrar programı uygulanmış; ancak bu programların neredeyse tamamı, global faktörlerin de katkısıyla, para kriziyle sonuçlanmıştır. 1967-1995 yılları arasında sekiz istikrar programı uygulayan Arjantin, her programdan sonra bir ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır. Her krizin ardından merkez bankasına ait uluslararası rezervler önemli boyutlarda azalmış ve program terk edilerek ciddi devalüasyonlar yapılmıştır. Uygulanan istikrar programlarının birçoğu sabit kur merkezli hazırlanırken, aynı zamanda parasal ve mali disipline yönelik çeşitli politikalarla ücret ve fiyat kontrolleri getirilmiştir. Programın uygulandığı ilk yıllarda enflasyonda bir düşme gözlenmiş; ancak kaçınılmaz şekilde milli para aşırı değerlenmiş ve cari işlemlerde bozulma meydana gelmiştir. Nihayetinde ekonomik aktörler güçlü devalüasyon beklentisi içerisine girince, merkez bankasının sabit kur politikasını sürdürmek adına yaptığı müdahaleler, önemli rezerv azalışlarına neden olmuştur. Bu durum sonucunda mali ve parasal disiplin yok olmuş, enflasyon ve dış dengesizlikler büyümüş ve sabit kur sistemi çökmüştür.¹¹⁸

Arjantin, 2001 yılı sonuna kadar uyguladığı ve 2001 krizinin koşullarını oluşturan iktisat politikalarını, Mart 1991’de uygulamaya konulan Konvertibilite (Cavallo) Programı ile başlatmıştır. Programın başlatıldığı sırada, yukarıda da söz edildiği gibi, Arjantin uzun yıllardır süregelen hiperenflasyonla yaşamaktaydı. Bu nedenle programın öncelikli hedefi

¹¹⁷ Ünsal M., Erdal, *Uluslararası İktisat: Teori, Politika, ve Açık Ekonomi Makro İktisadi*, İmaj Yayıncılık, 2005, s.529.

¹¹⁸ Choueiri, Nada – Kaminsky, Graciela, ‘Has to Nature of the Crisis Changed? A Quarter Century Currency Crisis of Argentina’’, International Monetary Fund, IMF Working Paper No 99/152, 1999, s. 5-6.

enflasyonist süreci kırmak ve parasal istikrarı sağlamak şeklinde belirlenmişti. Enflasyonist süreci kırmak için seçilen araç, dönemin hakim uluslararası finans paradigmasına uygun olarak para kurulu sistemi olarak belirlenmişti. Bu esaslar çerçevesinde hazırlanan Konvertibilite (Cavallo) Programının temel unsurları aşağıdaki şekildedir:¹¹⁹

- Yerel para Peso ile ABD Doları arasındaki parite sabitlenmiştir.
- Para basımı uluslararası rezervlerdeki net değişime bağlanmıştır.
- Merkez bankasının kamuya kredi açması kanunla yasaklanmıştır.
- Kamu maliyesi alanında disiplinin sağlanması ve sürdürülmesi için siyasi çevrelerde uzlaşma sağlanmıştır.
- Yapısal reformlar ve özelleştirmeye hız verilmiştir.

Bu program 2001 yılı sonuna kadar yaklaşık on sene sürdürülmüştür. İlk yıllarda olumlu gelişmelerin yaşandığı ekonomide, daha sonra para kurulu uygulaması paralelinde etkin bir para politikası yürütülememesi sonucu ekonomik büyüme sağlanamamış ve son yıllarda üst üste üç yıl daralma görülmüştür. Bu durum vergi gelirlerini düşürmüş ve işsizliği artırmıştır. Vergi gelirleri gerilerken kamu harcamalarında aynı oranda indirimlerin mümkün olmaması sonucu bütçe açığı büyümüştür. Açığın finansmanı için iç ve dış borçlanmada artışa gidilmiştir. Kamu açığını büyüten bir başka neden ise federal bir devlet olan Arjantin'de eyaletlere tanınan geniş mali özerklik olmuştur. Merkezi hükümet, kendi bütçesini kontrol edebilse dahi, eyalet hükümetlerinin harcamalarını her zaman kontrol edememiş ve kamu maliyesi disiplininin sağlanması mümkün olmamıştır.¹²⁰

Arjantin ekonomisinde finansal göstergeler krizin hemen öncesinde ciddi bozulma göstermiştir. 1991-2001 yılları arasında bütçe açığı/GSYİH oranı ortalama % 6 civarında gerçekleşmiştir. Aşırı değerli milli para ülkede ticaret dengesizliğini artırmış ve buna bağlı olarak ülke borçları için yeterince döviz elde edemeyince daha da borçlanmıştır. 2001 yılı sonlarına doğru merkezi ve yerel hükümetlerin toplam borcu GSYİH'nin % 50'sine ulaşmıştır. Ülke 2002 yılında daha fazla borçlanamamış ve Peso'yu devalüe etmek zorunda kalmıştır. Bunun dışında ülkede sabit döviz kuru rejiminin olması yanında ücretlerle ve iş hayatıyla ilgili katılıkların bulunması, olumsuz dış şoklar (ihracat fiyatlarının düşmesi ve Arjantin'in

¹¹⁹ Apak v.dğr, a.g.e., s. 94.

¹²⁰ a.g.e., s. 94-95.

ticaret yaptığı önemli ülkelerin paralarını devalüe etmeleri) ile siyasi problemler ve belirsizlikler krizin diğer önemli sebepleri arasında gösterilmiştir.¹²¹

1.4.7. 1994 Türkiye Krizi

Türkiye ekonomisinde temel yapısal değişiklik yaratan 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirleri'nden sonra, özellikle 1989'dan itibaren, kamu kesimi gelir gider dengesi ciddi biçimde bozulmuştur. Kamu kesimi açıklarında genişleme konjonktürel nedenlerden değil, yapısal, kurumsal nedenlerden kaynaklanmıştır. Devlet, gelirlerini artıracak sağlam esaslar oluşturamamış, ekonomide vergilendirilemeyen alanları etkin biçimde vergilendirecek yeni vergi yasaları çıkaramamış, mevcut vergileri de etkin biçimde tahsil edememiştir. Kamu kesimi gelirlerinin artırılmamasına karşılık, kamu harcama ve giderleri de kontrol altına alınamamıştır. Kayıt dışı ekonominin genişliği yalnızca kamu kesimi gelirlerinin düşük düzeyde kalması sonucunu doğurmamış, aynı zamanda sosyal güvenlik kurumları çalışamaz duruma düşmüştür. Kamu kesimi giderleri normal gelirlerle karşılanamayınca Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) kaynaklarına başvurulmuş ve yoğun biçimde iç ve dış borçlanmaya gidilmiştir. Devlet borçlanabilmek için faizleri yükseltmiş, yurtiçi faizler yurtdışı faizlere oranla yüksek tutularak ülkeye kısa vadeli sermaye çekilmek istenmiştir. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) getirisi yükseltilmiş, bunlar vergi ve harçlardan muaf tutulmuştur. Bu gelişmeler devleti bir kısır döngüye sürüklemiş, borçları ödeyebilmek için tekrar daha ağır şartlarda borçlanma yoluna gidilmiştir.¹²²

1988 yılında ücret artışlarının enflasyon artışından düşük tutulması politikasından vazgeçilmiş ve değerli kur politikası benimsenmiştir. Sonuçta iç talep ve ithalatta büyük miktarlarda artış kaydedilmiştir. Yukarıda da söz edildiği gibi 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte TL reel anlamda değer kazanmaya başlamış; kur değerli tutulduğundan, kısa vadeli sermaye hareketlerini yurtiçine çekebilmek için faiz oranları yüksek tutulmuş ve reel faizler yükselmeye başlamıştır. Ayrıca 1984-1990 döneminde dış borç geri ödemeleri yoğunlaştığından, bu dönemde dış borç ödemeleri genelde iç borçlanmaya başvurularak yapılmıştır. Bu da faiz oranlarının yükselmesini teşvik etmiştir. Faiz oranlarının yükselmesi sonucu kısa vadeli sermaye hareketleri hızlanmış ve 1990 yılında doruk noktaya ulaşmıştır. Kısa vadeli sermaye girişi, ithalatın finansmanı ve aynı zamanda kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılması için kullanılmıştır.¹²³ Hızla artan kamu

¹²¹ Uzun, a.g.m., s. 222-224.

¹²² Şahin, Hüseyin, *Türkiye Ekonomisi*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2007, s. 219-220.

¹²³ Güloğlu v.dğr., a.g.m., s. 16.

açıkları, 1989-1993 döneminde reel ücretlerdeki yükselme ve aynı zamanda sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile birlikte Türk Lirası'nın değer kazanması, ekonomide iç talepten kaynaklanan bir büyüme yapısı oluşturmuştur.¹²⁴

Ayrıca, 1990'lı yılların başında ABD tahvil piyasalarının küreselleşmesi ve Japonya'da finansal piyasalara yabancıların girişini engelleyen yasanın yürürlükten kaldırılması dünyada fon arzının artmasına olanak sağlayarak faiz oranlarının düşmesine ortam hazırlamıştır. Bu ortamda, bireysel bankacılık hizmetlerinin gelişmesine paralel olarak tüketici kredilerinde ortaya çıkan artış, tüketimi teşvik etmiştir. Türk banka sisteminin Avrupa piyasalardan sağladığı ucuz fonları dayanıklı tüketim mallarına dönük tüketici kredisi olarak kullandırması 1994 krizinin önemli nedenlerinden biridir.¹²⁵

Faiz gelirlerinin üretim ve yatırım faaliyetlerini caydırıcı bir cazibeye kavuşması sonucu üretim faaliyetlerinin azalması, piyasaların rant ağırlıklı bir yapıya bürünmesi, faiz, borsa, döviz üçgeninde karlılık arayan ulusal ve uluslararası sermayede devletin bu borç yükünü uzun süre götüremeyeceği kanaatinin yerleşmesine sebep olmuştur. Dış kredi kuruluşlarının kredi notunu düşürmeleri ile de desteklenen bu durum, TL'nin aşırı değerlenmiş olduğu düşüncesi ile de birleşince yüksek bir döviz talebi ortaya çıkarmış ve baskı altında tutulan döviz kurlarının serbest piyasada büyük bir yükseliş trendine girmesine yol açmıştır.¹²⁶

Bu gelişmeler üzerine, 26 Ocak 1994 tarihinde TL yaklaşık % 14 oranında devalüe edilmiştir. Bu devalüasyonu 1 Mart ve 17 Mart tarihlerindeki iki devalüasyon izlemiştir. TL'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybı Nisan ayına kadar sürmüştür. Bu doğrultuda Nisan sonuna kadar olan dönemde TL'nin Dolar karşısındaki değer kaybı nominal olarak % 172'ye yükselmiştir. Bu durum sonucunda kur-faiz makası daralmıştır. Açık pozisyonlarını kapatma yarışında olan bankaların da dövizde hücum etmeleri, 1 Aralık 1993'te 7 milyar \$'dan fazla olan merkez bankası rezervlerini, 1 Mart 1994'te 3.3 milyar \$'a düşürmüştür.¹²⁷

Ortaya çıkan krizin maliyeti büyük olmuştur. 1994'te ithalat % 15 azalmış, GSYİH % 5.5 düşmüş, enflasyon % 106'ya çıkmıştır. İmalat sanayinde reel ücretler % 36 gerilemiştir. Ardından devalüasyon ve ücret gerilemesiyle tekrar kazanılan maliyet avantajı ihracatı

¹²⁴ Apak v.dğr, a.g.e., s. 112.

¹²⁵ Parasız, İlker, *Türkiye Ekonomisi: 1923'den Günümüze Türkiye'de İktisat ve İstikrar Politikaları*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1998, s. 347.

¹²⁶ Akdiş, a.g.e., s. 118.

¹²⁷ Güloğlu v.dğr., a.g.m., s. 17.

yeniden artırmaya başlamıştır. Göstergeler olumluya döndüğünde, kısa vadeli portföy yatırımları yükselişe geçmiştir.¹²⁸

1.4.8. 2000 Kasım ve 2001 Şubat Türkiye Krizleri

2000 yılına girerken Türkiye'nin ödemeler dengesinin cari işlemler hesabında bir sorunu olmadığını; ancak kronik enflasyon sürecini kıramamış, kamu iç borç sorunu ağırlaşmış ve bankacılık sektörü kırılmanlaşmış bir ülke konumunda olduğunu söylemek mümkündür. 1999 yılının sonuna doğru ekonomi % 6 oranında küçülmüş, enflasyon (TEFE) % 70'e ulaşmış, bütçe açıkları taşınamaz bir düzeye gelmiş, hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı % 100'ü aşmıştır. İç borç dinamiğinin ciddi bir bozulma eğilimine girmiş olması ve bunu düzeltmek için sıkı bir maliye politikası izlemenin yeterli olmayacağı kaygısından hareketle, ekonomide, güçlü bir dış mali destek sağlayarak kapsamlı bir istikrar programı uygulama düşüncesi hakim olmuştur. 1999 deprem şokundan sonra Türkiye'nin dış ilişkilerinde gözlenen olumlu gelişmeler ve AB aday üyelik perspektifi, ekonomik yapılanmada yeni bir sürecin başlatılması için de uygun bir ortam oluşturmuştur. Bu koşullar altında, Türkiye Aralık 1999'da IMF stand-by desteğiyle üç yıl süreli (2000-02) bir programı uygulamaya koyduğunu açıklamıştır.¹²⁹

Enflasyonla Mücadele Programı (EMP) olarak adlandırılan bu program, ekonomide, kamu kesimi açıklarını kontrol altına alarak, faiz haddini ve enflasyonu düşürmeyi ve istikrarı kalıcı bir biçimde sağlamayı hedeflemiştir. Program süresince, enflasyonun üç yıl içerisinde (2000-2002) % 5'e çekileceği, GSMH'nin 2000'de % 5.6, 2001'de % 5.2, 2002'de % 5.8 oranlarında büyüyeceği, cari açık/GSMH oranının 2000'de % -1.8, 2001'de % -1.6, 2002'de % 1.5 düzeyinde olacağı, kamu borç stoku/GSMH oranının da kamu kesimi konsolide bütçesinde sağlanacak faiz dışı fazlalar yardımı ile % 57.9'dan % 54.6'ya çekileceği öngörülmüştür. EMP'de para ve döviz kuru politikaları uygulamaları TCMB'ye bırakılmıştır. Para politikasını, para arzının kontrolünü ve döviz kuru nominal çapasını esas alan para kurulu benzeri bir politika olarak ifade etmek mümkündür. Programda Net İç Varlıklar¹³⁰, kontrol altında tutmak ve parasal genişleme veya ekonominin likidite ihtiyacını tamamen Net

¹²⁸ Afşar, a.g.e., s. 120.

¹²⁹ Celasun, Merih, "2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme", s. 13-14, <http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>, 6 Nisan 2010.

¹³⁰ Merkez Bankası'nın net iç varlıkları (NİV), para tabanından ay sonu cari kurlar ile hesaplanan Net Dış Varlıklar kalemi çıkartılarak hesaplanır. Para tabanı, merkez bankası emisyonu + bankacılık sektörünün merkez bankası nezdindeki TL mevduatları olarak tanımlanır. Merkez bankasının net dış varlıkları ise, bankanın net uluslararası rezervlerinin, orta vadeli döviz kredilerinin (net) ve diğer net dış varlıkların toplamı olarak tanımlanır.

Dış Varlıklardaki artışa endekslemek hedeflenmiştir. Diğer bir deyişle TCMB yalnızca döviz girişleri karşılığında yaratacağı Türk Lirası'nı piyasaya verecek ve ek likiditeyi ancak bu yolla sağlayacaktır. Ayrıca, TL'nin 2000 yılında 1 Dolar+0.77 Avro'dan oluşan döviz sepeti karşısında % 20 değer yitirmesi planlanmıştır. TCMB, TL'nin bu sepet karşısındaki değer kaybını, öngörülen aylık takvime göre günlük olarak açıklayacaktır. Kur değişmesi *enflasyon tahminine* göre değil, *enflasyon hedefine* göre belirlenecektir.¹³¹

IMF desteğiyle uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programı, etkilerini ilk olarak faizlerin düşmesiyle göstermiştir. Devlet iç borçlanma senetlerinin ortalama bileşik faiz oranları 1999 yılının son çeyreğinde % 103 iken, 2000 yılında sürekli azalarak Kasım krizine kadar % 40 'a kadar inmiştir. Faizlerdeki düşüşün en önemli nedeni döviz kurunun çapaya bağlanması nedeniyle düşük faizle yapılan dış borçlanmanın artmasıdır. Ayrıca enflasyon beklentilerinin düşük olması DİBS'lere olan talebi artırmıştır. Bunlara ek olarak faiz dışı bütçe fazlasının GSMH 'inin % 2.2'sinden % 6 'sına çıkması da faizlerdeki düşüşte önemli rol oynamıştır. Ancak faizlerdeki hızlı düşüş tüketici kredilerinde patlamaya sebep olmuş ve sonuç olarak dayanıklı tüketim ve yatırım mallarıyla otomobil satışları artmıştır. Enflasyon oranının tahmin edilenden yüksek çıkması nedeniyle aşırı değerlenen TL., ithal malları alımını cazip kılarak ihracatta rekabet gücünün azalmasına yol açmıştır. Ancak döviz kurunun düşük belirlenmesi aramalarının ucuzlamasını sağlamış ve talebini artırmıştır. Sonuçta tüketim ve ithalatta yaşanan artışlar büyüme hızını programda öngörülenin üzerine taşımıştır (% 5.5 'e karşılık % 6).¹³²

EMP'nin başarısızlık nedenleri ve 2000 Kasım krizini hazırlayan diğer sebepler aşağıdaki gibi sıralanabilir:¹³³

- İthalatın eksik belirlenen döviz kuru nedeniyle artması ve Avrupa'ya ihracatın Avro'nun Dolar karşısında değer kaybetmesi nedeniyle, diğer pazarlarda ise rekabet gücünün azalmasından dolayı gerilemesi, cari işlemler dengesinin hızla bozulmasına neden olmuştur.
- Döviz kurunun çapaya bağlanması ve ulusal ve uluslararası faiz oranlarındaki farklılıklar nedeniyle, bankalar, döviz kurunda olabilecek değişimlere karşı koruma

¹³¹ Şahin, a.g.e., s. 249-250.

¹³² Güloğlu, Bülent, "İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım 2000ve Şubat 2001 Krizleri", Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı I, sy. 41, Eylül-Ekim 2001, ss. 524-530, s. 525-527.

¹³³ a.g.e., s. 527.

almadan uluslararası piyasalardan düşük maliyetle aldıkları borçları, Türkiye’de TL cinsinden yüksek faiz oranlarından kredi olarak vermişlerdir.

- Türkiye’de 2000 yılının sonbaharında TÜFE enflasyonu % 27'lere ulaşmış, cari işlemler açığı GSMH’lanın % 4’ünü geçmiş, artan ithalat giderleri ve dış borçlarla, azalan ihracat gelirlerine karşılık yabancı sermaye girişi sağlanamamış ve devalüasyon beklentisi artmıştır. Sonuçta yabancı fon yöneticileri plasmanlarını tasfiye etmeye başlamış ve kredileri kesmişlerdir. Böylece yaklaşık 4 milyar 800 milyon \$’lık portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve devalüasyon beklentisi içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz taleplerini artırmışlar ve piyasada likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez bankası artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasaya likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış, faiz oranları artırılarak frenlenmek istenmiştir. Faizlerin aşırı derecede yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla DİBS bulunduran Demirbank’a el konulmuş ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devredilmiştir.
- Diğer bankalara el konulacağı beklentisi paniğe yol açmış, 22 Kasım’da bankalar arası piyasalarda ortalama gecelik faiz % 110.8’e çıkmış ve en yüksek değer olarak da % 210’a ulaşmıştır. 15 Kasım’da 13256 olan IMKB 100 endeksi sürekli azalarak 4 Aralık’ta 7329 puana gerilemiştir.
- Panik havasını dağıtmak isteyen merkez bankası, sonuçta piyasaya para sürmek zorunda kalmıştır. 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon \$ olan merkez bankası brüt döviz rezervi, 1 Aralık 2000’de 18 milyar 942 milyon \$’a inmiştir.

Kasım krizinin derinleşmesini, IMF’nin 7.5 milyar \$ tutarında ek kredi vermesi, kısa vadeli sermaye girişleri ve halkın her şeye rağmen TL’den dövize geçmeyi tercih etmemesi önlemiştir. Böylece faiz oranlarında az da olsa düşüş sağlanmış ve finansal piyasalardaki tedirginlik kısmen de olsa azaltılmıştır. Ancak, Kasım 2000 Krizi, Şubat 2001 Krizi ile iç içe geçmiş bir görüntü vermektedir. Diğer bir ifadeyle, Şubat Krizi, Kasım Krizinin devamı niteliğindedir. Çünkü, iki kriz arasındaki sürenin çok kısa olması ve Kasım Krizinin etkileri geçmeden Şubat 2001 Krizinin yaşanması krizlerin arasındaki etkileşimi güçlendirmiştir. Kasım krizinden sonra, IMF’nin de uyarılarına rağmen kur çapasına devam edilmiştir. IMF kredisi ek rezerv kolaylığı şeklinde verildiğinden, vadesi çok kısa ve maliyeti yüksek olmuştur. Böylece kur çapası yüksek bir maliyet ödenerek savunulmuştur.

19 Şubat 2001’de Cumhurbaşkanı ve başbakan arasında Milli Güvenlik Kurulu’nda gerçekleşen sert tartışmalar, kamuoyuna devlet krizi olarak açıklanmış; Kasım krizinin etkileri hala devam ederken, finansal piyasalar yeni bir krizle karşı karşıya kalmıştır. TL’den kaçış ve dövize geçiş işlemlerinin büyük boyutlara ulaştığı durumda yine yabancı yatırımcılar piyasadan çıkarken, bankalar ve tasarruf sahipleri döviz alımına yönelmişlerdir. Faizler yine % 1000’lerin üzerinde seyrederken, merkez bankasının net iç varlıklar hedefinden taviz vermemesi 20, 21 ve 22 Şubat’ta krizin derinleşerek sürmesine yol açmıştır. 23 Şubat 2001’de merkez bankasının rezervleri 5.3 milyar \$ azalmıştır. Bankalar arası para piyasasında gecelik faizler % 7500’e çıkarken, Hazine % 144 faiz oranı ile borçlanmıştır. Cari işlemler açığının gittikçe artması sonucu, piyasa dengesizliği gibi Kasım krizindeki sorunlarla yine karşı karşıya gelinmiştir.¹³⁴

Türk Lirası’nın devalüe edilmesi, bankaların açık pozisyonlarını yükselterek, finans sektöründe hassaslığın artmasına ve reel sektöre açılan kredilerde kısıtlamaya gidilmesine yol açmıştır. Böylece hem finansal hem de reel sektör krizden büyük ölçüde etkilenmiştir. Kriz nedeni ile Türkiye ekonomisi 2001 yılında % 9,4’lük bir oran ile tarihinin en büyük küçülmesini yaşamıştır. Bu küçülmenin en önemli etkisi işsizlik oranının % 12’ye çıkması ile istihdam alanında kendini göstermiştir. Reel ücretler 1997 yılına göre % 70 azalmıştır. Şubat 2001 kriziyle birlikte Aralık 1999’da uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programının da sonuna gelinmiştir.

¹³⁴ Işık, Nihat – Alagöz, Mehmet – Yıldırım, Metin, “1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri”, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, ed. Halil Seyidoğlu – Rıfat Yıldız, 2006, s. 254.

İKİNCİ BÖLÜM

2007-2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

2.1. 2007-2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

2007 yılının ortalarında başlayan ve ilk başta ABD mortgage piyasasına ilişkin yerel bir ekonomik dalgalanma şeklinde algılanan küresel kriz, kısa sürede tüm dünya ekonomilerini etkisi altına almış, birçok finansal kurumun batmasına, bir kısmının ise devletleştirilerek kurtarılmasına neden olmuştur.

Tüm dünya ekonomilerini olumsuz yönde etkileyen krizin ana nedeni, son on yıl içerisinde dev bir hacme ulaşan ABD mortgage piyasası kredilerine dayalı karmaşık türev ürünlerin hızla dünya ekonomilerine yayılmasıdır. Bu durum, kredibilitesi zayıf olan kişilere mortgage kredisi verilmesi dolayısıyla ortaya çıkan risklerin de yayılmasına neden olmuştur. Yüksek risk taşıyan konut kredilerinin bir kısmının geri ödenmemesi sonucunda bu kredilere dayanılarak ihraç edilen menkul kıymetlerin değeri hızla aşağıya düşmüş, söz konusu varlıkları bilançolarında tutan mali kurumların sermayesi tehlike sınırına doğru erimeye başlamış, finansal kurumlar likidite yetmezliği ve sermaye zafiyeti sorunları ile karşı karşıya kalmıştır. Bu süreçte ‘menkul kıymetleştirme’ yoluyla uluslararası piyasalara ihraç edilen emlak kredilerine dayalı türev ürünlerin fiyatlanamaması sorunu ortaya çıkmış, bu da finansal kurumlar arasında güven bunalımı yaratmıştır. Böylece finansal piyasalarda yaşanan korku ve belirsizlik, ortaya çıkan likidite krizinin kısa sürede küresel bir panik ortamına ve güven krizine dönüşmesine neden olmuştur. Finansal piyasalardaki sorunlar, reel sektör ile finansal kesim arasındaki karşılıklı bağımlılık ilişkisi nedeniyle reel sektöre de sıçramış, birçok ülkede görülen ekonomik yavaşlama yerini ekonomik gerilemeye bırakmıştır.

Krizin temelinde yatan olguya bakıldığında ise karşımıza İkinci Dünya Savaşı sonrası dünyada yaşanan ekonomik gelişmeler çıkmaktadır. Dünyada 1945-75 dönemi, hem merkez hem de çevrebağımlı ekonomilerde hızlı büyüme yıllarını içermektedir. Ancak bu büyüme

dönemi, merkez ülkelerde yaşanan stagflasyon ile son bulmuştur. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, Avrupa'nın yeniden inşası, Uzakdoğu Asya'da Tayvan ve Güney Kore gibi sanayileşen ülkelerin hızla gelişmesi, yeni üretim kapasiteleri yaratmış ve küresel rekabeti tırmandırmıştır. Bu süreçte ülkeler içi ve arası sosyal eşitsizlikler satın alma gücünü sınırlandırıp, karlılığı eritmiştir. Dünya ekonomisi 1970'li yıllarda yaşanan petrol fiyatı artışlarıyla daha da bozulmuştur. Gelişmiş ülkeler, aşırı üretim sorununun yarattığı kar oranlarındaki düşme eğilimi karşısında azalan karlarını yeniden yükseltmek için, küreselleşme dışında kalan alanların küresel piyasa ekonomisiyle hızla bütünleşmesini destekleyecek politikalar izlemiştir. Çok uluslu büyük şirketlerin önemli bir bölümü ucuz emekten faydalanarak maliyet avantajı elde etme amacıyla faaliyetlerini Asya ülkelerine taşımışlardır. Bunun sonucunda 1980'lerin ortasından başlayarak ABD'de finans dışı kesimlerin kar oranları yeniden yükselişe geçmiştir. Kar oranlarındaki bu artış, reel sektör şirketlerinin giderek finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler karşısında, spekülasyon yatırımlarından beslenmesiyle mümkün olabilmektedir. Bir diğer deyişle, finansal serbestleşmeyle birlikte finansal sermayenin kısa dönemli spekülatif nitelikli kararları, sanayileşme hedeflerinin önüne geçmiştir. Ancak bir yandan da spekülatif kazançların özendirildiği finansal genişleme, son krizde de gözlemlendiği gibi, ekonomilerde istikrarsızlık yaratmıştır.¹³⁵

Bugün dünya ekonomisinde yaşanan çöküşün kökeni, 2000'lerin başında yukarıda anlatılan gelişmelerin hazırladığı NASDAQ teknoloji balonuna dek uzanmaktadır. 1990'ların sonunda ABD ekonomisinde özellikle teknoloji hisselerinin fiyatlarında keskin bir yükseliş ve ardından 2000-2001'de çöküş gerçekleşmiştir. Ekonomide yaşanan durgunluğun aşılabilmesi için Amerikan Merkez Bankası (FED) politika faizini hızlı bir biçimde indirmiş, bu durum, ekonomiden sorumlu yetkililerin ekonomik büyümeyi yeniden sağlayabilmek için yatırımcıları emlak piyasasına yönlendirme çabasıyla birleşince, bu kez emlak balonunun oluşmasına yol açmıştır.¹³⁶

2.1.1. Küresel Krizin Ortaya Çıkışı ve Kronolojisi

Küresel krizi hazırlayan sürecin ilk aşamasında, konut kredisi satın almak isteyen bireyler, bu krediyi vermek üzere kurulmuş olan bankalara veya finansal kuruluşlara başvurmaktadır. Bu kurumlar konutun fiyatını, verilen kredinin faizini ve vadesini belirlemeleri dolayısıyla sistemin esasını teşkil etmektedir. Bir sonraki aşamada ise krediyi

¹³⁵ Sönmez, Mustafa, *100 Soruda Küresel Kriz ve Türkiye*, Alan Yayıncılık, Nisan 2009, s. 21-24.

¹³⁶ Legg, Michael – Harris, Jason, "How The American Dream Became A Global Nightmare: An Analysis of The Causes of The Global Financial Crisis", *UNSW Law Journal*, Volume. 32, No. 2, 2009, ss. 350-389, s. 351-352.

veren banka veya finans kuruluşları ellerindeki bu krediyi, Fannie Mae veya Freddie Mac gibi devletin konut kredisini teşvik etmek amacıyla desteklediği kuruluşlara, verilen kredi faizinden belirli bir miktar daha az bir faizle satmaktadır. Bu finansman kuruluşlarının kazancı verilen kredinin faizi ile bu krediyi satın alırken ödedikleri faiz arasındaki farktır. Böylece, krediyi verirken risk değerlemesi yapan ve kredi faizini ve vadesini belirleyen banka artık sistemden çıkmaktadır. Bu noktada, krediyi satın alan kuruluşlar borçlunun kredibilitesini değerlendirme ihtiyacı duymamaktadır. Sonuçta tüm risk krediyi satın alan finans kuruluşuna geçmektedir. Daha sonraki aşamada, konut kredisi finansman kuruluşu, portföyündeki ipotekli konut kredilerini karşılık göstererek tahvil çıkarmakta ve bunları ulusal ve uluslararası yatırımcılara satmaktadır.¹³⁷

ABD Merkez Bankası FED, 30 Haziran 2004 tarihinin ardından faizleri kademeli olarak artırmaya başlamış ve bu durum kredi puanı düşük bireylere verilen, değişken faizli yapıda olması dolayısıyla yüksek risk taşıyan mortgage kredilerinin bir kısmının geri ödenmesinde sorunlara yol açmıştır. Geri ödemelerde yaşanan sıkışıklığa bağlı olarak piyasada ortaya çıkan daralma, ipotekli konut kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin fonlanmasında da sıkışıklığa yol açmıştır. Yatırım bankalarının daha önce kredi canlanmasını teşvik etmek amacıyla ek kaynak bulmak için kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı haline çevirmeleri, kredi türev piyasalarının genişlemesine yol açmıştır. Bu süreçte risk duyarlılığı azalmış ve bankalar bu mortgage tahvillerini yüksek getiri karşılığında kâr odaklı ancak denetimi zayıf olan hedge fonlara satmışlardır. Tahvillerin değerinin yüksek olması bu tahvillere talebi arttırmış ve bu yolla hedge fonların piyasadaki payı hızla artmıştır. Bu pay 2000 yılında 500 milyar \$ iken 2007 yılında 2 trilyon \$'a çıkmıştır. Türev ürünlerin piyasadaki payı ise 2000 yılında 20 trilyon \$ iken 2007 yılında 120 trilyon \$'a çıkmıştır. Ancak finansal sistem göstergeleri tersine işlemeye başladığında tahvil değerleri düşmüş, bu hedge fonların varlıklarında ciddi kayıplar oluşmuş ve bu kayıpları telafi etmek için yapılan fon satış talepleri likidite sorununu beraberinde getirmiştir.¹³⁸ Yükselen faizler karşısında kredi borçlarını geri ödeyemeyen bireylerin konutlarına bankalar tarafından el konulmuş, bankalar konutları nakde çevirmek için konut piyasasına satıcı olarak girince ev fiyatları daha da düşmüştür. Verilen kredileri tahsil edemeyen bankalar kaynak sıkıntısı içine girmişlerdir ve finansal piyasalarda oluşan

¹³⁷ Alakbarov, Naib, “Krizler Kapitalist Sistemin Sigortasıdır”, Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar, c. 45, sy. 525, Kasım 2008, ss. 17-22, s. 19.

¹³⁸ Şimşek, Hayal A. – Altay, Asuman, “Küresel Kriz Ortamında Türkiye’de Maliye Politikalarının Değerlendirilmesi”, Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar, c. 46, sy. 528, Şubat 2009, ss. 11-23, s. 16-17.

güvensizlik sonucu bankaların birbirlerine borç verme konusunda çekingen davranmaları likidite sorununu doğurarak, mali sistemin durmasına yol açmıştır.¹³⁹

Ortaya çıkan likidite sıkışıklığı, finansal kurumların kredi musluklarını kışmasına, hatta açtıkları kredileri geri çağırmalarına neden olmuş, piyasada tam anlamıyla bir kredi daralması meydana gelmiştir. Tüm bu gelişmeler iç talepte çok yüksek boyutlara varan azalmalara neden olmuş, ABD ekonomisi hızla resesyona doğru ilerlemeye başlamıştır. Konut fiyatlarındaki düşüşle birlikte, araba satışları, turizm harcamaları, beyaz eşya satışları da kesilmiş, reel sektördeki firmalar finansal sektöre borçlarını ödeyemez hale gelmiştir. Bu şirketlere kredi açan finansal kurumların bilançoları böylece daha da bozulmuştur. Tüm bu gelişmeler işsizlik oranının hızla artmasına neden olmuş, geri dönmeyen kredi problemi içinden çıkılmaz bir hale gelmiştir. Dünyanın en büyük ekonomisinde yaşanan bu yavaşlama süreci, diğer ülkelerin büyüme hızlarını da etkilemiştir.¹⁴⁰ Sıcak paranın kaynağı olan gelişmiş ülke ekonomilerinde çıkan sorunların gelişmekte olan ülke ekonomilerine yansıtacağı korkusu, bu ülkelere gelen sıcak para akışında kesintilere neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerde büyümenin düşmesi talebin de gerilemesine yol açınca, gelişmekte olan ülkelere yapılan ithalatta azalma başlamıştır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret gelirlerinin düşmesine ve dolayısıyla ekonomilerinin küçülmesine yol açmıştır.¹⁴¹

Küresel finans krizinin gelişimi ve önemli dönüm noktaları, kronolojik olarak şu şekilde ifade edilebilir:¹⁴²

- 28 Aralık 2006: Ownit Mortgage Solutions adlı ipotekli kredi şirketi iflas başvurusunda bulunmuştur.
- 7 Şubat 2007: ABD Senatosu Bankacılık Komitesi, subprime mortgage piyasası hakkında bilgi almıştır.
- 8 Mart 2007: ABD'nin en büyük konut inşaat şirketinin CEO'su Donald Tomnitz, 2007 yılının konut sektörü için oldukça kötü geçeceğini açıklamıştır.

¹³⁹ Susam, Nazan – Bakkal, Ufuk, “Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?”, Maliye Dergisi, sy. 155, Temmuz-Aralık 2008, ss. 72-88, s. 74.

¹⁴⁰ Özatay, a.g.e., s. 128-130.

¹⁴¹ Eğilmez, a.g.e., s. 69.

¹⁴² Guillen, Mauro F. “The Global Economic and Financial Crisis: A Timeline”, University of Pennsylvania, 2009, <http://lauder.wharton.upenn.edu/pdf/Chronology%20Economic%20%20Financial%20Crisis.pdf>, 13 Mayıs 2010 ve Felton, Andrew – Reinhart, Carmen, “The First Global Crisis of The 21st Century”, VoxEU.org Publication, 2008, s. 183-190, <http://www.voxeu.org/reports/subprime/report.pdf>, 13 Mayıs 2010.

- 16 Mart 2007: Subprime mortgage piyasasında kredi veren Accredited Home Lenders, 2,7 milyar \$ tutarındaki kredilerini çok daha düşük bir değere satmıştır. New York başsavcısı subprime mortgage piyasasına ilişkin soruşturma açmıştır.
- 24 Nisan 2007: The National Association of Realtors ev satışlarının Mart ayında % 8,4'lük bir oranla son 18 yılın en büyük düşüşünü yaşadığını açıklamıştır.
- 22 Haziran 2007: Bear Stearns, CDO fiyatlarındaki büyük düşüşten zarar gören iki hedge fonuna 3.2 milyar \$ aktarmıştır. Sorun, bu fonlara yatırım yapan Merrill Lynch, JPMorgan Chase, Citigroup ve Goldman Sachs gibi büyük Wall Street şirketlerine de yansımıştır.
- 10 Temmuz 2007: Kredi derecelendirme kuruluşları, subprime tahvillerin kredi notlarının gözden geçirileceğini açıklamıştır.
- 9 Ağustos 2007: Yatırım bankası BNP Paribas üç yatırım fonunun işlemlerini durdurmuştur. Banka, *bu fonlardaki finansal varlıkların değerini saptayamadığı için, yatırımcılarına paralarını çekemeyeceklerini* açıklamıştır. Sigorta şirketi AIG ipotekli konut kredisine yönelik iflasların subprime piyasanın dışına taşmakta olduğu uyarında bulunmuştur.
- 10 Ağustos 2007: AAA kredi notuna sahip olmalarına rağmen varlığa dayalı ticari menkul kıymetlerin faizi, tarihinin en yüksek değeri olan % 6,14'e sıçramıştır.
- 28 Ağustos 2007: S&P Case-Shiller konut fiyatları endeksi bir yıl öncesine göre % 3,2 oranında düşerek, tarihinin en hızlı düşüşünü gerçekleştirmiştir.
- 10 Ekim 2007: Amerikan hükümeti, değişken faizli kredilere ait faiz oranlarının sabitlenmesini sağlayacak girişimlerde bulunmuştur.
- 16 Ekim 2007: The National Association of Home Builders (Konut Üreticileri Birliği) güven endeksi % 19'a inerek, 1985'ten bu yana tarihinin en düşük değerini almıştır.
- 16 Kasım 2007: Bir yatırım bankası olan Goldman Sachs, subprime mortgage piyasasında gerçekleştirdiği işlemler sonucu oluşan finansal kaybın 400 milyar \$ civarında olacağını öngörmüştür.
- 20 Kasım 2007: Devlet destekli kredi kuruluşu Fannie Mae, 2 milyar \$ zarar açıklamıştır.
- 17 Aralık 2007: Amerikan Merkez Bankası ticari bankalara 20 milyar \$ destek sağlamıştır.

- 18 Aralık 2007: Amerikan Merkez Bankası subprime mortgage piyasası kredi koşullarını ağırlaştırmıştır.

- 19 Ocak 2008: Kredi derecelendirme kuruluşu Fitch Ratings, ABD’de yalnızca tahvil piyasasında işlem yapan sigorta şirketlerinden Ambac’ın kredi notunu AAA’dan AA’ya düşürmüştür. Piyasasında ikinci olan bu dev şirkete yönelik gerçekleştirilen işlem, ilk kredi notu indirimi olmuştur.

- 7 Mart 2008: Amerikan Merkez Bankası bankalara ve diğer finansal kuruluşlara, 200 milyar \$’lık likidite desteği sağlamıştır.

- 17 Mart 2008: Hisselerinin bir hafta önceki değeri 60 \$ olan Bear Sterns, JPMorgan Chase tarafından hisse başına değeri 2 \$’a satın alınmıştır. (Kriz sürecinde buna benzer birçok satış işlemi gerçekleşmiştir.)

- 8 Nisan 2008: IMF likidite sıkışıklığına bağlı kayıpların 1 trilyon \$’a ulaşabileceğini, hatta bu değer de üzerine çıkabileceğini ve subprime mortgage kredilerine bağlı olumsuz etkilerin ticari mal piyasalarına, tüketici kredilerine ve reel sektör borçlarına yansiyebileceğini açıklamıştır.

- 14 Temmuz 2008: Finansal otoriteler, ABD’nin en büyük iki kredi kuruluşu olan ve 5 trilyon \$ değerindeki konut kredisine garantör konumundaki Fannie Mae ve Freddie Mac’in batmalarına izin verilemeyeceğini açıklamışlardır.

- 7 Eylül 2008: Ödenmemiş mortgage kredilerinin % 50’sini bilançolarında bulunduran Fannie Mae ve Freddie Mac, hükümet tarafından ABD tarihinin en büyük kurtarma paketi ile kurtarılmıştır. Hazine sekreteri Henry Paulson, söz konusu iki kuruluşa ait borçların finansal istikrar açısından sistemik risk taşıdığını ve bir şey yapılmaması halinde durumun daha da kötüleşeceğini açıklamıştır.

- 15 Eylül 2008: ABD’nin 158 yıllık finans devi Lehman Brothers 639 milyar \$’lık iflas başvurusunda bulunmuştur.

- 22 Eylül 2008: ABD’nin en büyük iki yatırım bankası Morgan Stanley ve Goldman Sachs’ın statüleri değiştirilmiş, mevduat toplayabilen geleneksel ticari banka konumuna getirilmişlerdir. Bu gelişme Wall Street’teki yatırım bankacılığı modelinin sona erdiği anlamını taşımaktadır. Japonya’nın en büyük aracı kurumu olan Nomura Holdings, Lehman Brothers’ın Asya operasyonlarını satın almıştır.

- 24 Eylül 2008: FBI sub-prime mortgage krizinde Fannie Mae, Freddie Mac ve Lehman Brothers'ın oynadığı role ilişkin soruşturma açmıştır. Henry Paulson politik baskılara boyun eğerek, Wall Street bankalarının 700 milyar \$'lık kurtarma planından yararlanacağı limitleri kabul etmiştir.

- 26 Eylül 2008: Amerika'nın en büyük tasarruf ve yatırım şirketi Washington Mutual'a yetkililerce el konulmuş ve şirket Wall Street'te şok etkisi yaratan 1.9 milyar \$'lık bir anlaşmayla J.P. Morgan'a satılmıştır.

- 9 Ekim 2008: IMF dünya ekonomilerini kredi daralmasından etkilenmemelerinin mümkün olmayacağı konusunda uyarılmış ve krizden olumsuz etkilenen ülkeler için acil eylem planları açıklamıştır. Dow Jones endeksi günü, son beş yılın en düşük değeri olan 8,579 puanla kapatmıştır. İngiltere borsası endeksi FTSE ise ,13 Ağustos 2004'ten sonraki en düşük değerini almış ve günü 4,318.8 puanla kapatmıştır.

- 10 Ekim 2008: Asya'da ekonomik durgunluğun yaşanacağına dair korku derinleşmiş, Tokyo borsasında Nikkei endeksi % 10'luk bir oranla son yirmi yılın en büyük düşüşünü yaşamıştır. FTSE100 endeksinde ise % 10'dan daha fazla bir düşüş gerçekleşmiş ve endeks günü 3,932.1 puanla kapatmıştır. Bu, 1987'de yaşanan çöküşten sonraki en yüksek günlük düşüştür ve İngiltere'nin en büyük şirketlerinin değerinde 100 milyar eurodan fazla bir azalışa neden olmuştur.

- 11 Ekim 2008: G7 ülkeleri maliye bakanları ve IMF yetkilileri bir araya gelerek, vergi mükelleflerinin ödediği milyarlarca \$'lık bütçe ile global bankacılık sistemini yeniden inşa edecek ve kredi akışını sağlayacak önlemleri içeren 5 maddelik bir plan ortaya koymuşlardır.

- 24 Ekim 2008: Dünya genelinde menkul kıymet borsalarında hızlı düşüşler yaşanmış; yatırımcılar hükümetlerin, merkez bankalarının ve maliye yetkililerinin krizin derinleşmesini önleyecek önlemler alma konusunda yetersiz kalacakları korkusuna kapılmışlardır. İngiltere ekonomisi 2008 yılı 3. çeyreğinde %5 oranında küçülmüştür.

- 17 Kasım 2008: G20 ülkelerinin liderleri bir araya geldikleri toplantıda, dünya ekonomisini daha derin bir çöküşten kurtaracak mali destek gibi kısa vadeli tedbirlere odaklanmış ve gelecekte meydana gelebilecek krizleri engelleyecek düzenlemeler yapma konusunda söz vermişlerdir.

- 19 Kasım 2009: Dow Jones sanayi endeksinde % 5,07 oranında keskin bir düşüş gerçekleşmiştir. Avrupa, Asya ve Kuzey Amerika'yı kapsayan BBC Global 30 endeksi ise % 5,1 oranında düşmüştür.

- 12 Aralık 2008: ABD otomotiv sanayii için hazırlanan 14 milyar \$'lık kurtarma planı Senato'nun desteğini alamamış ve bu durum işten çıkarılma korkusunu artırmıştır.

- 15 Aralık 2008: IMF global ekonominin 2009 yılı sonuna kadar düzelmeyebileceğini açıklamıştır.

- 5 Ocak 2009: Amerikan Merkez Bankası; Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae'nin garantisi altında bulunan ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetleri sabit bir faiz oranından satın almaya başlamıştır.

- 9 Ocak 2009: II. Dünya Savaşı'ndan yana ABD'de işsizliğin en fazla son bir içerisinde arttığı açıklanmıştır. İş verenler 2008'de 2.6 milyon kişiyi işten çıkarmıştır ve bu rakamın 524 bini yalnızca Aralık ayına aittir.

- 10 Ocak 2009: Büyük Britanya ekonomisi, 2008 yılının son çeyreğinde % 1.5 küçülmüştür. Bu durum son 28 yılın en kötü performansıdır.

- 13 Ocak 2009: Dünyanın en büyük ikinci ekonomisi Japonya'da finansal kriz şirket iflaslarını 2007'ye oranla % 24.7 artırmıştır. Çin ekonomisindeki şiddetli yavaşlama dünyayı büyük bir riskle karşı karşıya bırakmıştır. Dünya Ekonomi Forumu, Çin'nin ihracatının son 10 yılın en düşük seviyesine gerilediğini belirterek dünya ekonomilerini uyarmıştır.

- 21 Ocak 2009: Büyük Britanya'da işsiz olan kişi sayısı 2 milyona yaklaşmıştır ve kasıma kadarki son üç ayda 131.000 kişi işini kaybetmiştir.

- 30 Ocak 2009: ABD ekonomisinin son 26 yılın en düşük performansına sahip olduğu açıklanmıştır. Japonya'nın yaşadığı resesyona ise II. Dünya Savaşı'ndan sonraki en kötüsü olduğu belirtilmiştir.

- 6 Mart 2009: ABD'de işsizlik oranı Şubat ayında % 8.1'e çıkmıştır.

- 9 Mart 2009: Finansal krizin son bir yıl içerisinde 50 trilyon \$'lık mali varlığı erittiği açıklanmıştır.

- 18 Mart 2009: Amerikan Merkez Bankası, kredi daralmasının önüne geçmek amacıyla, 1.2 trilyon \$ değerine ulaşan batık mortgage kredilerine dayalı tahvilleri satın alacağını açıklamıştır.

- 30 Nisan 2009: 27 Avrupa Birliği ülkesinde işsiz sayısı Mart ayında 20 milyona ulaşmıştır.

Söz konusu tarihler arasında Amerikan Merkez Bankası gösterge faiz oranlarını % 5,25'ten % 0-0,25 aralığına, Avrupa Merkez Bankası ise % 4,25'ten % 1 seviyesine kadar indirmiştir. ABD, Avrupa ve Asya ekonomilerinde birçok finansal kurum zarar açıklamış, bir kısmı ise iflas başvurusunda bulunmuştur. ABD, Avrupa ve Asya ülkeleri Merkez Bankaları, batmalarına izin verilemeyecek büyüklükte olan birçok finansal kuruma yönelik kurtarma paketi yardımlarında bulunmuştur. Şubat 2009 itibariyle ABD'de krizin temel göstergesi olan işsizlik oranı % 8,1 düzeyine çıkarak 1983 yılından söz konusu tarihe kadarki en yüksek düzeyine ulaşmıştır. AB istatistik kurumu Eurostat'ın verilerine göre ise, AB'de bir yıl önce % 7,5 olan işsizlik oranı 2009 Temmuz ayı sonu itibariyle % 9,5'e ulaşmıştır.

2.1.2. Küresel Krizin Çıkış Kaynağı Olarak Mortgage Sistemi ve Menkul Kıymetleştirme

ABD'de 2007 yılının ikinci yarısı itibariyle ortaya çıkan kriz, George Soros, Joseph Stiglitz, IMF ve diğer eleştirmenler tarafından 1929 Buhranı'ndan sonraki en büyük finansal kriz olarak ifade edilmektedir.¹⁴³ Literatürde krize neyin yol açtığına ilişkin farklı görüşler mevcuttur. Çoğu ekonomist ve uzman, krizin bir çok faktörün birleşiminden kaynaklandığına; fakat krizin ortaya çıkışında, ABD konut piyasasında oldukça yüksek bir orana sahip olan riskli mortgage kredilerinin önemli bir rol oynadığına inanmaktadır.¹⁴⁴

2.1.2.1. ABD Mortgage Sisteminin Tarihsel Gelişimi

Krizin gelişimini kavrayabilmek için ABD ipotekli konut piyasasının son 70 yılda geçirdiği aşamaları irdelemek gerekir. ABD'de 1938 öncesi dönem incelendiğinde, mortgage piyasasında topladıkları mevduatın bir kısmını konut kredisi olarak açan bankalara ve kredi kurumlarına rastlanmaktadır. Söz konusu kurumlar çıkarmış oldukları kredileri vadeleri doluncaya kadar bilançolarında tutmuş, dolayısıyla, kredi riskini, faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmalardan kaynaklanabilecek riskleri ve uzun vadeli yatırımların kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesinden doğabilecek riskleri yalnızca kendi üzerlerinde taşımıştır. Likidite hacmini artırmak ve konut piyasasını büyütmek amacıyla ABD hükümeti 1938'de,

¹⁴³ Tong, Hui – Wei, Shang-Jin, “Real Effects of the Subprime Mortgage Crisis: Is it a Demand or a Finance Shock?”, International Monetary Fund, IMF Working Paper No:08/186, July 2008.

¹⁴⁴ Bianco, Katalina M., “The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown”, 2008, s. 3, http://business.cch.com/bankingfinance/focus/news/Subprime_WP_rev.pdf, 23 Mayıs 2010.

ipotekli konut kredileri için ikincil bir pazar oluşturma misyonuna sahip Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) isminde ve devlet mülkiyetinde olan bir şirket kurmuştur. Bu şirket, ipotekli konut kredisi satan finansal kurumlardan bu kredileri satın alarak, krediyi ilk açan kuruma yeni krediler açabilmesi için nakit girişi sağlamıştır. Fannie Mae'nin uzun dönemli borçlanabilmesi ve yalnızca kredi notu yüksek olan kesime açılan konut kredilerini satın alabilmesi, diğer kredi kurumlarına nispeten, şirkete piyasa ve likidite risklerinden daha az etkilenmesi avantajı sağlamıştır. Ayrıca hükümet, yaptığı işlemleri gerçekleştirebilmesi için şirkete kaynak aktarmıştır. 1968'de Fannie Mae'nin operasyonlarının federal bütçe üzerindeki yükünü azaltabilmek için hükümet destekli mortgage piyasasında yeniden düzenlemeye gidilmiştir. Bu bağlamda Fannie Mae ikiye bölünmüş, savaş gazilerine ve benzeri gruplara devlet garantisiyle mortgage kredisi açan Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) isminde yeni bir şirket kurulmuştur. Bölünmeden önceki kurumun özelleştirilmesiyle ortaya çıkan ve yine Fannie Mae adını taşıyan diğer kurum ise özelleştirilmesine rağmen devlet desteği altında olmayı sürdürmüştür.¹⁴⁵

1970 yılında, piyasadaki rekabeti geliştirmek amacıyla, ipotekli konut kredilerini satın alıp menkul kıymete dönüştürerek yeniden pazarlayan Fannie Mae'ye rakip olacak Federal National Mortgage Corporation (Freddie Mac) şirketi kurulmuştur. Zamanla, Fannie Mae ve Freddie Mac operasyonlarını benzer şekilde gerçekleştirmeye başlamış ve ABD mortgage piyasasına çok yüksek miktarlarda fon sağlamıştır. Böylece, konut kredisi açan finansal kurumlardan satın aldıkları konut kredilerini yeni bir mali varlığa dönüştürerek tasarruf sahiplerine satan bu kurumlar, risklerin, krediyi açan ilk kurumdan kendilerine ve yatırım fonları aracılığıyla ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetleri satın alan sıradan yatırımcılara yayılmasında kilit rol oynamıştır. Ancak, dönüşüme uğrayan krediler yüksek riskli olmadığı için piyasaya yayılan risk de düşük düzeylerde kalmıştır. Bu sistemin büyük bir başarı sağlaması büyük Wall Street şirketlerinin ilgisini çekmiş ve bu şirketlerin pazar payı kısa sürede yükselmiştir.¹⁴⁶ 2003'te devlet destekli kurumların pazardaki payı % 76 iken, 2006'da % 43'e düşmüştür. Bu menkul kıymetleri çıkaran kurumlar arasında bir kısmı krizin ilerleyen aşamalarında batan ya da başka finansal kurumlar tarafından satın alınan Lehman

¹⁴⁵ Dodd, Randall, "Subprime: Tentacles of a Crisis", Finance and Development, Volume. 44, Number. 4, December 2007, www.imf.org, 06 Mayıs 2010.

¹⁴⁶ Wall Street şirketlerinin çıkarmış olduğu ipotekli konut kredilerine dayalı varlıklara 'özel etiketli' menkul kıymetler denilmektedir.

Brothers, Bear Stearns, Wells Fargo, JP Morgan, Goldman Sachs, Bank of America gibi şirketler bulunmaktadır.¹⁴⁷

Konut kredisini ilk olarak açan kurumlardan (original lenders) söz konusu kredileri satın alan ve bunları paketleyerek ipoteğe dayalı menkul kıymetler çıkarıp yatırımcılara satan veya kendi yatırım portföyünde tutan bu kurumlar, çıkardıkları ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faizlerini zamanında ödemeyi garanti etmiştir. Böylece, mortgage kredisi veren kurumlar, bu kredileri kendi bilançolarında tutmak yerine, satarak nakit sağlamıştır. Fannie Mae ve Freddie Mac, krize giden süreçte 5 trilyon \$'dan daha fazla konut kredisine garanti vermiş, dolayısıyla 2007 yılında başlayan konut ve kredi piyasasındaki dalgalanma ile ciddi bir finansal sıkıntıya düşmüştür. Mortgage varlıklarının değeri düşerken, bu varlıkları satın almak için alınan borcun değeri aynı kalmıştır. Temmuz 2008'de, iki kurumun hisse senedi fiyatları hızla düşmüştür. Federal denetçiler, finansal sıkıntının çözümü için önemli bir adım atılmadan, bu kurumların görevlerini sağlıklı bir şekilde yerine getiremeyeceğine karar vermiştir. Sonuçta, 7 Eylül 2008 tarihinde, Federal Housing Finance Agency (FHFA), bu iki kuruma el koymuştur.¹⁴⁸

2.1.2.2. Mortgage Kredileri

Küresel krizle birlikte adını sık sık duyduğumuz ve kelime olarak 'ipotek' anlamına gelen mortgage, dilimize 'tutsat' olarak çevrilmiştir. Kavramsal olarak ise mortgage sistemi 'ipoteğe dayalı konut finansmanı' şeklinde ifade edilebilir. Mortgage sisteminde konut alımı için finansman ihtiyacı içerisinde olan gayrimenkul alıcıları ile fonlarını uzun vadeli değerlendirmek ve faiz getirisi elde etmek isteyen fon sahipleri bir araya gelmektedir. Mortgage kredilerinin diğer konut kredilerinden farkı, kaynak sağlayabilmek amacıyla, kredi veren kuruluşların, sahip oldukları ipotekli konut kredilerini karşılık göstererek menkul kıymet ihraç edebilmeleridir. Böylece bu kurumlar fon talebinde bulunan kişilere açmış oldukları kredileri, çıkarmış oldukları menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar aracılığı ile finanse edebilmektedir.

ABD'deki mortgage piyasası 12 trilyon \$ hacminde, pek çok katmandan oluşan büyük bir piyasadır. Piyasanın böylesi bir hacme ulaşmasında son dönemdeki yüksek riskli mortgage kredilerinin etkisi büyüktür. Global finansal piyasalardaki menkul kıymet piyasasının dünyadaki hacmine bakıldığında, mortgage kredilerinin yarattığı domino etkisi görülmektedir.

¹⁴⁷ Dodd, a.g.m.

¹⁴⁸ Frank, Patrick v.dğr., "Understanding the Global Financial Crisis And Its Impact on Maryland", Department of Legislative Services, Office of Policy Analysis, Maryland, October 2008, s. 9.

2007 yılı itibariyle 149,1 trilyon \$ değerinde olan global menkul kıymet piyasası içerisinde, varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının payı % 7,2'dir. Varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının % 60,8'ini oluşturan konuta dayalı menkul kıymetlerin, % 89,2'si ABD'de ihraç edilmektedir. Bireysel mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler piyasasında ABD'de yaşanan tüm dalgalanmalar, piyasa lideri olması nedeniyle, global piyasaları anında etkilemektedir.¹⁴⁹

Tablo 2: Global Menkul Kıymetler Piyasası

Piyasa Türü	Piyasa Araçları	Toplam (Trilyon \$)		Toplam İçindeki Payı (%)	
Hükümetler ve Bankalar	Para Piyasası	6,4		9,1	
	Devlet Borcu	25,8	70,7	36,5	47,4
	Banka Mevduatları	38,5		54,4	
Şirketler	Yatırım Yapılabilir Sınıf	10,2	11	16,2	
	Yüksek Getiri	0,8			
	Şirket Kredileri	5,6	6,1	9,1	45,4
	Yatırım Yapılabilir Sınıf Kaldıraç	0,5			
	Özsermaye	50,6		74,7	
				67,7	
VDMK	Ticari MK VDMK	0,7		6,5	
	Konut MK VDMK Avrupa	0,7			
	<u>ABD</u> Kurumsal	4	6,5	60,8	7,2
	Kurumsal* Olmayan	1,8	5,8		
	MK Dışındaki	3,5		32,7	
GLOBAL PİYASA			149,1		100

* Jumbo 0,5
Alt A 0,6
Subprime 0,7

Kaynak: Bank of England

¹⁴⁹ Demir, Faruk v.dğr., “ABD Mortgage Krizi”, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu Çalışma Tebliği, sy.3, Ağustos 2008, s. 8.

ABD’de konut sahibi olmak isteyen ve ödeme gücü düşük olan kişilerin, finansal kuruluşlara başvurarak bir miktar peşinat ve 30 seneye varan taksitlerle krediyi sağlayan kurum adına ipoteklenmiş bir konut alabilme imkanına kavuşmaları, krize zemin hazırlayan temel faktör olmuştur. Kredinin geri ödenmemesi durumunda, söz konusu kurum tarafından konuta el konulmaktadır. Ancak mevcut işleyişte finansmanı ilk sağlayan kurum bu kredi borçlarını ikincil piyasada satarak, risklerin piyasada yer alan binlerce yatırımcıya yayılmasına ve emlak sektöründe reel karşılığı olmayan bir büyümeye neden olmuştur. Yaşanan hızlı kredi genişlemesinin ve mortgage kredilerinin bireyler tarafından tercih edilmesinin nedenleri ise şu şekilde sıralanabilir:¹⁵⁰

- Kiraların ev fiyatlarına oranının yüksek olduğu ve uzun vadeli, düşük faizli kredi olanaklarının bulunduğu ülkelerde yaşayan bireyler, belli bir peşinat sonrasında kira yerine kredi borcu ödeyerek vade sonunda oturdukları evin sahibi olmayı tercih edebilmektedir.
- Özellikle son dönemde mortgage kredilerine yönelik artan ilginin en önemli nedeni ise emlak fiyatlarındaki hızlı artıştır. Bu artıştan faydalanmak isteyen yatırımcılar, emlak fiyatlarındaki tırmanışın kalıcılığına ikna olarak spekülasyon amacıyla emlak yatırımlarına yönelmişlerdir. Sektörde yaşanan kırılganlığın öncesinde ev fiyatlarının % 50’lere varan oranlarda değerlendirildiği düşünüldüğünde, bireylerin kısa sürede kredi borçlarını kapatarak büyük karlar elde ettikleri anlaşılmaktadır. Ancak faiz oranlarının yükselmesi ve değişken faizli kredilerde geri ödeme sorunlarının ortaya çıkmasıyla emlak fiyatlarının hızla düşüşe geçmesi bu spekülasyonun önünü kapamıştır.
- Mortgage kredilerine başvuran bireylerin bir kısmının diğer bir beklentisi ise, normalde yapamayacakları tasarrufa dışsal etkenleri devreye sokarak kendilerini zorlamaları ve bu yolla ev sahibi olmak istemeleridir.

ABD’de ve diğer gelişmiş ülkelerde 2000’li yılların başında uygulanmaya başlanan düşük faiz politikaları kredi hacminin kontrolsüzce genişlemesine neden olmuştur. Faizlerin düşmesi ile kaynak maliyeti de gerilediğinden başta konut kredileri olmak üzere tüm krediler tüketiciler tarafından kolayca elde edilebilir hale gelmiştir. Kullanılabilir gelir ve tasarrufların tüketim için yeterli olmadığı konut sektöründe mortgage kredileri hızla yükselmeye başlamıştır. Bankalar ve bazı finansal kurumlar açısından oldukça karlı hale gelen bu sistem

¹⁵⁰ Birdal, Murat, “Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”, Anadolu International Conference in Economics, Eskişehir, Haziran 2009, s. 2-3.

denetim ve kontrol zaafalarını da beraberinde getirmiştir. Aynı zamanda seçicilik de kaybolduğundan, her gelir grubuna geri ödeme riski göz ardı edilerek kredi verilmiştir.¹⁵¹

2.1.2.3. Kredi Mekanizmasının İşleyişi

Konut sahibi olmak isteyen bireyler mevcut sistemde doğrudan bankalara veya mortgage komisyoncularına (broker) başvurabilmektedir. 2004 yılında emlak kredilerindeki payı % 70'lere kadar yükselen brokerların tercih edilmesinin nedenleri, bankaların sadece kendi ellerindeki mevcut kredi paketlerinden birini seçme olanağı tanınmaları, brokerların ise yerel veya ülke çapındaki çok sayıda farklı bankadan teklif alarak daha cazip kredi alternatifleri yaratabilmeleridir. Bu uygulama sonucunda çok sayıda düşük ödeme gücüne sahip birey mortgage piyasasından yararlanabilmiştir.

ABD'de her bireyin yaşamı boyunca kullandığı krediler ve ödediği (veya ödeyemediği) taksit ve borçlardan oluşan bir kredi tarihçesi bulunmaktadır. Bireylerin sahip oldukları bu kredi tarihçesine, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından puan verilmektedir. Söz konusu puan bireylerin finansal borçlarını geri ödeme gücünü ifade etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları verecekleri puanı belirlerken, bireylerin daha önce kullandığı kredilerin toplam büyüklüğü, borçlarını geri ödeme oranı, gecikmiş ödemeleri gibi verileri kullanmaktadır. Kredi geçmişi için başvuru kuruluşların en bilinenlerinden FICO (Fair Isaac Corporation)'nun puanlama sistemi 850 ile 300 arasında değişmektedir. Bu sisteme göre puanı 800 ve üzerinde olanlar % 0,25-% 0,5 aralığında bulunan faiz oranlarından (risksiz faiz oranı) kredi alma olanağına sahip olmaktadır. Notu 620'nin altında olanlar ise riskli borçlu kategorisine dahil edilmekte ve daha yüksek faiz oranlarına ilaveten toplam kredinin % 5'ini bulabilen sabit masraflara da katlanarak kredi alabilmektedir. Söz konusu yüksek faiz oranları, risksiz faiz oranındaki veya LIBOR'daki¹⁵² dalgalanmalara bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Sonuçta bu sistem yeterli mali olanaklara sahip olmayan bireyleri büyük bir borç riski altına sokmuştur. Örneğin; % 10 faizle 30 yıl vadeli 250.000 \$ kredi alan riskli borçlu kategorisine giren birey geriye aylık 2.193 \$'lık ödemelerle toplam 789.814 \$ öderken, aynı miktar krediyi % 5 faizle alan risksiz müşteri geriye aylık 1.342 \$'lık ödemelerle toplam 483.138 \$ ödemektedir. Diğer bir deyişle, düşük ödeme gücüne sahip birey aynı miktar kredi için aylık 851 \$, toplamda ise 306.676 \$ fazla faiz ödemektedir. Bireylerin taşıdığı riskten

¹⁵¹ Sönmez, Cahit, "Küresel Krizin Çıkış Kaynağı: Mortgage Kredileri", *Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz*, ed. Sadi Uzunoglu, Literatür Yayınları, Nisan 2009, s. 79.

¹⁵² LIBOR, Londra Bankalararası Para Piyasasında, kredibilitesi yüksek bankaların birbirlerine ABD Doları üzerinden borç verme işlemlerinde uyguladıkları faiz oranıdır.

kaynaklanan bu farklılık, düşük gelir grubunu daha fazla faiz yükümlülüğü altına sokarak sistemin kırılganlığını artırmıştır.¹⁵³

Brokerlar kredi talebinde bulunan bireyin bilgileriyle bankalara başvurarak en uygun alternatifleri bireylere sunmaktadır. Ancak buradaki uygunluk kavramı müşterilerin çıkarlarını gözetmekten uzaktır. Çoğu zaman brokerlar müşterileri daha fazla komisyon alabilecekleri bankalara ve kredilere yöneltmeye çabalamışlar ve literatürde ahlaki tehlike olarak adlandırılan durum ortaya çıkmıştır. Brokerların komisyonu genelde toplam kredinin % 1'i dolayındayken, yüksek riskli kredilerde bireylere alabileceği en düşük faiz oranının üzerinde kredi pazarlamaları sonucunda, banka tarafından ödenen ek 'getiri farkı primi' komisyonu ile % 3'ün üzerine çıkabilmektedir. Örneğin, broker bireye % 6 faizle kredi temin edebilirken % 6,5 faiz oranı ile sözleşme imzalatıyorsa, aradaki farkın bir bölümü banka tarafından brokera ödenmektedir. Bireylerin bu yüksek faizleri ödemeye devam etmesi için yeniden finansmana yönelmeleri de sözleşmelere erken ödeme cezası (pre-payment penalty) eklenerek engellenmektedir. Yüksek peşinatlarla alınan düşük riskli kredilerde çoğunlukla uygulanmayan bu ceza, borçlu tarafından tercih edildiğinde, daha düşük faizden kredi alma olanağı sağlamaktadır. Ancak krediye uygulanan faiz oranlarının yükselmesi ile birlikte yeniden finansman seçeneklerinin değerlendirildiği aşamada alıcıların seçeneklerini sınırlandırmaktadır.¹⁵⁴

2.1.2.4. Geleneksel Olmayan Mortgage Kredileri ve Menkul Kıymetleştirme

ABD mortgage piyasasını daha yakından gözlemleyebilmek için mortgage kredileri arasındaki farklılıkları ortaya koymak gerekir:¹⁵⁵

- Prime krediler (eşik üstü/düşük riskli): Hâlâ en yaygın olan geleneksel kredi tipidir. Bu krediler, geleneksel peşinatlarını yatırıp, gelirlerini tam olarak belgeleyen ve iyi kredi notuna sahip borçlulara tahsis edilir.
- Jumbo krediler: Genel olarak prime kalitesinde olan; ancak 417.000 \$ kredi tavanını aşmaları nedeniyle hükümet destekli kurumlarca satın alınmayan ve garanti verilmeyen kredilerdir.

¹⁵³ Brownell, Charles, *Subprime Meltdown: From U.S. Liquidity Crisis to Global Recession*, 2008, s. 12-14.

¹⁵⁴ Birdal, a.g.tb., s. 6.

¹⁵⁵ Di Martino, Danielle – V. Duca – John, "The Rise and Fall of Subprime Mortgages", çev. Abdulkadir Gülşen, Maliye Dergisi, sy. 154, Ocak-Haziran 2008, ss. 156-170, s. 157-158.

- Subprime krediler (eşik altı/yüksek riskli): En yüksek ödeyememe riskini içeren ve en yüksek faiz oranlarının uygulanmasını gerektiren düşük kredi notuna sahip veya gelirlerindeki belirsizlik nedeniyle kredibilitesi en düşük bireylere verilen kredilerdir.
- Near-prime krediler (orta düzeyde riskli): Jumbo kredilerden daha küçük hacimli, kredibilitesi subprime mortgage borçlularının kredi notundan bir derece daha yüksek olan; ancak gelirlerini tam olarak belgeleyemeyen veya geleneksel peşinatları ödeyemeyen bireylere verilen kredilerdir.

2007 yılı itibariyle ABD mortgage kredilerinin % 80'i prime, % 14'ü subprime ve % 6'sı near-prime kategorisinde yer almaktadır. Ancak, bu rakamlar prime olmayan mortgage kredilerinin dev boyutlara varan artışını maskeleymektedir. Subprime ve near-prime kredilerin, menkul kıymetleştirilmiş mortgage kredileri içerisindeki payı 2001 yılında % 9 iken 2006 yılında % 40'a yükselmiştir.

Bilgi teknolojilerindeki gelişmeyle birlikte finansal bir yenilik olarak ortaya çıkan menkul kıymetleştirme, son iki yüzyıl içerisinde görülen en önemli ekonomik buluştur. Likiditesi olmayan finansal varlıkların likit hale dönüştürülmesi ve sermaye piyasalarına aktarılması süreci olarak tanımlanabilecek menkul kıymetleştirme, özellikle düşük işlem maliyetleri sayesinde şirketlerin kolaylıkla finansman sağlamalarına olanak vermektedir.¹⁵⁶

Menkul kıymetleştirmeyi, borç veren kurumun alacaklarının fon temin etmek için çıkarılacak borçlanma senetlerine karşılık gösterilmesi ve alacaklardan elde edilen nakit akımlarının menkul kıymetlerin geri ödenmesine tahsis olunması şeklinde tanımlamak mümkündür.¹⁵⁷

ABD'de ipotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, yani geniş ipotekli konut kredisi havuzlarının oluşturulup, ardından ödünç alanlardan gelen geri ödemeler tutarındaki hisselerin yatırımcılara satılması, aslında devlet destekli kredi kuruluşu Fannie Mae'nin öncülük ettiği, 1930'lara kadar uzanan bir uygulamadır. Ancak, küresel krizi hazırlayan süreç öncesi menkul kıymetleştirme, ciddi miktarda peşinat ödeyebilen ve geri ödemeleri yapmaya yetecek gelire sahip kişilere verilen düşük riskli ipotekli kredilerle

¹⁵⁶ Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Publications Company, USA, 2004, s. 237.

¹⁵⁷ Öcal, Nuran, *Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, SPK Yayınları, Ankara, 1997, s.3.

sınırlandırılmış bir uygulamayla bugünkü halinden farklılık göstermektedir.¹⁵⁸ Zaman içerisinde kredi riski düşük olan bu gruba ait bireylerin konut kredisi talebinde yaşanan gerileme, bankaları ve diğer kredi kuruluşlarını, ödeme gücü sınırlı yüksek riskli kesime yöneltmiştir.

Mortgage piyasasında yaşanan hızlı kredi genişlemesinin ardında menkul kıymetleştirme mekanizmasının kullanılması yatmaktadır. Bankacılık sistemi kısaca menkul kıymetleştirmeyi şu şekilde uygulamıştır: Banka vermiş olduğu konut kredilerini bir sepette toplamış ve bu kredi sepetini bir fon olarak değerlendirip kendi modeline uygun şekilde fiyatlandırdıktan sonra parça parça satmıştır. Böylece teminatlandırılmış kredi paketi (Collateral Debt Obligations, CDO) adı verilen bu enstrüman yoluyla, bankalar için o ana kadar ‘ver ve tut’ olarak işleyen kredi mekanizması, ‘ver ve sonra sat kurtul’a dönüşmüştür.¹⁵⁹ Bu sistem, bankaların verdikleri kredilere ait risklerin dünya ekonomisine yayılmasına neden olmuştur.

Değişken faizli subprime kredilerin ve diğer risk gruplarında yer alan kredilerin bir havuzda toplanmasıyla oluşturulan karmaşık yapıdaki varlıkların ikincil piyasada satılması, mortgage piyasasında yaşanan sorunların küresel bir krize varacak boyutlara ulaşmasında etkili olmuştur. Menkul kıymetleştirme sonucu ortaya çıkan konut kredilerine dayalı yeni varlıkların yapısının son derece karmaşık olması kredi derecelendirme sürecinde yaşanan aksaklıkları beraberinde getirmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının varlıkları derecelendirirken yalnızca kredi borcu ödememe riskini baz almaları, piyasa ve likidite riski gibi ikincil piyasada işlem yapan yatırımcıların etkileneceği diğer riskleri göz ardı etmeleri, piyasadaki sorunlu varlık sayısını artırmıştır.¹⁶⁰ 2006 yılı itibariyle subprime mortgage kredilerinin 1,2 trilyon \$’a varan % 80’lik kısmı menkul kıymetleştirilerek, daha yüksek kar elde etmek isteyen yatırımcılar için yeni birer alternatif haline getirilmiştir. Ancak bu durum sermaye piyasalarını derinleştirmekten ziyade mevcut işleyişin temelden bozulmasına yol açmıştır.¹⁶¹

¹⁵⁸ Krugman, Paul, *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*, çev. Neşenur Domaniç, Literatür Yayınları, 2010, s. 134.

¹⁵⁹ Bağımsız Sosyal Bilimciler, *2008 Kavşağında Türkiye: Siyaset, İktisat ve Toplum*, Yordam Kitap, 2008, s. 46-47.

¹⁶⁰ Taylor, John B., “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong?”, s.8, <http://www.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf>, 11 Mayıs 2010.

¹⁶¹ Kumpan, Christoph, “Conflicts Of Interest In Securitisation: Adjusting Incentives”, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 9, Part. 2, October 2009, ss. 261-294, s. 264.

Konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, bankalara ve mortgage şirketlerine bu kredilerin devir hızını artırma imkanı sağlamıştır. 2005 yılında, ABD konut sektörü hacmi 10 trilyon \$'a, ihraç edilen ve işlem gören ipoteye dayalı menkul kıymet hacmi ise 3 trilyon \$'a ulaşmıştır. Bankalar ve mortgage şirketleri, açtıkları kredileri menkul kıymetleştirerek bilançolarından çıkardıkları için, daha fazla kredi verme olanağı elde etmişlerdir.¹⁶²

2.1.2.4.1. Teminatlandırılmış İpotekli Konut Kredisi Yükümlülükleri (CMO)

Satılan konut kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymet çeşitlerinden ilki Teminatlandırılmış İpotekli Konut Kredisi Yükümlülükleri (CMO: Collateralized Mortgage Obligations)'dir. CMO'lar, kredi puanı yüksek olan alıcılara açılan farklı vade ve risk yapısına sahip ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetlerdir ve bu menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara, farklı önceliklere göre ödeme yapılmaktadır. Konut kredisi borcu krediyi alan bireyler tarafından geri ödendikçe, öncelikle daha kısa vadeli CMO alanlar paralarını geri alabilmektedir. Bu süreçte, alınan kredilerin geri ödemesinde herhangi bir aksaklık olmadığı müddetçe kayıplar da oluşmamaktadır. Krediyi açan ilk banka, riskini başka kurumlara ve yatırımcılara transfer ettiği için daha fazla kredi açarak komisyon kazancını artırmaktadır. Yatırımcılar tarafından farklı ve çok sayıda konut kredisine dayalı bir menkul kıymet satın alındığı için de geri ödemeyi birkaç kişi yapamasa bile diğerleri yapacağı için risk de dağıtılmış olmaktadır.¹⁶³

İpoteğe dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetler yatırımcılar açısından yüksek riskler taşımaktadır. Bunun önemli bir nedeni faiz oranları ile kredi geri ödemeleri arasındaki ilişkidir. Konut kredilerinde belirli vadeler bulunmasına rağmen, kredi borcu olan bireyler faiz oranları düştüğünde yeniden finansmana yönelerek, söz konusu daha düşük faiz oranı üzerinden yeni bir kredi alıp eski borçlarını vadesinden önce kapatabilmektedir. Bu durum yatırımcıların beklenenden daha az kazanç etmelerine ve daha düşük faiz oranından yeni yatırım yapmalarına yol açmaktadır. Dolayısıyla piyasa faiz oranlarının düşmesi ipoteye dayalı menkul kıymetlerin değerinin de düşmesine neden olmaktadır. Krizi hazırlayan süreçte, finansal kurumlar menkul kıymetleştirme sürecinde kredi geri ödemelerinin doğurabileceği risklerden kaçınmak amacıyla, belirli CMO dilimlerine ait anapara geri ödemelerinin vadesinden önce yapılamaması için erken ödeme cezası gibi uygulamalara başvurmuştur. Faiz oranlarının yükselişe geçmesi durumunda yeniden finansman arayışları azalmakta ve

¹⁶² Mah, Michael – Lim, Hui, “Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis - Causes and Consequences”, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 532, April 2008, s. 3.

¹⁶³ Özatay, a.g.e., s. 115.

kredilerin geri ödeme süresi uzamaktadır. Böylece uzun vadeli ve sabit faizli yatırımlarını kısa vadeli ve yüksek faizli kredilerle finanse etmeye çalışan yatırımcılar zor durumda kalacaktır. Bu riskler kredi piyasasının daha da büyümesini engellemektedir. Ancak ipoteğe dayalı CMO'lar geri ödeme riskini yeniden dağıtarak ve yatırımcıların risk tercihlerine uygun farklı alternatifler sunarak, kredi piyasasının bugünkü hacmine ulaşmasında büyük pay sahibi olmuştur.¹⁶⁴

2.1.2.4.2. Teminatlı Borç Yükümlülükleri (CDO)

Konut kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin diğer bir çeşidi ise Teminatlı Borç Yükümlülükleri (CDO: Collateralized Debt Obligations)'dir. CDO'lar, konut kredilerine dayalı tahvillerin satın alınarak farklı varlıklara dayalı diğer tahvillerle birleştirilmesi ile oluşturulan gelir havuzundan yaratılan yeni tahvillerdir. Yapılarındaki karmaşıklık, bu menkul kıymetlere ait risklerin değerlendirilmesini son derece zorlaştırmaktadır. Nakit CDO'lar, faiz gelirleri ve anapara geri ödemelerini paylaştırmadaki önceliklere dayalı dilimlere ayrılmaktadır. Gelir akışının paylaşımında birçok farklı önceliklendirme mevcuttur. Basitleştirmek amacıyla standart bir önceliklendirmenin şu şekilde yapıldığı söylenebilir: Havuzdan sağlanan gelir öncelikle ilk dilimde yer alan menkul kıymet yatırımcılarına ödenmekte, daha sonra sırasıyla alt dilimlere ödeme yapılmaktadır. Alt dilimlere ancak üst dilimlere yapılan tüm ödemeler bittikten sonra gelir akışı sağlanmaktadır.¹⁶⁵

CDO'ların piyasaya sürülmesinde ana amaç, yüksek riskli subprime kredilere dayanarak ihraç edilen menkul kıymetlerin pazarını genişletmektir. Çünkü ABD'de emeklilik fonları gibi bazı kurumsal yatırımcılar için mali varlık alımlarına kısıtlamalar getirilmiştir. Bu kısıtları aşmanın yolu da riskli mali varlıkları farklı risk gruplarına bölerek farklı yatırımcılara pazarlamaktır. CDO'ların kredi değerliliği en yüksek olan kısmı da, alabilecekleri risklerin sınırlandırıldığı kurumsal yatırımcılara satılmaktadır. Daha riskli olanlar ise 'hedge fonlar' gibi yüksek risk taşıyan ve dolayısıyla daha fazla getiri sağlayan menkul kıymetlere yatırım yapanlara pazarlanmaktadır.¹⁶⁶ Wall Street şirketleri, batık riski yüksek konut kredisine dayalı tahvilleri, ABD ekonomisinde ve diğer uluslararası piyasalarda

¹⁶⁴ Markham, Jerry W., *A Financial History of the United States*, Volume III, M. E. Sharpe, New York, 2002, s. 143.

¹⁶⁵ Freeman, Lisbeth, "Who's Guarding The Gate? Credit-Rating Agency Liability As 'Control Person' In The Subprime Credit Crisis", *Vermont Law Review*, Vol. 33, Issue 3, 2009, ss. 585-619, s. 592.

¹⁶⁶ Özatay, a.g.e., s. 121.

yer alan yatırımcılara satmış, böylece bilançolarında taşıdıkları riskleri CDO'larla birlikte bu yatırımcılara transfer etmiştir.¹⁶⁷

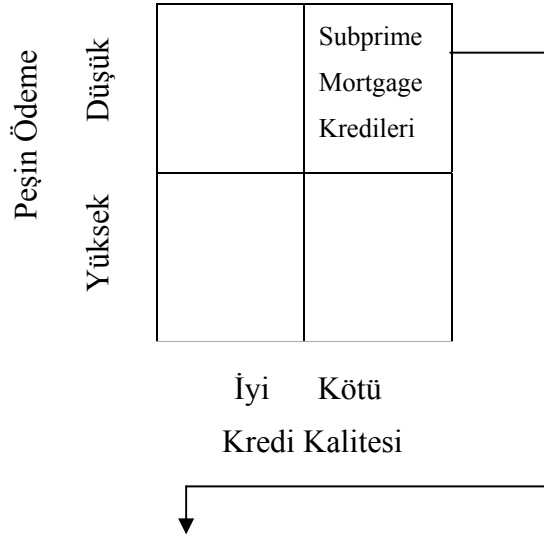
Yatırımcılara yönelik belli standartlar oluşturmak amacıyla, kredi değerlendirme kuruluşları tarafından CDO'lara not verilmektedir. Konut fiyatlarındaki artışın kalıcılığına olan inanç bu kredi notlarına da yansımıştır. % 70'i yüksek riskli konut kredilerine dayalı tahvillerden oluşan bir gelir havuzundan % 80'i en üst seviyedeki AAA ve AA kredi notuna sahip CDO türetilmiştir. Dünyanın en güvenilir yatırım aracı olan ABD hazine tahvillerinin de AAA notuna sahip olduğu düşünülürse, mortgage piyasasına duyulan güvenin yanı sıra değerlendirme kuruluşlarının güvenilirliğinin de sorgulanması gereği ortaya çıkmaktadır.¹⁶⁸ CDO sisteminin geniş aralıkta ve gereğinden fazla yüksek notlarla derecelendirilmesi, aşırı teminatlandırmanın yapılması, mortgage piyasasında çıkan kriz sonrasında büyük finansal kuruluşların bilançolarından yüksek oranlarda varlık silmelerine neden olmuştur. Özellikle mortgage piyasalarında ortaya çıkan kriz sonrasında, derecelendirme kuruluşlarının hızlıca not düşürmeleri sonucu CDO kapsamında yapılması gereken ödemelerin yüklü miktarlarda olması, piyasada likidite krizini artırmıştır.¹⁶⁹

¹⁶⁷ Muolo, Paul – Padilla, Mathew, *Chain of Blame: How Wall Street Caused the Mortgage and Credit Crisis*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2008, s. 185.

¹⁶⁸ Birdal, a.g.tb., s. 11-12.

¹⁶⁹ Demir v.dğr., a.g.tb., s. 56.

Subprime Mortgage Kredilerinin Risk Profili



Subprime Mortgage Tahvilleri

AAA	%81
AA	%11
A	%4
BBB	%3
BB, Derecesiz	%1

Yüksek Dereceli ABS CDO

Üst Grup AAA	%88
Alt Grup AAA	%5
AA	%3
A	%2
BBB	%1
Derecesiz	%1

Mezz ABS CDO

Üst Grup AAA	%62
Alt Grup AAA	%14
AA	%8
A	%6
BBB	%6
Derecesiz	%4

CDO²

Üst Grup AAA	%60
Alt Grup AAA	%27
AA	%4
A	%3
BBB	%3
Derecesiz	%2

Kaynak: Demir, Faruk v.dğr., “ABD Mortgage Krizi”, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu Çalışma Tebliği, sy.3, Ağustos 2008, s. 56.

2.1.2.4.3. Yapılandırılmış Yatırım Araçları (SIV)

Son dönemde büyük finans kuruluşlarının CDO yatırımlarını fonlamak için sıkça başvurdukları bir diğer yol ise, vergi cenneti olarak adlandırılan ülkelerde kurdukları finans kuruluşları aracılığıyla oluşturdukları SIV (structured investment vehicle) adı verilen yapılandırılmış yatırım ürünleridir. SIV'lerin temel stratejisi, piyasalardan 3 ila 6 aylık kısa vadeli ve düşük faizli borçlar temin ederek, daha uzun vadeli ve yüksek getirili yatırımların fonlanmasıdır. Buradaki başlıca tehlike vadelerin uyumsuzluğu dolayısıyla borcun yeniden finansmanıdır. Piyasalarda likidite yetmezliğinin yaşanması ve faiz oranlarının sert bir şekilde dalgalanması durumunda büyük zarar yaşanacaktır. SIV'lerin yatırımlarının büyük bir kısmı, yüksek riskli ipotek kredilerine dayalı CDO'ların batık riskinden kısmen korunaklı üst sınıflarına yapıldığı için, bu ürünler kriz öncesine değin kısmen güvenli olarak değerlendirilmiştir. 2007'nin ortalarından itibaren batık kredilerin hızla artması, zararın hızla en alt sınıf CDO'lardan taşarak en üst sınıftakilere dahi sıçraması ve yeniden finansman olanaklarının hızla daralması SIV'lerin de zarar etmelerine yol açmıştır.¹⁷⁰

2.1.3. Küresel Krizin Diğer Nedenleri

2.1.3.1. Konut Fiyatlarındaki Artış

ABD ekonomisinde 2007 yılının ilk çeyreğinde baş gösteren bozulmanın kısa sürede tüm dünya piyasalarını etkisi altına alan küresel bir krize dönüşmesini tetikleyen unsur, hızlı kredi genişlemesi döneminde sürekli yükselen ev fiyatlarının 2006 yılında düşüşe geçmesidir. Ev fiyatlarında reel karşılığı olmayan artışların gerçekleşmesinde rol oynayan beş temel unsur şu şekilde sıralanabilir:¹⁷¹

- Düşük faiz oranları,
- Denetimsizlik sonucu ortaya çıkan ve kredi genişlemesine neden olan yeni karmaşık finansal araçların geliştirilmesi,
- Vergi teşvikleri ile bireylerin kendi evlerine sahip olmalarının desteklenmesi,
- Elverişli kentsel alanların azlığı,
- Spekülatif amaçlarla ve rant arayışıyla gerçekleştirilen konut alımları.

¹⁷⁰ Birdal, a.g.tb, s. 12-13.

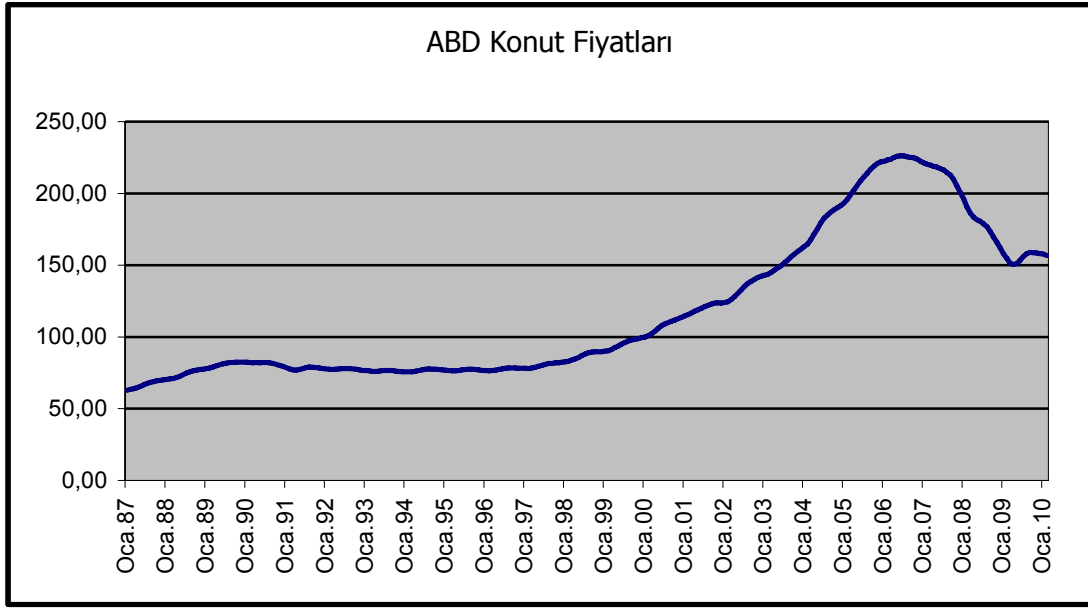
¹⁷¹ Muller, Anders – Almy, Richard – Engelschalk, Michael, “Real Estate Bubbles and the Economic Crises: The Role of Credit Standards and the Impact of Tax Policy”, Journal of Property Tax Assessment and Administration, Volume. 7, Issue. 1, ss. 17-40, s. 19.

Mortgage krizinin ABD ekonomisini etkilemesinin en önemli nedenlerinden biri, inşaat ve sigortacılık başta olmak üzere konuta bağlı sektörlerde başlayan yavaşlamanın hızlı bir şekilde makro ekonomik göstergelere yansımalarıdır. Özellikle hükümet politikalarının tüketime dayalı politikalar üzerine kurulması ve ekonomik canlanmanın inşaat sektörüne dayandırılması nedeniyle konut fiyatlarındaki ani değişim, kısa sürede ekonomik ve finansal göstergeleri olumsuz yönde etkilemiştir. S&P Case/Shiller Konut Fiyatları Endeksi, 2007 yılında tarihinin en büyük yıllık düşüşünü yaşamıştır. S&P'nin endeksine göre 1990 ila 1991 yıllarında yaşanan resesyonda bile konut fiyatlarındaki yıllık düşüş % 2,8 olarak gerçekleşmiştir. 2008 Şubat ayı itibarıyla, S&P Case/Schiller Endeksine göre ev fiyatları 20 ABD merkezi şehrinde bir önceki yılın aynı dönemine nispetle % 13 oranında düşüş göstermiştir.¹⁷²

Grafik 1'de, ABD'nin 10 eyaleti için hesaplanan S&P Case/Schiller Endeksi'nin, 1987-2010 yılları arasında gösterdiği seyir görülmektedir. Konut fiyatlarının mevsimsel nedenlerle dalgalanabileceği göz önünde bulundurularak, mevsimsel hareketlerden arındırılmış endeks kullanılmıştır. Grafik incelendiğinde, 1998 yılından itibaren endeksin yükselmeye başladığı, 2002 başından itibaren ise endekste daha hızlı bir artışın olduğu göze çarpmaktadır. 2006 yılında ise konut fiyatlarındaki artış tersine dönmüş ve daha sonra hızlı bir düşüş başlamıştır. Önce fiyatların artış hızının, sonra da fiyatların kendisinin düşmesi, satın aldıkları konutları teminat göstererek ipotekli konut kredisi alanları zor durumda bırakmıştır. Çünkü, konut fiyatlarındaki artış öncelikle onları iflas etmekten kurtarıyordu. Aldıkları krediyi geri ödeyemeyeceklerini düşündüklerinde evlerini satabiliyor ve satış fiyatı alış fiyatından yüksek olduğu için borçlarını ödemekte zorlanmıyorlardı. Ayrıca, ev fiyatlarında meydana gelen artış konut kredisine gereken teminatın üzerinde olduğu için, bireyler teminat aşan bu kısmı da teminat göstererek başka krediler alabiliyorlardı. Fiyatların düşmesi bu kısmın da değerini düşürerek bireyleri çok daha büyük bir borç yükünün altına sokmuştur.

¹⁷² Demir v.dğr., a.g.tb., s. 51.

Grafik 1: S&P Case/Schiller Konut Fiyatları Endeksi



Kaynak: Standart&Poors

Konut fiyatlarında balon artışların yaşandığı yıllarda, ev talebinin ve ev sahipliği oranlarının artmasındaki başlıca faktör subprime mortgage kredileridir. ABD’de ev sahipliği oranı, 1994 yılında % 64 iken, 2004 yılında % 69,2’ye yükselmiştir. Talep artışı, konut fiyatlarının ve tüketici harcamalarının da artmasına yol açmış ve 1997-2006 yılları arasında konut değerlerinde % 124’lük bir artış yaratmıştır. Bazı ev sahipleri, daha düşük faiz oranlarından evlerini yeniden finanse etmek için, evlerinin artan değerlerinden fayda sağlamış ve tüketim harcamalarında kullanmak amacıyla bu değer karşılığında ikinci bir mortgage kredisi almışlardır. Sonuçta, gelirin bir yüzdesi olarak hane halkı borcu, 2007 yılında % 130’a kadar yükselmiştir. Bu oran önceki 10 yıllık ortalama tutardan % 30 daha yüksektir.¹⁷³

2.1.3.2. Merkez Bankalarının Gevşek Para Politikaları

Ekonomi yazını incelendiğinde bir süredir dünya ekonomisinde ‘küresel dengesizlikler’ adı verilen bir bozulmadan söz edildiği görülmektedir. ‘Küresel dengesizlikler’, ülke gruplarının cari işlem dengeleriyle ilgilidir. 1997-98 Asya krizinin ardından ekonomileri bozulan ülkeler, yatırım oranlarını ve büyüme hızlarını aşağıya çekerek cari fazlalar yaratmışlar, dış borçlarını ödemişler ve rezervlerini artırmışlardır. Başta Çin olmak üzere bir grup gelişmekte olan ülke ise, hızlı büyüme ile cari fazlayı birlikte

¹⁷³ Bianco, a.g.m., s. 6.

gerçekleştirmiştir. ABD’de ise, cari açıklar 2003 yılı sonrası dönemde hızla artmış, 2006’da 812 milyar \$’a ulaşmıştır.¹⁷⁴

Bugün tüm dünya ekonomilerinde yaşanan ABD mortgage piyasası kaynaklı krizi hazırlayan süreç incelendiğinde, krizin temelinde yatan önemli etkenlerden birinin, bu yüzyılın başlarında birçok gelişmiş ekonomide uygulamaya konan gevşek para politikaları sonucu meydana gelen küresel dengesizlikler olduğu söylenebilir. Söz konusu küresel dengesizliklere neden olan etken ise, ABD’nin cari işlemler açığında oluşan önemli artışların, Asya, Çin, Rusya ve petrol ihracatçısı ülkelerin verdiği cari işlem fazlalarıyla finanse edilmesidir. Bu tasarruf-yatırım dengesizliklerine bağlı uluslararası finansal akımlar, finansal aracılık faaliyetlerinde stres yaratmıştır.¹⁷⁵ Ancak, krizin nedenleri sorgulanırken yapılan bu kısmi analize bir de Amerikan Merkez Bankası’nın para politikasını eklemek gerekir. 2001 yılında dot-com balonunun patlamasıyla ortaya çıkan ekonomik durgunluğun önüne geçmek amacıyla FED faiz oranlarını hızlı bir şekilde düşürmüştür. 2003 yılının Haziran ayında % 1 seviyesine düşen ve 1 yıl kadar bu seviyeyi koruyan düşük faiz oranları emlak balonunun ardındaki başlıca etkenlerden biri olmuştur.¹⁷⁶

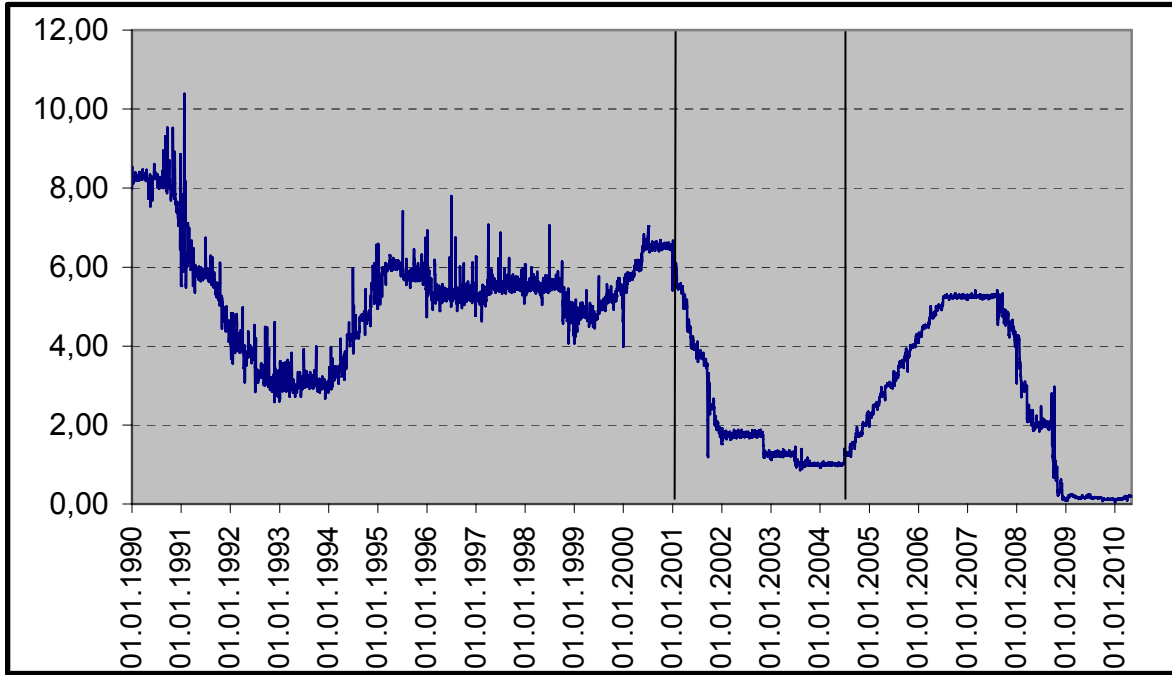
Grafik 2’de, 1 Ocak 1990 - 5 Mart 2010 tarihleri arasındaki dönemde FED’in para piyasasında geçerli olmasını hedeflediği faiz oranlarına ait günlük veriler yer almaktadır. Grafik incelendiğinde, 2001’in başı ile 30 Haziran 2004 arasındaki dönemde, gevşek para politikasının uygulandığı görülmektedir. Bu dönemde ev fiyatları da hızla artış göstermiştir. FED’in faiz oranlarını hızla aşağıya çekmesi, finansal yatırımcıların getirilerini düşürmüş, bunun sonucunda piyasada risk alma iştahı artmış ve yatırımcılar menkul kıymetleştirme yoluyla daha fazla getiri sağlayan mortgage piyasasına yönelmiştir.

¹⁷⁴ Boratav, Korkut, *Bir Krizin Kısa Hikayesi*, Arkadaş Yayınevi, Ankara, 2009, s. 19-21.

¹⁷⁵ Finansal stres, en genel haliyle, finansal piyasaların ve finansal aracılık faaliyetlerinin sağlıklı biçimde işleminin sektöre uğraması olarak tanımlanabilir. Finansal stres dönemleri farklı niteliklere sahip olsalar da; risk ve belirsizlik algılamalarındaki artış, varlık fiyatlarında gözlenen ani ve sert hareketler, küresel likiditede daralma ve bunlarla ilintili olarak finansal aracılık faaliyetlerinin etkin biçimde gerçekleştirilememesi geçmiş finansal stres dönemlerinin tümünde gözlenen gelişmelerdir.

¹⁷⁶ Mohan, Rakesh, “Global Financial Crisis – Causes, Impact, Policy Responses And Lessons”, Bank of International Settlements Review, No. 54, 2009, s.1-2.

Grafik 2: Amerikan Merkez Bankası Hedef Faizi

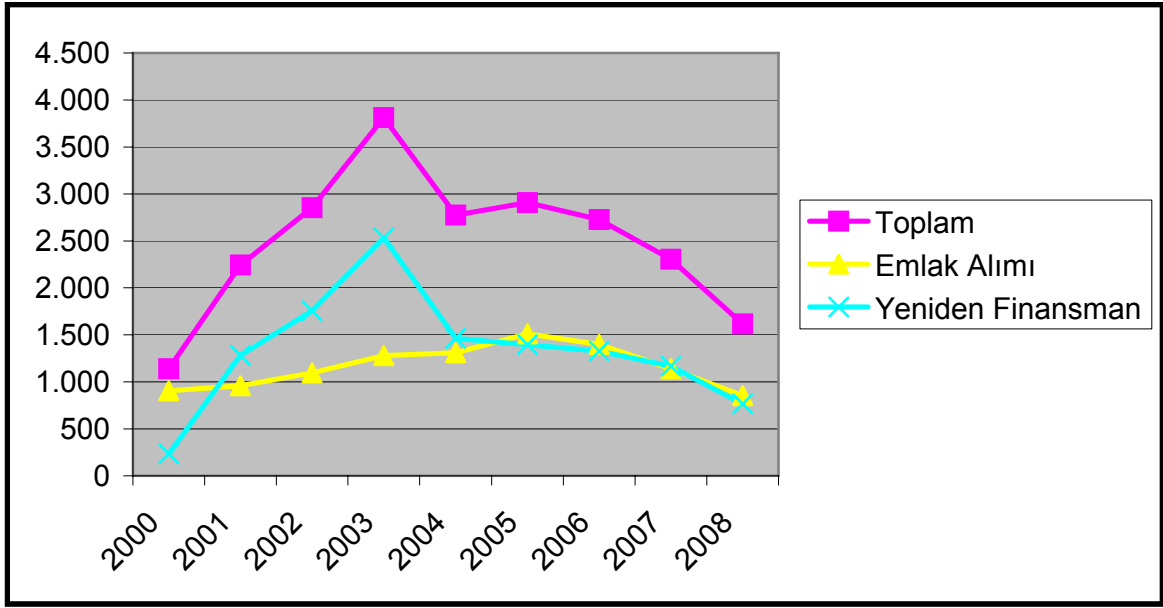


Kaynak: Federal Reserve

ABD’de 2000’lerin başı itibariyle ekonomide yaşanan durgunluğu aşmak amacıyla uygulamaya konan düşük faiz politikasının, II. Dünya Savaşı sonrası Japonya’nın yeniden inşası ve sağlıklı bir ekonomik yapıya kavuşması için üretimin ve ihracatın teşvikini içeren ekonomi politikasından farklı olmadığı söylenebilir. ABD’de sanayi politikası söz konusu dönemde inşaat sektörüne odaklanmış, devlet kurumları ve özel sektör kuruluşları sürdürülebilir bir büyüme yakalayabilmek için faaliyetlerini büyük ölçüde bu sektöre kaydırmıştır.¹⁷⁷ Ancak, düşük faiz oranları hızlı kredi genişlemesine ve mortgage piyasasında risk algısının düşmesine neden olmuştur. Grafik 3’te, 2000-2009 yılları arasında mortgage kredilerinin izlediği seyir milyar \$ cinsinden görülmektedir.

¹⁷⁷ Kling, Arnold, “The Root of the Financial Crisis”, Policy Review, December 2009 – January 2010, ss.21-33, s. 22.

Grafik 3: ABD Mortgage Kredileri (Milyar \$)



Kaynak: U.S. Census Bureau

2.1.3.3. Değişken Faiz Oranları

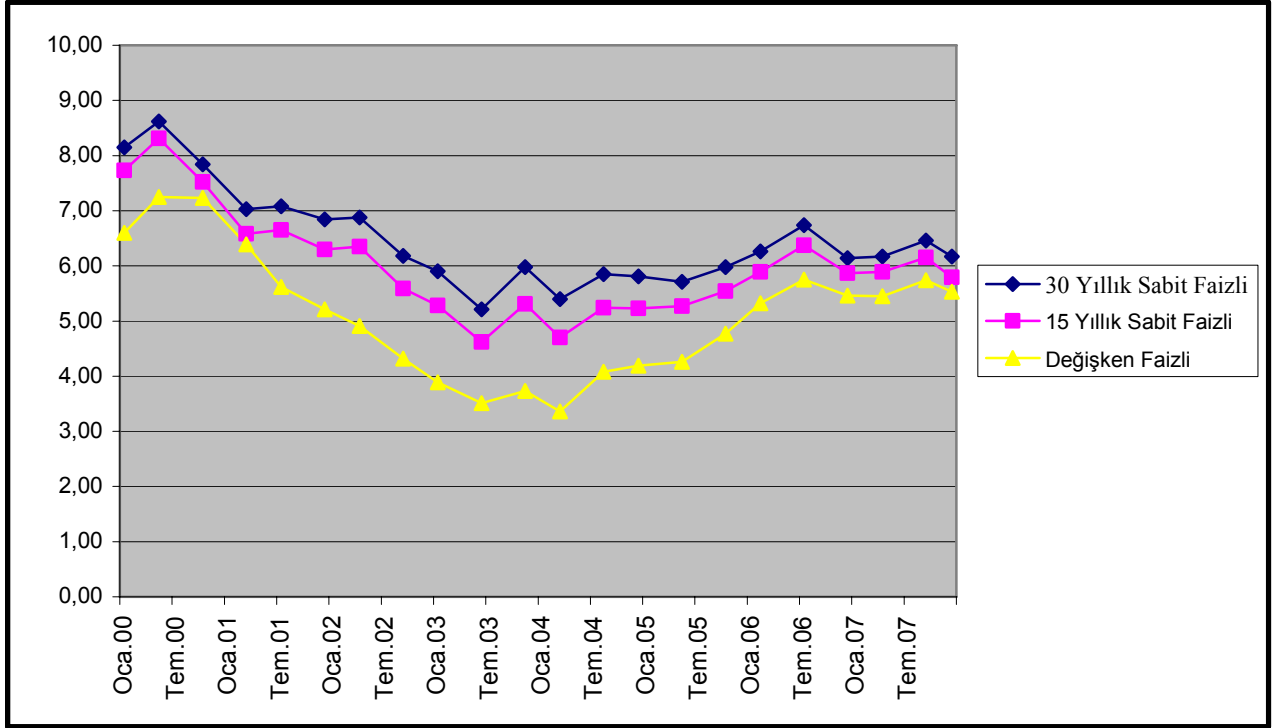
Krizin ağırlaşmasındaki önemli etkenlerden biri de yüksek riskli mortgage kredilerinin faiz yapısıdır. ABD mortgage piyasasında faiz yapısına göre iki farklı türde kredi sistemi mevcuttur. Bunlardan ilki sabit faizli 20, 25 ya da 30 yıllık kredilerdir. Bu sistemde gelecekteki faiz riski kredi veren kurum üzerinde kalmaktadır. Faiz riskinden kaçınmak isteyen alıcılar, bunun karşılığında piyasa faiz oranının üzerinde sabit bir faiz oranından kredi kullanmaktadır. İkinci tip kredi sistemi ise faiz riskini alacaklıdan borçluya aktaran değişken faizli kredilerdir. Yakın zamana kadar ABD’de piyasa faiz oranı son derece düşük bir seviyede seyrettiği için özellikle ‘yüksek riskli kredilerden faydalanan’ orta ve alt gelir grubundaki kişiler, değişken faizli kredileri kullanmayı tercih etmiştir. Ancak FED 30 Haziran 2004’ten itibaren faiz oranlarını aşamalı olarak artırmaya başlayınca, bu krediyi kullanan düşük gelirli gruplar geri ödemelerini yapamaz hale gelmiştir.¹⁷⁸

Faiz oranlarındaki dalgalanmaların kredili emlak alımlarına doğrudan etkisini incelemek için 30 yıllık sabit faizli, 15 yıllık sabit faizli ve değişken faizli mortgage kredilerindeki faiz oranlarının 2000 yılından 2007 yılına kadarki seyrini gösteren Grafik 4 incelendiğinde, 2001 yılından itibaren değişken ve sabit faizli krediler arasındaki faiz marjının

¹⁷⁸ Birdal, a.g.tb., s. 16-17.

giderek açıldığı görülmektedir. 2004 yılında 3,5 puan seviyesinin altına gerileyen değişken faizler, 2007 yılına gelindiğinde ise 6 puan seviyesine ulaşmıştır.

Grafik 4: ABD’de Değişken ve Sabit Faizli Mortgage Kredilerinde Faiz Oranı (%)



Kaynak: www.mortgage-x.com

Bireylerin değişken faizli kredilere yönelmesinin ardında, ev fiyatlarındaki yükselmenin süreceğine dair temel yanlış büyük rol oynamıştır. Faizlerin aynı düşük seviyeyi korumasının mümkün olmadığı ve bir süre sonra yükselişe geçeceği şüphesiz herkes tarafından tahmin edilmiştir. Ancak burada öngörülemeyen ev fiyatlarının da düşüşe geçeceği gerçeğidir. Spekülasyon amacı ile ya da düşük faizlerden yararlanıp ilk kez ev sahibi olmak isteyen bireyler değişken faizli kredilere yönelmişlerdir. Uzun dönemde artacak olan faizlerin ağırlaştıracağı ödeme yükünü, artan ev fiyatları sayesinde yeniden finansman yoluyla ya da evi yüksek fiyattan satarak elde edecekleri karla karşılayabileceklerini düşünenler, büyük yanlışlığa düşmüşlerdir.

2.1.3.4. Saydamlık Eksikliği

Küresel krize neden olan etkenlerden biri de saydamlık eksikliğidir. Başta ABD olmak üzere, gelişmiş ülkelerde çoğunlukla birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir mali kurum ve mali araç oluşturulmuştur. Bu kurum ve mali araçlar birbiriyle bağlantılı ve karmaşık ilişkilere sahiptirler. Finansal araçların bu karmaşık yapısının algılanmasında sıradan yatırımcılar için önemli bir zorluk söz konusudur. Nitelikli olmayan yatırımcılar için her gün

değişen, yenileşen ve farklılaşan finansal araçları takip edebilmek mümkün değildir. Saydamlıktaki bir diğer eksiklik de bilginin yatırımcılara, firmalara ve diğer aktörlere farklı hızlar ve farklı biçimlerde ulaşması olarak ifade edilen asimetrik bilgi olgusudur. Küresel krize giden süreçte, banka ve aracı kurumların ne çeşit varlıklara sahip oldukları, bu varlıkların değerinin ne olduğu hatta varlıkların muhataplarının kimler olduğu yeterli derecede şeffaf bir biçimde belirlenmemiştir. Bu problemler, menkul kıymetleştirme sonucu ortaya çıkan karmaşık yapıdaki ürünleri portföylerinde bulunduran Lehman Brothers gibi kurumların iflasları sonucu açığa çıkan risklerin hesaplanması ve analiz edilmesini zorlaştırmıştır.¹⁷⁹

2.2. 2007-2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

Türkiye açısından 2007-2008 Krizi, 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerle karşılaştırıldığında birçok farklılık göstermektedir. Bu farklılıkların temelinde, krizin dünyanın en büyük ekonomisi ABD kaynaklı olması yatmaktadır. Türkiye’de bankacılık kesiminin küresel finans krizinden doğrudan etkilenmediğini söylemek mümkündür. Bunun en önemli nedeni, Türkiye’de yatırım bankacılığının gelişmemiş olması ve toksik madde denilen yüksek riskli menkul kıymetlerin banka portföylerinde bulunmamasıdır. Ayrıca, 2001 krizinden sonra bankacılık sektöründeki sıkı denetim faaliyetleri, bankaların krize açık pozisyonlarla yakalanmasını engellemiştir.¹⁸⁰ Ancak, 2008 yılında ülkemizde etkileri görülmeye başlayan küresel kriz, finans piyasalarında başlayıp en çok mali sektörü olumsuz yönde etkileyen 1994 ve 2001 krizlerinden farklı olarak, reel sektörü etkisi altına almış ve ülke ekonomisinde keskin bir daralmaya neden olmuştur.

2.2.1. Büyüme Hızı

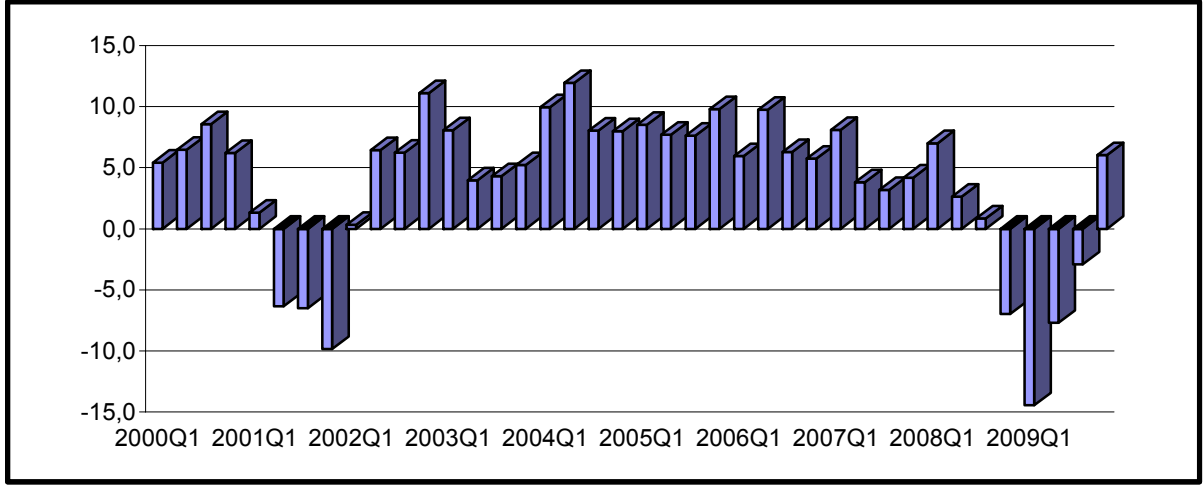
Türkiye, 2001 krizinden hemen sonra dünyadaki ekonomik konjonktürün etkisiyle oldukça hızlı bir toparlanma ve yeniden yapılanma sürecine girmiş, başta finans sektörü olmak üzere bir dizi makro ölçekli reformlar gerçekleştirerek 27 çeyrek boyunca kesintisiz büyümeyi başarabilmiştir. Ancak, küresel finans krizi, uluslararası ekonomik atmosferi tamamen değiştirmiş, ekonomisinin seyri büyük oranda dışsal dinamiklere bağlı olan

¹⁷⁹ Alantar, Doğan, “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, s. 3-4, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf, 13 Mayıs 2010.

¹⁸⁰ Kandemir, Tuğrul – Özdemir, Serkan, “Temel Göstergeler Işığında Türkiye’de Yaşanan 1994-2001 ve 2008 Finansal Krizlerinin İncelenmesi”, 13. Ulusal Finans Sempozyumu: ‘Küresel Finansal Krizler ve Etkileri’ Bildiriler Kitabı, 2009, ss. 247-269, s.252-253.

Türkiye'nin krizden etkilenmesi kaçınılmaz olmuştur. Türkiye ekonomisi 2008'in son çeyreğinde % 7 ve 2009'un ilk çeyreğinde % 14,5 oranında küçülmüştür. Küçülme ikinci ve üçüncü çeyrekte de devam etmiş, 2009 yılının ilk 9 ayındaki ortalama büyüme oranı -% 8,3 olmuştur. Ekonomiye duyulan güvenin arttığı son çeyrekte ise, ekonomi % 6 oranında büyümüştür.

Grafik 5: Çeyrek Dönemler İtibariyle Büyüme Hızı (2000Q1-2009Q4, %)



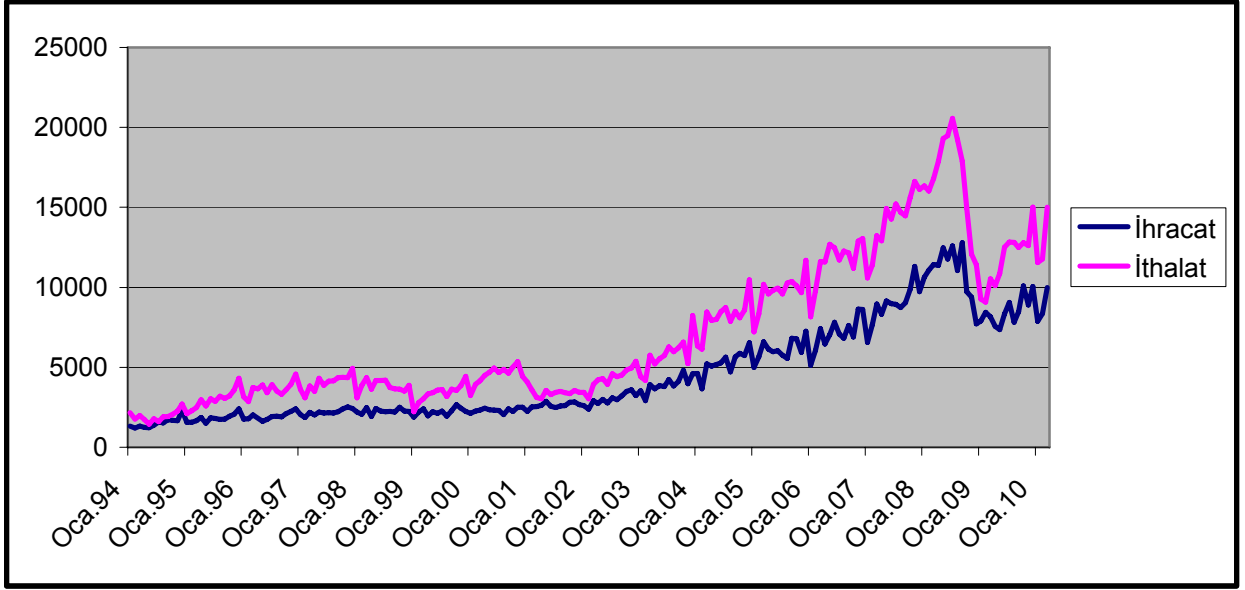
Kaynak: TÜİK

2.2.2. Dış Ticaret

Krizin Türkiye'yi en fazla etkilediği kanalların başında dış ticaret gelmektedir. Türkiye'nin toplam ihracatının yarısından fazlası AB üyesi ülkelere yapılmaktadır. Kriz Avrupa kıtasında da etkilerini oldukça sert bir şekilde göstermiş; dolayısıyla küresel düzeyde ekonomilerin küçülmesi küresel gelir düzeyini de düşürmüştür, özellikle yatırım malları ve dayanıklı tüketim mallarına olan talep bu durumdan son derece olumsuz şekilde etkilenmiş ve ihracat hacminde düşüş meydana gelmiştir. Ayrıca, dış talepte yaşanan daralma, üretimin ithalata bağımlı yapısı dolayısıyla, ithalatın da düşmesine neden olmuştur.

2008 yılında Türkiye'nin ihracatı bir önceki yıla göre % 23 artarak 132 milyar \$'a, ithalatı ise % 19 artarak 202 milyar \$'a ulaşmıştır. 2009 yılında ise krizin etkisiyle, ihracat % 23 azalarak 102 milyar \$'a, ithalat % 30 azalarak 141 milyar \$'a gerilemiştir. İhracat ve ithalat hacmi, 2009 yılı boyunca ve 2010 yılının ilk çeyreğinde dalgalı bir seyir izlemiştir; ancak kriz öncesi döneme ait rakamlar henüz yakalanamamıştır. Mart 2010'da yapılan toplam ihracat 2008 yılının aynı ayına göre %13 azalarak 9 milyar \$, ithalat ise % 11 azalarak 15 milyar \$ olmuştur.

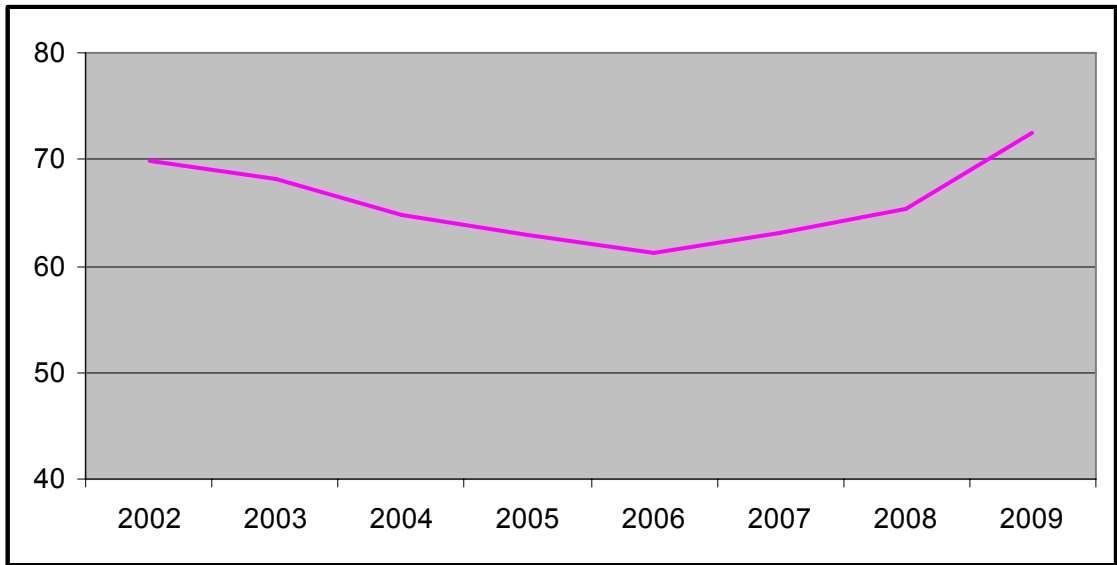
Grafik 6: Türkiye'nin Aylık İhracat ve İthalat Değerleri (Ocak 1994-Mart 2010, Milyon \$)



Kaynak: TCMB

Dış ticaret istatistikleri için oldukça önemli bir veri olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2006 yılı itibariyle artmaya başlamıştır. Bu durumun temel nedeni, küresel kriz nedeniyle dış ve iç talebin daralması ve buna bağlı olarak ithalatta yaşanan düşüşün, ihracattaki azalıştan daha güçlü olmasıdır. Söz konusu oran 2006 yılında % 61.3 iken, 2009 yılında % 72.5'e yükselmiştir.

Grafik 7: İhracatın İthalatı Karşılama Oranı(Yıllık, %)

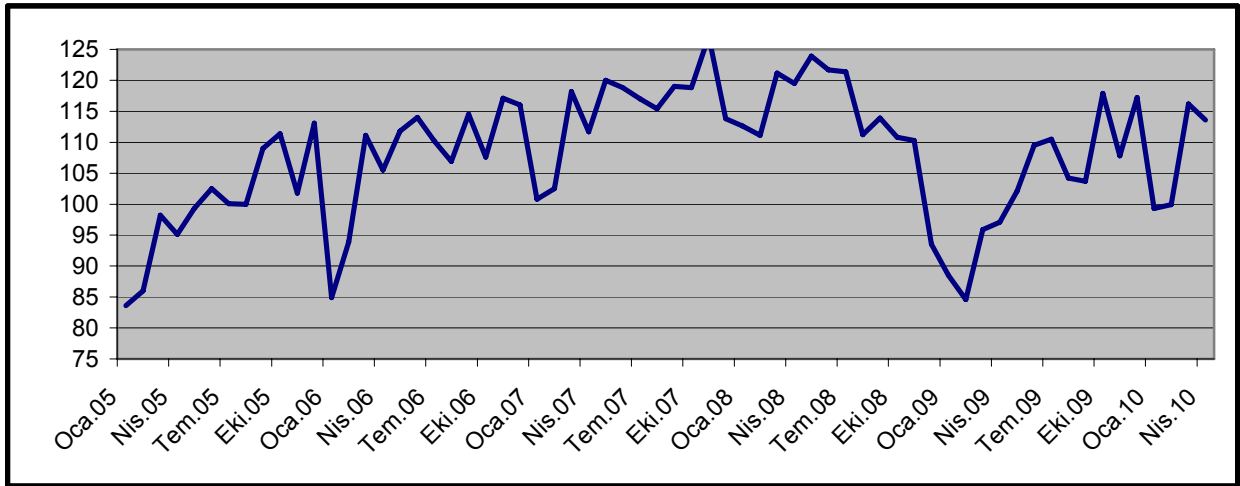


Kaynak: TÜİK

2.2.3. Sanayi Üretimi

Türkiye'nin ihraç ettiği mallara yönelik dış talebin bir anda azalması, ihracata yönelik üretim yapan sektörlerde üretimin de düşmesine neden olmuştur. Grafik 8 incelendiğinde, 2008 yılının Temmuz ayına kadar artan bir seyir izleyen sanayi üretim endeksinin, bir sonraki ay; ancak daha belirgin olarak Aralık ayında keskin bir düşüş eğilimine girdiği görülmektedir. Temmuz 2008'de endeks değeri 121.4 iken, bir sonraki ay 111.2'ye, Aralık ayında ise 93.5'e gerilemiştir. Özellikle 2008 yılının son çeyreği ve 2009 yılının ilk çeyreğinde endeks oldukça düşük değerler almıştır. 2009 yılı boyunca dalgalı bir seyir izleyen sanayi üretimi, 2010 yılında da kriz öncesi dönem değerlerini yakalayamamış, sanayi üretim endeksi Nisan 2010'da, 2008 yılının aynı ayına göre % 5 azalarak, 113.6 değerini almıştır.

Grafik 8: Sanayi Üretim Endeksi (Ocak 2005–Nisan 2010, Aylık)



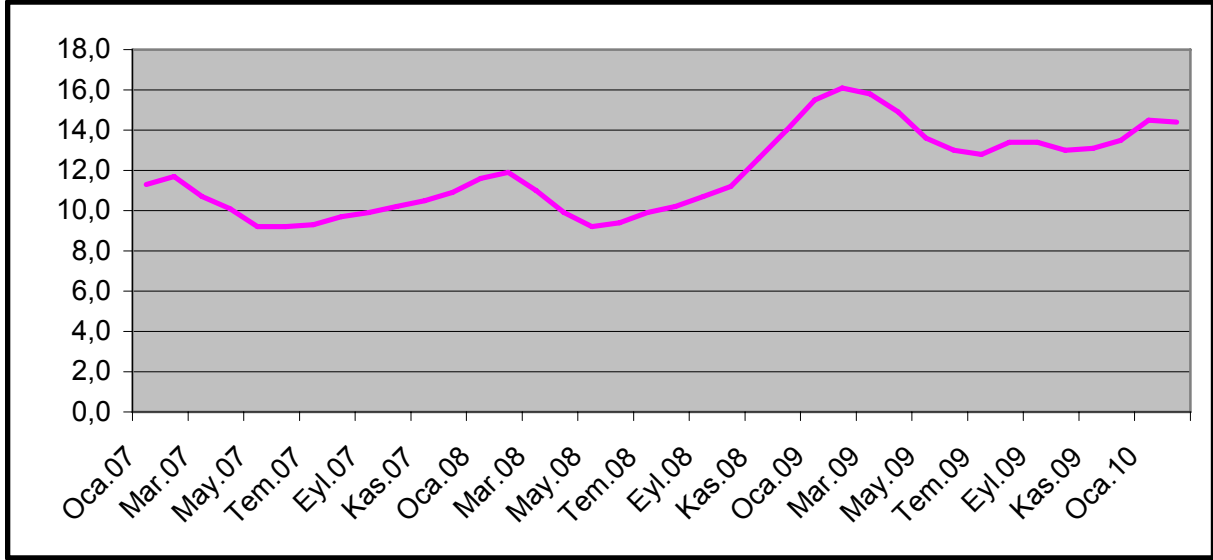
Kaynak: TCMB

2.2.4. İşsizlik

Türkiye ekonomisi 2002-2008 yılları arasında ortalama % 5,9 büyümüş; ancak işsizlik oranı % 9'un altına indirilememiştir. Küresel finans krizinin etkisiyle dış talepte yaşanan daralmaya bağlı olarak ihracattaki ve dolayısıyla sanayi üretimindeki düşüş, işsizlik oranının da hızla artmasına neden olmuştur. TÜİK verilerine göre Temmuz 2008'de % 9,9 olan işsizlik oranı, Şubat 2009'da % 16,1 ile rekor düzeye yükselmiştir. Ekonominin ortalama % 14,5 oranında küçüldüğü 2009 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen ortalama işsizlik oranı ise %15,8'dir. 2009 Ağustos ayı itibariyle işsiz sayısı, küresel krizin etkilerinin hissedilmeye başladığı bir önceki yılın aynı dönemine göre 927 bin kişi artarak 3 milyon 429 bin kişiye

yükselmiştir. Sonraki aylarda işsizlik oranı dalgalı bir seyir izlemiş; ancak %13'ün altına inmemiştir. 2010 yılının Şubat ayında işsizlik oranı % 14,4 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 9: İşsizlik Oranı (Ocak 2007-Şubat 2010, Aylık, %)



Kaynak: TÜİK

2.2.5. Dış Borçlanma

Küresel kriz birçok finansal kurumun iflasına, kalanların da büyük bir kısmının önemli miktarlarda zararlarla karşılaşmasına neden olmuştur. Finansal kurumlar arasındaki güvenin sarsılması, ülkeler arası sermaye akımlarının azalmasıyla sonuçlanmıştır. Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (IIF) Haziran 2009 verilerine göre gelişmekte olan ülke ekonomilerine 2007 yılında, özel sektör kaynaklı 888 milyar \$ net sermaye girişi olmuş, bu rakam 2008'de hızlı bir şekilde düşerek 392 milyar \$'a gerilemiştir. Dolayısıyla bankalar ve şirketlerin dış kaynak kanalları tıkanmıştır. Önceki yıllarda alınan borçların vadesi geldiğinde, bu borçları ödemek için yeni borçlanmaya gitmek de zorlaşmıştır. Bu durumda şirketler eski borçlarını kapatmada kendi olanaklarını kullanmak zorunda kalmış ve bunu gerçekleştirebilmek için küçülme kararı almışlardır. Şirketlerin küçülerek üretimlerini azaltması, istihdamlarının da azalmasına neden olmuştur.

Tablo 3'te, 2004-2009 döneminde Türkiye'deki banka ve şirketlerin yurtdışından sağladıkları net kredi miktarı¹⁸¹ görülmektedir. 2007 yılında küresel likiditenin bol olduğu

¹⁸¹ Dönem içinde vadesi gelen borçların ödenmesi esnasında alınan yeni kredi miktarı, borç geri ödemesinden fazla ise, net kredi kullanımı artı işaretli bir rakamdır. Aksi halde ise eksi işaret alır ve dışarıya net dış borç geri ödeyicisi durumuna düşülür.

dönemde söz konusu iki kesim büyük miktarda net dış kredi kullanmıştır. Oysa, 2008'in sonlarından itibaren borç geri ödemeleri, kullandıkları yeni kredi miktarından fazladır.¹⁸²

Tablo 3: Bankaların ve Şirketlerin Dönem İçinde Net Dış Borçlanmaları (Milyon \$)

Yıllık Toplamlar	Bankacılık	Şirketler	Toplam
2004	5708	5107	10815
2005	9248	9880	19128
2006	5814	18812	24626
2007	5608	25888	31496
2008	2909	23419	26328
2009'un İlk Altı Ayı			
Oca.09	-209	-420	-629
Şub.09	-738	-356	-1094
Mar.09	-1474	-986	-2460
Nis.09	-1272	-707	-1979
May.09	-1752	-901	-2653
Haz.09	351	-709	-358

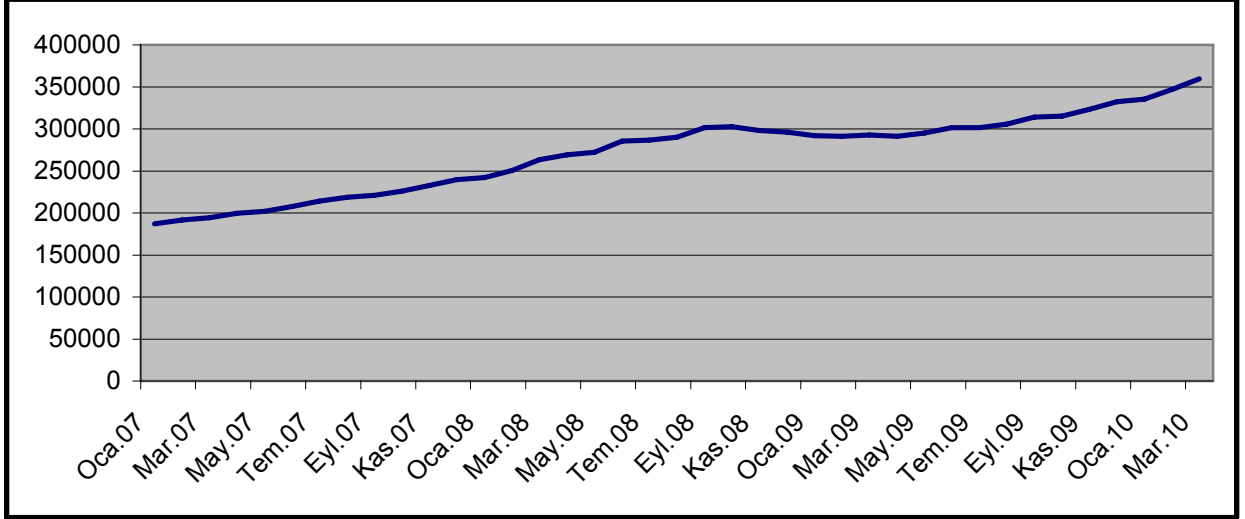
Kaynak: Özatay, Fatih, *Finansal Krizler ve Türkiye*, Doğan Kitap, İstanbul, 2009, s. 145.

2.2.6. Yurtiçi Kredi Hacmi

Mevcut ortamda bankalarımızın yurtiçinde şirketlere ve tüketicilere açtıkları kredi miktarında da azalma olmuştur. Ekonomide yaşanan belirsizlik, bankaların eskisine kıyasla daha nakit kalmayı tercih etmelerine ve şirketlere ait risklerin artması nedeniyle kredi kullandırmada isteksiz davranmalarına yol açmıştır. Ayrıca bankalar dışarıdan kendileri için kredi bulmakta da zorlanmaktadır. İç talepteki keskin daralmaya bağlı olarak şirketlerin kredi taleplerinde yaşanan düşüş de bu durumda etkili olmuştur. 2001 krizinin ardından uygulamaya konulan bankacılık sektörü reformu sonrası bankaların kredi açabilir duruma gelmesi ve 2002 yılından itibaren hem iç hem de dış talepte yaşanan hızlı artışın etkisiyle yükselen kredi talebi, küresel krizin etkisiyle 2008'in son çeyreğinde tersine dönmüştür. 2008 yılının Eylül ayında yaklaşık 300 milyar TL olan kredi hacmi bu tarihten sonra düşmeye başlamış, Mayıs 2009'a kadar dalgalı bir seyir izleyerek 295 milyar TL'ye gerilemiş; kriz öncesi seviyesine Haziran 2009 tarihinde ulaşabilmiş ve Mart 2010'a kadar sürekli artarak yaklaşık 359 milyar TL'ye ulaşmıştır.

¹⁸² Özatay, a.g.e., s. 144-145.

Grafik 10: Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredi Hacmi (Ocak 2008 – Ağustos 2009, Aylık, Milyon TL)



Kaynak: TCMB

2.2.7. Reel Kesim Güven Endeksi

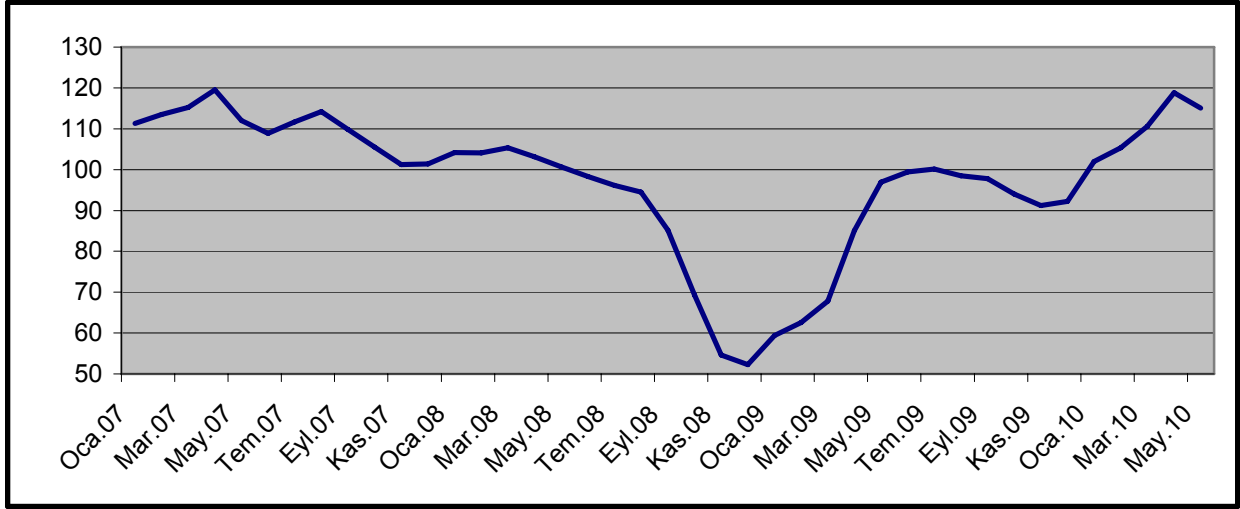
Küresel krizin ekonomi üzerindeki etkisinin belirgin göstergelerinden biri de reel kesimde ekonomiye duyulan güvendedeki azalıştır. Aşağıdaki grafikte Merkez Bankası'nın şirketlere gönderdiği anketlerdeki sorulara verilen yanıtlardan derlenen reel kesim güven endeksi görülmektedir. 100'ün altındaki değerler güvenin düşük olduğunu göstermektedir.

Küresel krizin reel kesim üzerindeki asıl etkilerinin görülmeye başlandığı 2008 yılının ikinci yarısından itibaren, reel kesimin; mevcut mamul mal stok miktarı, gelecek üç aydaki üretim hacmi ve ihracat sipariş miktarı, son üç aydaki toplam sipariş miktarı ve genel gidişat eğilimine ilişkin değerlendirmelerinden oluşan reel kesim güven endeksi hızla düşmeye başlamış ve 2008 Aralık ayında 52.3 ile en düşük seviyesini gömüştür.¹⁸³ Ağustos 2007'de 114.2 olan endeks değeri, bir sonraki sene aynı dönem için 94.5, Ocak 2009 için ise 59.4 olarak hesaplanmıştır. Yıl boyunca endeks değeri artış göstermiş; ancak yalnızca Temmuz ayında 100'ün üzerine çıkabilmiştir. Aralık 2009'da 92.2 olarak hesaplanan endeks, 2010 yılına girilirken reel kesimin mevcut ve yakın gelecekteki ekonomik koşullara duyduğu güvensizliğin devam ettiğini ortaya koymuştur. 2010 yılının ilk çeyreğinde ise endeks değeri

¹⁸³ Anbar, Adem – Şenol, Gökhan, “ 2007-2008 Küresel Ekonomik Krizin Türkiye’de Reel Sektör Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi”, Vergi Dünyası, sy. 343, Mart 2010, ss. 172-182, s. 181.

100'ün üzerinde seyretmiş, ekonomide yaşanan iyileşme sonucunda Mayıs ayında 115.1'e yükselmiştir.

Grafik 11: Reel Kesim Güven Endeksi (Ocak 2007 – Mayıs 2010, Aylık)



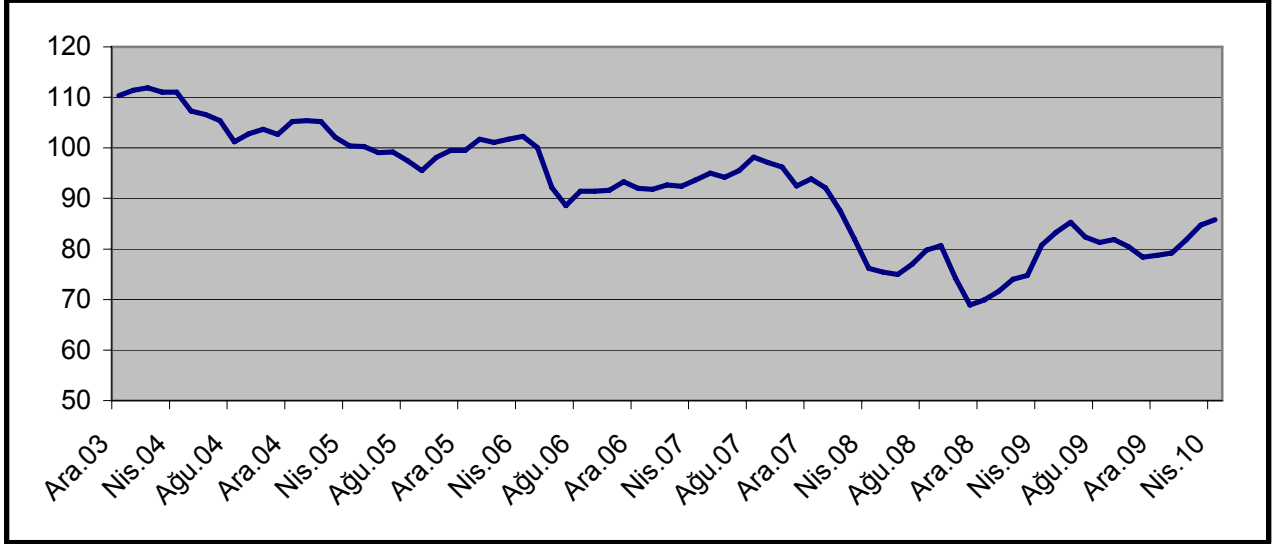
Kaynak: TCMB

2.2.8. Tüketici Güven Endeksi

Krizin ekonomiye etkisinin bir diğer önemli göstergesi ise, tüketicilerin Türkiye ekonomisinin söz konusu andaki durumu hakkındaki görüşlerini ve gelecek ile ilgili beklentilerini yansıtan tüketici güven endeksidir. Endeksin 100'den büyük olması tüketici güveninde iyimser duruma, 100'den küçük olması ise tüketici güveninde kötümser duruma işaret etmektedir.

Ağustos 2007'de 98.2 değerinde olan endeks, Kasım 2008'de 68.9'a gerileyerek kriz döneminin en düşük değerini görmüştür. 2009 yılını iniş çıkışlarla geçiren endeks değeri, 2010 yılının Nisan ayında, tüketici güveninde büyük bir düşüşün yaşandığı 2008 Kasım ayına göre % 25 artarak 85.8'e yükselmiştir. Güven endeksindeki artış, tüketicilerin gelecek dönem satın alma gücü ve mevcut dönemin dayanıklı tüketim malı satın almak için uygunluğuna dair değerlendirmelerinin iyileşmesinden kaynaklanmıştır.

Grafik 12: Tüketici Güven Endeksi (Aralık 2003-Nisan 2010, Aylık)



Kaynak: TCMB

2.2.9. Enflasyon

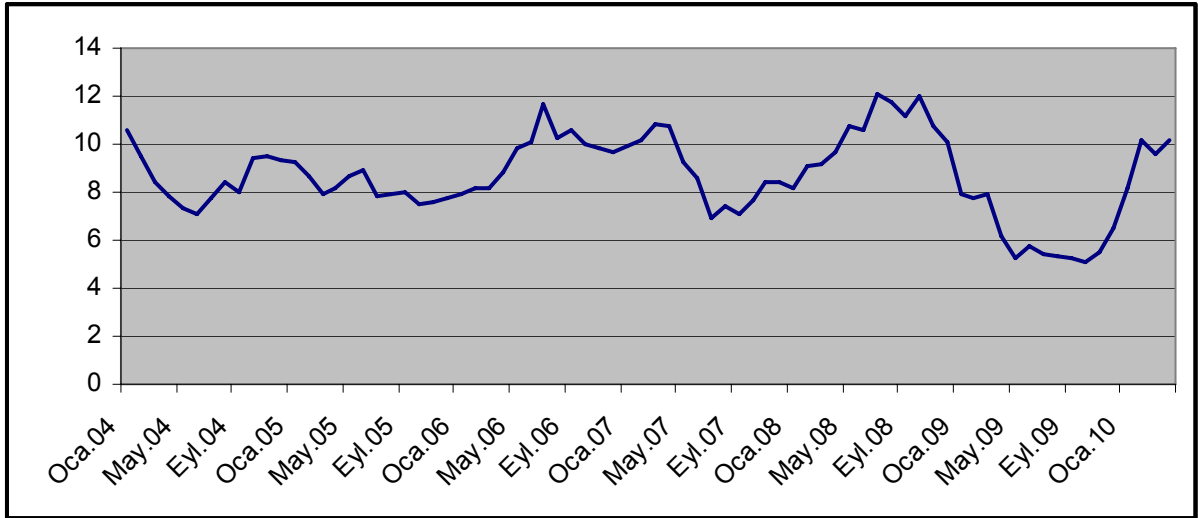
Kriz döneminde dünya ekonomisinde meydana gelen daralma ve küresel talepteki yavaşlama sonucu, Türkiye'nin ithalatçısı olduğu petrol, enerji ve hammadde fiyatlarındaki düşüşler enflasyona olumlu şekilde yansımıştır. Ayrıca, tüketicilerin ekonomiye duyduğu güvendedeki azalma ve işgücü piyasasındaki mevcut seyir tüketim talebini sınırlandırmış, toplam talep koşulları da enflasyona düşüş yönünde katkıda bulunmuştur. Kriz öncesi dünya piyasalarında yaşanan dalgalanmalar nedeniyle enflasyon 2007'nin dördüncü çeyreğinden 2008'in üçüncü çeyreğine kadarki dönemde artış göstermiş, ancak krizin etkisiyle özellikle 2009 yılı boyunca oldukça düşük değerlerde seyretmiştir.

Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre, Temmuz 2008'de % 12,06 olan Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE), bu tarihten sonra düşmeye başlamış; 2009 yılı Ocak ayında daha da belirginleşen düşme eğilimi Ekim 2009'a kadar devam etmiş ve söz konusu tarihte % 5,8 olarak hesaplanmıştır. Bu tarihten sonra yükselişe geçen TÜFE, 2010 yılının Nisan ayında %10,19 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılının ilk çeyreğinde gözlenen enflasyon artışında; akaryakıt ürünleri ile alkollü içecekler ve tütün ürünlerini kapsayan vergi düzenlemelerinin oluşturduğu yüksek oranlı fiyat artışları, bunun yanı sıra 2009 yılının son çeyreğinde olduğu gibi 2010 yılının ilk çeyreğinde de işlenmemiş gıda fiyatlarındaki endeks tarihinin en yüksek

dönemsel artış oranları, et ve diğer hayvansal gıda ürünleri fiyatlarının yanı sıra sebze fiyatlarında % 26,43 oranında gerçekleşen artış ve enerji fiyatlarının % 5,08 oranında yükselmesi etkili olmuştur.¹⁸⁴

Aynı eğilim Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) için de geçerli olmuş, Temmuz 2008'de % 18,41 olarak hesaplanan ÜFE, bu tarihten sonra hızla düşmüş ve 2009 yılının ilk ve ikinci çeyreğinde eksi değerler almıştır. ÜFE'deki bu eğilime hammadde fiyatlarında ve vergilerde yaşanan düşüş önemli boyutta katkı yapmıştır. 2010 yılında ekonomide yaşanan kısmi toparlanma süreci endeksin yeniden artışa geçmesine neden olmuş ve Nisan ayında ÜFE % 9,21 olarak hesaplanmıştır.

Grafik 13: Tüketici Fiyatları Endeksi Yıllık Değişimi (2003=100, Ocak 2004-Nisan 2010, %)



Kaynak: TÜİK (Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre)

¹⁸⁴ TCMB, *Enflasyon Raporu*, 2010 II, s. 29-31.

Grafik 14: Üretici Fiyatları Endeksi Yıllık Değişimi (2003=100, Ocak 2004-Nisan 2010, %)



Kaynak: TÜİK (Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre)

2.2.10. Bütçe Açığı

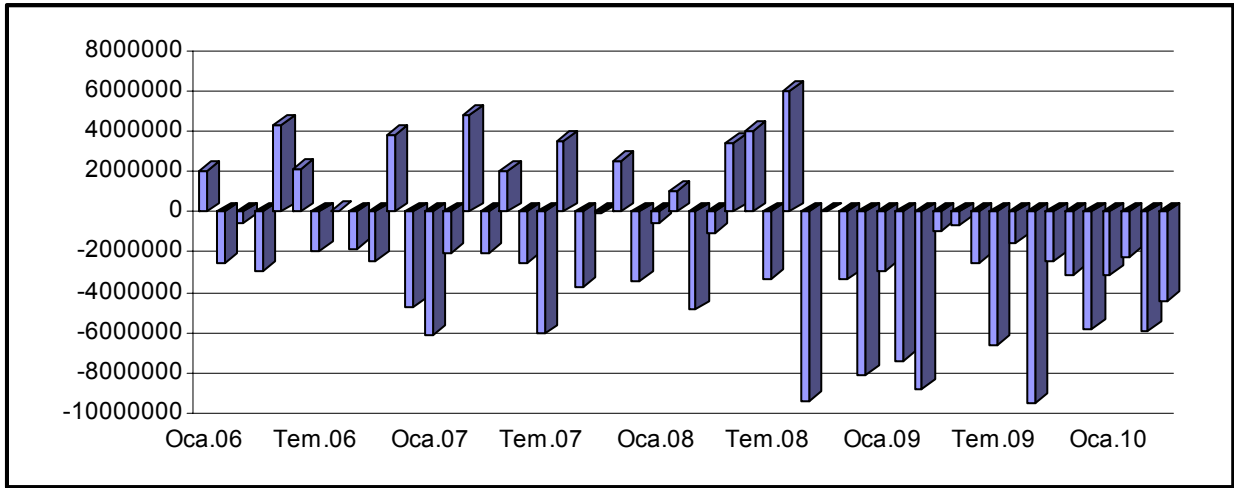
Ekonomik kriz ortamında yaşanan daralma nedeniyle vergi gelirlerinde meydana gelen düşüş ve ekonomiyi canlandırma amacıyla yapılan harcamalar bütçe açığını önemli miktarlarda artırmıştır. Tüketim harcamalarının azalması sonucu bütçe gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturan ÖTV ve KDV tahsilatları azalmış; ithalattan alınan vergi miktarında da düşüş meydana gelmiştir. Bunlara ek olarak istihdam kayıpları da vergi gelirlerini ayrıca düşürmüş ve Sosyal Güvenlik Kurumlarının prim gelirleri azalmıştır. Bu durum sistemdeki açığı büyütmüş ve bu nedenle kamu kesimi açığı kapatmak için Sosyal Güvenlik Kurumu'na yaptığı transferleri zorunlu olarak artırmıştır.

Ocak 2008'de 524 milyon 294 bin TL olan bütçe açığı, krizin etkisiyle % 466'lık bir artışla Ocak 2009'da 2 milyar 966 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bu artışta özellikle, vergi gelirlerinin geçen yılın aynı ayına göre % 2,4'lük bir düşüşle 13 milyar 825 milyon TL düzeyinde kalması ve bütçe giderlerinin % 15'lik bir artışla 18 milyar 796 milyon TL'ye yükselmesi etkili olmuştur.

Krizin etkilerinin görülmeye başlandığı Ağustos 2008 sonrası dönemde gerçekleşen en yüksek bütçe açığı ise, 9 milyar 474 milyon TL'lik bir düzey ile 2009 yılının Eylül ayına aittir. Söz konusu tarihte bütçe gelirleri yılın ilk ayına göre % 1 artış göstermiş, buna karşılık bütçe giderleri % 35 artmıştır.

Nisan 2010'da ise bütçe açığı bir önceki yılın aynı ayına göre, vergi gelirlerindeki %20'lik artışa rağmen, % 370 artarak 4 milyar 455 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Alt kalemler itibariyle incelendiğinde, bütçe gelirlerinde önemli bir artış olmamış, bütçe giderleri ise %20 artarak 25 milyar 173 milyon TL'ye ulaşmıştır. 3 aylık dönemler itibariyle bakıldığında ise, 2010 yılının ilk çeyreğinde bütçe açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre, ekonomideki kısmi iyileşme sonucunda % 41 azalarak 11 milyar 340 milyon TL olmuştur. 2009 yılının ilk çeyreğinde yaklaşık 1 milyar TL faiz dışı fazla verilmişken, 2010 yılının aynı döneminde 3 milyar 700 milyon TL faiz dışı fazla verilmiş, bütçe gelirleri % 21 artarak 57 milyar TL'ye yükselmiş, bütçe giderleri ise %3 artarak 68 milyar 373 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Grafik 15: Bütçe Açığı (Ocak 2006-Mart 2010, Aylık, Bin TL)



Kaynak: TCMB

2.2.11. Cari İşlemler Açığı

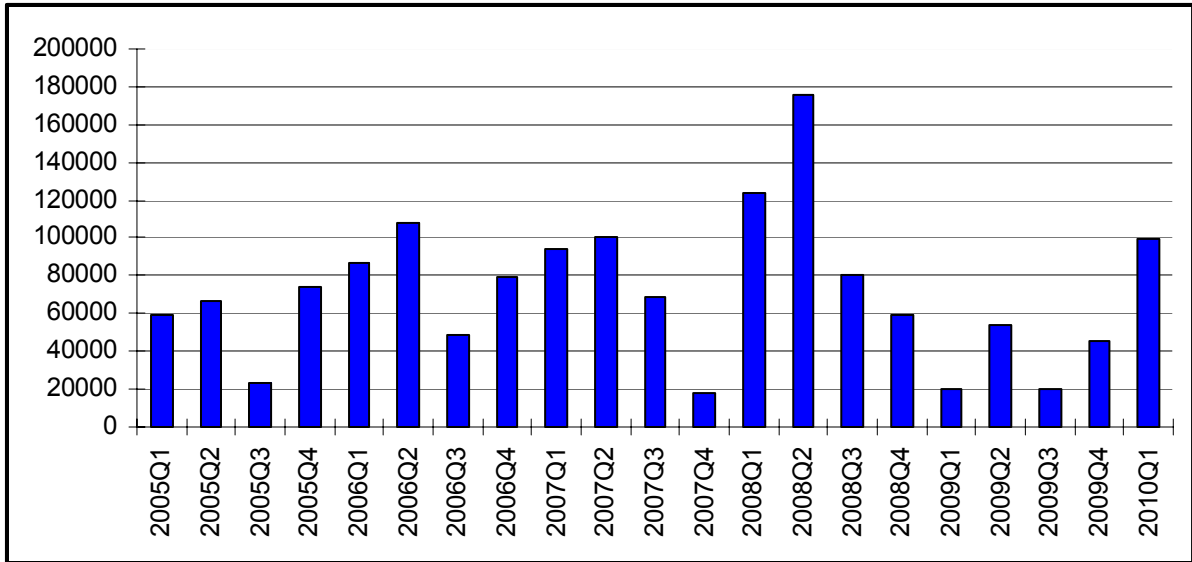
Türkiye ekonomisi 20. yüzyılın son çeyreğinde hızlı bir dışa açılma süreci yaşamış ve uluslararası piyasalarla bütünleşmiştir. Bu bütünleşme hem mal ve hizmet hem de finans piyasasında gerçekleşmiş; 2001 krizi sonrası izlenen ekonomik politikalar sonucu ülke ekonomisinde yüksek bir büyüme oranı yakalanmıştır. Ancak bu yüksek büyüme oranları, söz konusu dönemde küresel likiditede yaşanan artışın etkisiyle, dış borçlanma ve sermaye akışı yoluyla mümkün olabilmiştir. Bu durum özellikle 2004 yılı itibariyle cari açığın çok yüksek seviyelere ulaşmasına yol açmıştır.

Cari işlemler açığı 2008 yılının ikinci çeyreğinde 15 milyar 582 milyon \$ ile tepe noktasına ulaşmış, küresel krizin etkisiyle ithalatta yaşanan düşüş, cari açığın 2009 yılının ilk çeyreğinde 1 milyar 979 milyon \$'a kadar gerilemesine neden olmuştur.

Küresel krizin cari işlemler hesabını dengeleyici etkisiyle, cari açık 2009 yılında bir önceki yıla göre % 68’lik bir azalışla 13 milyar 958 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Alt kalemler itibariyle incelendiğinde söz konusu düşüşte; dış ticaret açığının % 53 azalarak 24 milyar 894 milyon \$’a gerilemesi, hizmetler dengesi kaleminden kaynaklanan net giderlerin % 6 azalarak 16 milyar 724 milyon \$’a ve gelir dengesi kaleminden kaynaklanan net giderlerin % 15 azalarak 12 milyar 833 milyon \$’a düşmesi etkili olmuştur.

Ekonominin kısmi bir toparlanma sürecine girdiği 2010 yılının ilk çeyreğinde ise, cari açık bir önceki yılın aynı dönemine göre % 402’lik bir artışla 9 milyar 951 milyon \$’a yükselmiştir.

Grafik 16: Cari İşlemler Açığı (2005Q1-2010Q1, 3 Aylık, Milyon \$)



Kaynak: TCMB

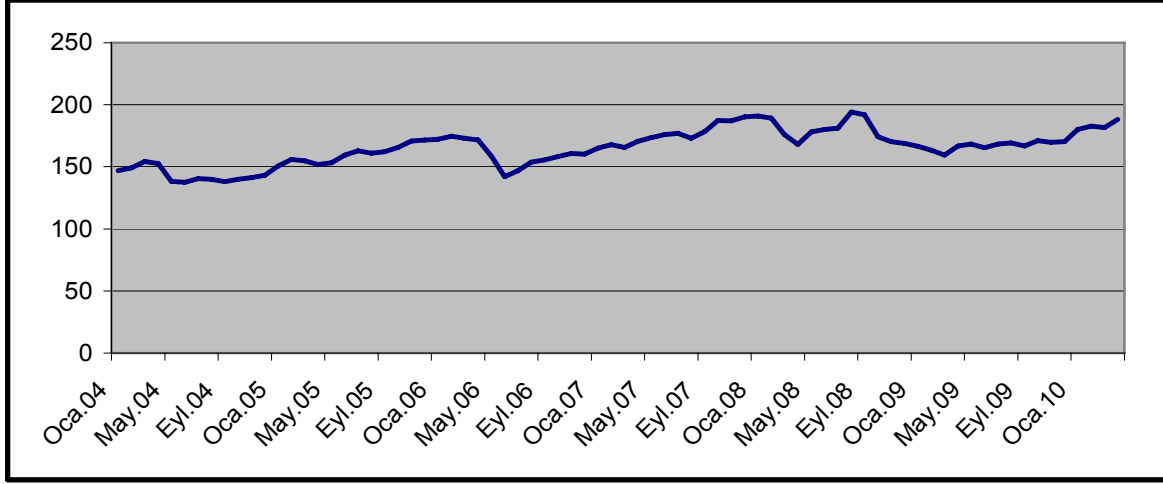
2.2.12. Reel Efektif Döviz Kuru

TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru hesaplaması, 19 ülkenin Türkiye ile olan ticaretlerindeki ağırlık dikkate alınarak ve hem ilgili ülkedeki, hem de Türkiye'deki enflasyon göz önünde bulundurularak hesaplanmaktadır. Söz konusu endeks, uluslararası rekabet gücünü ölçmek ve Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısındaki değerini belirlemek amacıyla kullanılmaktadır.

Küresel kriz öncesi endeks değeri, yüksek faiz oranlarının teşvik ettiği sermaye akımları nedeniyle, 2007 yılı itibariyle sürekli artış göstermiş, 2008 yılının Ağustos ayında tepe noktası olan 194.1 değerine ulaşmıştır. Kriz sürecinde sermaye akımlarında meydana gelen olumsuz gelişmeler ve piyasalardaki dalgalanmalar, endeks değerinin azalarak Mart 2009'da en düşük değeri olan 159.5'e kadar gerilemesine neden olmuştur. Türkiye

ekonomisinde küresel krizin etkilerinin hissedilmeye başlandığı Ağustos 2008 sonrasında azalmaya başlayan endeks değeri bazı aylarda yeniden yükselmiş; ancak Ağustos 2008 itibariyle % 3 değer kaybederek Nisan 2010'da 188.3 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 17: TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi (1995=100, Ocak 2004-Nisan 2010, Aylık)



Kaynak: TCMB

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KÜRESEL KRİZİN İMKB İLE DİĞER ÜLKE BORSALARI ARASINDAKİ KOŞULLU KORELASYON İLİŞKİSİNE ETKİSİ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Küresel kriz, öncelikle gelişmiş ülkeleri, ardından da gelişmekte olan ülkeleri etkisi altına almış; bozulan ekonomik göstergelerin ve geleceğe ilişkin artan risk algısının etkisiyle çoğu ülke borsasında fiyatların önemli oranda düşmesine yol açmıştır.

Bu çalışmanın amacı, İMKB 100 endeksinin kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan getiri endeksi ile gelişmiş ve gelişmekte olan hisse senedi piyasalarındaki getiri endeksleri arasındaki dinamik koşullu korelasyon ilişkisini ortaya koymak ve 2008 küresel krizinin ilgili piyasalar arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğini belirlemektir. Bu kapsamda, gelişmiş ülkelerden, ABD hisse senedi piyasasını temsilen Dow Jones getiri endeksi, Fransa hisse senedi piyasasını temsilen CAC40 getiri endeksi ve İngiltere hisse senedi piyasasını temsilen FTSE100 getiri endeksi alınmıştır. Gelişmekte olan ülkeler arasından Brezilya ve Çin araştırma kapsamına dahil edilmiş, Brezilya hisse senedi piyasasını temsilen IBrX-50 getiri endeksi ve Çin hisse senedi piyasasını temsilen SSE 50 getiri endeksi alınmıştır. Çalışmada, fiyat endeksleri yerine, getiri endekslerinin kullanılmasını nedeni, getiri endeksinin krizin firmaların karlılığı üzerindeki etkilerini ve hisse senetlerinin kazanç/kayıp performansını daha net göstermesidir. Getiri endeksleri, haftalık bazda, Nisan 2005 - Mayıs 2010 dönemini kapsayacak şekilde alınmıştır.

3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Tek bir değişken için zaman içerisinde değişen varyans kavramı, otoregresif koşullu değişen varyans modeliyle (ARCH) ya da genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans

modeliyle (GARCH) ele alınmaktadır. Engle zaman serisi modellemesinde hata teriminin sabit varyanslı olma varsayımının geçerli olmayabileceğini ortaya koymuştur.¹⁸⁵ Bu nedenle de ele alınan zaman serisinin sabit varyansa sahip olmadığı durumda, bilinen yöntemler modellemede ve öngörü yapmada tam bir başarı sağlayamamaktadır. Otoregresif koşullu değişen varyans (ARCH) modelleri varyansa öngörü hatalarının karelerinin bir fonksiyonu olarak değişim serbestliği getirmektedir. ARCH (1) modeli,

$$\begin{aligned} y_t | Y_{t-1} &= (x_t b, h_t) \\ h_t &= \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1} \\ \varepsilon_t &= y_t - x_t b \end{aligned} \quad (1)$$

şeklinde ve modelde, $\alpha_0 > 0$ ve $0 < \alpha_1 < 1$ kısıtları vardır.

Bollerslav, Engle'in yaklaşımını genişleterek koşullu varyansın ARMA yapısında olduğu durumda da tahminine olanak sağlamıştır.¹⁸⁶ Böylece ARCH modellerine göre daha etkin geçmiş bilgiye sahip ve daha esnek bir gecikme yapısında olan bu model Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans modeli (GARCH) adını almıştır.

Koşullu ve koşulsuz ortalamaların sifıra eşit olduğu bu model yapısı,

$$\begin{aligned} y_t | Y_{t-1} &= (0, h_t) \\ h_t &= \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i} + \sum_{j=1}^q \beta_j h_{t-j} + v_t \\ \varepsilon_t &= y_t - x_t b \end{aligned} \quad (2)$$

formundadır.

Bu modeldeki kısıtlar, $\alpha_0 > 0$, $\alpha_i \geq 0$, $\beta_j \geq 0$ ve $\sum_{i=1}^p \alpha_i + \sum_{j=1}^q \beta_j < 1$ şeklindedir.

Öte yandan tek değişkenli bu modellerin yardımıyla, finans dünyasının daha detaylı analizler için gerek duyduğu çok değişkenli GARCH modelleri geliştirilmiştir. Bollerslev, CCC (Constant Conditional Correlattion; Sabit Koşullu Korelasyon) GARCH modelini çok değişkenli GARCH yapısını modellemek için geliştirmiştir.¹⁸⁷ DCC (Dynamic Conditional

¹⁸⁵ Engle, Robert, "Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of U.K. Inflation," *Econometrica*, Volume 50, 1982, ss. 987–1008.

¹⁸⁶ Bollerslev, Tim, "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity," *Journal of Econometrics*, Volume 31, 1986, ss., 307–327.

¹⁸⁷ Baillie, Richard T. - Bollerslev, Tim, "Prediction in Dynamic Models With Time-Dependent Conditional Variances," *Journal of Econometrics*, Elsevier, Vol. 52 (1-2), 1992, ss. 91-113.

Correlation; Dinamik Koşullu Korelasyon) GARCH modeli ise, CCC GARCH modelinin bir genelleştirilmiş hali olup, iki değişken arasında zamana göre değişen dinamik koşullu korelasyon katsayılarının elde edilmesine olanak sağlamaktadır. DCC modelinin tahmini iki aşamada gerçekleştirilir. İlk aşamada, tek değişkenli GARCH modelleri yardımıyla, her bir değişken için volatilité yapısı tahmin edilir. İkinci aşamada ise ilk aşamada elde edilmiş standartlaştırılmış kalıntılar kullanılarak zamana göre değişen dinamik korelasyon matrisi elde edilir.

Çok değişkenli normal dağıldığı varsayılan k gözlemlili bir getiri (r) vektörü için Engle bu prosedürü şu şekilde ele almaktadır:¹⁸⁸

$$r_t | \Phi_{t-1} \sim N(0, H_t)$$

Burada, H_t koşullu varyans kovaryans matrisidir. Bu matris,

$$H_t \equiv D_t R_t D_t \quad (3)$$

şeklinde tanımlıdır ve $k \times k$ boyutlu köşegen bir matris olan zamana bağlı standart sapmalardan oluşan D_t matrisi ile yine $k \times k$ boyutlu zamana göre değişen korelasyon matrisi yardımıyla elde edilir. D_t matrisi daha önce değinilen (2) no'lu eşitlikteki tek değişkenli GARCH (p,q) yapısından elde edilir.

$$D_t = \begin{bmatrix} \sqrt{h_{11,t}} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \sqrt{h_{22,t}} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \ddots & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \sqrt{h_{kk,t}} \end{bmatrix}; \quad (4)$$

R_t $k \times k$ boyutlu zamana göre değişen korelasyon matrisi ise aşağıdaki şekildedir.

$$R_t = \begin{bmatrix} 1 & \rho_{12,t} & \cdots & \rho_{1k,t} \\ \vdots & 1 & & \\ & & \ddots & \\ \rho_{k1,t} & & & 1 \end{bmatrix}. \quad (5)$$

¹⁸⁸ Engle, Robert, "Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models," *Journal of Business & Economic Statistics*, Volume 20, Issue 3, 2002, ss. 339–350.

Her bir getiri vektörü kendi koşullu standart sapması ($\sqrt{h_{i,t}}$) ile oranlandığında, standartlaştırılmış getiri vektörleri elde edilmiş olur ($\varepsilon_t = D_t^{-1}r_t$). Böylece aşağıdaki eşitlik (6) ve (7)'de verilen Engle (2002)'deki dinamik korelasyon spesifikasyonuna ulaşılır.¹⁸⁹

$$Q_t = \left(1 - \sum_m \alpha_m^* - \sum_n \beta_n^*\right) \tilde{Q} + \sum_m \alpha_m^* (\varepsilon_{t-m} \varepsilon'_{t-m}) + \sum_n \beta_n^* Q_{t-n} \quad (6)$$

$$R_t = \text{diag}(Q_t)^{-1} Q_t \text{diag}(Q_t)^{-1} \quad (7)$$

Burada, \tilde{Q}_t hata terimlerinin koşulsuz varyans kovaryans matrisidir. α_m^* ve β_n^* parametreleri için, $\sum_m \alpha_m^* + \sum_n \beta_n^* < 1$, kısıtı geçerlidir. Engle (2002)'deki bu spesifikasyon DCC(m,n) modeli olarak adlandırılır.¹⁹⁰ Volatilite bileşeni D_t ve korelasyon bileşeni R_t sırasıyla en çok olabilirlik fonksiyonlarının maksimizasyonu ile elde edilir. Bu nedenle tahmin prosedürü iki aşamalıdır.

Bu çalışmanın amacı; İMKB 100 endeksinin kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan getirileri ile, gelişmiş ve gelişmekte olan hisse senedi piyasalarındaki getiriler arasındaki dinamik koşullu korelasyonları hesaplamak ve ayrıca 2008 krizinin ilgili piyasalar arasındaki ilişkiyi nasıl etkilediğini ortaya koymak olduğu için, zamana göre değişen korelasyon bileşeni R_t 'nin hesaplanması çalışmanın uygulama bölümünü oluşturmaktadır.

3.3. ARAŞTIRMADA ELDE EDİLEN BULGULAR VE DEĞERLENDİRME

3.3.1. İMKB 100 Getiri Endeksi Volatilitesi ile DJIA 30 Getiri Endeksi Volatilitesi Arasındaki Dinamik Koşullu Korelasyon İlişkisi

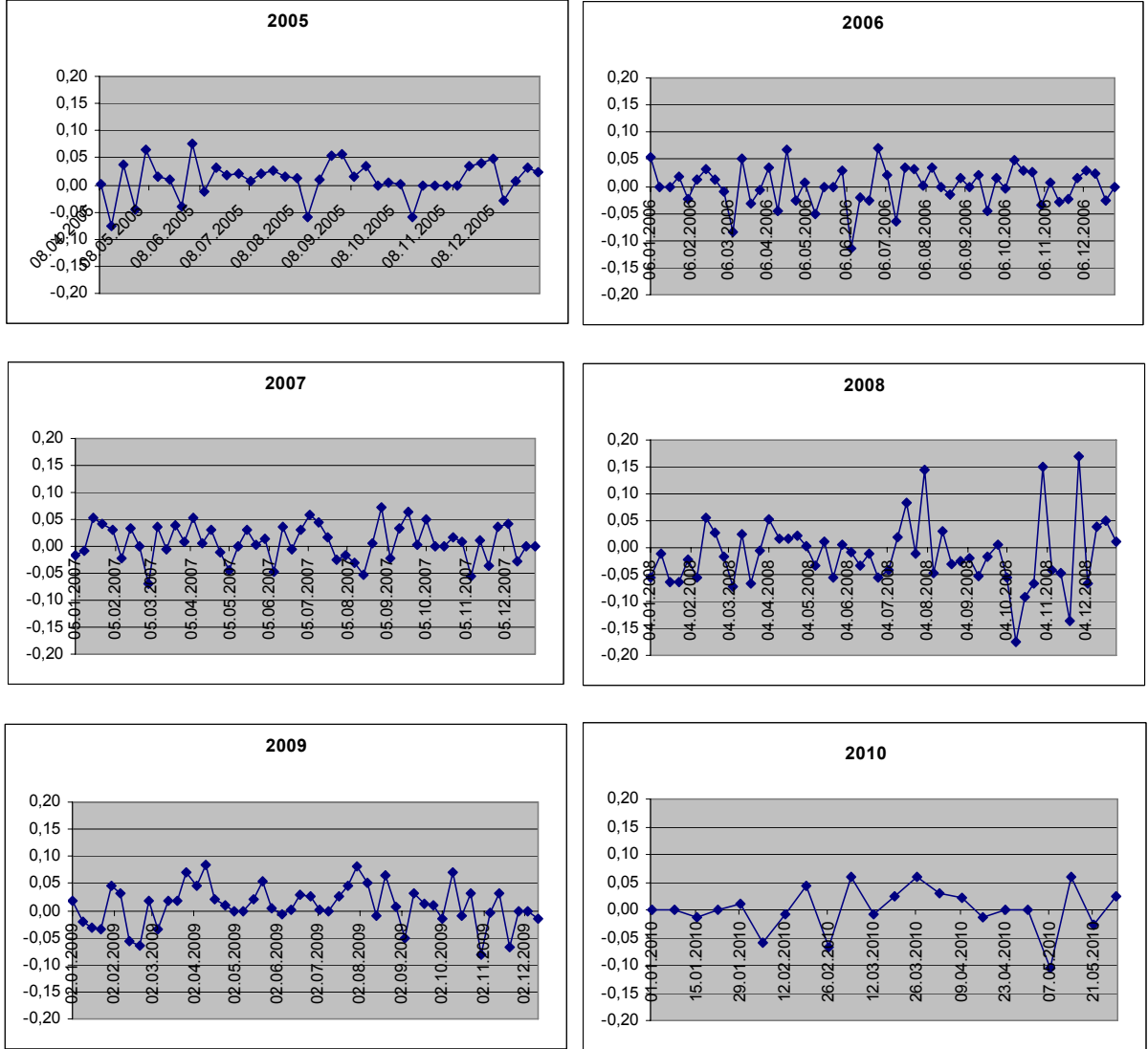
Kriz öncesi dönemde, 2005-2007 yılları arasında, İMKB 100 endeksi haftalık getirileri genel olarak +%5 ile -%5 arasında dalgalı bir seyir izlemiştir. Endeks değerine bakıldığında, 1 Mayıs 2005 tarihinde 30.189 olan endeksin, 7 Aralık 2007 tarihine kadar 70.477 değerine yükseldiği, diğer bir ifadeyle, söz konusu dönem içerisinde %133 arttığı görülmektedir. Fakat, krizin etkilerinin hissedilmeye başlandığı 2008 yılının başlarından itibaren getiri endeksi düşmeye başlamıştır. 2008 yılının başında 65536 olan endeks değeri, 21 Kasım 2008 tarihi itibarıyla kriz döneminin en düşük değeri olan 28141'e gerilemiştir. Bu tarihten sonra ise,

¹⁸⁹ a.g.m., ss. 339–350.

¹⁹⁰ Engle, “Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models”, ss. 339–350.

alınan kriz önlemleri neticesinde dünya piyasalarında görülen kısmi toparlanmalar borsalara da yansımış, İMKB 100 getiri endeksi yeniden yükselişe geçmiş ve 28.05.2010 tarihinde kriz öncesi dönemde görülen yüksek değerlere ulaşabilmiştir.

Grafik 18: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getirileri

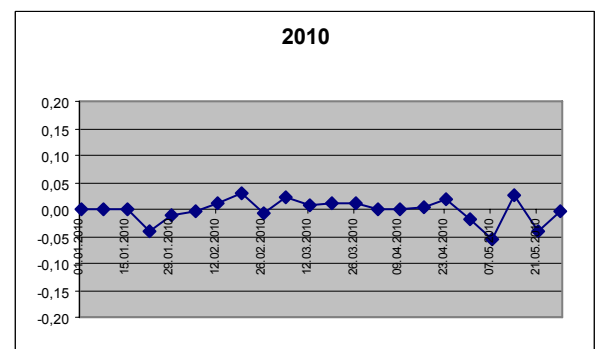
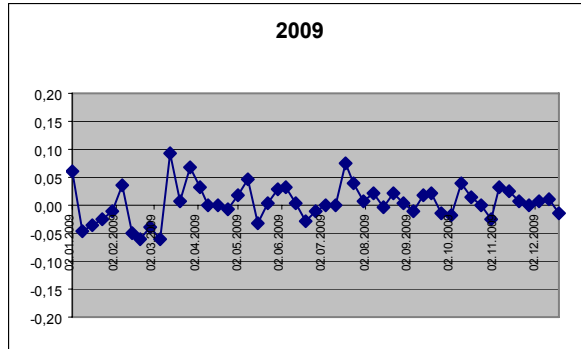
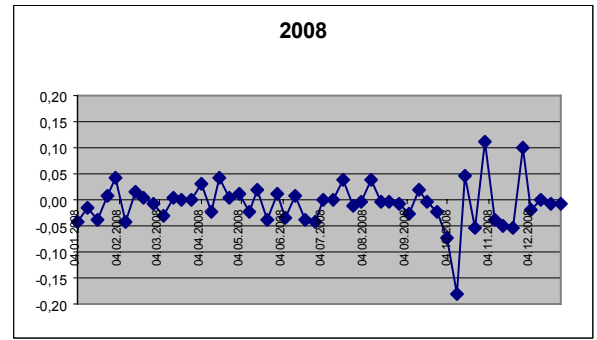
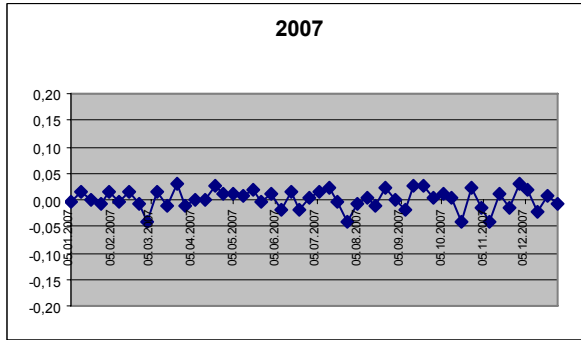
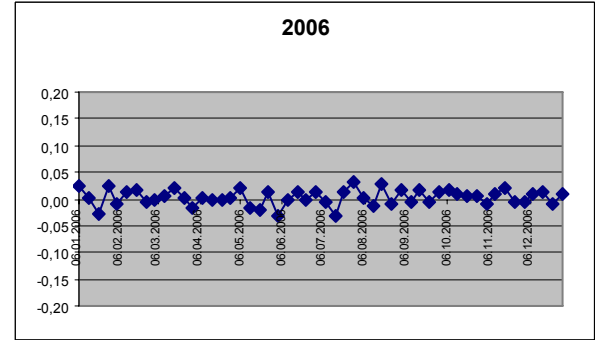
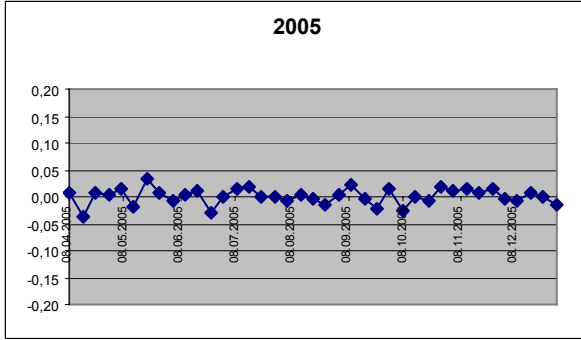


Kaynak: www.imkb.gov.tr

ABD Dow Jones Sanayi Endeksi (DJIA 30) incelendiğinde, kriz öncesi dönemde endeksin haftalık getirilerinin dalgalı bir seyir izlediği, 01.05.2005 tarihinde 16154 olan getiri endeks değerinin, 15.06.2007 tarihinde % 38'lik bir artışla 22303'e ulaştığı görülmektedir. Ancak, ABD piyasalarında 2007 yılının Haziran ayının 3. haftasında meydana gelen dalgalanmalar endekse yansımış, bir yatırım bankası olan Bear Stearns'a ait iki hedge fonun

büyük miktarda kayıp yaşaması ve bu durumun Merrill Lynch, JPMorgan Chase, Citigroup and Goldman Sachs gibi büyük Wall Street firmalarına da yansması sonucu getirilerde bir miktar düşüş yaşanmıştır. Temmuz ayının ortalarına kadar biraz daha toparlanan endeks, Bear Stearns'ın yatırımcılarına paralarını geri çekemeyeceklerini açıklamasıyla 20 Temmuz'da tekrar düşüşe geçmiştir. Ağustos ve Eylül ayları ile Ekim ayının ilk yarısında genellikle yükselme eğiliminde olan endeks, 19 Ekim itibariyle düşme eğilimine girmiştir. Söz konusu tarihte, büyük banka hisselerinin beklenin çok altında kar açıklamaları ABD mortgage piyasasında yaşanan krizin devam ettiğine işaret etmiş ve borsalarda büyük yükselişler sona ermiştir. 8 Şubat 2008 tarihinde ABD merkez bankası başkanının mortgage piyasasında yaşanan sorunların finansal piyasaların geneline ve ekonomiye yayılabileceğini açıklamasıyla endekste büyük bir düşüş yaşanmıştır. 2008 yılının Mart ayı ile Eylül ayını kapsayan dönemde, alınan kriz önlemleri neticesinde endekste yüksek miktarda düşüş gözlenmemiş; banka hisselerinin büyük oranda değer kaybetmesi ve IMF'nin kredi daralmasının tüm ülke ekonomilerini etkisi altına alacağını açıklamasıyla 10 Ekim 2008'de endeks değeri kriz döneminin en büyük düşüşünü kaydetmiştir. 06.03.2009 tarihinde, ABD ekonomisi kriz göstergelerine ilişkin yapılan olumsuz açıklamaların etkisiyle, krizi kapsayan dönem içerisinde en düşük değeri olan 11375'e kadar gerilemiştir. Bu tarihten sonra Dow Jones sanayi getiri endeksi alınan kriz önlemleri neticesinde yeniden yükselişe geçmiş; ancak 2010 yılı Mayıs ayı itibariyle kriz öncesi dönem değerlerine ulaşamamıştır.

Grafik 19: DJIA 30 Endeksi Haftalık Getirileri



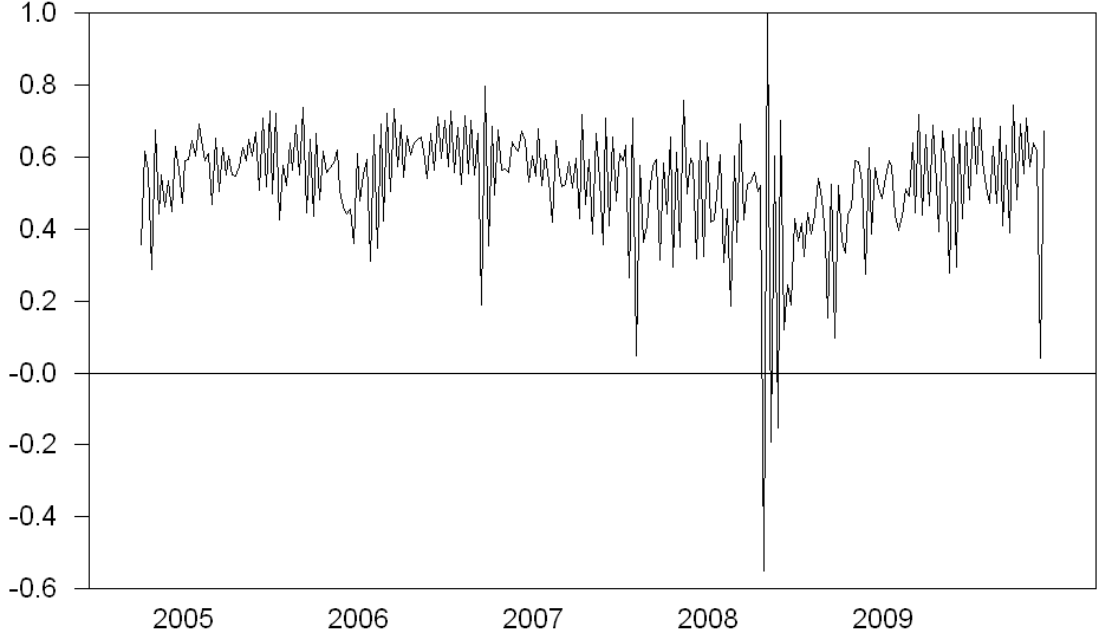
Kaynak: www.djindexes.com

Grafik 20'de 8 Nisan 2005 – 28 Mayıs 2010 tarihleri arasında kapsayan dönem için, İMKB 100 endeksi haftalık getirilerinin volatilitesi ile DJIA 30 endeksi haftalık getirilerinin volatilitesi arasındaki dinamik koşullu korelasyon ilişkisi görülmektedir. Grafik incelendiğinde, İMKB 100 ile Dow Jones endekslerinin haftalık getiri volatiliteleri arasındaki ilişkinin devamlılık arz etmediği ve genel ortalama dinamik koşullu korelasyon katsayısının 0,50 düzeyinde olduğu görülmektedir. İlişkinin arttığı, azaldığı ve negatif (ters) yönlü bir ilişkinin var olduğu dönemlerde dinamik koşullu korelasyon katsayısı 0,50 düzeyine dönme eğilimi göstermektedir.

Kriz öncesi dönemde iki borsaya ait haftalık getiri endeksi volatiliteleri arasındaki ilişkinin genel olarak orta düzeyde ve pozitif yönde olduğunu söylemek mümkündür. 2007 yılının Temmuz ayında ABD piyasalarında yaşanan dalgalanmalar sonrası döneme bakıldığında, 2008 yılının Şubat ayının ilk iki haftasında getiri endeksi volatiliteleri arasındaki ilişkinin zayıfladığı görülmektedir. Söz konusu dönemde İMKB 100 getiri endeksinde fazla bir değişim olmamışken, ABD Merkez Bankası başkanının açıklamasıyla DJIA 30 getiri endeksinde büyük bir düşüş gerçekleşmiştir. Krizin Türkiye ekonomisini de etkisi altına aldığı 2008 yılının Ağustos ayına kadar koşullu korelasyon ilişkisi orta düzeyde kalmış, Ağustos ve Eylül ayında ise, ülke piyasalarında yaşanan dalgalanmaların etkisiyle getiri endeksi volatiliteleri arasında ters yönlü değişimler olmuş ve dinamik koşullu korelasyon katsayısı negatif değerler almıştır. Grafik incelendiğinde, 10 Ekim 2008 tarihinde iki endekse ait volatiliteler arasında tam ve pozitif yönlü bir korelasyonun olması dikkat çekicidir. Söz konusu tarihte, ABD'nin en büyük şirketlerinden biri olan General Motors'a ait hisse senetlerinin gün boyunca sürekli düşmesi, DJIA 30 endeksinin de kriz döneminin en büyük düşüşünü kaydetmesine neden olmuştur. ABD yönetiminin, 700 milyar \$'lık önlem paketinin 250 milyar \$'lık bölümünün sağlıklı kuruluşlar olarak nitelendirilen 9 bankaya aktarılacağını açıklamasıyla 15 Ekim 2008 tarihinde toparlanan DJIA 30 endeksi; 24 Ekim 2008'de piyasalardaki resesyona endişeleri ve şirket kârları ile ilgili olumsuz beklentilerin etkisiyle yeniden düşmüş; aynı gün İMKB 100 getiri endeksinde yükselme olmuş ve dinamik koşullu korelasyon katsayısı tekrar negatif değer almıştır. 31 Ekim 2008 tarihinde ABD Merkez Bankası'nın, küresel kredi kriziyle mücadelede yardımcı olmak için Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur merkez bankalarına yeni kredi açacağını ve her bir ülkenin merkez bankasına 30 milyar \$'a kadar kredi sağlayacağını açıklaması ve ABD gibi Çin, Hong Kong, Meksika, Tayvan gibi gelişmekte olan ülkelerin de faiz indirimine gitmesinin etkisiyle dünya borsalarında yükselme gerçekleşmiş; İMKB 100 getiri endeksi ve DJIA 30 getiri endeksi volatiliteleri arasındaki ilişki de pozitif yönde ve büyük oranda artış göstermiştir. Kasım ayının ilk iki haftasında getiri volatiliteleri arasındaki ilişki orta düzeyde devam etmiş; 21 Kasım 2008 tarihinde DJIA 30 getiri endeksinde fazla bir değişim olmamışken, İMKB 100 getiri endeksinde yaşanan % 10'luk düşüşün etkisiyle zayıflayan koşullu korelasyon ilişkisi, Kasım ayının son haftasında her iki getiri endeksinde de pozitif yönlü bir volatilitenin gerçekleşmesinin etkisiyle yeniden yükselmiştir. Sonraki aylarda endeks volatiliteleri arasındaki ilişki genel olarak orta düzeyde seyretmiştir. Ancak getiri volatiliteleri arasındaki koşullu korelasyon ilişkisi, 13 Mart 2009'da DJIA 30 getiri endeksi volatilitelerinin pozitif yönde artması, İMKB 100 getiri endeksi volatilitelerinde ise fazla bir değişim olmaması; 14

Mayıs 2010 tarihinde ise İMKB 100 getiri endeksi volatilitésinin pozitif yönde yüksek oranda artması, DJIA 30 getiri endeksi volatilitésindeki değişimin düşük miktarda kalması nedeniyle zayıflamıştır.

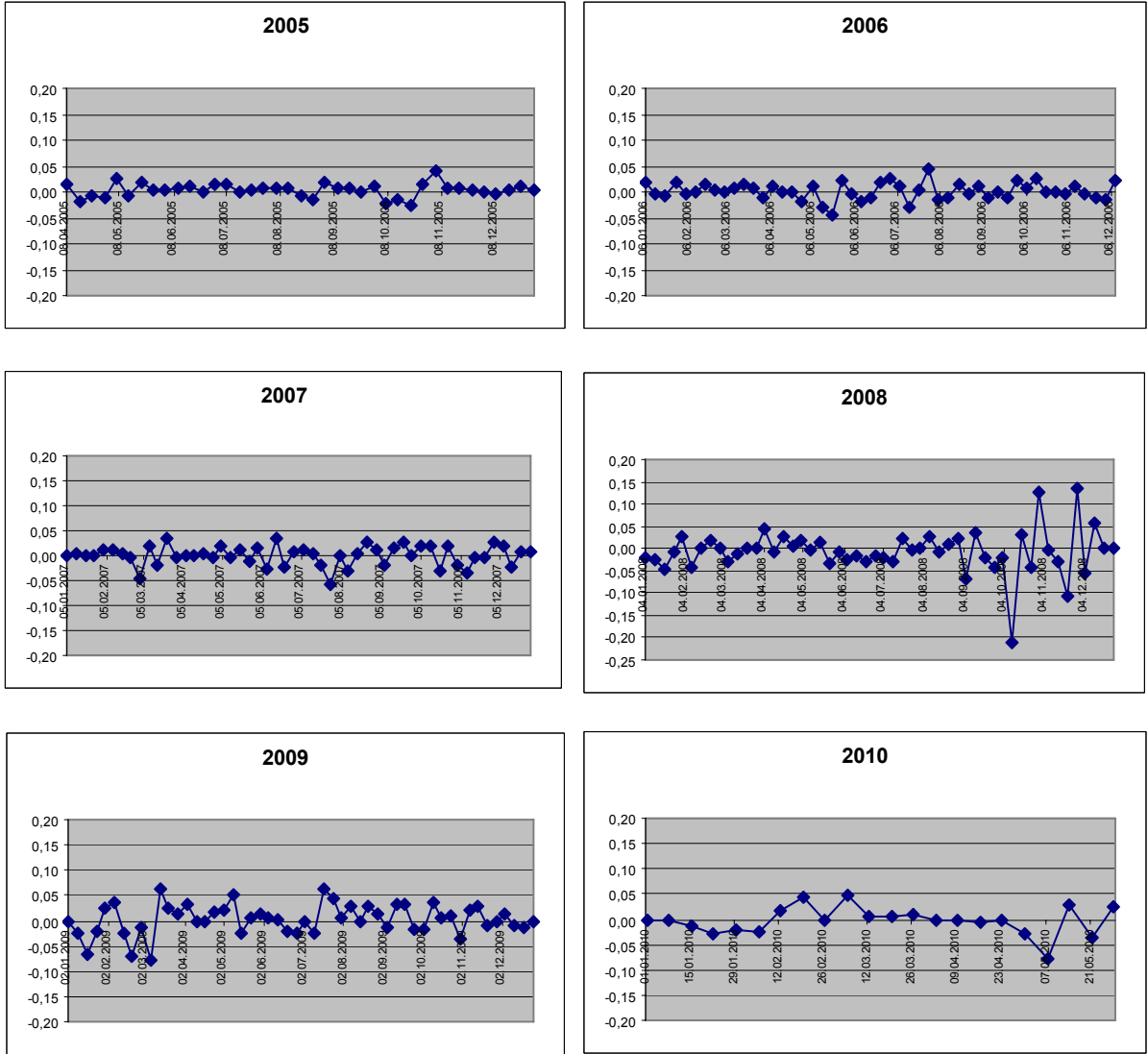
Grafik 20: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitési ile DJIA 30 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitési Arasındaki Koşullu Korelasyon Grafiği



3.3.2. İMKB 100 Getiri Endeksi Volatilitési ile FTSE 100 Getiri Endeksi Volatilitési Arasındaki Dinamik Koşullu Korelasyon İlişkisi

İngiltere borsası incelendiğinde, FTSE 100 endeksi haftalık getirilerinin kriz öncesi dönemde dalgalı bir seyir izlediği, 01.05.2005 tarihinde 4914 olan getiri endeks değerinin, 12.10.2007 tarihinde %37'lik bir artışla 6730'a ulaştığı görülmektedir. ABD borsalarındaki dalgalanma 2007 yılının Temmuz ayı itibariyle endeks değerine yansımış; ancak endeks özellikle 2008 yılı başı itibariyle düşme eğilimine girmiştir. 2008 ve 2009 yılında haftalık getirilerin, ekonomiye ilişkin kötümser açıklamaların etkisiyle genel olarak düşme eğiliminde olduğu, bazı dönemlerde hükümetin aldığı kriz önlemleri neticesinde yükseldiği gözlenmektedir. 06.03.2009'da, ABD işsizlik verileri yayınlandıktan sonra Avrupa'da yer alan hisse senetlerinin bir çoğunda düşüşler gözlenmiş, FTSE 100 getiri endeksi krizi kapsayan dönem içerisinde en düşük değeri olan 3530'a kadar gerilemiştir. Bu tarihten sonra FTSE 100 getiri endeksi alınan kriz önlemleri neticesinde yeniden yükselişe geçmiş; ancak 2010 yılı Mayıs ayı itibariyle kriz öncesi dönem değerlerine ulaşamamıştır.

Grafik 21: FTSE 100 Endeksi Haftalık Getirileri

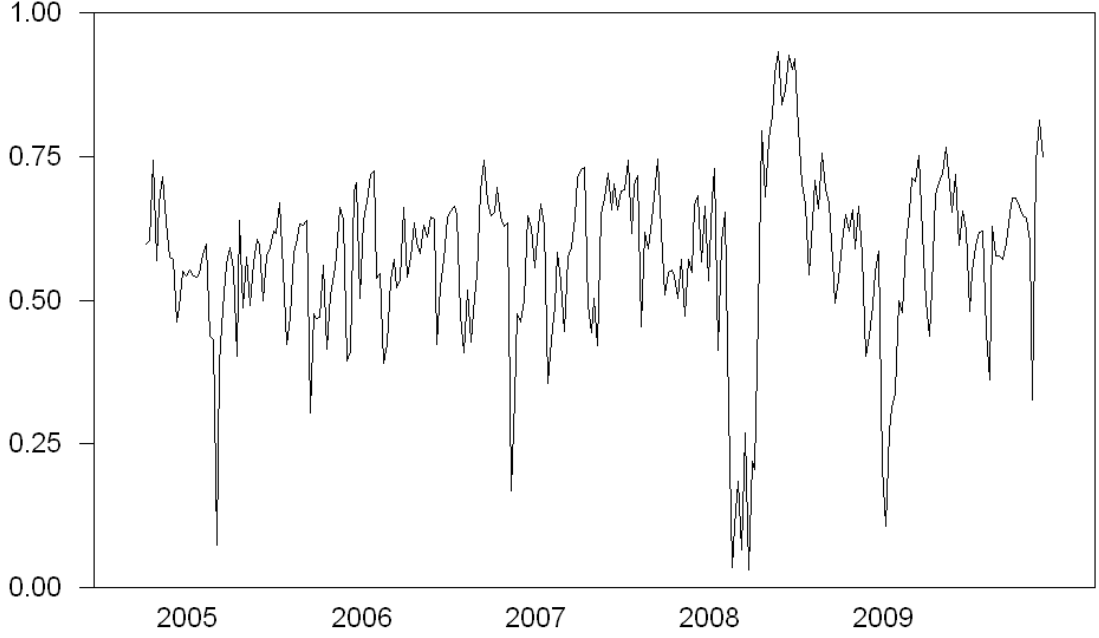


Kaynak: www.ftse.com

Grafik 22’de, 8 Nisan 2005 – 28 Mayıs 2010 tarihleri arasında kapsayan dönem için, İMKB 100 endeksi haftalık getiri volatiliteleri ile FTSE 100 endeksi haftalık getiri volatiliteleri arasındaki dinamik koşullu korelasyon ilişkisi görülmektedir. Grafik incelendiğinde, İMKB ile İngiltere borsası haftalık getiri volatiliteleri arasındaki ilişkinin kısmi bir devamlılık gösterdiği ve genel ortalama dinamik koşullu korelasyon katsayısının 0,5 düzeyinde olduğu söylenebilir. İlişkinin arttığı ve azaldığı dönemlerde dinamik koşullu korelasyon katsayısının 0,5 düzeyine dönmeye kısmen eğilimli olduğu görülmektedir. Söz konusu tarihler arasında iki borsaya ait endeks getirilerinin volatiliteleri arasındaki ilişki devamlı olarak pozitif yönlüdür.

Kriz öncesi dönemde iki borsaya ait haftalık getiri endeksi volatiliteleri arasındaki ilişkinin genel olarak orta düzeyde olduğunu söylemek mümkündür. Grafik incelendiğinde, 2005 yılının Ağustos ve 2007 yılının Nisan ve Mayıs aylarında endeks getirilerine ait volatiliteler arasındaki ilişkinin zayıfladığı dikkat çekmektedir. Söz konusu dönemde İMKB 100 getiri endeksi volatilitesinde büyük değişimler olmuş, FTSE 100 getiri endeksi volatilitesinde ise fazla bir değişiklik yaşanmamıştır. 2007 yılının Temmuz ayında ABD piyasalarında yaşanan dalgalanmalar sonrası döneme bakıldığında, 2008 yılının Temmuz ayına kadar endeks volatiliteleri arasındaki ilişki genel olarak orta düzeyde seyretmiştir. Kriz dönemine bakıldığında; krizin Türkiye ekonomisini de etkisi altına aldığı 2008 yılının Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında, dinamik koşullu korelasyon katsayısının 0'a yakınsadığı, yani getiri volatiliteleri arasındaki ilişkinin zayıfladığı görülmektedir. Söz konusu dönemde FTSE 100 endeksine ait getiri volatilitesinde fazla bir değişim olmamış; ekonomiye ilişkin verilerin kötüleşmeye başlaması ve piyasalarda artan risk algısı nedeniyle İMKB 100 getiri endeksi volatilitesinde yüksek oranlarda artışlar yaşanmıştır. 10 Ekim 2008 tarihinde ise, ABD piyasalarında yaşanan dalgalanmanın tüm dünya borsalarını etkisini altına alması sonucu, iki endekse ait volatiliteler arasındaki oldukça kuvvetli bir korelasyon söz konusu olmuştur. 24 Ekim 2008'de FTSE 100 getiri endeksi volatilitelerinin artmasıyla biraz zayıflayan dinamik koşullu korelasyon ilişkisi; 31 Ekim 2008'de, ABD merkez bankasının yaptığı açıklamalar neticesinde tüm dünya piyasalarında yaşanan toparlanmaların etkisiyle her iki endeksteki volatilitenin pozitif yönde artması sonucu yükselmiştir. Endeksler arasındaki koşullu korelasyon ilişkisinin Kasım ayı boyunca ve Aralık ayının ilk yarısında da yüksek düzeyde olduğu görülmektedir. Sonraki aylara bakıldığında endeks volatiliteleri arasındaki ilişkinin genel olarak orta düzeyde seyrettiği görülmektedir. Ancak 24 Temmuz-7 Ağustos 2009 tarihleri arasında, ülke piyasalarında yaşanan dalgalanmaların etkisiyle getiri endeksi volatilitelerinde farklı değişimler olmuş ve dinamik koşullu korelasyon katsayısı 0'a yakınsamıştır. Daha sonra yeniden yükselen koşullu korelasyon ilişkisi, 5 Şubat 2010 ve 26 Mart 2010'da İMKB 100 getiri endeksi volatilitelerinin artması, buna karşılık FTSE 100 getiri endeksi volatilitesinde fazla bir değişimin olmaması sonucu zayıflamış; Mayıs ayında ise tekrar yükselmiş ve dinamik koşullu korelasyon katsayısı yaklaşık 0,8 değerini almıştır.

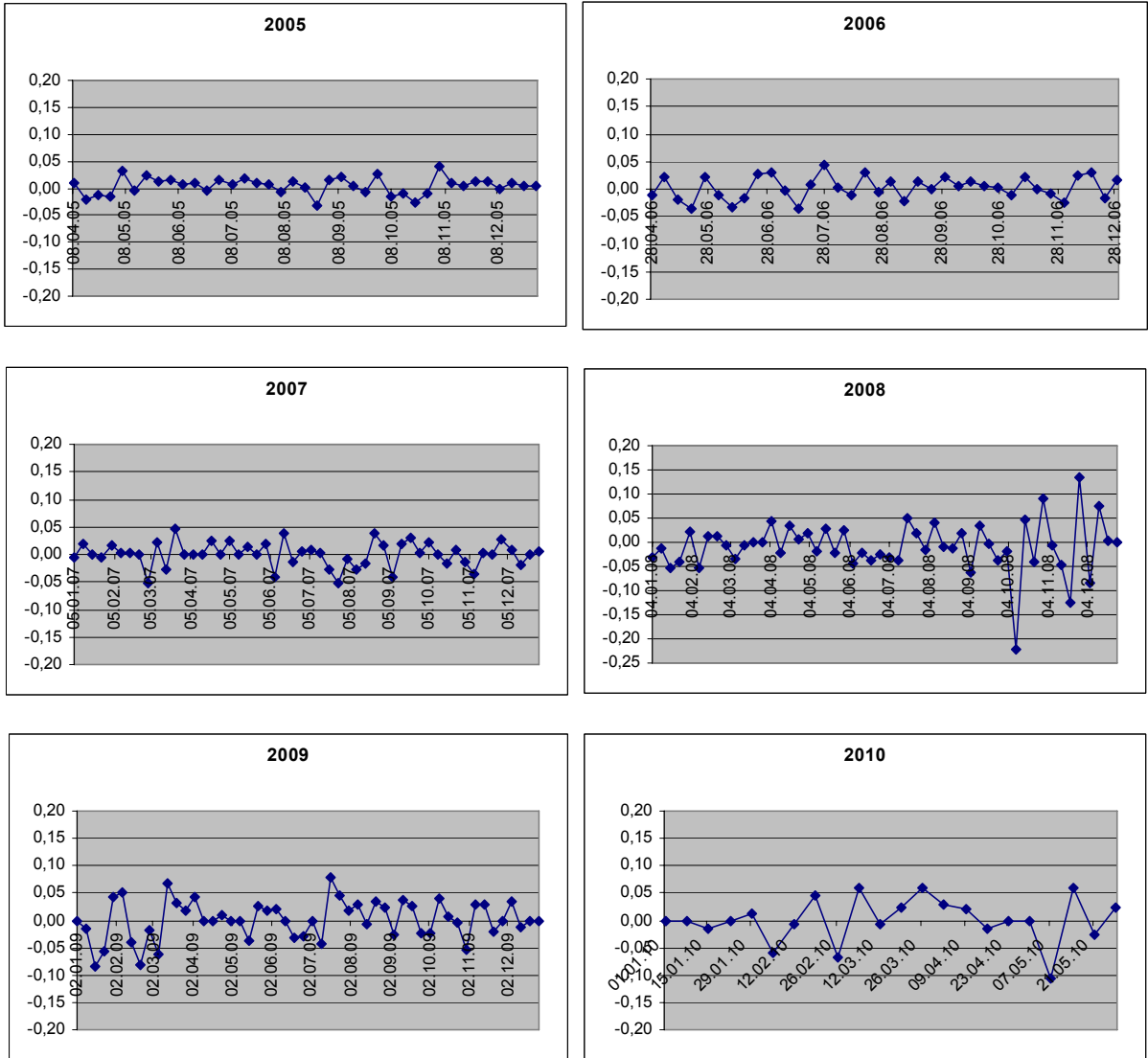
Grafik 22: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi ile FTSE 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi Arasındaki Koşullu Korelasyon Grafiği



3.3.3. İMKB 100 Getiri Endeksi Volatilitesi ile CAC 40 Getiri Endeksi Volatilitesi Arasındaki Dinamik Koşullu Korelasyon İlişkisi

Fransa borsası incelendiğinde, CAC 40 endeksi haftalık getirilerinin kriz öncesi dönemde genel olarak yükselme eğiliminde olduğunu söylemek mümkündür. 01.05.2005 tarihinde 6587 olan getiri endeks değeri, 13.07.2007 tarihinde % 62'lik bir artışla 10677'ye ulaşmıştır. Bu tarihten sonra endeks değeri krizin etkisiyle düşmeye başlamış; endekste ki düşme 2008 yılı başı itibariyle keskinleşmiştir. 2008 yılının Ekim ayında Avrupa bankalarının bir kısmının iflas riskiyle karşı karşıya kalması Avrupa borsalarında büyük düşüşler kaydedilmesine neden olmuş, CAC 40 getiri endeksi de bu durumdan son derece olumsuz yönde etkilenmiştir. Fransız bankalarının karşı karşıya kaldığı riskler borsaya da yansımış, 06.03.2009 tarihinde CAC 40 getiri endeksi krizi kapsayan dönem içerisinde en düşük değeri olan 4623'e kadar gerilemiştir. Bu tarihten sonra CAC 40 getiri endeksi alınan kriz önlemleri neticesinde yeniden yükselişe geçmiştir; ancak 2010 yılı Mayıs ayı itibariyle kriz öncesi dönem değerlerine ulaşamamıştır.

Grafik 23: CAC 40 Endeksi Haftalık Getirileri



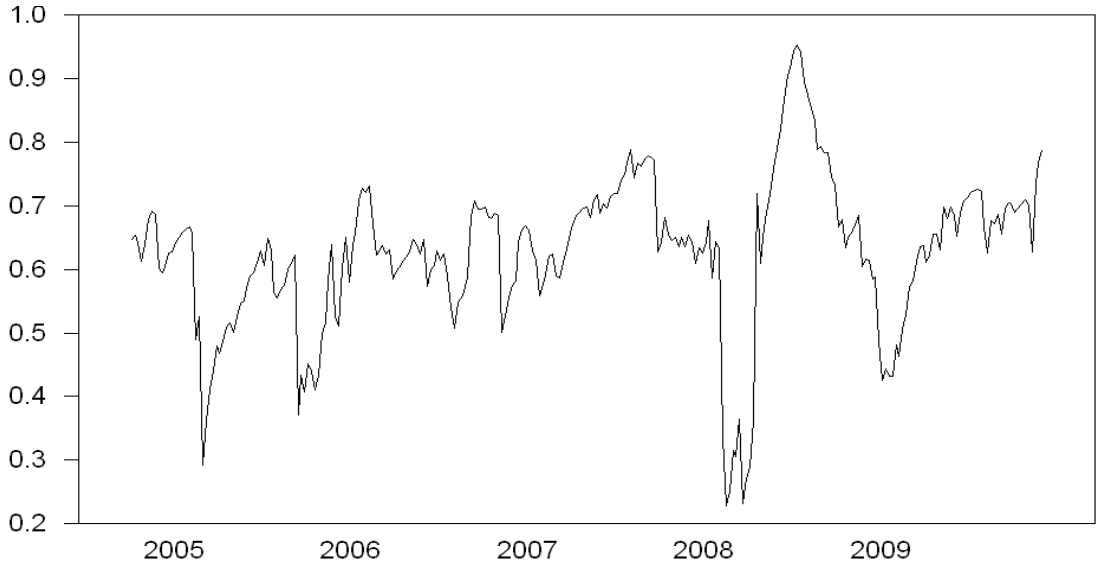
Kaynak: <http://www.euronext.com/landing/indexMarket-18812-EN.html>

Grafik 24'te, 8 Nisan 2005 – 28 Mayıs 2010 tarihleri arasında kapsayan dönem için, İMKB 100 endeksi haftalık getiri volatiliteleri ile CAC 40 endeksi haftalık getiri volatiliteleri arasındaki koşullu korelasyon ilişkisi görülmektedir. Grafik incelendiğinde, İMKB ile Fransa borsası haftalık getiri volatiliteleri arasında devamlılık arz eden bir ilişkinin varlığından ve genel ortalama dinamik koşullu korelasyon katsayısının 0,6 düzeyinde olduğundan söz edilebilir. Söz konusu tarihler arasında iki borsaya ait endeks getirilerinin volatiliteleri arasındaki ilişki devamlı olarak pozitif yönlüdür.

Kriz öncesi dönemde iki borsaya ait haftalık getiri endeksi volatiliteleri arasındaki ilişkinin genel olarak orta düzeyde ve pozitif yönde olduğunu söylemek mümkündür. Grafik incelendiğinde, 2005 yılının Ağustos ayında endeks getirilerine ait volatiliteler arasındaki

ilişkinin zayıfladığı dikkat çekmektedir. Söz konusu dönemde İMKB 100 getiri endeksi volatilitesinde büyük değişimler olmuş, buna karşılık CAC 40 getiri endeksi volatilitesinde fazla bir değişiklik yaşanmamıştır. 2007 yılı boyunca orta seviyede seyreden koşullu korelasyon ilişkisinin; krizin Türkiye ekonomisini de etkisi altına aldığı 2008 yılının Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında, İngiltere borsası ile İMKB arasındaki ilişkiye benzer şekilde, zayıfladığı görülmektedir. 10 Ekim 2008 tarihinde ise, ABD piyasalarında yaşanan dalgalanmanın tüm dünya borsalarını etkisini altına alması sonucu, iki endekse ait volatiliteler arasındaki oldukça kuvvetli bir korelasyon söz konusu olmuştur. 17 ve 24 Ekim 2008'de CAC 40 getiri endeksi volatilitésinin artmasıyla biraz zayıflayan dinamik koşullu korelasyon ilişkisi; 31 Ekim 2008'de, ABD merkez bankasının yaptığı açıklamalar neticesinde tüm dünya piyasalarında yaşanan toparlanmaların etkisiyle her iki endeksteki volatilitenin pozitif yönde artması sonucu yükselmiştir. Endeksler arasındaki koşullu korelasyon ilişkisinin Kasım ayı boyunca ve Aralık ayının ilk yarısında da yüksek düzeyde olduğu görülmektedir. Sonraki aylarda endeks volatiliteleri arasındaki ilişki genel olarak orta düzeyde seyretmiş, yalnızca 2009 yılının Temmuz ayında dinamik koşullu korelasyon katsayısı 0,5 düzeyinin altına düşmüştür.

Grafik 24: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi ile CAC 40 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi Arasındaki Koşullu Korelasyon Grafiği

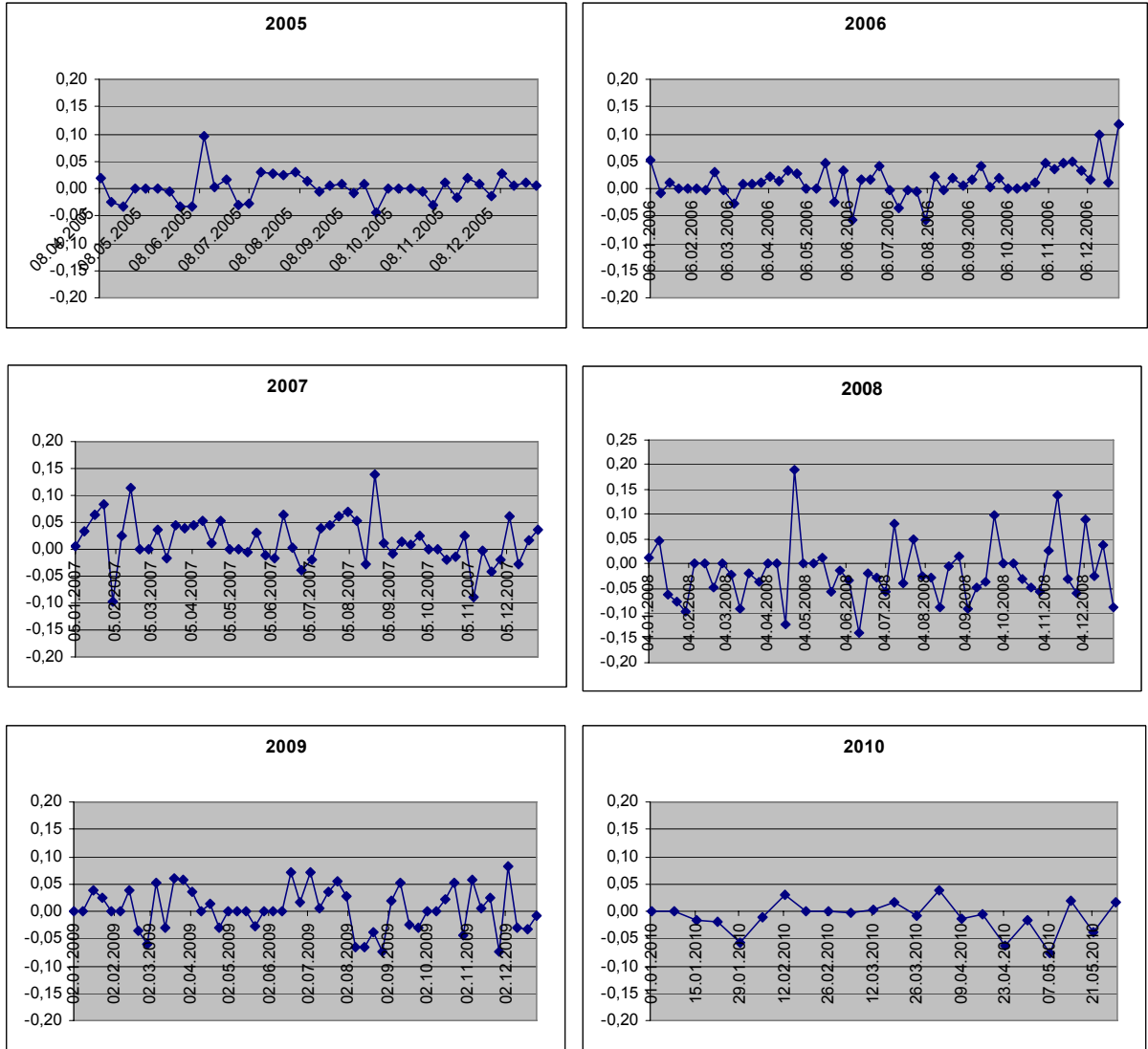


3.3.4. İMKB 100 Getiri Endeksi Volatilitesi ile SSE 50 Getiri Endeksi Volatilitesi Arasındaki Dinamik Koşullu Korelasyon İlişkisi

Shanghai borsası incelendiğinde, SSE 50 endeksi haftalık getirilerinin kriz öncesi dönemde dalgalı bir seyir izlediği, 01.05.2005 tarihinde 830 olan getiri endeksi değerinin,

02.11.2007 tarihinde % 484'lük bir artışla 4849'a ulaştığı görülmektedir. Söz konusu yükselişte, uluslararası rekabette Çin ekonomisinin son yıllarda artan gücü etkili olmuştur. Çin, cari fazla ve ekonomik büyümeyi bir arada sürdürebilmeyi başarabilmiş, bu yönüyle de diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinden ayrılmıştır. Küresel kriz 2008 yılının Ocak ayı itibariyle Shanghai borsasını da etkisi altına almış, endeks değerindeki düşme eğilimi Mayıs ayında daha da keskinleşmiştir. 2008 yılı Ekim ayında Çin'de bazı fabrikalar faaliyetlerini durdurmuş, ekonomideki yavaşlamanın etkisiyle 31.10.2008 tarihinde SSE 50 getiri endeksi krizi kapsayan dönem içerisinde en düşük değeri olan 1434'e kadar gerilemiştir. Bu tarihten sonra SSE 50 getiri endeksi alınan kriz önlemleri neticesinde yeniden yükselişe geçmiş; ancak 2010 yılı Mayıs ayı itibariyle kriz öncesi dönem değerlerine ulaşamamıştır.

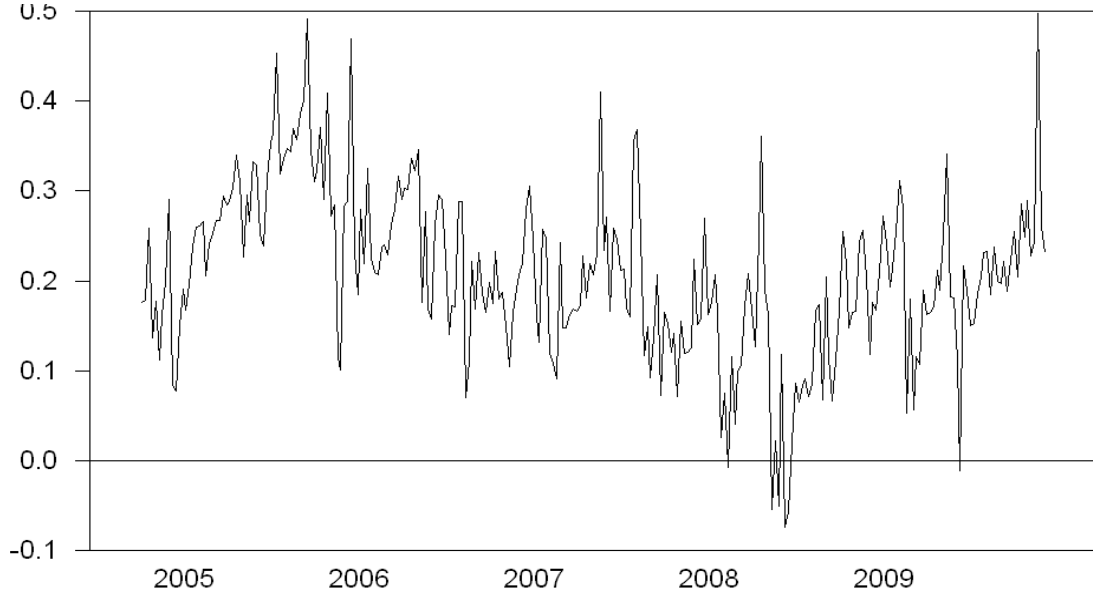
Grafik 25: SSE 50 Endeksi Haftalık Getirileri



Kaynak: http://www.sse.com.cn/sseportal/en_us/ps/home.shtml

Grafik 26’da, 8 Nisan 2005 – 28 Mayıs 2010 tarihleri arasını kapsayan dönem için, İMKB 100 endeksi haftalık getirileri ile SSE 50 endeksi haftalık getirileri arasındaki koşullu korelasyon ilişkisi görülmektedir. Grafik incelendiğinde, İMKB 100 getiri endeksi ile SSE 50 getiri endeksi arasındaki koşullu korelasyon ilişkisinin, analiz kapsamına alınan diğer dört getiri endeksi ile arasındaki koşullu korelasyon ilişkisine göre oldukça farklı olduğu görülmektedir. İki borsa arasında devamlılık arz eden bir korelasyonun varlığından söz etmek mümkün değildir. Getiri volatiliteleri arasındaki koşullu korelasyon ilişkisi, 2006 yılının Ocak ve Şubat aylarında artmış, Nisan ve Mayıs aylarında zayıflamış, Haziran ayında yeniden yükselmiş, bu tarihten sonra 2007 yılının Ağustos ayına kadar genel olarak düşüş eğiliminde olmuştur. Kasım ayında yeniden yükselen koşullu korelasyon ilişkisi, Aralık ayında azalmış, ardından 2008 yılı Ocak ayında artmış, Şubat, Mart ve Nisan aylarında yeniden azalmış, Haziran ayında bir miktar yükselmiş, Temmuz ayında yeniden 0’a yakınsamış, Ağustos ayının ilk iki haftasında ise ters yönlü dalgalanmaların etkisiyle dinamik koşullu korelasyon katsayısı negatif değerler almıştır. Eylül ayında her iki endekse ait volatilitenin pozitif yönde artmasıyla pozitif değerler alan dinamik koşullu korelasyon katsayısı; Ekim, Kasım ve Aralık aylarında krizin etkilerinin Türkiye ekonomisinde şiddetli bir şekilde hissedilmesi sonucu endekste meydana gelen dalgalanmalara karşılık SSE 50 getiri endeksinin ters yönde hareket etmesi sonucu yeniden negatif değerler almıştır. Bu tarihten sonra 2009 yılının Haziran ayına kadar artış eğiliminde olan koşullu korelasyon ilişkisi, Temmuz ve Ağustos aylarında azalmış, Eylül ayından 2010 yılı başına kadar yeniden yükselmiş, 2010 yılı Ocak ayında ise dinamik koşullu korelasyon katsayısı İMKB 100 getiri endeksi volatilitelerinin pozitif yönde artması, SSE 50 getiri endeksi volatilitelerinin ise negatif yönde artması sonucu negatif değerler almıştır. Sonraki aylarda volatiliteler arasındaki ilişki artış göstermiş, Mayıs ayında koşullu dinamik korelasyon katsayısı 0,5 değerini almıştır. Söz konusu dönemi kapsayan tarihler arasında koşullu korelasyon ilişkisi daima zayıf düzeydedir.

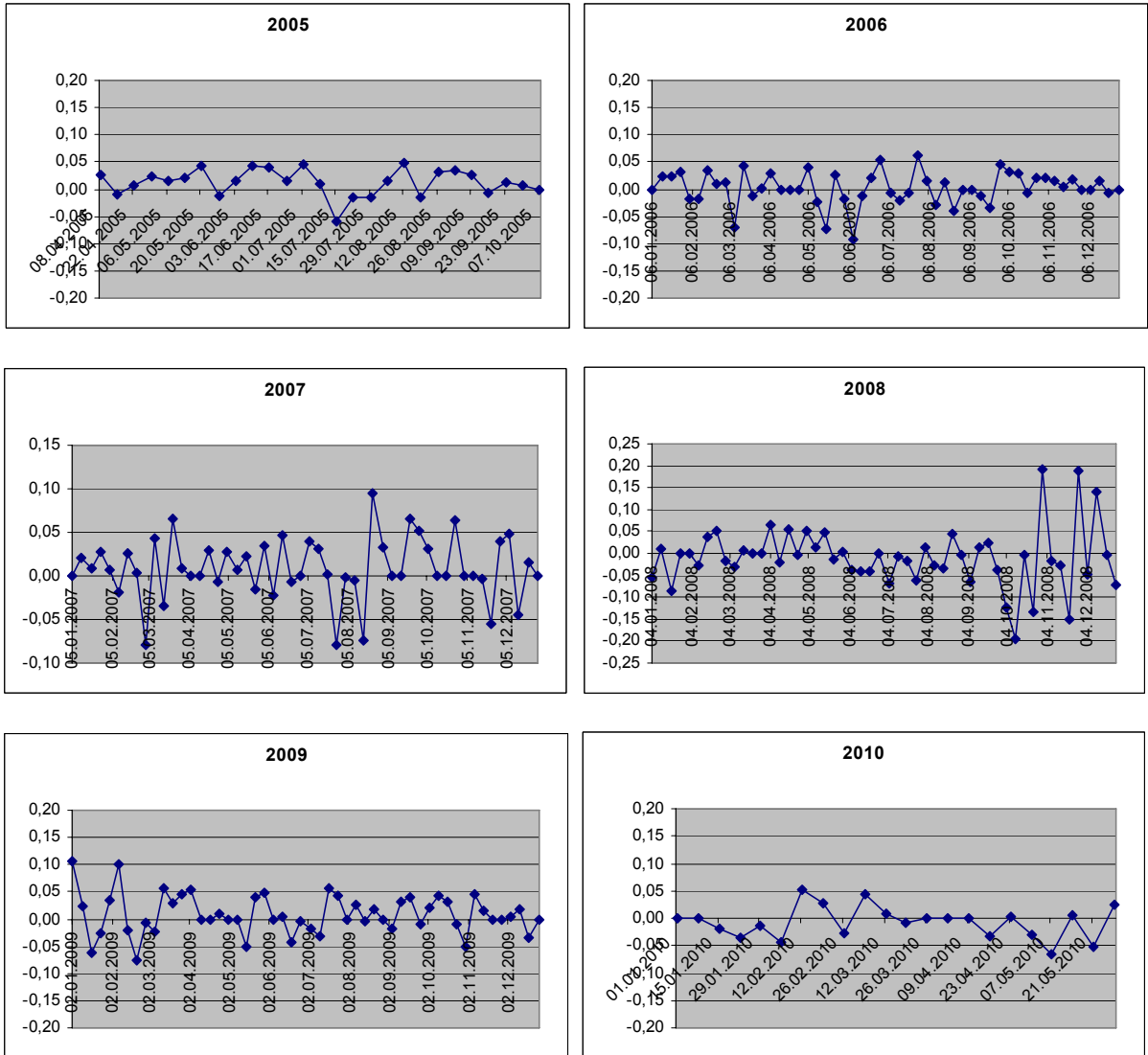
Grafik 26: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi ile SSE 50 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi Arasındaki Koşullu Korelasyon Grafiği



3.3.5. İMKB 100 Getiri Endeksi Volatilitesi ile IBrX-50 Getiri Endeksi Volatilitesi Arasındaki Dinamik Koşullu Korelasyon İlişkisi

Brezilya borsası incelendiğinde, IBrX-50 endeksi haftalık getirilerinin kriz öncesi dönemde dalgalı bir seyir izlediği, 01.05.2005 tarihinde 3676 olan getiri endeks değerinin, 07.12.2007 tarihinde % 170'lik bir artışla 9926'ya ulaştığı görülmektedir. Söz konusu tarihten itibaren Nisan ayına kadar endeks değerinde düşmeler gözlenmiş, Nisan-Haziran ayları arasındaki dönemde toparlanan endeks, krizin gelişmekte olan ülkeleri de etkisi almasının etkisiyle 04.07.2008'den itibaren keskin bir düşme eğilimine girmiş, 21.11.2008 tarihinde IBrX-50 getiri endeksi, krizi kapsayan dönem içerisinde en düşük değeri olan 4485'e kadar gerilemiştir. Brezilya ekonomisi 2009 yılının ilk çeyreğinde son 10 yılın en büyük ekonomik küçülmesini yaşamıştır. Nisan ayı itibariyle IBrX-50 endeksi alınan kriz önlemleri neticesinde yeniden yükselişe geçmiş; ancak 2010 yılı Mayıs ayı itibariyle kriz öncesi dönem değerlerine ulaşamamıştır.

Grafik 27: IBrX-50 Endeksi Haftalık Getirileri



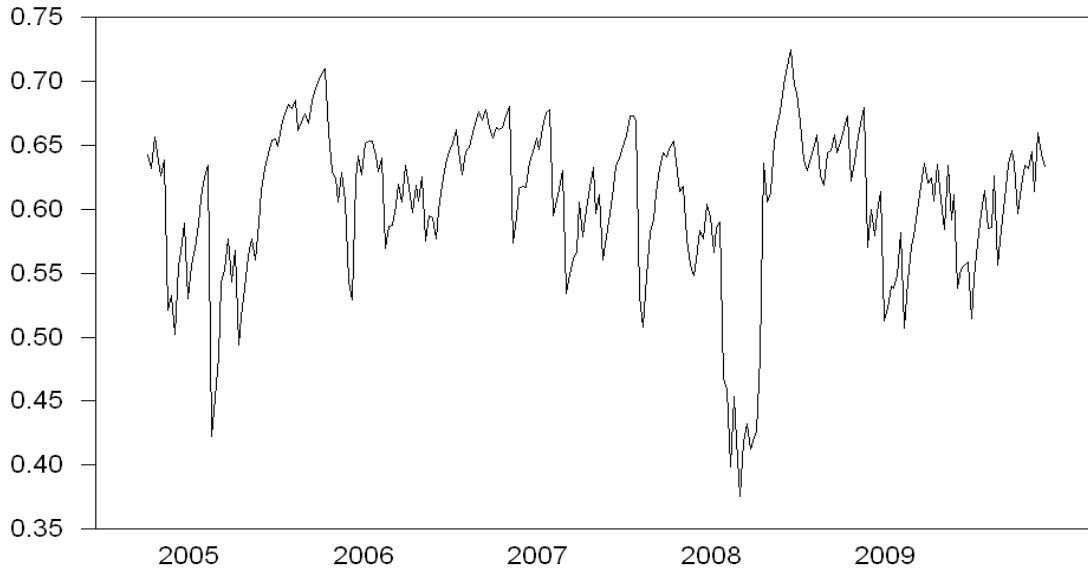
Kaynak: <http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/home.aspx?idioma=en-us>

Grafik 28’de, 8 Nisan 2005 – 28 Mayıs 2010 tarihleri arasını kapsayan dönem için, İMKB 100 endeksi haftalık getirileri ile IBrX-50 endeksi haftalık getirileri arasındaki koşullu korelasyon ilişkisi görülmektedir. Grafik incelendiğinde, İMKB ile Brezilya borsası haftalık getiri volatiliteleri arasında devamlılık arz eden bir ilişkinin varlığından ve genel ortalama dinamik koşullu korelasyon katsayısının 0,55 düzeyinde olduğundan söz edilebilir. Söz konusu tarihler arasında iki borsaya ait endeks getirilerinin volatiliteleri arasındaki ilişki devamlı olarak pozitif yönlüdür.

Kriz öncesi dönemde iki borsaya ait haftalık getiri endeksi volatiliteleri arasındaki ilişkinin genel olarak orta düzeyde olduğunu söylemek mümkündür. Grafik incelendiğinde 2005 yılının Temmuz ayında dinamik koşullu korelasyon katsayısının 0’a yakınsaması dikkati

çekmektedir. Sonraki aylarda yükselen koşullu korelasyon ilişkisi 2006 yılının Mart ayında oldukça kuvvetlenmiş; söz konusu tarihten, krizin Türkiye ekonomisini de etkisi altına aldığı 2008 yılının Temmuz ayına kadar orta düzeyde seyretmiştir. İMKB 100 getiri endeksi volatilitesinde 2008 yılının Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında krizin etkisiyle meydana gelen değişimler sonucu, iki endekse ait volatiliteler arasındaki koşullu korelasyon ilişkisi zayıflamıştır. 10 Ekim 2008 tarihinde ABD piyasalarında yaşanan dalgalanmanın tüm dünya borsalarını etkisini altına alması sonucu, iki endekse ait volatiliteler arasındaki koşullu korelasyon ilişkisi artmıştır. 17 ve 24 Ekim 2008’de bir miktar azalan dinamik koşullu korelasyon katsayısı, 31 Ekim 2008’de ABD Merkez Bankası’nın, küresel kredi kriziyle mücadelede yardımcı olmak için Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur merkez bankalarına yeni kredi açacağını ve her bir ülkenin merkez bankasına 30 milyar \$’a kadar kredi sağlayacağını açıklaması üzerine oldukça yükselmiştir. Sonraki aylarda ise endeks volatiliteleri arasındaki koşullu korelasyon ilişkisi genel olarak orta düzeyde seyretmiş, 2010 yılının Nisan ve Mayıs aylarında biraz daha artmıştır.

Grafik 28: İMKB 100 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi ile IBrX-50 Endeksi Haftalık Getiri Volatilitesi Arasındaki Koşullu Korelasyon Grafiği



SONUÇ

Sermaye hareketlerini sınırlamaya yönelik politikaların, ülkelerin uluslararası piyasalarda rekabet gücünü azalttığı yönündeki eleştiriler, 1980 sonrası dönemde birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede sermaye kontrollerinin etkinliğinin azaltılmasına ve dış finansal işlemler üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasına neden olmuştur. Sermayenin önündeki engellerin kaldırılmasıyla, 1990'lı yıllarda uluslararası sermaye akımları gelişmiş ülkelerden, kalkınmada sermaye yetersizliği çeken gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelmiş; bu durum bir yandan gelişme yolundaki ülkelerin ekonomik kalkınmasına olumlu yönde katkıda bulunurken, bir yandan da 1990'lı yıllarda gittikçe artan kısa vadeli spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerinin denetimsizliği sonucu, dünya ekonomisinde pek çok krizin yaşanmasına yol açmıştır.

1990'lı yıllarda ve 2000'li yılların başında gelişmekte olan ülkelere ortaya çıkan ve finansal küreselleşme neticesinde benzer kırılganlıklar taşıyan ülkelere yayılan krizlerden farklı olarak; 2007 yılının ikinci yarısında ABD piyasalarında ortaya çıkan dalgalanmaların etkisiyle öncelikle gelişmiş ülkeler, ardından gelişmekte olan ülkeler küresel bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Finansal piyasalardaki olumsuzluklardan kaynaklanan kriz, kısa sürede reel sektörü de etkisi altına alarak dünya ekonomisinde gerilemeye neden olmuştur.

Pek çok ekonomist ve uzman tarafından 1929 Buhranı'ndan sonraki en büyük finansal kriz olarak ifade edilen 2008 krizinin kökeni, 2000'li yılların başında NASDAQ teknoloji balonunun etkisiyle ABD ekonomisinde yaşanan durgunluğa dek uzanmaktadır. 1990'lı yılların sonunda ABD borsalarında teknoloji hisselerinin fiyatlarında yaşanan keskin yükseliş, 2000-2001'de yerini çöküşe bırakmıştır. Ekonomide yaşanan durgunluğun aşılabilmesi amacıyla Amerikan Merkez Bankası politika faizini hızlı bir biçimde indirmiş; bu durum, ekonomiden sorumlu yetkililerin ekonomik büyümeyi yeniden sağlayabilmek için yatırımcıları emlak piyasasına yönlendirme çabasıyla birleşince, bu kez konut fiyatlarının aşırı yükselmesine ve emlak balonunun oluşmasına yol açmıştır.

Krizin temelinde yatan önemli etkenlerden biri, 2000’li yılların başında birçok gelişmiş ekonomide uygulamaya konan gevşek para politikaları sonucu meydana gelen kredi genişlemesidir. Faizlerin düşürülmesi, tüketiciler açısından başta konut kredileri olmak üzere tüm kredilerin kolay elde edilebilir olmasına olanak tanımıştır. Sistemde var olan denetimsizlik, kredi kuruluşlarının yalnızca kara odaklanarak tüm gelir gruplarına kredi vermesine yol açmış; ABD Merkez Bankası, 30 Haziran 2004 tarihinin ardından faizleri kademeli olarak artırmaya başlayınca kredi geri ödemelerinde yaşanan sorunlar ABD piyasalarında dalgalanmalara neden olmuştur.

Mortgage piyasasında yaşanan hızlı kredi genişlemesinin ardında menkul kıymetleştirme mekanizması yatmaktadır. Kredi kuruluşlarının, vermiş olduğu konut kredilerini bir sepette toplayıp ve bu kredi sepetini bir fon olarak değerlendirip kendi modeline uygun şekilde fiyatlandırdıktan sonra parça parça satması, verilen kredilere ait risklerin dünya ekonomisine yayılmasına yol açmış, bu durum mortgage piyasasında yaşanan sorunların küresel bir krize varacak boyutlara ulaşmasında etkili olmuştur.

Krizin ağırlaşmasındaki önemli etkenlerden biri de geri ödeme gücü düşük olan bireylere verilen yüksek riskli mortgage kredilerinin değişken faiz yapısında olmasıdır. Faizlerin yükselmesiyle geri ödemelerde ortaya çıkan olumsuzluklar, ipotekli konut kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin fonlanmasında sorunlara neden olmuş; değişken faizli yapıdaki kredi borçlarını geri ödeyemeyen bireylerin konutlarına el konulmuş ve bankalar konutları nakde çevirmek için piyasaya girince konut fiyatları hızla düşmüştür. Bankaların verdikleri kredileri tahsil edememesi sonucu finansal piyasalarda ortaya çıkan likidite sıkışıklığı kısa sürede yerini güven bunalımına bırakmış ve mali sistem durma noktasına gelmiştir.

Türkiye’de yatırım bankacılığının gelişmemiş olması ve yüksek riskli menkul kıymetlerin banka portföylerinde bulunmaması dolayısıyla, finans kesiminin küresel krizden doğrudan etkilenmediğini söylemek mümkündür. Ancak, küresel kriz, 2008 yılının Ağustos ayı itibariyle Türkiye’de reel sektörü etkisi altına almış; 2001 krizinin ardından dünyadaki ekonomik konjonktürün etkisiyle oldukça hızlı bir toparlanma sürecine giren ve 27 çeyrek boyunca kesintisiz büyümeyi başarabilen Türkiye ekonomisi, krizin etkisiyle 2008 yılının son çeyreği ile 2009 yılının ilk üç çeyreğinde arka arkaya küçülmüştür.

Krizin Türkiye’yi etkilediği kanalların başında dış ticaret gelmektedir. Türkiye’nin toplam ihracatının yarısından fazlasının yapıldığı Avrupa kıtasında da etkilerini sert bir şekilde gösteren kriz, özellikle yatırım malları ve dayanıklı tüketim mallarına olan talebin

gerilemesiyle, ihracat hacminde düşmeye neden olmuştur. İhracata yönelik üretim yapan sektörlerde, azalan dış ve iç talebin etkisiyle üretim miktarı düşmüş, dolayısıyla işsizlik oranı da hızla artmış, vergi gelirlerinde meydana gelen azalma ve ekonomiyi canlandırma amacıyla yapılan harcamalar bütçe açığını önemli miktarlarda artırmıştır. İhracatın ithalata bağımlı yapısı nedeniyle, ithalat da önemli miktarda azalma göstermiş, bu durum cari açığın azalmasına olumlu yönde katkı yapmıştır. Ayrıca küresel talepteki yavaşlama sonucu, Türkiye'nin ithalatçısı olduğu petrol, enerji ve hammadde fiyatlarındaki düşüşler enflasyona olumlu şekilde yansımıştır. Ekonomide yaşanan belirsizlik, bankaların nakit kalmayı tercih etmelerine ve şirketlere ait risklerin artması nedeniyle kredi kullandırmada isteksiz davranmalarına yol açmıştır. Böylece, bankaların şirketlere ve tüketicilere açtıkları kredi miktarlarında da azalma gerçekleşmiştir. Reel kesim güven endeksi 2008 yılının ikinci yarısından itibaren hızla düşmeye başlamış, 2010 yılının ilk çeyreğine kadar reel kesimin mevcut ve yakın gelecekteki ekonomik koşullara duyduğu güvensizlik devam etmiştir. Aynı durum, tüketicilerin Türkiye ekonomisinin söz konusu andaki durumu hakkındaki görüşlerini ve gelecek ile ilgili beklentilerini yansıtan tüketici güven endeksi için de geçerlidir.

Küresel kriz, bozulan ekonomik göstergelerin ve geleceğe ilişkin artan risk algısının etkisiyle, özellikle 2008 yılının son çeyreğinde ve 2009 yılının ilk yarısında dünya borsalarında yüksek miktarlarda düşüşe neden olmuştur. Kriz öncesi dönemde, 2005-2007 yılları arasında, dalgalı bir seyir izleyen İMKB 100 getiri endeksi, 2007 yılının Aralık ayına kadar oldukça yüksek oranda artış göstermiş; krizin etkilerinin hissedilmeye başladığı 2008 yılının başlarından itibaren düşmeye başlamış, 21 Kasım 2008 tarihi itibarıyla kriz döneminin en düşük değerine gerilemiştir. Bu tarihten sonra ise, alınan kriz önlemleri neticesinde dünya piyasalarında görülen kısmi toparlanmalar borsalara da yansımış, İMKB 100 getiri endeksi yeniden yükselişe geçmiş ve ancak 28.05.2010 tarihi itibarıyla kriz öncesi dönemde görülen yüksek değerlere ulaşabilmiştir.

Nisan 2005 – Mayıs 2010 aylarını kapsayan dönemde, 2008 krizinin, İMKB 100 endeksinin kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan getirilerinin, kendisiyle yakından ilgili olabileceği düşünülen hisse senedi piyasaları ile arasındaki dinamik koşullu korelasyonlara olan etkisinin incelendiği bu çalışmada; krizin Türkiye ekonomisini de etkisi altına aldığı 2008 yılının Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında, endekslere ait volatiliteler arasındaki dinamik koşullu korelasyon katsayısının 0'a yakınsadığı, yani getiri volatiliteleri arasındaki ilişkinin zayıfladığı sonucuna ulaşılmıştır. Söz konusu dönemde, ekonomiye ilişkin verilerin

kötüleşmeye başlaması ve piyasalarda artan risk algısı nedeniyle İMKB 100 getiri endeksi volatilitesinde yüksek oranlarda artış yaşanmıştır. Elde edilen bulgular incelendiğinde; ABD piyasalarında 10 Ekim ve 31 Ekim 2008 tarihlerinde gerçekleşen gelişmelerin tüm borsaları aynı yönde etkilediği ve getiri endeksleri arasındaki koşullu korelasyon ilişkisinin kuvvetlendiği görülmektedir.

Araştırmanın yapıldığı dönemde İMKB 100 getiri endeksi ile DJIA 30 getiri endeksi ve SSE 50 getiri endeksi arasında devamlılık arz eden bir ilişkinin olmadığı; İMKB 100 getiri endeksi ile FTSE 100 getiri endeksi arasında kısmi bir devamlılığın varlığından söz edilebileceği; İMKB 100 getiri endeksi ile CAC 40 endeksi ve IBrX-50 endeksi arasında devamlılık arz eden bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

KAYNAKLAR

- Adanur Aklan, Nejla, “Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri, Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı, Sosyal Bilimler Dergisi, c. 5, sy. 7, Mayıs 2002, ss. 35-52.
- Afşar, Muharrem, *Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No. 1558, Eskişehir, 2004.
- Akdiş, Muhammet, *Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye*, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2000.
- Aktan, Coşkun Can - Şen, Hüseyin, “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, sy. 42, Kasım-Aralık 2001, ss. 1225-1230.
- Alakbarov, Naib, “Krizler Kapitalist Sistemin Sigortasıdır”, Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar, c. 45, sy. 525, Kasım 2008, ss. 17-22.
- Alantar, Doğan, “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY81.pdf, 13 Mayıs 2010.
- Altıntaş, Halil – Öz, Bülent, “Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Bankacılık Krizlerinin Çok Değişkenli Logit Yöntemiyle Öngörülmesi”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, c. 62, sy. 4, 2007, ss. 1-30.
- Altıntaş, Halil – Öz, Bülent, “Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, c. 7, sy. 2, 2007, ss. 19-44.
- Anbar, Adem – Şenol, Gökhan, “2007-2008 Küresel Ekonomik Krizinin Türkiye’de Reel Sektör Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi”, Vergi Dünyası, sy. 343, Mart 2010, ss. 172-182.
- Apak, Sudi – Aytaç, Ayhan, *Küresel Krizler: Kronolojik Değerlendirme ve Analiz*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2009.
- Bağımsız Sosyal Bilimciler, *2008 Kavşağında Türkiye: Siyaset, İktisat ve Toplum*, Yordam Kitap, 2008.

- Baillie, Richard T. - Bollerslev, Tim, "Prediction in Dynamic Models With Time-Dependent Conditional Variances," *Journal of Econometrics*, Elsevier, Vol. 52 (1-2), 1992, ss. 91-113.
- Başoğlu, Ufuk – Ölmezoğulları, Nalan – Parasız, İlker, *Dünya Ekonomisi: Küreselleşme, Uluslararası Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi*, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2001.
- Bayraktutan, Yusuf, “Küresel Finansal Krizler ve IMF”, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, ed. Halil Seyidoğlu – Rıfat Yıldız, 2006.
- Bianco, Katalina M., “The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown”, 2008, http://business.cch.com/bankingfinance/focus/news/Subprime_WP_rev.pdf, 23 Mayıs 2010.
- Birdal, Murat, “Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”, *Anadolu International Conference in Economics*, Eskişehir, Haziran 2009.
- Bollerslev, Tim, “Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity,” *Journal of Econometrics*, Volume 31, 1986, ss. 307-327.
- Boratav, Korkut, *Bir Krizin Kısa Hikayesi*, Arkadaş Yayınevi, Ankara, 2009.
- Brownell, Charles, *Subprime Meltdown: From U.S. Liquidity Crisis to Global Recession*, 2008.
- Çakmak, Umut, “Kriz Modelleri Çerçevesinde Türkiye 2001 Finansal Krizinin Değerlendirilmesi”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, c. 9, sy. I, 2007 ss. 81-101.
- Celasun, Merih, “2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”, <http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>, 6 Nisan 2010.
- Choueiri, Nada – Kaminsky, Graciela, ‘Has to Nature of the Crisis Changed? A Quarter Century Currency Crisis of Argentina’, *International Monetary Fund, IMF Working Paper No 99/152*, 1999.
- Çinko, Levent – Ak, Rengin, “Küreselleşen Ekonomilerde Yaşanan Bankacılık Krizlerinin Anatomisi”, *Maliye Finans Yazıları*, y. 23, sy. 83, Nisan 2009, ss. 59-83.
- Çolak, Ömer Faruk, “2008 Krizinin 1929 Krizi ile Benzerlikleri Üzerine Bir Analiz”, *Tisk Akademi, Özel Sayı-II*, 2009, ss. 50-69.
- Delice, Güven, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, sy. 20, Ocak-Haziran 2003, ss. 57-81.

- Demir, Faruk v.dğr., “ABD Mortgage Krizi”, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu Çalışma Tebliği, sy.3, Ağustos 2008.
- Demirgüç Kunt, Aslı – Detragiache, Enrica, “The Determinants of Banking Crises: Evidence From Developing and Developed Countries”, International Monetary Fund, IMF Working Paper No 97/106, 1997.
- Di Martino, Danielle – V. Duca – John, “The Rise and Fall of Subprime Mortgages”, çev. Abdulkadir Gülşen, Maliye Dergisi, sy. 154, Ocak-Haziran 2008, ss. 156-170.
- Dinçer, Ömer, *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, Beta Yayınları, 2003.
- Dodd, Randall, “Subprime: Tentacles of a Crisis”, Finance and Development, Volume. 44, Number. 4, December 2007, www.imf.org, 06 Mayıs 2010.
- Doğan, Adem, “Asya Krizi: Nedenleri ve Erken Uyarı Göstergeleri Açısından Bir Değerlendirme”, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, ed. Halil Seyidoğlu, – Rıfat Yıldız, 2006.
- Doğanlar, Murat – Bal, Harun – Özmen, Mehmet, “Döviz Krizi Modelleri”, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, c. 6, sy. 1, ss. 253-276.
- Eğilmez, Mahfi, *Küresel Finans Krizi*, Remzi Kitabevi, 2009.
- Emirkadı, Ömer, “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler”, Sosyo Ekonomi, Temmuz-Aralık 2005, ss. 35-62.
- Engle, Robert, “Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of U.K. Inflation,” *Econometrica*, Volume 50, 1982, ss. 987-1008.
- Engle, Robert, “Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models,” *Journal of Business & Economic Statistics*, Volume 20, Issue 3, 2002, ss. 339-350.
- Erdem Karabıyık, Lale, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Etkileri*, Marmara Kitabevi, Bursa, 2004.
- “Eye of The Storm”, Finance and Development, International Monetary Fund, Volume 39, Number 4, December 2002.
- Felton, Andrew – Reinhart, Carmen, “The First Global Crisis of The 21st Century”, VoxEU.org Publication, 2008, <http://www.voxeu.org/reports/subprime/report.pdf>, 13 Mayıs 2010.
- Fernandez-Arias, Eduardo – Hausmann, Ricardo, “Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?” *Emerging Markets Review*, Volume 2, Issue 1, March 2001, ss. 34-49.

- Frank, Patrick v.dğr., “Understanding the Global Financial Crisis And Its Impact on Maryland”, Department of Legislative Services, Office of Policy Analysis, Maryland, October 2008.
- Freeman, Lisbeth, “Who's Guarding The Gate? Credit-Rating Agency Liability As ‘Control Person’ In The Subprime Credit Crisis”, Vermont Law Review, Vol. 33, Issue 3, 2009, ss. 585-619.
- Göker, Zeliha, “Küresel Kamusal Bir Mal: Finansal İstikrar”, Akdeniz İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, sy. 17, 2009, ss. 7-22.
- Guillen, Mauro F. “The Global Economic and Financial Crisis: A Timeline”, University of Pennsylvania, 2009, <http://lauder.wharton.upenn.edu/pdf/Chronology%20Economic%20%20Financial%20Crisis.pdf>, 13 Mayıs 2010.
- Güloğlu, Bülent – Altınoğlu, A. Ender, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, Ekim 2002, <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz1.pdf>, 29 Mart 2010.
- Güloğlu, Bülent, “İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım 2000ve Şubat 2001 Krizleri”, Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı I, sy. 41, Eylül-Ekim 2001, ss. 524-530.
- Gürkan Yay, Gülsün, “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, sy. 42, ss. 1234-1248.
- Federal Reserve, <http://www.federalreserve.gov/>
- Heun, Michael – Schlink, Torsten, “Early Warning Systems Of Financial Crises- Implementation Of A Currency Crises Model For Uganda”, Business School Of Finance&Management, No. 59.
- Hoggarth, Glenn – Reis, Ricardo – Saporta, Victoria, “Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence”, Journal of Banking and Finance, Volume 26, Issue 5, May 2002, ss. 825-855.
- Irvine, Robert B., “What is a Crisis, Anyway?”, Midyear Special Issue, July 1997, ss. 36-40.
- Işık, Nihat – Alagöz, Mehmet – Yıldırım, Metin, “1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler: 1994, 2000 ve 2001 Krizleri”, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, ed. Halil Seyidoğlu – Rıfat Yıldız, 2006.
- Işık, Sayım – Duman, Koray – Korkmaz, Adil, “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c. 19, sy. 1, 2004, ss. 45-69.

- Kaminsky, Graciela L. - Reinhart, Carmen M., “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, *The American Economic Review*, 89(3), June 1999, ss. 473-500.
- Kandemir, Tuğrul – Özdemir, Serkan, “Temel Göstergeler Işığında Türkiye’de Yaşanan 1994-2001 ve 2008 Finansal Krizlerinin İncelenmesi”, 13. Ulusal Finans Sempozyumu: ‘Küresel Finansal Krizler ve Etkileri’ Bildiriler Kitabı, 2009, ss. 247-269.
- Kar, Muhsin – Taban, Sami, “Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Reel Ekonomi Göstergeleri”, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, ed. Halil Seyidoğlu – Rıfat Yıldız, 2006.
- Karabıçak, Mevlüt, “Uluslararası Yabancı Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisinin Küresel Rekabet Gücü Üzerindeki Etkileri”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, c. 14, sy. 1, 2009, ss. 137-149.
- Kaufman, George G. – Scott, Kenneth E, “What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?”, *The Independent Review*, v. VII, n. 3, Winter 2003, ss. 371-391.
- Kayahan, Cantürk, “Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları”, *Yönetim ve Ekonomi*, c. 16, sy. 1, 2009, ss. 23-37.
- Khusaini, Moh, “The Role of Economic Fundamentals in Explaining Indonesian Currency Crises”, *Georgia State University Working Paper*, No. 02-19, April 2002.
- Kibritçioğlu, Aykut, “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, *Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı I*, sy. 41, Eylül-Ekim 2001, ss. 174-182.
- Kling, Arnold, “The Root of the Financial Crisis”, *Policy Review*, December 2009 – January 2010, ss.21-33.
- Komulainen, Tuomas, “Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behaviour”, *BOFIT Discussion Papers*, No. 10, 2001.
- Komulainen, Tuomas, “Currency Crisis Theories – Some Explanations for the Russian Case”, *BOFIT Discussion Papers*, No. 1, 1999.
- Köne, Aylin Çiğdem, “Para-Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, c. 4, sy. 2, 2003, ss. 231-246.
- Krugman, Paul, “A Model of Balance-of- Payments Crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 11, No 3, August 1979, ss. 311-325.

- Krugman, Paul, *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*, çev. Neşenur Domaniç, Literatür Yayınları, 2010.
- Kula, Ferit, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, c. 4, sy. 2, 2003, ss. 141-154.
- Kumhof, Michael, “A Quantitative Exploration of the Role of Short-Term Domestic Debt in Balance of Payments Crises”, Journal of International Economics, Volume 51, Issue 1, June 2000, ss. 195-215.
- Kumpan, Christoph, “Conflicts Of Interest In Securitisation: Adjusting Incentives”, Journal of Corporate Law Studies, Vol. 9, Part. 2, , October 2009, ss. 261-294.
- Legg, Michael – Harris, Jason, “How The American Dream Became A Global Nightmare: An Analysis of The Causes of The Global Financial Crisis”, UNSW Law Journal, Volume. 32, No. 2, 2009, ss. 350-389.
- Mah, Michael – Lim, Hui, “Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis - Causes and Consequences”, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 532, April 2008.
- Manasse, Paolo – Roubini, Nouriel – Schimmelpfening, Axel, “Predicting Sovereign Debt Crises”, International Monetary Fund, IMF Working Paper No 03/221, 2003.
- Mandacı, Pınar Evrim, “Türk Bankacılık Sektörünün Taşdığı Riskler ve Finansal Krizi Aşmada Kullanılan Risk Ölçüm Teknikleri”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, c. 5, sy. 1, 2003, ss. 67-84.
- Markham, Jerry W., *A Financial History of the United States*, Volume III, M. E. Sharpe, New York, 2002.
- Mazi, Fikret – Ercins, Gülay, “Küreselleşme ve Çevreye İlişkin Farklı Yaklaşımlar”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, c. 10, sy. 1, 2009, ss. 57-69.
- Mishkin, Frederic S., “Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, NBER Working Papers, No: 8087, January 2001.
- Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Publications Company, USA, 2004.
- Mitroff, Ian I., “Crisis Management and Environmentalism: A Natural Fit”, California Management Review, Winter 1994, ss. 101-113.
- Miynat, Mustafa, “Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar ve Çözüm Önerileri”, Yönetim ve Ekonomi, c. 9, sy. 1-2, 2002, ss. 187-209.
- Mohan, Rakesh, “Global Financial Crisis – Causes, Impact, Policy Responses And Lessons”, Bank of International Settlements Review, No. 54, 2009.

- Muller, Anders – Almy, Richard – Engelschalk, Michael, “Real Estate Bubbles and the Economic Crises: The Role of Credit Standards and the Impact of Tax Policy”, *Journal of Property Tax Assessment and Administration*, Volume. 7, Issue. 1, ss. 17-40.
- Muolo, Paul – Padilla, Mathew, *Chain of Blame: How Wall Street Caused the Mortgage and Credit Crisis*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2008.
- Okay, Ersin, “Türk Bankacılık Sektöründe Risk ve Kriz”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi*, sy. 2, Aralık 2002, ss. 95-122.
- Oltulular, Sabiha – Terzi, Harun, “Yüksek Enflasyon Enflasyon Belirsizliğini Artırıyor Mu?”, *İstanbul Üniversitesi İktisat fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, sy. 3, 2006, ss. 1-22.
- Öcal, Nuran, *Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, SPK Yayınları, Ankara, 1997.
- Özatay, Fatih, *Finansal Krizler ve Türkiye*, Doğan Kitap, İstanbul, 2009.
- Öztürk, Salih, “Sabit Döviz Kuru Politikasının Finansal Krizlere Etkisi: 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım -2001 Şubat Türkiye Krizleri”, *Yönetim ve Ekonomi*, c.10, sy. 1, 2003, ss. 171-185.
- Parasız, İlker, *Küresel Kriz*, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2009.
- Parasız, İlker, *Türkiye Ekonomisi: 1923’den Günümüze Türkiye’de İktisat ve İstikrar Politikaları*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1998.
- Pearson, Cristine M., Clair, Judith A., “Reframing Crisis Management”, *The Academy of Management Review*, Vol. 23, No. 1, January 1998, ss. 59-76.
- Pesenti, Paolo – Tille, Cedric, “The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, September 2000.
- Pıçak, Murat – Yılmaz, Sema – Giray, Yavuz, “Küresel Ekonomik Sistemde Finansal Krizleri Önleme ve Yönetme Sorunsalı”, *Mevzuat Dergisi*, y. 11, sy. 137, Mayıs 2009, <http://www.mevzuatdergisi.com/>, 3 Mart 2010.
- Sachs, Jeffrey D., et al., “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol 1996, No 1, ss. 147-215.
- Salant, Stephan W – Henderson, Dale W, “Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 86, No 4, August 1978, ss. 627-648.
- Şahin, Hüseyin, *Türkiye Ekonomisi*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2007.
- Schinasi, Garry J., *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, International Monetary Fund, 2005.
- Sönmez, Mustafa, *100 Soruda Küresel Kriz ve Türkiye*, Alan Yayıncılık, Nisan 2009.

- Sönmez, Cahit, “Küresel Krizin Çıkış Kaynağı: Mortgage Kredileri”, *Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz*, ed. Sadi Uzunoğlu, Literatür Yayınları, Nisan 2009.
- Stiglitz, Joseph E. – Jaime, Jaramillo Vallejo – Park, Yung Chal, “The Role of The State in Financial Markets”, *The World Bank Research Observer*, 1993, ss. 19-61.
- Susam, Nazan – Bakkal, Ufuk, “Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?”, *Maliye Dergisi*, sy. 155, Temmuz-Aralık 2008, ss. 72-88.
- Süttemiz, Nihal – Balaban, Özlem – Y. Okutan, Elvan, “Küresel Kriz Algısının Küçük İşletme Sahiplerinin Psikolojik Sağlığına Etkisi”, <http://www.tcmb.gov.tr/research/review/>, 10 Şubat 2010.
- Şimşek, Hayal Ayça, “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, c.18, sy. 1, 2008, ss. 183-208.
- Şimşek, Hayal A. – Altay, Asuman, “Küresel Kriz Ortamında Türkiye’de Maliye Politikalarının Değerlendirilmesi”, *Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar*, c. 46, sy. 528, Şubat 2009, ss. 11-23.
- Şişman, Mehmet, “Reel Kesim Mali Kesim İlişkisi Açısından Sermaye Piyasalarındaki Uluslararasılaşma Üzerine Değerlendirmeler”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, c. XX, sy. 1, 2005, ss. 141-156.
- Tağraf, Hasan – Arslan, N. Talat, “Kriz Oluşum Süreci ve Kriz Yönetiminde Proaktif Yaklaşım”, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, c. 4, sy. 1, 2003, ss. 149-160.
- Taylor, John B., “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, <http://www.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf>, 11 Mayıs 2010.
- TCMB, *Enflasyon Raporu*, 2010 II.
- Tong, Hui – Wei, Shang-Jin, “Real Effects of the Subprime Mortgage Crisis: Is it a Demand or a Finance Shock?”, *International Monetary Fund, IMF Working Paper No:08/186*, July 2008.
- Ünsal M., Erdal, *Uluslararası İktisat: Teori, Politika, ve Açık Ekonomi Makro İktisadi*, İmaj Yayıncılık, 2005.
- Ural, Mert, “Finansal Krizler ve Türkiye”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler fakültesi Dergisi*, c. 18, sy. 1, 2003, ss. 11-28.
- Uzun, Meral, “Latin Amerika’da Yaşanan Finansal Krizlerin Kriz Erken Uyarı Sistemleri Göstergeleri Açısından Değerlendirilmesi”, *Ekonomik Kriz*

Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, ed. Halil Seyidoğlu, – Rıfat Yıldız, 2006.

Varlık, Cemil, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Akımlarındaki Ani Durmalar ve Makroekonomik Etkileri”, *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, c. 3, y. 2, sy. 1, Bahar 2006, ss. 76-116.

Varlık, Cemil, “İkiz Krizler: Para Krizleri ile Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, c. 13, sy. 42-43, 2002, ss. 159-180.

World Economic Outlook, International Monetary Fund, May 1998.

Yay, Turan – Gürkan Yay, Gülsün – Yılmaz, Ensar, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No. 47, İstanbul, 2001.

Yılmaz, Ömer – Kızıltan, Alaattin – Kaya, Vedat, “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, sy. 24, Ocak-Haziran 2005, ss.77-96.

Diğer Kaynaklar

Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/>

<http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/home.aspx?idioma=en-us>

<http://www.euronext.com/landing/indexMarket-18812-EN.html>

http://www.sse.com.cn/sseportal/en_us/ps/home.shtml

İMKB; www.imkb.gov.tr

Standart&Poors, <http://www.standardandpoors.com/home/en/us>

TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/>

TÜİK, <http://www.tuik.gov.tr/>

US Census Bureau, <http://www.census.gov/>

www.djindexes.com

www.ftse.com

www.mortgage-x.com

EKLER

İMKB 100 Getiri Endeksi ve Kendisiyle Yakından İlgili Olabileceği Düşünülen Hisse Senedi Piyasaları Getiri Endekslerine Ait Haftalık Kapanış Fiyatları

	İMKB 100	DJIA's 30	FTSE 100	CAC 40	SSE 50	IBrX-50
01.04.2005	30189,37	16153,79	4914	6587,5	830,93	3676,25
08.04.2005	30247,01	16254,64	4983,6	6658,88	846,22	3563,35
15.04.2005	27983,52	15673,79	4891,6	6510,32	825,56	3383,75
22.04.2005	29016,09	15790,87	4849,3	6431,58	797,91	3355,34
29.04.2005	27695,16	15850,02	4801,7	6329,85	797,91	3357,59
06.05.2005	29453,48	16092,74	4918,9	6540,81	---	3449,03
13.05.2005	29919,93	15789,68	4886,5	6521,62	765,56	3234,11
20.05.2005	30194,05	16327,35	4971,8	6674,64	761,74	3353,41
27.05.2005	29016,65	16437,5	4986,3	6761,94	736,24	3418,65
03.06.2005	31188,34	16316,12	4999,4	6858,29	712,36	3582,37
10.06.2005	30797,63	16397,84	5030,4	6908,77	780,65	3454,58
17.06.2005	31760,32	16583,31	5077,6	6969,54	781,97	3597,48
24.06.2005	32364,49	16078,16	5079	6939	794,72	3447,64
01.07.2005	33063,01	16092,41	5161	7054,24	769,92	3541,16
08.07.2005	33333,07	16328,76	5232,2	7105,38	749,88	3503,27
15.07.2005	34033,24	16628,31	5230,8	7226,76	772,51	3531,72
22.07.2005	34944,09	16651,09	5241,8	7295,74	793,61	3612,62
29.07.2005	35455,55	16640,51	5282,3	7355,58	814,26	3668,69
05.08.2005	35850,8	16513,74	5314,7	7305,95	838,75	3743,49
12.08.2005	33732,34	16602,28	5345,8	7396,46	849,25	3902,68
19.08.2005	34068,66	16555,55	5312,6	7415,34	844,51	3853,26
26.08.2005	35940,54	16301,66	5228,1	7175,43	849,35	3909,23
02.09.2005	37953,31	16388,06	5326,8	7278,28	856,86	4077,01
09.09.2005	38558,37	16750,72	5359,3	7421,59	850,84	4241,58
16.09.2005	39865,41	16707,71	5407,9	7451,01	858,05	4307,32
23.09.2005	39812,95	16361,38	5413,6	7397,65	819,68	4498,47
30.09.2005	39940,64	16595,52	5477,7	7600,6	820,19	4537,9
07.10.2005	40036,96	16176,2	5362,3	7482,91	---	4266,9
14.10.2005	37672,17	16168,4	5275	7405,8	803,49	4204,28
21.10.2005	37658,5	16061,64	5142,1	7214,78	799,94	4136,42
28.10.2005	---	16356,52	5213,4	7149	775,52	4196,34
04.11.2005	---	16566,26	5423,6	7433,18	784,78	4401,69
11.11.2005	40855	16842,03	5465,1	7495,63	771,88	4340,72
18.11.2005	42314,42	16979,18	5498,9	7529,02	786,48	4482,64
25.11.2005	44046,55	17245,22	5523,8	7617,87	792,8	4635,83
02.12.2005	46219,91	17171,34	5528,1	7721,22	782,81	4758,91
09.12.2005	44928,79	17018,56	5517,4	7718,75	803,51	4721,5
16.12.2005	45193,02	17174,66	5531,6	7790,61	808,69	4778,43
23.12.2005	46634,25	17200,09	5595,4	7880,21	818,41	4812,1
30.12.2005	47673,58	16938,1	5618,8	7809,8	823,53	---

06.01.2006	50223,64	17335,55	5731,8	8061,43	865,41	5190,06
13.01.2006	---	17336,44	5711	8033,9	859,45	5306,36
20.01.2006	53292,13	16880,36	5672,4	7906,28	869,01	5425,86
27.01.2006	54310,22	17259,85	5786,8	8209,58	---	5595,03
03.02.2006	53007,3	17089,38	5759,3	8178,05	---	5495,6
10.02.2006	53660,37	17301,62	5764,1	8133,75	889,27	5398,25
17.02.2006	55423,83	17624,6	5846,2	8281,46	887,23	5589,77
24.02.2006	56135,48	17555,86	5860,5	8403,94	912,86	5637,74
03.03.2006	55569,94	17493,87	5858,7	8263,49	910,37	5707,53
10.03.2006	50962,56	17587,57	5907,9	8396,19	886,35	5301,88
17.03.2006	53570,91	17927,97	5999,4	8515,13	892,68	5534,3
24.03.2006	51875,63	17928,48	6036,3	8643,71	899,06	5471,64
31.03.2006	51576,78	17657,24	5964,6	8647,26	908,69	5478,12
07.04.2006	53327,8	17689,41	6026,1	8571,26	928,3	5642,39
14.04.2006	50870,94	---	---	---	942,08	---
21.04.2006	54348,62	18058,34	6132,7	8699,48	972,33	---
28.04.2006	52913,81	18095,93	6023,1	8593,5	997,75	5790,66
05.05.2006	53341,41	18434,42	6091,7	8774,99	---	6021,5
12.05.2006	50648,66	18143,37	5912,1	8605,76	1087,61	5887,8
19.05.2006	---	17780,73	5657,4	8298,88	1136,99	5464,27
26.05.2006	46664,32	18000,28	5791	8474,31	1109,67	5613,51
02.06.2006	47973,66	17453,91	5764,6	8374,62	1145,72	5512,98
09.06.2006	42499,01	17391,67	5655,2	8090,01	1081,21	5006,76
16.06.2006	41577,59	17603	5597,4	7965,67	1099,9	4945,3
23.06.2006	40459,34	17565,49	5692,1	8180,77	1117,11	5041,78
30.06.2006	43293,63	17823,05	5833,4	8432,64	1161,8	5319,12
07.07.2006	44208,17	17743,47	5888,9	8413,4	1158,33	5282,06
14.07.2006	41313,41	17181,42	5707,6	8120,51	1117,73	5179,3
21.07.2006	42728,17	17395,74	5719,7	8184,65	1115,75	5146,75
28.07.2006	44087,48	17958,04	5974,9	8541,28	1109,43	5460,84
04.08.2006	44157,96	18000,63	5889,4	8562,41	1046,49	5542,27
11.08.2006	45694,84	17779,39	5820,1	8468,25	1068,46	5383,52
18.08.2006	45654,14	18259,69	5903,4	8723,33	1064,77	5453,85
25.08.2006	45015,3	18114,09	5878,6	8681,61	1086,54	5235,89
01.09.2006	45690,97	18410,27	5949,1	8804,45	1092,3	---
08.09.2006	45679,63	18296,5	5879,3	8617,82	1110,32	5268,94
15.09.2006	46623,15	18583,54	5877	8741,23	1156,43	5204,04
22.09.2006	44483,5	18502,07	5822,3	8736,26	1158,77	5025,41
29.09.2006	45137,31	18776,95	5960,8	8919,85	1181,58	5258,34
06.10.2006	44908,43	19067,96	6001,2	8974,3	---	5424,96
13.10.2006	47045,78	19245,45	6157,3	9095,22	1217,44	5582,04
20.10.2006	48460,93	19320,69	6155,2	9132,81	1220,33	5549,91
27.10.2006	49731,61	19462,16	6160,9	9167,94	1233,32	5668,37
03.11.2006	48049,32	19303,9	6148,1	9066,46	1290,96	5783,04
10.11.2006	48440,66	19515,9	6208,4	9255,38	1337,06	5870,39
17.11.2006	46980,64	19922,28	6192	9263,05	1398,99	5898,8
24.11.2006	45940,76	19832,35	6122,1	9177,48	1467,75	5998,83
01.12.2006	46691,8	19702,5	6021,5	8948,18	1514,8	---

08.12.2006	48065,73	19890,57	6152,4	9169,78	1539,97	6201,66
15.12.2006	49146,75	20120,95	6260	9437,94	1691,64	6298,97
22.12.2006	47894,27	19970,22	6190	9290,45	1709,77	6263,32
29.12.2006	47817,57	20164,25	6220,8	9440,04	1912,16	---
05.01.2007	46983,51	20065,2	6220,1	9398,47	1922,54	6143,89
12.01.2007	46620,52	20330,99	6239	9569,26	1987,18	6266,72
19.01.2007	49142,28	20354,2	6237,2	9564,3	2113,63	6322,94
26.01.2007	51153,44	20227,03	6228	9509,09	2292,62	6499,56
02.02.2007	52701,18	20505,95	6310,9	9670,92	2070,67	6547,06
09.02.2007	51567,92	20405,91	6382,8	9696,73	2121,89	6426,47
16.02.2007	53341,31	20721,77	6419,5	9732,75	2365,13	6594,52
23.02.2007	53286,95	20544,77	6401,5	9737,5	---	6620,55
02.03.2007	49569,13	19680,45	6116,2	9242,16	2191,53	6099,33
09.03.2007	51410,06	19951,96	6245,2	9434,9	2271,12	6362
16.03.2007	51120,98	19701,59	6130,6	9169,68	2232,36	6145,65
23.03.2007	53069,54	20304,5	6339,4	9600,02	2330,25	6547,29
30.03.2007	53524,08	20098,45	6308	9599,01	2423,69	6601,67
06.04.2007	56371,93	---	---	---	2532,13	---
13.04.2007	56639,27	20534,52	6462,4	9863,39	2666,8	6892,46
20.04.2007	58372,51	21108,16	6486,8	10118,2	2698,65	7098,65
27.04.2007	57798,35	21371,71	6469,4	10117,2	2840,38	7049,03
04.05.2007	55278,97	21616,69	6603,7	10372,6	---	7244,74
11.05.2007	55282,31	21743,76	6565,7	10361,8	3038,13	7300,03
18.05.2007	56959,74	22137,23	6640,9	10497,9	3023,67	7469,19
25.05.2007	57157,3	22062,31	6570,5	10498,9	3118,94	7348,98
01.06.2007	57895,55	22327,21	6676,7	10707,8	3084,17	7597,08
08.06.2007	55208,5	21937,01	6505,1	10258,4	3032,49	7426,01
15.06.2007	57250,04	22303,62	6732,4	10645,5	3226,04	7767,72
22.06.2007	56917,91	21850,71	6567,4	10508,4	3232,73	7712,85
29.06.2007	58647,14	21929,81	6607,9	10563,7	3106,4	7710,14
06.07.2007	62136,13	22279,15	6690,1	10650,8	3049,82	8016,34
13.07.2007	64865,08	22762,93	6716,7	10677,4	3167,81	8262,37
20.07.2007	65922,45	22680,36	6585,2	10399,3	3310,38	8272,02
27.07.2007	64211,57	21721,46	6215,2	9852,53	3514,09	7612,14
03.08.2007	63158,94	21595,45	6224,3	9772,11	3756,05	7594,53
10.08.2007	61313,21	21707,98	6038,3	9511,56	3956,98	7553,09
17.08.2007	58060,26	21465,03	6064,2	9363,16	3848,85	6987,39
24.08.2007	58368,3	21969,19	6220,1	9722,34	4380,76	7645,69
31.08.2007	62574,93	21937,5	6303,3	9886,74	4429,33	7899,96
07.09.2007	61143,66	21543,75	6191,2	9480,63	4388,85	---
14.09.2007	63101,36	22100,29	6289,3	9670,63	4446,1	7921,05
21.09.2007	67166,64	22724,95	6456,7	9953	4479,99	8437,2
28.09.2007	67368,67	22848,99	6466,8	9979,26	4597,81	8873,23
05.10.2007	70795,13	23146,82	6595,8	10202	---	9146,35
12.10.2007	---	23191,36	6730,7	10203,2	4887,37	---
19.10.2007	69193,28	22260,88	6527,9	10023,8	4797,57	8952,46
26.10.2007	70422,51	22729,53	6661,3	10118,8	4729,03	9527,75
02.11.2007	70932,11	22390,49	6530,6	9988,78	4849,85	---

09.11.2007	66982,25	21500,01	6304,9	9646,13	4419,02	9664,96
16.11.2007	67750	21759,42	6291,2	9668,49	4412,38	9633,72
23.11.2007	65288,27	21448,02	6262,1	9664,19	4228,79	9106,93
30.11.2007	67636,91	22101,67	6432,5	9929,65	4142,29	9462,09
07.12.2007	70477,37	22534,14	6554,9	10014	4400,33	9926,59
14.12.2007	68507,6	22065,58	6397	9815,46	4279,5	9485,35
21.12.2007	---	22263,35	6434,1	9813,08	4356,5	9638,72
28.12.2007	69489,08	22123,01	6476,9	9855,97	4512,09	9754,98
04.01.2008	65536,04	21193,96	6348,5	9539,88	4571,8	9225,18
11.01.2008	64775,89	20883,94	6202	9409,06	4784,02	9307,27
18.01.2008	60704,81	20053,3	5901,7	8920,32	4479,21	8524,57
25.01.2008	56762,15	20232,08	5869	8544,97	4137,21	---
01.02.2008	55458,2	21124,9	6029,2	8720,03	3736,33	9103,41
08.02.2008	52346,43	20218,46	5784	8249,86	---	8854,41
15.02.2008	55275,05	20507,3	5787,6	8358,71	3892,32	9199,81
22.02.2008	56880,96	20579,9	5888,5	8451,14	3700,2	9674,63
29.02.2008	55863,43	20394,27	5884,3	8391,77	3704,89	9507,9
07.03.2008	51821,64	19790,71	5699,9	8092,72	3624,83	9199,54
14.03.2008	53129,98	19898,63	5631,7	8045,74	3292,67	9265,78
21.03.2008	49553,34	---	---	---	3225,56	---
28.03.2008	49291,72	20340,39	5692,9	8227,56	3106,99	8965,48
04.04.2008	51959,49	20999,89	5947,1	8586,66	---	9551,19
11.04.2008	52769,7	20540,33	5895,5	8407,47	3058,89	9357,66
18.04.2008	53627,25	21424,09	6056,5	8700,32	2681,34	9865,73
25.04.2008	54825,46	21494,95	6091,4	8761,09	3187	9841,7
02.05.2008	54959,66	21779,07	6215,5	8927,55	---	10345,9
09.05.2008	53200,69	21281,63	6204,7	8771,29	3180,09	10494,65
16.05.2008	53822,94	21711,05	6304,3	9016,5	3216,04	11011,33
23.05.2008	50898,44	20876,01	6087,3	8812,34	3034,13	10873,72
30.05.2008	51163,92	21141,47	6053,5	9025,67	2996,26	10914,64
06.06.2008	50749,06	20449,05	5906,8	8637,04	2892,48	10498,09
13.06.2008	49021,2	20618,7	5802,8	8439,57	2489,71	10069,45
20.06.2008	48534,17	19844,41	5620,8	8133,91	2441,28	9643,86
27.06.2008	45867,04	19012,99	5529,9	7933,63	2373,21	9652,82
04.07.2008	43909,64	---	5412,8	7697,82	2236,74	8986,22
11.07.2008	44813,55	186194,97	5261,6	7400,92	2418,3	8937,59
18.07.2008	48577,33	19295,37	5376,4	7761,08	2325,16	8791,28
25.07.2008	48078,56	19084,11	5352,6	7901,56	2441,85	8243,43
01.08.2008	55026,85	19013,91	5354,7	7788,12	2380,24	8350,81
08.08.2008	52422,07	19720,03	5489,2	8108,57	2313,47	8127,89
15.08.2008	54015,23	19622,62	5454,8	8039,54	2112,39	7843,05
22.08.2008	52350,84	19584,01	5505,6	7943,91	2102,24	8181,06
29.08.2008	51006,95	19446,83	5636,6	8092,22	2131,79	8143,95
05.09.2008	50073,91	18922,98	5240,7	7578,05	1939,17	7608,74
12.09.2008	47408,95	19268,4	5416,7	7835,32	1847,44	7715,18
19.09.2008	46559,29	19216,38	5311,3	7821,23	1781,89	7900,89
26.09.2008	46797,98	18806,26	5088,5	7529,19	1955,96	7598,42
03.10.2008	44233,05	17433,33	4980,3	7379,75	---	6662,21

10.10.2008	36479,09	14279,3	3932,1	5745,88	1650,76	5372,3
17.10.2008	33138,36	14962,72	4063	6023,42	1598,94	5350,57
24.10.2008	30969,09	14167,76	3883,4	5777,18	1521,12	4631,14
31.10.2008	35657,31	15769,66	4377,3	6307,68	1434,25	5522,07
07.11.2008	34139,49	15150,07	4365	6275,21	1472,87	5431,24
14.11.2008	32572,8	14412,66	4233	5981,84	1674,88	5281,54
21.11.2008	28141,02	13662,69	3781	5236,34	1622,78	4485,63
28.11.2008	32943,97	15003,96	4288	5941,56	1525,56	5328,11
05.12.2008	30791,33	14687,87	4049,4	5443,23	1663,18	5076,82
12.12.2008	31947,18	14685,96	4280,4	5856,49	1620,83	5784,14
19.12.2008	33572,26	14600,97	4286,9	5881,37	1680,22	5761,48
26.12.2008	33948,34	14500,98	---	---	1531,8	5416,37
02.01.2009	34597,44	15390,33	4561,8	6107,06	---	5989,65
09.01.2009	33911,34	14662,05	4448,5	6015,55	1564,57	6133,91
16.01.2009	32836,32	14125,68	4147,1	5501,37	1623,88	5751
23.01.2009	31748,48	13783,81	4052,5	5195,73	1663,09	5596,75
30.01.2009	33225,03	13653,06	4149,6	5423,27	---	5784,91
06.02.2009	34251,01	14157,62	4291,9	5694,75	1826,05	6368,16
13.02.2009	32283,61	13436,45	4189,6	5466,92	1898,02	6241,04
20.02.2009	30208,13	12630,69	3889,1	5016,92	1832,82	5766,08
27.02.2009	30780,94	12118,19	3830,1	4929,6	1721,19	5722,29
06.03.2009	29747,62	11375,39	3530,7	4623,1	1812,85	5583,21
13.03.2009	30253,96	12414,56	3753,7	4935,36	1757,96	5900,4
20.03.2009	30796,69	12508,05	3842,9	5091,33	1866,28	6070,54
27.03.2009	32928,77	13367,77	3898,9	5181,58	1973,77	6353,13
03.04.2009	34472,05	13786,08	4029,7	5397,04	2046,31	6688,41
10.04.2009	37335,3	---	---	---	2048,94	---
17.04.2009	38130,63	13999,64	4092,8	5641,56	2076,13	6824,65
24.04.2009	38447,76	13911	4156	5689,23	2011,73	6897,53
01.05.2009	---	14145,46	4243,2	---	---	---
08.05.2009	42517,33	14787,59	4462,1	6116,98	2187,25	7531,09
15.05.2009	43431,64	14288,64	4348,1	5881,23	2186,54	7151,83
22.05.2009	45752,75	14318,88	4365,3	6041,77	2127,46	7435,76
29.05.2009	45970,37	14704,67	4417,9	6151,27	---	7788,53
05.06.2009	45638,36	15171,68	4438,6	6283,03	2343,71	7781,29
12.06.2009	45725,73	15247,58	4442	6265,87	2344,69	7821,07
19.06.2009	47043,29	14799,19	4345,9	6068,32	2512,75	7496,61
26.06.2009	48272,51	14627,34	4241	5898,28	2556,08	7463,17
03.07.2009	48327,22	---	4236,3	5882,66	2737,29	7325,03
10.07.2009	48304,81	14135,67	4127,2	5627,25	2749,51	7083,12
17.07.2009	49547,48	15177,89	4388,8	6071,23	2843,91	7484,98
24.07.2009	51739,02	15790,12	4576,6	6350,39	2996,44	7811,53
31.07.2009	56001,93	15926,21	4608,4	6463,24	3077,12	7808,74
07.08.2009	58794,47	16288,02	4731,6	6642,19	2878,78	8017,23
14.08.2009	58184,22	16217,98	4714	6593,39	2692	7987,27
21.08.2009	61949,73	16568,7	4850,9	6821,91	2587,14	8130,46
28.08.2009	62461,43	16641,91	4908,9	6979,7	2396,95	8109,81
04.09.2009	59310,52	16470,59	4851,7	6801,34	2445,5	7970,18

11.09.2009	61269,18	16766,38	5011,5	7058,61	2576,1	8216,32
18.09.2009	62029,03	17143,69	5172,9	7234,28	2510,27	8551,78
25.09.2009	62638,99	16873,09	5082,2	7066,64	2435,57	8465,7
02.10.2009	61674,85	16569,9	4988,7	6897,98	---	8642,01
09.10.2009	66098,14	17240,64	5161,9	7180,92	2526,03	9003,47
16.10.2009	65536,43	17469,53	5190,2	7233,83	2581,05	9283,14
23.10.2009	67629,12	17439,4	5242,6	7197,24	2715,16	9180,81
30.10.2009	62106,27	16985,67	5044,5	6818,21	2599,72	8709,56
06.11.2009	61828,41	17546,47	5142,7	7006,45	2748,94	9107,41
13.11.2009	63766,08	17990,09	5296,4	7218,18	2761,61	9248,89
20.11.2009	59539,37	18102,6	5251,4	7077,88	2826,19	---
27.11.2009	---	18100,69	5245,7	7063,9	2613,85	9475,88
04.12.2009	66003,01	18242,48	5322,4	7301,5	2830,71	9526,98
11.12.2009	65060,35	18405,41	5261,6	7220,07	2743,23	9697,25
18.12.2009	66051,06	18155,8	5196,8	7215,1	2652,95	9361,74
25.12.2009	68057,26	---	---	---	2633,16	---
01.01.2010	---	---	---	---	---	---
08.01.2010	72189,29	18684,59	5534,2	7691,81	2698,34	9796,49
15.01.2010	71145,61	18675,1	5455,4	7519,24	2656,37	9610,61
22.01.2010	71134,86	17912,03	5303	7265,2	2604,12	9264,2
29.01.2010	71995,21	17726	5188,5	7110,56	2455,25	9135,62
05.02.2010	67785,3	17639,19	5060,9	6776,47	2428,56	8746,21
12.02.2010	67270,11	17819,85	5142,5	6843,62	2499,44	9204,8
19.02.2010	70240,99	18376,03	5358,2	7169	---	9451,83
26.02.2010	65480,69	18248,5	5354,5	7053,64	2488,44	9190,31
05.03.2010	69327,6	18674,45	5599,8	7437,08	2481,45	9589,35
12.03.2010	68810,35	18800,54	5625,6	7469,38	2488,66	9663,23
19.03.2010	70396,43	19009,17	5650,1	7465,66	2528,07	9573,61
26.03.2010	74594,39	19200,95	5703	7586,41	2508,51	9572,22
02.04.2010	76796	---	---	---	2603,18	---
09.04.2010	78477,1	19480,12	5771	7703,59	2566,59	9979,55
16.04.2010	77341,49	19517,87	5744	7582,04	2550,15	9662,32
23.04.2010	---	19852,32	5723,6	7514,84	2392,52	9681,9
30.04.2010	78337,54	19512,1	5553,3	7263,16	2353,43	9402,58
07.05.2010	70052,12	18417,04	5123	6520,68	2169,94	8782,58
14.05.2010	74171,3	18863,26	5262,9	6860,9	2213,3	8830,84
21.05.2010	72248,18	18123,04	5062,9	6660,99	2130,07	8372,86
28.05.2010	74006,79	18037,02	5188,4	6858,27	2166,79	8585,97

**İMKB 100 Getiri Endeksi ve Kendisiyle Yakından İlgili Olabileceği Düşünülen
Hisse Senedi Piyasaları Getiri Endekslerine Ait Haftalık Değişimler**

	İMKB 100	DJIA's 30	FTSE 100	CAC 40	SSE 50	IBrX-50
08.04.2005	0,00191	0,00624	0,01416	0,01084	0,01841	-0,03071
15.04.2005	-0,07483	-0,03573	-0,01846	-0,02231	-0,02442	-0,05040
22.04.2005	0,03690	0,00747	-0,00865	-0,01209	-0,03349	-0,00840
29.04.2005	-0,04552	0,00375	-0,00982	-0,01582	0,00000	0,00067
06.05.2005	0,06349	0,01531	0,02441	0,03333	---	0,02723
13.05.2005	0,01584	-0,01883	-0,00659	-0,00293	---	-0,06231
20.05.2005	0,00916	0,03405	0,01746	0,02346	-0,00500	0,03689
27.05.2005	-0,03899	0,00675	0,00292	0,01308	-0,03347	0,01945
03.06.2005	0,07484	-0,00738	0,00263	0,01425	-0,03243	0,04789
10.06.2005	-0,01253	0,00501	0,00620	0,00736	0,09586	-0,03567
17.06.2005	0,03126	0,01131	0,00938	0,00880	0,00169	0,04137
24.06.2005	0,01902	-0,03046	0,00028	-0,00438	0,01631	-0,04165
01.07.2005	0,02158	0,00089	0,01614	0,01661	-0,03120	0,02713
08.07.2005	0,00817	0,01469	0,01380	0,00725	-0,02603	-0,01070
15.07.2005	0,02101	0,01835	-0,00027	0,01708	0,03018	0,00812
22.07.2005	0,02676	0,00137	0,00210	0,00955	0,02731	0,02291
29.07.2005	0,01464	-0,00064	0,00773	0,00820	0,02602	0,01552
05.08.2005	0,01115	-0,00762	0,00613	-0,00675	0,03008	0,02039
12.08.2005	-0,05909	0,00536	0,00585	0,01239	0,01251	0,04252
19.08.2005	0,00997	-0,00282	-0,00621	0,00255	-0,00557	-0,01266
26.08.2005	0,05494	-0,01534	-0,01591	-0,03235	0,00573	0,01453
02.09.2005	0,05600	0,00530	0,01888	0,01433	0,00884	0,04292
09.09.2005	0,01594	0,02213	0,00610	0,01969	-0,00702	0,04037
16.09.2005	0,03390	-0,00257	0,00907	0,00396	0,00848	0,01550
23.09.2005	-0,00132	-0,02073	0,00105	-0,00716	-0,04472	0,04438
30.09.2005	0,00321	0,01431	0,01184	0,02743	0,00062	0,00877
07.10.2005	0,00241	-0,02527	-0,02107	-0,01548	---	-0,05972
14.10.2005	-0,05907	-0,00048	-0,01628	-0,01030	---	-0,01468
21.10.2005	-0,00036	-0,00660	-0,02519	-0,02579	-0,00442	-0,01614
28.10.2005	---	0,01836	0,01387	-0,00912	-0,03053	0,01449
04.11.2005	---	0,01282	0,04032	0,03975	0,01195	0,04894
11.11.2005	---	0,01665	0,00765	0,00840	-0,01644	-0,01385
18.11.2005	0,03572	0,00814	0,00618	0,00445	0,01891	0,03270
25.11.2005	0,04093	0,01567	0,00453	0,01180	0,00804	0,03417
02.12.2005	0,04934	-0,00428	0,00078	0,01357	-0,01260	0,02655
09.12.2005	-0,02793	-0,00890	-0,00194	-0,00032	0,02643	-0,00786
16.12.2005	0,00588	0,00917	0,00257	0,00931	0,00645	0,01206
23.12.2005	0,03189	0,00148	0,01153	0,01150	0,01202	0,00705
30.12.2005	0,02229	-0,01523	0,00418	-0,00894	0,00626	---

06.01.2006	0,05349	0,02346	0,02011	0,03222	0,05085	---
13.01.2006	---	0,00005	-0,00363	-0,00342	-0,00688	0,02241
20.01.2006	---	-0,02631	-0,00676	-0,01589	0,01112	0,02252
27.01.2006	0,01910	0,02248	0,02017	0,03836	---	0,03118
03.02.2006	-0,02399	-0,00988	-0,00475	-0,00384	---	-0,01777
10.02.2006	0,01232	0,01242	0,00083	-0,00542	---	-0,01771
17.02.2006	0,03286	0,01867	0,01424	0,01816	-0,00230	0,03548
24.02.2006	0,01284	-0,00390	0,00245	0,01479	0,02888	0,00858
03.03.2006	-0,01007	-0,00353	-0,00031	-0,01671	-0,00273	0,01238
10.03.2006	-0,08291	0,00536	0,00840	0,01606	-0,02638	-0,07107
17.03.2006	0,05118	0,01935	0,01549	0,01417	0,00715	0,04384
24.03.2006	-0,03165	0,00003	0,00615	0,01510	0,00715	-0,01132
31.03.2006	-0,00576	-0,01513	-0,01188	0,00041	0,01071	0,00118
07.04.2006	0,03395	0,00182	0,01031	-0,00879	0,02157	0,02999
14.04.2006	-0,04607	---	---	---	0,01485	---
21.04.2006	0,06836	---	---	---	0,03211	---
28.04.2006	-0,02640	0,00208	-0,01787	-0,01218	0,02615	---
05.05.2006	0,00808	0,01871	0,01139	0,02112	---	0,03986
12.05.2006	-0,05048	-0,01579	-0,02948	-0,01929	---	-0,02220
19.05.2006	---	-0,01999	-0,04308	-0,03566	0,04540	-0,07193
26.05.2006	---	0,01235	0,02362	0,02114	-0,02403	0,02731
02.06.2006	0,02806	-0,03035	-0,00456	-0,01176	0,03249	-0,01791
09.06.2006	-0,11412	-0,00357	-0,01898	-0,03398	-0,05630	-0,09182
16.06.2006	-0,02168	0,01215	-0,01022	-0,01537	0,01728	-0,01228
23.06.2006	-0,02690	-0,00213	0,01692	0,02700	0,01565	0,01951
30.06.2006	0,07005	0,01466	0,02482	0,03079	0,04000	0,05501
07.07.2006	0,02112	-0,00446	0,00951	-0,00228	-0,00299	-0,00697
14.07.2006	-0,06548	-0,03168	-0,03079	-0,03481	-0,03505	-0,01945
21.07.2006	0,03424	0,01247	0,00212	0,00790	-0,00177	-0,00628
28.07.2006	0,03181	0,03232	0,04462	0,04357	-0,00567	0,06103
04.08.2006	0,00160	0,00237	-0,01431	0,00247	-0,05674	0,01491
11.08.2006	0,03480	-0,01229	-0,01177	-0,01100	0,02100	-0,02864
18.08.2006	-0,00089	0,02701	0,01431	0,03012	-0,00345	0,01306
25.08.2006	-0,01399	-0,00797	-0,00420	-0,00478	0,02044	-0,03996
01.09.2006	0,01501	0,01635	0,01199	0,01415	0,00530	---
08.09.2006	-0,00025	-0,00618	-0,01173	-0,02120	0,01650	---
15.09.2006	0,02066	0,01569	-0,00039	0,01432	0,04153	-0,01232
22.09.2006	-0,04589	-0,00438	-0,00931	-0,00057	0,00202	-0,03433
29.09.2006	0,01470	0,01486	0,02379	0,02101	0,01969	0,04635
06.10.2006	-0,00507	0,01550	0,00678	0,00610	---	0,03169
13.10.2006	0,04759	0,00931	0,02601	0,01347	---	0,02896
20.10.2006	0,03008	0,00391	-0,00034	0,00413	0,00238	-0,00576
27.10.2006	0,02622	0,00732	0,00093	0,00385	0,01064	0,02134
03.11.2006	-0,03383	-0,00813	-0,00208	-0,01107	0,04674	0,02023

10.11.2006	0,00814	0,01098	0,00981	0,02084	0,03571	0,01510
17.11.2006	-0,03014	0,02082	-0,00264	0,00083	0,04632	0,00484
24.11.2006	-0,02213	-0,00451	-0,01129	-0,00924	0,04915	0,01696
01.12.2006	0,01635	-0,00655	-0,01643	-0,02499	0,03205	---
08.12.2006	0,02943	0,00955	0,02174	0,02476	0,01661	---
15.12.2006	0,02249	0,01158	0,01749	0,02924	0,09849	0,01569
22.12.2006	-0,02548	-0,00749	-0,01118	-0,01563	0,01072	-0,00566
29.12.2006	-0,00160	0,00972	0,00498	0,01610	0,11837	---
05.01.2007	-0,01744	-0,00491	-0,00011	-0,00440	0,00543	---
12.01.2007	-0,00773	0,01325	0,00304	0,01817	0,03362	0,01999
19.01.2007	0,05409	0,00114	-0,00029	-0,00052	0,06364	0,00897
26.01.2007	0,04093	-0,00625	-0,00148	-0,00577	0,08468	0,02793
02.02.2007	0,03026	0,01379	0,01331	0,01702	-0,09681	0,00731
09.02.2007	-0,02150	-0,00488	0,01139	0,00267	0,02474	-0,01842
16.02.2007	0,03439	0,01548	0,00575	0,00371	0,11464	0,02615
23.02.2007	-0,00102	-0,00854	-0,00280	0,00049	---	0,00395
02.03.2007	-0,06977	-0,04207	-0,04457	-0,05087	---	-0,07873
09.03.2007	0,03714	0,01380	0,02109	0,02085	0,03632	0,04307
16.03.2007	-0,00562	-0,01255	-0,01835	-0,02811	-0,01707	-0,03401
23.03.2007	0,03812	0,03060	0,03406	0,04693	0,04385	0,06535
30.03.2007	0,00856	-0,01015	-0,00495	-0,00011	0,04010	0,00831
06.04.2007	0,05321	---	#DEĞER!	#DEĞER!	0,04474	---
13.04.2007	0,00474	---	#DEĞER!	#DEĞER!	0,05319	---
20.04.2007	0,03060	0,02794	0,00378	0,02583	0,01194	0,02992
27.04.2007	-0,00984	0,01249	-0,00268	-0,00010	0,05252	-0,00699
04.05.2007	-0,04359	0,01146	0,02076	0,02524	---	0,02776
11.05.2007	0,00006	0,00588	-0,00575	-0,00104	---	0,00763
18.05.2007	0,03034	0,01810	0,01145	0,01313	-0,00476	0,02317
25.05.2007	0,00347	-0,00338	-0,01060	0,00010	0,03151	-0,01609
01.06.2007	0,01292	0,01201	0,01616	0,01990	-0,01115	0,03376
08.06.2007	-0,04641	-0,01748	-0,02570	-0,04197	-0,01676	-0,02252
15.06.2007	0,03698	0,01671	0,03494	0,03773	0,06383	0,04602
22.06.2007	-0,00580	-0,02031	-0,02451	-0,01288	0,00207	-0,00706
29.06.2007	0,03038	0,00362	0,00617	0,00526	-0,03908	-0,00035
06.07.2007	0,05949	0,01593	0,01244	0,00825	-0,01822	0,03971
13.07.2007	0,04392	0,02171	0,00398	0,00250	0,03869	0,03069
20.07.2007	0,01630	-0,00363	-0,01958	-0,02605	0,04501	0,00117
27.07.2007	-0,02595	-0,04228	-0,05619	-0,05258	0,06154	-0,07977
03.08.2007	-0,01639	-0,00580	0,00146	-0,00816	0,06885	-0,00231
10.08.2007	-0,02922	0,00521	-0,02988	-0,02666	0,05350	-0,00546
17.08.2007	-0,05305	-0,01119	0,00429	-0,01560	-0,02733	-0,07490
24.08.2007	0,00531	0,02349	0,02571	0,03836	0,13820	0,09421
31.08.2007	0,07207	-0,00144	0,01338	0,01691	0,01109	0,03326
07.09.2007	-0,02287	-0,01795	-0,01778	-0,04108	-0,00914	---

14.09.2007	0,03202	0,02583	0,01585	0,02004	0,01304	---
21.09.2007	0,06442	0,02826	0,02662	0,02920	0,00762	0,06516
28.09.2007	0,00301	0,00546	0,00156	0,00264	0,02630	0,05168
05.10.2007	0,05086	0,01303	0,01995	0,02232	---	0,03078
12.10.2007	---	0,00192	0,02045	0,00012	---	---
19.10.2007	---	-0,04012	-0,03013	-0,01758	-0,01837	---
26.10.2007	0,01777	0,02105	0,02044	0,00948	-0,01429	0,06426
02.11.2007	0,00724	-0,01492	-0,01962	-0,01285	0,02555	---
09.11.2007	-0,05569	-0,03977	-0,03456	-0,03430	-0,08883	---
16.11.2007	0,01146	0,01207	-0,00217	0,00232	-0,00150	-0,00323
23.11.2007	-0,03634	-0,01431	-0,00463	-0,00044	-0,04161	-0,05468
30.11.2007	0,03597	0,03048	0,02721	0,02747	-0,02046	0,03900
07.12.2007	0,04200	0,01957	0,01903	0,00849	0,06229	0,04909
14.12.2007	-0,02795	-0,02079	-0,02409	-0,01983	-0,02746	-0,04445
21.12.2007	---	0,00896	0,00580	-0,00024	0,01799	0,01617
28.12.2007	---	-0,00630	0,00665	0,00437	0,03571	0,01206
04.01.2008	-0,05689	-0,04199	-0,01982	-0,03207	0,01323	-0,05431
11.01.2008	-0,01160	-0,01463	-0,02308	-0,01371	0,04642	0,00890
18.01.2008	-0,06285	-0,03977	-0,04842	-0,05194	-0,06371	-0,08410
25.01.2008	-0,06495	0,00892	-0,00554	-0,04208	-0,07635	---
01.02.2008	-0,02297	0,04413	0,02730	0,02049	-0,09690	---
08.02.2008	-0,05611	-0,04291	-0,04067	-0,05392	---	-0,02735
15.02.2008	0,05595	0,01429	0,00062	0,01319	---	0,03901
22.02.2008	0,02905	0,00354	0,01743	0,01106	-0,04936	0,05161
29.02.2008	-0,01789	-0,00902	-0,00071	-0,00703	0,00127	-0,01723
07.03.2008	-0,07235	-0,02959	-0,03134	-0,03564	-0,02161	-0,03243
14.03.2008	0,02525	0,00545	-0,01197	-0,00581	-0,09164	0,00720
21.03.2008	-0,06732	---	---	---	-0,02038	---
28.03.2008	-0,00528	---	---	---	-0,03676	---
04.04.2008	0,05412	0,03242	0,04465	0,04365	---	0,06533
11.04.2008	0,01559	-0,02188	-0,00868	-0,02087	---	-0,02026
18.04.2008	0,01625	0,04303	0,02731	0,03483	-0,12343	0,05429
25.04.2008	0,02234	0,00331	0,00576	0,00698	0,18858	-0,00244
02.05.2008	0,00245	0,01322	0,02037	0,01900	---	0,05123
09.05.2008	-0,03200	-0,02284	-0,00174	-0,01750	---	0,01438
16.05.2008	0,01170	0,02018	0,01605	0,02796	0,01130	0,04923
23.05.2008	-0,05434	-0,03846	-0,03442	-0,02264	-0,05656	-0,01250
30.05.2008	0,00522	0,01272	-0,00555	0,02421	-0,01248	0,00376
06.06.2008	-0,00811	-0,03275	-0,02423	-0,04306	-0,03464	-0,03816
13.06.2008	-0,03405	0,00830	-0,01761	-0,02286	-0,13925	-0,04083
20.06.2008	-0,00994	-0,03755	-0,03136	-0,03622	-0,01946	-0,04227
27.06.2008	-0,05495	-0,04190	-0,01617	-0,02462	-0,02788	0,00093
04.07.2008	-0,04268	---	-0,02118	-0,02972	-0,05750	-0,06906

11.07.2008	0,02059	---	-0,02793	-0,03857	0,08117	-0,00541
18.07.2008	0,08399	-0,89637	0,02182	0,04866	-0,03852	-0,01637
25.07.2008	-0,01027	-0,01095	-0,00443	0,01810	0,05019	-0,06232
01.08.2008	0,14452	-0,00368	0,00039	-0,01436	-0,02523	0,01303
08.08.2008	-0,04734	0,03714	0,02512	0,04115	-0,02806	-0,02669
15.08.2008	0,03039	-0,00494	-0,00627	-0,00851	-0,08692	-0,03504
22.08.2008	-0,03081	-0,00197	0,00931	-0,01189	-0,00481	0,04310
29.08.2008	-0,02567	-0,00700	0,02379	0,01867	0,01406	-0,00454
05.09.2008	-0,01829	8,73062	-0,07024	-0,06354	-0,09036	-0,06572
12.09.2008	-0,05322	-0,89817	0,03358	0,03395	-0,04730	0,01399
19.09.2008	-0,01792	-0,00270	-0,01946	-0,00180	-0,03549	0,02407
26.09.2008	0,00513	-0,02134	-0,04195	-0,03734	0,09769	-0,03828
03.10.2008	-0,05481	-0,07300	-0,02126	-0,01985	---	-0,12321
10.10.2008	-0,17530	-0,18092	-0,21047	-0,22140	---	-0,19362
17.10.2008	-0,09158	0,04786	0,03329	0,04830	-0,03139	-0,00404
24.10.2008	-0,06546	-0,05313	-0,04420	-0,04088	-0,04867	-0,13446
31.10.2008	0,15138	0,11307	0,12718	0,09183	-0,05711	0,19238
07.11.2008	-0,04257	-0,03929	-0,00281	-0,00515	0,02693	-0,01645
14.11.2008	-0,04589	-0,04867	-0,03024	-0,04675	0,13716	-0,02756
21.11.2008	-0,13606	-0,05204	-0,10678	-0,12463	-0,03111	-0,15070
28.11.2008	0,17067	0,09817	0,13409	0,13468	-0,05991	0,18782
05.12.2008	-0,06534	-0,02107	-0,05564	-0,08387	0,09021	-0,04716
12.12.2008	0,03754	-0,00013	0,05705	0,07592	-0,02546	0,13932
19.12.2008	0,05087	-0,00579	0,00152	0,00425	0,03664	-0,00392
26.12.2008	0,01120	-0,00685	---	---	-0,08833	-0,05990
02.01.2009	0,01912	0,06133	---	---	---	0,10584
09.01.2009	-0,01983	-0,04732	-0,02484	-0,01498	---	0,02408
16.01.2009	-0,03170	-0,03658	-0,06775	-0,08548	0,03791	-0,06243
23.01.2009	-0,03313	-0,02420	-0,02281	-0,05556	0,02415	-0,02682
30.01.2009	0,04651	-0,00949	0,02396	0,04379	---	0,03362
06.02.2009	0,03088	0,03696	0,03429	0,05006	---	0,10082
13.02.2009	-0,05744	-0,05094	-0,02384	-0,04001	0,03941	-0,01996
20.02.2009	-0,06429	-0,05997	-0,07173	-0,08231	-0,03436	-0,07610
27.02.2009	0,01896	-0,04058	-0,01517	-0,01741	-0,06090	-0,00759
06.03.2009	-0,03357	-0,06130	-0,07817	-0,06218	0,05325	-0,02430
13.03.2009	0,01702	0,09135	0,06316	0,06754	-0,03028	0,05681
20.03.2009	0,01794	0,00753	0,02376	0,03160	0,06162	0,02884
27.03.2009	0,06923	0,06873	0,01457	0,01773	0,05759	0,04655
03.04.2009	0,04687	0,03129	0,03355	0,04158	0,03675	0,05277
10.04.2009	0,08306	---	---	---	0,00128	---
17.04.2009	0,02130	---	---	---	0,01327	---
24.04.2009	0,00832	-0,00633	0,01544	0,00845	-0,03102	0,01068
01.05.2009	---	0,01685	0,02098	---	---	---
08.05.2009	---	0,04540	0,05159	---	---	---

15.05.2009	0,02150	-0,03374	-0,02555	-0,03854	-0,00032	-0,05036
22.05.2009	0,05344	0,00212	0,00396	0,02730	-0,02702	0,03970
29.05.2009	0,00476	0,02694	0,01205	0,01812	---	0,04744
05.06.2009	-0,00722	0,03176	0,00469	0,02142	---	-0,00093
12.06.2009	0,00191	0,00500	0,00077	-0,00273	0,00042	0,00511
19.06.2009	0,02881	-0,02941	-0,02163	-0,03153	0,07167	-0,04149
26.06.2009	0,02613	-0,01161	-0,02414	-0,02802	0,01725	-0,00446
03.07.2009	0,00113	---	-0,00111	-0,00265	0,07089	-0,01851
10.07.2009	-0,00046	---	-0,02575	-0,04342	0,00447	-0,03303
17.07.2009	0,02573	0,07373	0,06338	0,07890	0,03433	0,05673
24.07.2009	0,04423	0,04034	0,04279	0,04598	0,05363	0,04363
31.07.2009	0,08239	0,00862	0,00695	0,01777	0,02693	-0,00036
07.08.2009	0,04987	0,02272	0,02673	0,02769	-0,06446	0,02670
14.08.2009	-0,01038	-0,00430	-0,00372	-0,00735	-0,06488	-0,00374
21.08.2009	0,06472	0,02163	0,02904	0,03466	-0,03895	0,01793
28.08.2009	0,00826	0,00442	0,01196	0,02313	-0,07351	-0,00254
04.09.2009	-0,05045	-0,01029	-0,01165	-0,02555	0,02026	-0,01722
11.09.2009	0,03302	0,01796	0,03294	0,03783	0,05340	0,03088
18.09.2009	0,01240	0,02250	0,03221	0,02489	-0,02555	0,04083
25.09.2009	0,00983	-0,01578	-0,01753	-0,02317	-0,02976	-0,01007
02.10.2009	-0,01539	-0,01797	-0,01840	-0,02387	---	0,02083
09.10.2009	0,07172	0,04048	0,03472	0,04102	---	0,04183
16.10.2009	-0,00850	0,01328	0,00548	0,00737	0,02178	0,03106
23.10.2009	0,03193	-0,00173	0,01010	-0,00506	0,05196	-0,01102
30.10.2009	-0,08166	-0,02602	-0,03779	-0,05266	-0,04252	-0,05133
06.11.2009	-0,00447	0,03302	0,01947	0,02761	0,05740	0,04568
13.11.2009	0,03134	0,02528	0,02989	0,03022	0,00461	0,01553
20.11.2009	-0,06628	0,00625	-0,00850	-0,01944	0,02338	---
27.11.2009	---	-0,00011	-0,00109	-0,00198	-0,07513	---
04.12.2009	---	0,00783	0,01462	0,03364	0,08297	0,00539
11.12.2009	-0,01428	0,00893	-0,01142	-0,01115	-0,03090	0,01787
18.12.2009	0,01523	-0,01356	-0,01232	-0,00069	-0,03291	-0,03460
25.12.2009	0,03037	---	---	---	-0,00746	---
01.01.2010	---	---	---	---	---	---
08.01.2010	---	---	---	---	---	---
15.01.2010	-0,01446	-0,00051	-0,01424	-0,02244	-0,01555	-0,01897
22.01.2010	-0,00015	-0,04086	-0,02794	-0,03379	-0,01967	-0,03604
29.01.2010	0,01209	-0,01039	-0,02159	-0,02129	-0,05717	-0,01388
05.02.2010	-0,05847	-0,00490	-0,02459	-0,04699	-0,01087	-0,04263
12.02.2010	-0,00760	0,01024	0,01612	0,00991	0,02919	0,05243
19.02.2010	0,04416	0,03121	0,04194	0,04755	---	0,02684
26.02.2010	-0,06777	-0,00694	-0,00069	-0,01609	---	-0,02767
05.03.2010	0,05875	0,02334	0,04581	0,05436	-0,00281	0,04342
12.03.2010	-0,00746	0,00675	0,00461	0,00434	0,00291	0,00770

19.03.2010	0,02305	0,01110	0,00436	-0,00050	0,01583	-0,00927
26.03.2010	0,05963	0,01009	0,00936	0,01617	-0,00774	-0,00015
02.04.2010	0,02951	---	---	---	0,03774	---
09.04.2010	0,02189	---	---	---	-0,01406	---
16.04.2010	-0,01447	0,00194	-0,00468	-0,01578	-0,00641	-0,03179
23.04.2010	---	0,01714	-0,00355	-0,00886	-0,06181	0,00203
30.04.2010	---	-0,01714	-0,02975	-0,03349	-0,01634	-0,02885
07.05.2010	-0,10577	-0,05612	-0,07749	-0,10223	-0,07797	-0,06594
14.05.2010	0,05880	0,02423	0,02731	0,05218	0,01998	0,00549
21.05.2010	-0,02593	-0,03924	-0,03800	-0,02914	-0,03760	-0,05186
28.05.2010	0,02434	-0,00475	0,02479	0,02962	0,01724	0,02545

ÖZGEÇMİŞ

Doğum Yeri ve Yılı	:	Erzurum - 1984		
Öğr.Gördüğü Kurumlar	:	Başlama Yılı	Bitirme Yılı	Kurum Adı
Lise	:	1999	2002	Milli Piyango Anadolu Lisesi
Lisans	:	2004	2008	Uludağ Üniversitesi
Yüksek Lisans	:	2008	Devam Ediyor	Uludağ Üniversitesi
Medeni Durum	:	Evli		
Bildiği Yabancı Diller ve Düzeyi:	:	İngilizce		İyi
Çalıştığı Kurum (lar)	:	Başlama ve Ayrılma Tarihleri	Çalışılan Kurumun Adı	
	:	1. 02.02.2009	--	Uludağ Üniversitesi
Katıldığı Yurt İçi ve Yurt Dışı Bilimsel Toplantılar	:	13. Ulusal Finans Sempozyumu (21-24.10.2009)		

Esen KARA