

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**EKONOMİK KRİZLER VE ABD 2007 KRİZİ SONRASI
ÜLKELERİN BORSA PERFORMANSLARI ÜZERİNE BİR
ARAŞTIRMA**

İbrahim KAYADELEN

**Danışman
Prof. Dr. Öcal USTA**

İZMİR - 2012

YÜKSEK LİSANS
TEZ/ PROJE ONAY SAYFASI

Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi 2008800014
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı ve Soyadı : İbrahim KAYADELEN
Tez Başlığı : Ekonomik Krizler ve ABD 2007 Krizi Sonrası Ülkelerin Borsa Performansları Üzerine Bir Araştırma
Savunma Tarihi : 22.05.2012
Danışmanı : Prof.Dr.Öcal USTA

JÜRİ ÜYELERİ

<u>Ünvanı, Adı, Soyadı</u>	<u>Üniversitesi</u>	<u>İmza</u>
Prof.Dr.Öcal USTA	- DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Erhan DEMİRELİ	- DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Mert URAL	- DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	

Oybirliği
Oy Çokluğu ()

İbrahim KAYADELEN tarafından hazırlanmış ve sunulmuş "Ekonomik Krizler ve ABD 2007 Krizi Sonrası Ülkelerin Borsa Performansları Üzerine Bir Araştırma" başlıklı Tezi / Projesi () kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Utku UTKULU
Enstitü Müdürü

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum **"EKONOMİK KRİZLER VE ABD 2007 KRİZİ SONRASI ÜLKELERİN BORSA PERFORMANSLARI ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA"** adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

22/05/2012

İbrahim KAYADELEN

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Ekonomik Krizler ve ABD 2007 Krizi Sonrası Ülkelerin Borsa Performansları Üzerine Bir Araştırma

İbrahim KAYADELEN

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Finansman Programı

Ekonomik krizler gerçekleştiği ülkede büyük hasar meydana getirmekle birlikte, yayılıcı etkilerinden dolayı diğer ülkelere de sıçrayabilmektedir. Bu araştırmanın amacı küreselleşmenin uluslar arası tek bir borsa seyri yaratmasının yanında, ülkelerin ayırtedici ekonomik, siyasi ve idari bir takım özelliklerinin borsa performanslarına ne yönde etki ettiklerinin araştırılması, 2007 Mortgage krizi sonrasında ülkelerin borsa performanslarında ayrışmaya neden olup olmadıklarının incelenmesidir. Bunun için dokuz ayrı ülkenin borsa endekslerinde 2007 Eylül sonu ile 2011 Aralık ayı sonu arasındaki borsa performansları üçer aylık dönemler halinde incelenmiştir. 2007 Mortgage krizinin etkilerini inceleyebilmek için krizi derinden yaşayan Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve İspanya gibi ülkelerin yanında ABD (Amerika Birleşik Devletleri), Almanya, İngiltere, İsviçre gibi güçlü ekonomilerin borsa endeksleri de seçilmiştir. Son olarak İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) 100 endeksi araştırmaya dahil edilerek 2001 yılında ağır bir krizden çıkan Türkiye'nin küresel ekonomik kriz karşısındaki durumunun ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. Endekslerin getirileri kümülatif olarak, basit getiri yöntemi ile hesaplanmıştır. Ülkelerin endekslerinin kıyaslanabilmesi açısından da endeksler Euro bazında tekrar hesaplanmıştır. Kur değerleri için interbank piyasası kapanış değerleri alınmıştır. Araştırma sonucunda İMKB 100 endeksi, endeks bazında %15 getiri ile en yüksek borsa performansına sahip ülke

olurken Yunanistan, ASE endeksi ise - %86 performans ile en çok kayıp gösteren endeks olmuştur. Euro bazında ise en iyi performans %3 kayıp ile İsviçre SMI endeksine meydana gelmiştir. ABD 2007 Mortgage krizinin araştırma kapsamındaki tüm borsalarda olumsuz etkisi olduğu görülmüş bunun yanında, ülkelerin ekonomik durumu, para birimi, siyasi ve idari durumu, ekonomik krize karşı ülkelerin çözüm yolu imkanları, psikolojik etmenlerin varlığının borsa performanslarının ayrışmasında etkisi olduğu anlaşılmıştır. Ayrıca ekonomik krizlerin borsa performansları üzerinde 'zaman' ile orantılı olarak etkisi olduğu anlaşılmıştır. Araştırmada Euro bazında en iyi performans gösteren ikinci ülkenin, Mortgage krizinin ortaya çıktığı ABD olması bunun bir göstergesidir.

Ülkeler arası etkileşimin arttığı günümüz ekonomisinde, kriz dönemlerinde ülkelerin ekonomik ilişkileri ve borsa performansları düşünüldüğünde tek bir dengeden ziyade, 'çoklu denge'nin varlığı önem kazanmaktadır. Finansal otoritelerin alacakları kararlarda bu dengelerin varlığı göz önünde bulundurulduğunda, krizlere daha dayanıklı hale gelecek ülke ekonomileri sebebiyle, ekonomik kriz dönemlerinde borsaların en az zararla kapatılması sağlanabilir.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik kriz, Ekonomik krizler tarihi, Mortgage, Borsa performansları, Kur savaşları

ABSTRACT
Master's Thesis

**Economic Crises and A Research on Stock Exchange Performances of
Countries After The 2007 U.S. Economic Crisis**

İbrahim KAYADELEN

**Dokuz Eylül University
Graduate School of Social Sciences
Department of Business Administration
Finance Program**

Even though economic crises have huge impact on the country that they are found in, they might affect other economies. This thesis is dedicated to research the impact of the 2007 mortgage crisis on stock exchange performances and observe the characteristics which differentiate the stock exchange performances of countries after the crisis. To be able to find out that indices of nine different countries have been observed within every three months performances between the end of September 2007 and 2011 year end. While selecting the markets for research, Greece, Ireland, Portugal and Spain were chosen to represent the Euro crisis; US, Germany, UK and Switzerland were chosen to see the differentiation of powerful economies and finally Turkey was included to understand how Turkey has been performing in recent global economic crisis after the 2001 economic crisis. The returns of indices were calculated by normal cumulative return method. Euro based index was calculated to eliminate the impact of currency rates. All currency rates were taken from interbank market as closing prices. As a result, ISE 100 index has the best performance with %15 return, while ASE index has %86 loss. In Euro based evaluation, Switzerland SMI index jumped into first place because of strong CHF. This research shows that the 2007 mortgage crisis has negative impact on all indices observed in this document. In addition, economic overviews of countries, strength of effective reaction can be created against economic crisis, psychological factors of financial decision

takers, currency, political and executive conditions of countries strongly influence on the differentiation of stock exchange performances. Moreover, 'time' has also impact on index performances after crisis. This study underlines the 'time' impact on markets, considering that the second best performing country were United States, where the mortgage crisis had begun first.

In high level interaction economical environment, considering economical relations and stock exchange performances, it has been getting more and more important to adapt multiple equilibrium systems. If financial authorities keep an eye on these balances, it might be possible to limit the losses in stock exchanges during economic crisis because of having stonger adaption of economies.

Keywords: Economic crisis, Economic crises history, Mortgage, Stock exchange performance, Currency Wars

**EKONOMİK KRİZLER VE ABD 2007 KRİZİ SONRASI ÜLKELERİN BORSA
PERFORMANSLARI ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI.....	ii
YEMİN METNİ.....	xii
ÖZET	xiv
ABSTRACT	xvi
İÇİNDEKİLER.....	xviii
KISALTMALAR.....	xii
TABLolar LİSTESİ.....	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xv
EKLER LİSTESİ	xxvii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ KAVRAMI VE EKONOMİK KRİZ MODELLERİ

1.1. KRİZ TANIMI VE EKONOMİK KRİZ KAVRAMI.....	4
1.1.1. Krizin Tanımı	4
1.1.2. Ekonomik Kriz Çeşitleri.....	6
1.1.2.1. Reel Ekonomik Krizler.....	6
1.1.2.2. Finansal Krizler.....	7
1.1.2.2.1. Dış Borç Krizi	7
1.1.2.2.2. Döviz (Para) Krizi	8
1.1.2.2.3. Bankacılık – Finans Krizi.....	11
1.2. EKONOMİK KRİZE NEDEN OLAN FAKTÖRLER.....	13
1.2.1. Sürdürülemeyen Ekonomik Dengeler.....	14

1.2.2. Zayıf Formda Bir Finansal Yapı.....	14
1.2.3. Psikolojik Nedenler.....	14
1.2.4. Ahlaki Risk Kaynaklı Krizler.....	15
1.2.5. Çoklu Denge ve Bulaşıcı Krizler.....	16
1.2.6. Siyasi İstikrarsızlık.....	17
1.2.7. Kur Savaşları (Currency Wars).....	18
1.2.8. Finansal Otoriteler ve Zamanlama Hatası.....	20
1.3. KRİZİN AŞAMALARI VE RİSK YÖNETİMİ.....	21
1.3.1. Krizin Aşamaları.....	21
1.3.1.1. Oluşum Aşaması.....	22
1.3.1.2. Ortaya Çıkma Aşaması.....	23
1.3.1.3. Belirginleşme Aşaması.....	23
1.3.1.4. Krizin Çözülmesi ve Öğrenme Aşaması.....	24
1.3.2. Risk Kavramı ve Risk – Kriz İlişkisi.....	24
1.3.3. Risk Yönetimi.....	26
1.3.3.1. Krize Karşı Durum Analizleri.....	26
1.3.3.2. Ekonomik Yapının Stratejik Olarak Konumlandırılması.....	28
1.4. KRİZ MODELLERİ.....	29
1.4.1. Birinci Nesil Modeller.....	29
1.4.2. İkinci Nesil Modeller.....	30
1.4.3. Üçüncü Nesil Modeller.....	31
1.5. EKONOMİK KRİZİN ETKİLERİ.....	32

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA VE TÜRKİYE’ DE EKONOMİK KRİZLER

2.1 DÜNYADA EKONOMİK KRİZLER TARİHİ.....	34
2.1.1. 1929 Öncesi Ekonomik Krizleri.....	34
2.1.2. 1929 Ekonomik Buhranı.....	35
2.1.3. 1933 – 1980 Dönemi Ekonomik Krizleri.....	38
2.1.3.1. 1966 Amerika Kredi Krizi.....	39

2.1.3.2. 1973 Petrol Krizi	40
2.1.4. 1980 Sonrası Ekonomik Krizler	42
2.1.4.1. Latin Amerika Krizi	42
2.1.4.2. 1994 Tekila Krizi – Meksika	43
2.1.4.3. 1997 Asya Krizi	42
2.1.4.4. 1998 Rusya Krizi	48
2.1.4.5. 1998 Brezilya Krizi.....	50
2.1.4.6. 2001 Arjantin Krizi	52
2.1.5. 2007 ABD Mortgage Krizi ve Sonrası.....	55
2.1.5.1. Küresel Krizin Avrupa Ülkelerine Yayılması.....	59
2.1.5.1.1. Yunanistan Krizi	60
2.1.5.1.2. İrlanda Krizi	61
2.1.5.1.3. Portekiz Krizi	62
2.1.5.1.4. İtalya ve İspanya'nın Durumu	63
2.2. TÜRKİYE EKONOMİK KRİZLER TARİHİ	64
2.2.1. Osmanlı Dönemi	64
2.2.2. 1929 Buhranının Türkiye'ye Etkisi	65
2.2.3. Görece Daha Büyük Etkili Ekonomik Krizler	67
2.2.3.1. 1958 – 1961 Krizi	67
2.2.3.2. 1978 – 1983 Krizi	69
2.2.3.3. 1994 Krizi	71
2.2.3.4. 2000 – 2001 Krizi	72
2.2.4. Görece Daha Az Etkili Ekonomik Krizler	77
2.2.4.1. 1948 Krizi	78
2.2.4.2. 1954 Krizi	78
2.2.4.3. 1974 Krizi	78
2.2.4.4. 1988 – 1989 Krizi	79
2.2.4.5. 1991 Krizi	79
2.2.5. 2007 Global Ekonomik Krizi'nin Türkiye'ye Etkileri.....	79

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
ABD 2007 KRİZİ SONRASI ÜLKELERİN BORSA PERFORMANSLARI
ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	85
3.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI.....	85
3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	86
3.4. SINIR VE KISITLAR.....	87
3.5. VERİLER.....	87
3.6. LİTERATÜR TARAMASI	89
3.7. BULGULAR.....	92
SONUÇ	102
KAYNAKÇA	102
EKLER	1020

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABGS	Avrupa Birliği Genel Sekreterliği
ADR	Amerikan Depozitolu Sertifika (American Depositary Receipt)
ASE	Yunanistan Borsası Bileşik Endeksi
ATO	Ankara Ticaret Odası
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CDO	Teminatlandırılmış Borç (Collateralized Debt Obligation)
CHF	İsviçre Frangı Para Birimi Uluslar arası Kodu
DAX	Almanya Borsası 30 Endeksi
EUR	Euro Para Birimi Uluslar arası Kodu
FED	ABD Merkez Bankası (Federal Reserve)
FTSE 100	Londra Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksi (Financial Times Stock Exchange 100 Index)
GBP	İngiliz Sterlini (Great Britain Pound)
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HPI	Konut Fiyatları Endeksi (House Price Index)
IBEX 35	İspanya Borsası 35 Endeksi
IMF	Uluslar arası Para Fonu (International Money Fund)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ISEQ	İrlanda Borsası Bileşik Endeksi
NAFTA	Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması (The North American Free Trade Agreement)
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)

OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of Petroleum Exporting Countries)
PSI 20	Portekiz Borsası 20 Endeksi
RMD	Riske Maruz Değer
S&P 100	Amerikan Borsası Standart & Poors 100 Endeksi
SMI	İşçivre Borsası 20 Endeksi
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SSCB	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
TFF	Türkiye Futbol Federasyonu
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TRY	Türk Lirası Para Birimi Uluslar arası Kodu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
USD	Amerikan Doları (United States Dollar)
WB	Dünya Bankası (World Bank)

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Para Krizi ve Bankacılık – Finans Krizinin Milli Gelir Cinsinden Maliyeti . s.13	
Tablo 2: Türkiye'nin Petrol İthalatı Ek Yüğü Örnek Senaryo Analizi..... s.27	
Tablo 3: Ekonomik Krizler Tarihi Kronolojisi 1637 -1929 s.35	
Tablo 4: Ekonomik Buhranı Kapsayan Dönemde Yıllık Büyüme Oranları s.37	
Tablo 5: 1929 Bunalımı Sonrasında Tepe Noktasına Göre Sanayi Üretimindeki Düşüşler s.38	
Tablo 6: Meksika Ekonomik Göstergeleri (1987 - 1998)..... s.44	
Tablo 7: Meksika'nın 1987 – 1994 Döneminde Uyguladığı Döviz Kuru Politikaları s.45	
Tablo 8: Arjantin'in 1960 – 1991 Döneminde Uyguladığı Ekonomik Programlar... s.53	
Tablo 9: Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluşların İflasları..... s.58	
Tablo 10: AB Ülkelerinde Brüt Genel Kamu Borçlarının GSYİH' ya Oranı (% , 1999 - 2012) s.61	
Tablo 11: Avrupa Bölgesi Ortak Tahvil İhracı s.63	
Tablo 12: İnterbank Gecelik Faiz Oranları..... s.77	
Tablo 13: 2001 ve Global Finansal Kriz Dönemlerinde Sermaye Hareketleri s.81	
Tablo 14: Türkiye'de Büyük Bankaların Personel Sayılarında Kriz s.82	
Tablo 15: Mortgage Krizi Sonrası Ülkelerin Kümülatif Borsa Performansları s.96	
Tablo 16: Mortgage Krizi Sonrası Ülkelerin Euro Bazında Kümülatif Borsa Performansları s.99	

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Ekonomide Konjonktürel Dalgalanmalar ve Bunalım	s.5
Şekil 2: Türkiye'de Dış Borç Stoku – GSMH Oranı (%)	s.8
Şekil 3: Banka Grupları İtibariyle Net Genel Döviz Pozisyonu (Eylül 2011)	s.9
Şekil 4: Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Hareketleri, (milyar dolar)	s.10
Şekil 5: Kredi ve Finansal Varlıkların Getirisi (Brüt, %).....	s.12
Şekil 6: 2001 ve Global Kriz İşsizlik Oranları (Yıllıklandırılmış, %)	s.18
Şekil 7: Finansal Piyasalardaki Krizin Dow Jones Endeksi ve İsviçre Frangı / Dolar Karşısındaki Etkisi	s.19
Şekil 8: Konut Satışları Fiyat Endeksi (HPI)	s.22
Şekil 9: Risk Alma Yaklaşımları	s.25
Şekil 10: Senaryo Planlaması	s.26
Şekil 11: Kriz Sonrası Dönem: Toplumsal Tepkilerden Sosyal Güvenlik Ağlarına Uzanan Tepkiler Zinciri	s.33
Şekil 12: Dünya Petrol Fiyatlarının Seyri	s.40
Şekil 13: Dünya Petrol Arz ve Talebi.....	s.41
Şekil 14: Petrol Fiyatları – Güney Kore Petrol Rezervleri	s.48
Şekil 15: Rusya Tüketici Fiyatları Değişimi (3 Aylık).....	s.50
Şekil 16: Brezilya ve Türkiye'de Cari İşlemler Dengesi / GSYİH Oranı (%)	s.51
Şekil 17: Brezilya Parasındaki Deflasyon Oranı (%).....	s.52
Şekil 18: Arjantin Reel Efektif Döviz Kuru Oranları (Aralık 2001=100).....	s.54
Şekil 19: Mortgage Piyasasının İşleyişi	s.56
Şekil 20: Temerrüde Düşen Mortgage Kredileri	s.57
Şekil 21: Ekonomik Buhran Yıllarında Tarımsal Fiyat Göstergeleri (1927-1931) ..	s.66
Şekil 22: Türkiye Enflasyon Rakamları (1970 -1981)	s.70
Şekil 23: Türkiye'nin Toplam Borcu Üzerinde 1994 ve 2001 Ekonomik Krizleri Etkisi.....	s.72
Şekil 24: 2001 Krizi - Aylık Tüketici Fiyatları Etkisi	s.74
Şekil 25: Bankacılık Kesiminin Döviz Açık Pozisyonu: Milyar Dolar ve Sermaye + Kar içinde Oranı % (1996 - 2000)	s.76

Şekil 26: Mortgage Krizi Sonrası Ülkelerin Kümülatif Borsa Performansları (09.2007 – 03.2012)s.93

Şekil 27: Mortgage Krizi Sonrası Ülkelerin Euro Bazında Kümülatif Borsa Performansları (09.2007 – 03.2012)s.100

EKLER LİSTESİ

- EK 1. Euro – İsviçre Frangı (EUR/CHF) İnterbank Piyasası Değerleri..... ek.s.1
- EK 2. Euro – Türk Lirası (EUR/TRY) İnterbank Piyasası Değerleri ek.s.2
- EK 3. Euro – İngiliz Poundu (EUR/GBP) İnterbank Piyasası Değerleri..... ek.s.3
- EK 4. Euro – ABD Doları (EUR/USD) İnterbank Piyasası Değerleri ek.s.4

GİRİŞ

Ekonomik kriz kavramı son zamanlarda sıkça karşılaşılan bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Teknolojinin gelişmesi, finansal piyasaların gelişmesi ve karmaşıklaşması ile yaşanan ekonomik krizler de karmaşıklaşmakta ve daha önce ortaya konan kriz modelleri ile açıklanamamaktadır. Bu da sürekli değişen bir yapıya sahip ekonomik krizleri açıklamak için yeni kriz modellerinin ortaya konulmasına neden olmuştur. Bu noktada ekonomik krizlere çözüm bulabilmek için öncelikle ekonomik krizlerin değişken yapısının ve ekonomik krizleri etkileyebilecek her türlü unsurun iyi tanımlanması gerekmektedir.

Günümüz ekonomisinde, 80'li yıllardan bu yana uygulanan serbestleşme politikaları, ülkelerin ekonomik ilişkilerini arttırmıştır. Sınırların kalkması ülkelerin ihracat ve ithalata yönelmelerini özendirmiştir. Küresel ekonominin gelişimi açısından gayet olumlu olan bu durum diğer taraftan da ülke ekonomilerini giderek birbirine daha bağımlı hale getirmiştir. Bu da ülke ekonomileri için çoklu denge koşullarının geçerli olmasına neden olmuştur. Diğer bir deyişle ülkelerin ekonomik dengelerini sağlayan değişkenlerin sayısı artmış ve aynı zamanda sistem içerisinde bağımlı değişkenlerin sayısı da artmıştır. Bu denge koşullarını sağlayan ham madde fiyatları, kur oranları, kıymetli madenler gibi etmenlerin değişmesiyle dengeler bozulmakta ve ekonomik krizler gerçekleşmektedir.

Serbestleşme politikalarıyla birlikte dünyada ekonomik krizlerin sayısı artmaya başlamıştır. 70'li yıllardaki aşırı yükselen petrol fiyatlarının etkisiyle yaşanan petrol krizleri, 80'lerde ve 90'ların başında Latin Amerika ülkesi krizleri, 1997 Asya, 1998 Rusya ve Brezilya, 2001 Arjantin ve Türkiye krizleri ülke ekonomilerine büyük hasar vermiştir. Genel olarak bu krizler, gelişmekte olan ülkelerin değişen ekonomik koşullara uyum sağlayamamasından ötürü gerçekleşmiştir. Gerçekleşen ekonomik krizlerle birlikte bir nevi ekonomik denge kendi kendine sağlanmaktadır.

Ekonomik krizlerin ülke ekonomilerine çok ağır etkisi olmaktadır. Ekonomik krizler evreler halinde gerçekleştiğinden, krizden çıkış zaman alıcı bir süreçtir. Bu süreç de ekonomileri birkaç yıl geriye götürmektedir. Özellikle 2001 Türkiye krizi, çok sık ekonomik kriz yaşayan ülkemizin gördüğü en ciddi ekonomik krizler arasında yer almıştır. Döviz, Türk Lira'sı karşısında aşırı yükselmiş, iflaslar gerçekleşmiş, işsizlik artmış ve faizler kısa bir süreliğine %4000 gibi inanılmaz seviyelere ulaşmıştır. Ülkemiz ekonomisinin toparlanması ve krizden çıkması zaman alıcı ve maliyetli olmuştur.

Dünya ekonomisinin gördüğü en büyük ekonomik krizlerden birisi, ABD'de başlayan önce AB, daha sonra diğer ülkelere de yayılan 2007 Mortgage krizi olmuştur. Düşük faiz oranları ve sürekli yükselen ABD konut fiyatları, yatırımcıları mortgage kredisi kullanmaları konusunda özendirmiştir ve konut sahibi olmak isteyen düşük gelirli kişilerin yüksek miktarda sub-prime kredi kullanmasına yol açmıştır. Daha sonra bu kişilerin ödemede sıkıntı yaşamalarıyla finansal kesimde likidite krizi ortaya çıkmıştır. Lehman Brothers'ın batmasıyla birlikte likidite krizi güven krizine dönüşmüş ve önce AB sonra diğer ülkelere de yayılmıştır. Yunanistan'ın ekonomik büyümesini dış borçlanma ile gerçekleştirmesi, finansal piyasalardaki güven probleminin etkisiyle Yunanistan ekonomisini iflas ile karşı karşıya bırakmıştır. Daha sonra İrlanda ve Portekiz'in de ekonomik sıkıntı yaşamaları AB'nin geleceğinin sorgulanmasına ve AB'nin ekonomik krize karşı ortak çözüm arayışına sebep olmuştur.

Ekonomik krizler ülkelerin borsa performansları üzerinde çok büyük etkiye sahiptir. Ülke ekonomilerindeki beklenmedik bozulma, belirsizliği arttırdığından borsa endekslerine negatif bir etki yaratmaktadır. 2007 Mortgage krizinin etkilerinin küresel anlamda hissedilmesiyle, dünya genelinde borsalarda olumsuz performanslar yaşanmıştır. ABD borsasında %50'ye varan kayıpların yaşanması, 1929 Ekonomik Buhranı'nı ile birlikte görülen en büyük kayıplardan biri olarak tarihe geçmiştir. S & P endeksindeki olumsuz görünümü diğer borsalar da izlemiştir.

Finansal piyasaların etkileşiminin çok hızlı gerçekleşmesinin yanında ülkelerin ekonomik, siyasi ve politik, coğrafik ve yapısal etmenleri de borsa performansları üzerinde etkiye sahiptir. Çalışmada bu etkilerin ilişkilendirilmesi ve ülkelerin yapısal farklılıklarının, ekonomik krizler sonrası borsa performansları üzerindeki etkilerinin tartışılması ve farklı bakış açısı sağlaması adına çalışmanın çıkış noktası olmuştur. Ekonomik krizler sonrası ülkelerin borsa performanslarının incelenmesi konusunda yeterli sayıda araştırmacının olmaması, bu konuda çalışmak adına motivasyon kaynağı olmuştur.

Çalışma üç temel bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, ekonomik kriz kavramı tanımlaması yapılmış ve ekonomik krize neden olan faktörler açıklanmaya çalışılmıştır. Daha sonra bir süreç şeklinde gerçekleşen krizin aşamaları aktarılmış ve kriz yönetiminde risk kavramının krizle ilişkisi irdelenmiştir. Ekonomik krizlere, daha önce yapılmış kriz modelleri çalışmaları açısından bakılmış ve sonrasında ekonomik krizin etkileri belirtilmiştir.

İkinci bölümde, tarihin tekerrür edebileceği gözönünde bulundurularak, Dünya'da ve Türkiye'de ekonomik krizler tarihi incelenmiştir. Ekonomik krizler, 1929 öncesi, 1929 Ekonomik Buhranı, sonrası şeklinde incelenmiştir. 1980 yılından sonra finansal serbestleşmenin etkisiyle dünya genelinde artan ekonomik krizler incelenmiş ve son olarak küresel çapta etki gösteren 2007 ABD Mortgage Krizi ve sonrasında AB'de yaşananlar ayrı bir başlık halinde incelenmiştir. Türkiye ekonomik krizler tarihinde bir çok ekonomik kriz yaşanması sebebiyle, krizler görece önemli ve daha az önemli ekonomik krizler çatısı altında incelenmiştir. 2007 Mortgage krizinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri araştırılmış ve Türkiye'nin küresel krizdeki ekonomik konumu ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde ise, ABD Mortgage krizi sonrası ülkelerin borsa performansları üzerine bir araştırma yapılmıştır. Araştırma kapsamında Türkiye, İngiltere, ABD, İspanya, Portekiz, İrlanda, İsviçre, Yunanistan ve Almanya'da borsa endeksleri seçilerek 2007 Mortgage krizi sonrasında bu endekslerin performansları 3'er aylık dönemler halinde incelenmiş, borsa performansları ile ülke ekonomileri arasındaki ilişki ekonomik kriz perspektifi ile anlam kurularak araştırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ KAVRAMI VE EKONOMİK KRİZ MODELLERİ

Bu bölümde, ekonomik kriz kavramı tanımlaması yapılmış ve ekonomik krize neden olan faktörler açıklanmaya çalışılmıştır. Daha sonra bir süreç şeklinde gerçekleşen krizin aşamaları aktarılmış ve kriz yönetiminde risk kavramının krizle ilişkisi irdelenmiştir. Ekonomik krizlere, daha önce yapılmış kriz modelleri çalışmaları açısından bakılmış ve sonrasında ekonomik krizin etkileri belirtilmiştir.

1.1. KRİZ TANIMI VE EKONOMİK KRİZ KAVRAMI

Kriz kavramı son zamanlarda ekonomiyle özdeşleşmiş olsa da genel anlamı olan ve birçok alanda kullanılan bir terimdir. Krizin çeşitli tanımlarını ve ekonomiyle ilişkisini detaylı incelemek konuyu daha derinlemesine anlamaya yardımcı olacaktır.

1.1.1. Krizin Tanımı

Kriz genel anlamıyla; açık sistemlerde meydana gelen, beklenmedik değişimlerin sonucunda ortaya çıkan, derecesine göre geçici ya da kalıcı etki bırakan istenmeyen bir durumun ifadesidir. Sözlük anlamına bakacak olursak, Türk Dil Kurumu'na göre kriz; bir şeyin çok kıt bulunma durumu ya da bir ülkede veya ülkeler arasında, toplumun veya bir kuruluşun yaşamında görülen güç dönem, bunalım, buhran olarak tanımlanmıştır (www.tdk.gov.tr) (01.01.2012).

Ekonomik anlamda krizler, üretimdeki büyük daralmaların fiyatlarda dengesizliklere yol açması, üretimin durması ve iflasların gündeme gelmesi, ücretlerde ve satın alma gücünde düşüşlerin baş göstermesi şeklinde tanımlanabilir. Bir başka tanıma göre, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen bazı gelişmelerin; makro düzeyde devlet, mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır (Aktan ve Şen, 2002).

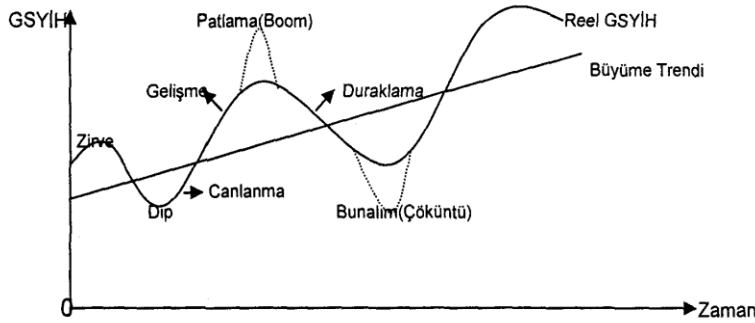
Tarih boyunca ekonomilerin gelişmesi, ekonomi üzerinde etkili kuruluşların ortaya çıkması, ekonomiyi etkileyen politikaların son dönemlerde etkisinin ağırlaşması, globalleşme sonucu ülke ekonomilerinin birbirinden etkilenmesi, finans ve bankacılık sisteminin gelişmesi ve yeni nesil enstrümanların ortaya çıkmasından dolayı ekonomik krizlerin farklı perspektiflerden birçok tanımı olasıdır. Dünyaca ünlü

yatırımcı Warren Buffet'a göre ekonomik kriz, iyi hesaplandığında çok iyi bir yatırım fırsatıdır.

Ekonomik krizlerin en önemli özelliklerinden birisi önceden sezilmesinin genellikle mümkün olmaması ya da çok zor olmasıdır. Bunun sebebi krizin beklenmedik sıkıntılardan ya da beklenmedik zamanlarda ortaya çıkıyor olmasıdır. Genel olarak ne zaman gerçekleşeceği bilinen güçlükler, önlem alma fırsatı yaratacağından kriz tanımı içerisine girmemektedir. İyi ve planlı sistem yönetimi ile olası sorunların çözümüne yönelik yaklaşımlarla, olası bir krizin etkisinin daha az hissedilmesinin, krize hazırlıklı yakalanmak olarak tanımlanması yanlış olmayacaktır.

Kindleberger'e göre, krizlerin nedenlerini; zorunlu olarak likiditenin arttırılması, ters beklentiler ve borçların yol açtığı durgunluk oluşturur. Kriz; cinnet, panik ve kırılma (Mania, panic and crash) olmak üzere üç aşamada çıkar (Öztürk, 2010: 50). İlk aşama olan cinnet aşamasında, yatırımcılar ellerinde para tutmaktan kaçınırlar. Onun yerine reel veya finansal varlıkları alırlar. İkinci aşama olan panik aşamasında ise reel veya finansal varlıklardan çıkıp paraya doğru eğilim gösterirler. Son aşama olan kırılma aşamasında, reel ve finansal varlıkların hepsinin değerleri düşer ve kriz başlar. Şekil 1'den anlaşılacağı gibi finansal krizler konjonktürel hareketlerin bir sonucu olarak ortaya çıkar. Ekonomik büyümeden sonra konjonktür etkisiyle daralma dönemi başlar ve daralma en sonunda krize dönüşür. Büyüme ve genişlemelerin ardından duraklama ve gerileme dönemlerinin gelmesi, önceki gelişmelerin kaçınılmaz bir sonucu olarak görülmelidir.

Şekil 1: Ekonomide Konjonktürel Dalgalanmalar ve Bunalım



Kaynak: Karaca, 2010, s.14.

Üretim ve istihdam düzeyinin yükselmesiyle başlayan canlanma döneminin ardından gelir düzeyi ve refah seviyesinin arttığı, yatırımların hızlandığı gelişme dönemiyle ekonomi doruk noktasına ulaşır. Duraklama döneminde faiz oranlarının artmasıyla birlikte tüketim yavaşlar ve üretim de bunu izler. Tüketicinin yerini tasarrufa bıraktığı, şirket karlarının zararlara dönüştüğü ve işsizliğin giderek arttığı bunalım döneminin şiddeti ekonomide görülen konjonktürel dalgalanmalar ile birlikte finansal otoritelerin zamanında müdahalesi yoluyla daha hafif atlatılabilme ihtimali mümkündür. Genellikle canlanma, gelişme ve duraklama dönemlerinin oluşması yavaş gerçekleşirken; bunalım dönemi veya kriz dönemi çok hızlı ve sert gerçekleşir ve etkilerini sarmak da zaman alır.

Ekonomik krizlerin etkileri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde daha farklı görülebilmektedir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ve ekonomik yapıları, krizden etkilenme durumunu azalttığından genellikle gelişmiş ülkeler krize daha dayanıklıdırlar.

1.1.2. Ekonomik Kriz Çeşitleri

Ekonomik krizlerin parametreleri birbirinden farklı olduğundan sınıflandırmak oldukça zordur, ancak krizlerin çıkış noktalarına göre bir sınıflandırma yapılması konunun anlaşılmasına yardımcı olacaktır. Richard Portes'in 1998 IMF (International Money Fund) konferansında dile getirdiği gibi ' Bütün krizler aslında aynıdır fakat aynı zamanda bütün krizler farklıdır ' . Bunun sebebi kriz olgusunun benzerliğinin yanında her krizin farklı dayanak noktaları olmasıdır. Ekonomik krizler reel sektör krizleri ve finansal krizler olarak temelde ikiye ayrılır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2009: 17).

1.1.2.1. Reel Ekonomik Krizler

Reel ekonomik krizler, ekonominin üretim yapan kısmını kapsayan krizlerdir. Mal ve hizmetlere olan talebin azalması ya da kesilmesi sonucu bu piyasalardaki üretimin daralması ya da kesilmesi sonucu bu piyasalardaki üretimin daralması veya tamamen durması ve bunun akabinde iş gücü piyasasında talebin hızlı bir biçimde azalarak işsizliğin hızlı bir biçimde yükselmesi şeklinde ortaya çıkar (Aracı, 2010: 4-5).

Reel ekonomik krizler konjonktürel hareketlerden kaynaklanabileceği gibi, iç talep daralması ya da arz fazlası sebebiyle de meydana gelebilir. Doğal afetler, teknolojik koşulların değişimi, siyasi olaylar reel krizlere sebep olabilir. Reel krizler finansal krizlere göre daha yavaş gerçekleşir ancak işsizlik ve iflasların görülmesi, üretimin azalması veya durması, talep daralması gibi sebeplerden dolayı yıkıcı etkiye sahiptir.

1.1.2.2. Finansal Krizler

Finans sisteminin gelişmesiyle birlikte finansal krizler daha yaygınlaşmaya başlamıştır. Genel anlamıyla finans krizleri, finans sisteminde ortaya çıkan çok ani beklenmedik gelişmeler şeklinde tanımlanabilir. Finans krizlerinin zaman içerisinde reel sektöre de etkisi olur ve reel krizi tetikleyebilir.

Türleri itibarıyla finansal krizler; para, bankacılık ve dış borç krizi olmak üzere üç farklı şekilde ortaya çıkar (Öztürk, 2010: 53).

1.1.2.2.1. Dış Borç Krizi

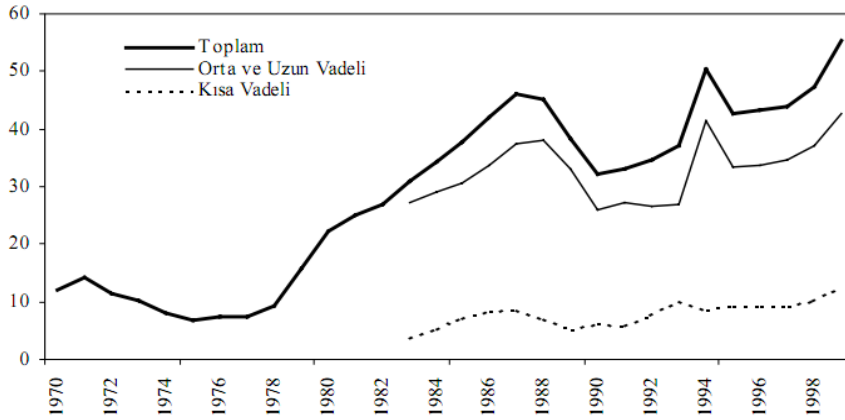
Ülke ekonomilerinin tasarrufları, ülke harcamalarına yetmediği zaman ülkeler dış borçlanma yoluna gitmektedir. Dış borçlanmanın en önemli sebeplerinden birisi yüksek emtia fiyatları, ithalatın ihracatı karşılayamaması veya düşük katma değerli ihracat ve gereğinden fazla kamu harcamaları sebebiyle oluşan bütçe açıklarıdır.

Dünya ekonomisinin dış borç kriziyle tanışması 1970'li yıllarda hızla yükselen petrol fiyatlarının, petrol ithal eden Meksika, Brezilya, Şili gibi Latin Amerika ülkelerinin cari açıklarını büyütmesi ve bu ülkelerin dış borçlarını ödemekte zorlanmasıyla ortaya çıkmıştır. O zamanlar ithal ikame stratejisi izleyen Türkiye ekonomisinde de 1973 Petrol Krizi'nin ardından Şekil 2'de görüleceği gibi cari açık hızla büyümüş, özellikle 1979'da gerçekleşen ikinci petrol krizi ile krizin etkileri derinleşmiş ve dış borçlanma miktarında gözle görülür bir artış olmuştur. Krizden çıkış yolu olarak gerek Türkiye'de gerek Latin Amerika ülkelerinde finansal serbestleşme ve özelleştirme çalışmaları başlatılmıştır. Türkiye, krizden çıkış yolu çerçevesinde IMF ve Dünya Bankası gibi finansal kuruluşlarla çeşitli finansal planlar yapmıştır. Bu durum yaşanan dış borç krizinin atlatılmasında etkili olurken sonradan anlaşılacağı üzere ülke ekonomisini kısa vadeli sermaye akımlarının etkisi üzerinde hassas duruma getirmiş ve döviz krizini tetiklemiştir.

Geçmişten bu yana dış borç krizi yaşayan ülkeleri incelediğimizde, global ekonomide ve ülke ekonomisinde dış borç krizini tetikleyen etkenleri şu şekilde sıralayabiliriz:

- ✦ Ülke ekonomilerinin petrol başta olmak üzere enerji ithal eden ülkeler konumunda olması
- ✦ İthal girdi fiyatlarının artmasının ihracat imkanını giderek zorlaştırması
- ✦ Faiz oranlarının yükselmesiyle borçlanma maliyetlerinin artması
- ✦ Gelişmiş ülkelerin, gelişmekte olan ülkelere koydukları rekabete yönelik kotalar
- ✦ Verimsiz kamu harcamalarının bütçeye olumsuz etkisi
- ✦ Yükselen petrol fiyatlarının etkisiyle finans kuruluşlarında biriken yüksek miktarda nakdin gelişmiş ülkelere kısa süreli kolay kredi imkanı sağlaması ancak bu koşulların sürekli olmaması ve sonradan bozulması
- ✦ Sürdürülebilir Borç Oranı (Borç / GSYİH (Gayri Safi Yurt İçi Hasıla)) kavramı ile ülke ekonomilerinin büyüdükçe daha fazla borçlanmaya izin vermesi

Şekil 2: Türkiye'de Dış Borç Stoku – GSMH Oranı (%)



Kaynak: TCMB, Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, 2002: 26

1.1.2.2.2. Döviz (Para) Krizi

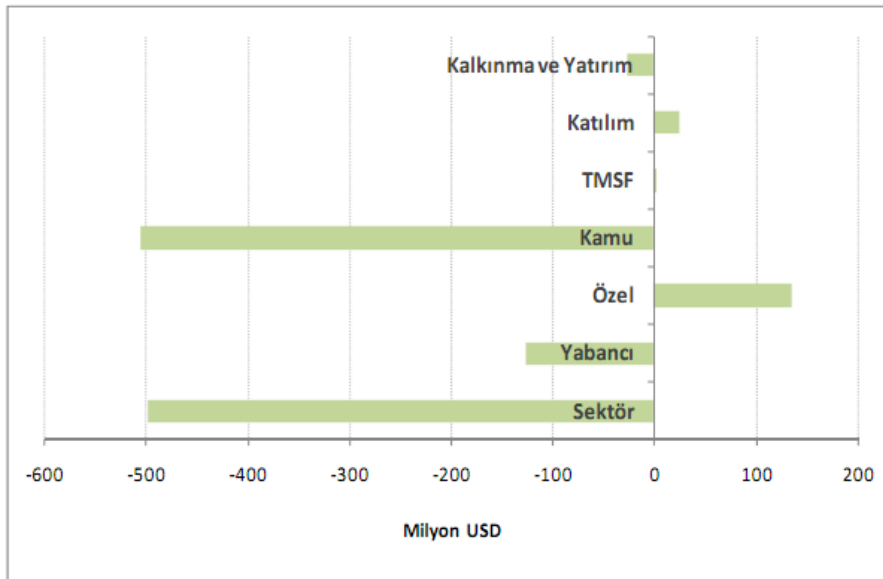
Sabit kur sisteminde devalüasyon etkisiyle; dalgalı kur sisteminde ise piyasa aktörlerinin ellerindeki parayı ulusal paradan yabancı paraya aniden çevirmesi sonucu, kurda oluşan baskının psikolojik etkilerle ya da spekülatif ataklarla normal dalgalanmanın ötesinde çok sert değişimlere sebep olarak, Merkez Bankasının finansal müdahaleler ile önleyemeyeceği boyutlarda ortaya çıkan krizlerdir. Burada

piyasa aktörlerinin pozisyonları, ülke parasına duyulan güven, halkın yatırım geleneği, panik durumu ve merkez bankasının gücü döviz krizleri açısından önem teşkil etmektedir. Ülkedeki kısa vadeli yabancı yatırımların miktarı da bir kriz ihtimalini güçlendirecek niteliktedir.

Piyasa aktörlerinin yabancı para lehine yatırım beklentileri, ülkenin para piyasasının yeterince gelişmemiş ve derinleşmemiş olması para krizi olasılığını arttırmaktadır. 2001 Türkiye krizi bu konuya güzel bir örnek teşkil edebilir. Finans sektöründe yabancı yatırımın fazlalığı da, olası kriz zamanlarında yabancı para pozisyonlarını arttırmalarından dolayı krizi körüklemektedir. Şekil 3. 'de görüleceği üzere kamu ve özel sektör bankalarının genel finansal pozisyon yapıları, farklı finansal stratejileri olduğunun bir göstergesi kabul edilebilir. Özel sektörün Eylül 2011 itibariyle elinde döviz bulundurması, kurda yukarı yönlü bir beklenti olduğunun göstergesi olarak algılanabilir.

Döviz krizi bir spekülasyon etki sonucunda ülke parasının devalüe edilerek değer kaybetmesiyle sonuçlanan ya da spekülasyon saldırılar sonucunda para otoritesinin uluslararası rezervleri harcayarak ve faiz oranlarını yükselterek ülke parasını savunmaya zorlamasıyla oluşur (Küçükaksoy 2006: 112). Ülkenin merkez bankasının yabancı para rezerv durumu ve elindeki diğer finansal müdahale araçlarıyla ülke parası lehine harekete geçer ve bu durumu krize dönüşmeden engellemeye çalışır.

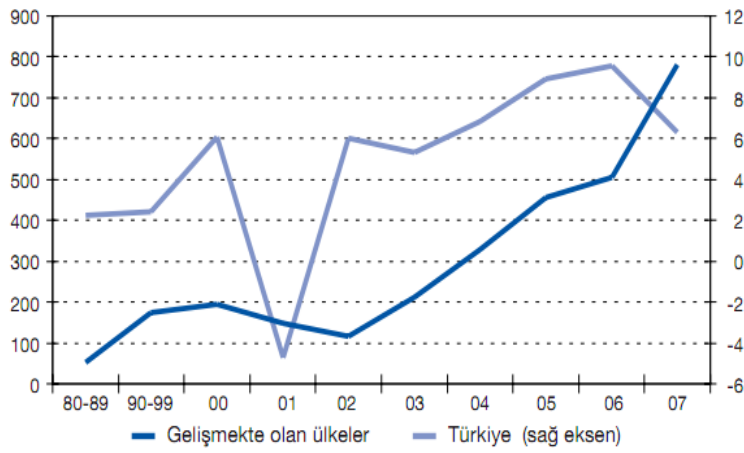
Şekil 3: Banka Grupları İtibariyle Net Genel Döviz Pozisyonu (Eylül 2011)



Kaynak: BDDK, Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, Eylül 2011, s. 22

Yabancılar tarafından satın alınan hisse senetleri ve tahvil yatırımları, uzun dönem portföy yatırımları olarak görülmekle birlikte yüksek likiditeye sahip olduklarından dolayı ülkeden çıkışları Şekil 4'den açıkça görüleceği gibi çok hızlı olabilmektedir. Örneğin Türkiye'de 2001 kriziyle birlikte 500 milyar dolarlık negatif sermaye hareketi gerçekleşmiştir. Genellikle yerli para ile alınan bu pozisyonların kapatılarak yabancı paraya geçmesi de para krizini hızlandırıcı yönde etki etmektedir.

Şekil 4: Gelişmekte Olan Ükelere Sermaye Hareketleri, (milyar dolar)



Kaynak: TBB, 50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye'de Bankacılık Sistemi '1958-2007', 2008, s. 33

Ülke halkının ekonomik deneyimi, yatırım gelenekleri ve yatırım psikolojisi de döviz krizlerini tetikleyebilir. Türkiye gibi geçmişte birçok defa devalüasyon yapmış bir ülkenin halkı, yeterince bilgilendirilemediğinde panik haliyle hızla yabancı para pozisyonu olarak ülke parasının değer kaybetmesine neden olabilmektedir. Bilinçsiz medya organları da haberlerde vatandaşın panik olmasına sebep olarak, bilinçsiz yatırımcıların finansal kararlarını kolaylıkla etkileyebilmektedir.

Bir ülkedeki uluslar arası şirketlerin açık döviz pozisyonları miktarı da dolaylı olarak döviz krizine sebep olabilir. Döviz kurlarında olabilecek sert hareketleri düşünen uluslar arası firmalar negatif net döviz pozisyonlarını kapatmak için yüksek miktarda aktiflerini yabancı paraya çevirir. Bu da yabancı para talebini kısa vadede arttırdığından kurlarda yukarı yönlü bir baskı oluşur (BDDK, 2011: 20-22).

Türev piyasaların gelişmesi ve özellikle bu piyasalarda yatırımcılara sunulan kaldıraçlı işlem imkanı (1-400'e kadar) panik halindeki finansal karar sahiplerinin çok

sert değişimlere sebep olmasına imkan vermektedir ve merkez bankalarını çok zor durumlarda bırakmakta, sürekli ve yüksek miktarda yabancı para rezervi tutmaya itmektedir.

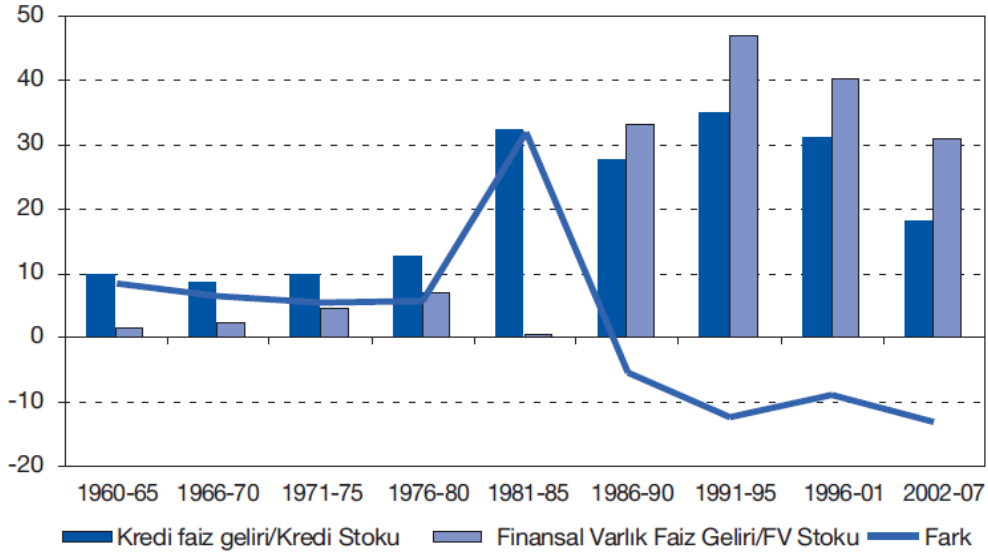
1.1.2.2.3. Bankacılık – Finans Krizi

Fon arz edenler ve fon talep edenler arasında köprü işlemleri gören bankacılık ve finans sistemi bir ülke ekonomisinde çok önemli yere sahiptir. Finans sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çeşitli sebeplerden dolayı sıkıntıya düşmesi ve yükümlülüklerini karşılayamayacak duruma gelmeleri bankacılık – finans krizi oluşumuna sebebiyet verir.

Mevduat bankalarının likidite krizine girmeleri ve halkın mevduatlarını çekmek için bankalara koşması, yatırım bankalarının kabul edilemeyecek zararlar görmesi ve diğer bankaların da yüksek zararlar beklemesi, borsaların negatif görünüme geçmesi ve satışların hızlanması, finans sisteminin geneline yönelik olumsuz beklentiler içine girilmesi finans krizi etkilerindedir. Başka bir deyişle, tasarrufların reel ekonomiye kazandırılmasında aracı olan bankacılık sisteminin yükümlülüklerini yerine getirememesi, menkul kıymet borsalarında hisse senedi fiyatlarının çok hızlı düşmesine, Merkez Bankaları'nın mali piyasaları yönlendirici fonksiyonunun elindeki para politikası araçlarının yetersizliği ya da etkisizliği sebebiyle azalmasına sebep olarak finansal kaynaklı bir ekonomik kriz ortaya çıkmaktadır (Küçükaksoy, 2006:113).

Mark Jickling'e göre finans krizinin kesin bir tanımı olmamasına rağmen, finansal piyasalarda bozulma ve nakit akışlarında azalma şeklinde kendini gösteren ve daha sonra ekonominin diğer alanlarına da yayılabilen bir krizdir. (<http://fpc.state.gov/documents/organization/103688.pdf>) (27.01.2012). 1980 yılı sonrasında finans krizlerinin sayısı çok yükselmiştir. Bunun nedeni her ne kadar finansal piyasaların gelişimiyle orantılı gibi gözükse de, bankacılık sektörünün yapısal değişimlerinin etkisi de bulunmaktadır. Şekil 5. 'de görüleceği üzere 1986 yılından itibaren bankacılık sektörünün gelişiminde finansal varlıklardan elde edilen getiri, bankacılık sektörünün esas kuruluş amacı olan kredi verme kolundan elde ettiği getiriyi geçmeye başlamıştır. Bir nevi finansal piyasalarda yatırımcı konumunda olan finans kuruluşlarının aldıkları yüksek riskler son 30 yıldaki artan finans krizini açıklar niteliktedir.

Şekil 5: Kredi ve Finansal Varlıkların Getirisi (Brüt, %)



Kaynak: TBB, 50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye'de Bankacılık Sistemi '1958-2007' , 2008, s. 91

Makro ekonomik koşullar ve rekabet koşulları da her zaman finans krizini tetikleyebilecek durumlardır. 2007 yılında yaşandığı üzere, gayrimenkul sektörü gibi bankacılık sektörünü doğrudan etkileyecek sektörde yaşanan sıkıntıları da göz ardı etmemek gerekmektedir. Konut fiyatlarındaki sert düşüş bankadan kredi alan müşterileri zor durumda bırakmakta ve krediyi sürdürebilecek yeterli teminatlarının olmamasına yol açmaktadır (Birdal, 2009: 1-8). Bankaların yasal yaptırım haklarını kullanması da, kalan kredi borçlarına yetmeyince finans sistemi kendini bankacılık – finans krizi içerisinde bulur.

Krizlerin ülke ekonomilerine bu derece etkili olması kriz maliyetleri konusunu da gündeme getirmiştir. Ayrıca krizlerin birbirini tetikleyebileceği görüşünün yayılmasından sonra da “ikiz kriz” kavramı ortaya çıkmıştır. Genellikle para krizi görülen ekonomilerde daha sonra bankacılık – finans krizi ortaya çıkma ihtimali artmaktadır. Dolayısıyla birbirinin oluşumunu destekleyen krizlere ikiz krizler (twin crisis) tanımı yapılmaktadır. Finans krizleri, para krizlerine göre ülke ekonomilerine daha büyük olumsuz etki yaratmaktadır. Ülkenin ekonomik yapısı krizden çıkış sürecini değiştirecek bir etkidir. Tablo 1.'de görüleceği üzere, beklenenin aksine gelişmekte olan ülkelerin krizden çıkış süresi gelişmiş yani sanayileşmiş ülkelere göre daha kısadır. Para krizlerinin etkisinden kurtulmak ortalama 1.9 yıl, bankacılık krizlerinin etkisini temizlemek 3.1 yılı bulmaktadır. Bunun sebebi bankacılık – finans

sektörünün ekonominin genelini etkileyebilecek temel bir sektör olmasıdır. Finansal koşullarda sıkılaştırma üretim ve tüketimi azaltır ve ekonomi düşüş trendine girer. Her iki krizin arka arkaya oluşması durumunda ise etkisi çok daha derin hissedilmektedir ve özellikle gelişmekte olan ülkeler ağır kriz maliyetleri ile karşılaşmaktadır.

Tablo 1: Para Krizi ve Bankacılık – Finans Krizinin Milli Gelir Cinsinden Maliyeti

KRİZ TÜRÜ	Kriz sayısı	Ortalama krizden kurtulma süresi (yıl)	Kriz başına kümülatif çıktı kaybı (%)
Para Krizleri	158	1,6	4,3
-Sanayileşmiş ülkeler	42	1,9	3,1
-Gelişmekte olan ülkeler	116	1,5	4,8
Bankacılık Krizleri	54	3,1	11,6
-Sanayileşmiş Ülkeler	12	4,1	10,2
-Gelişmekte olan ülkeler	42	2,8	12,1
Para ve Banka Krizleri	32	3,2	14,4
-Sanayileşmiş Ülkeler	6	5,8	17,6
-Gelişmekte olan ülkeler	26	2,6	13,6

Kaynak: Mustafa Özer, Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999, s.43

Ekonomik krizlerin birbirini tetiklemesi ve ikiz krizlere sebep olması finans literatüründe “çoklu denge” kavramının tanımlanmasına neden olmaktadır. Ünlü finansçılardan Mohamed El-Erian'a göre bu kavram, tek tek birbirinden bağımsız yalıtılmış açıklamalar yerine daha karmaşık etkileşim ve sonuçları ortaya koymak için oluşturulmuş bir kavramdır. Eşiğin aşılmasına yol açan bir olay bir tepkiye neden olur, bu tepki de normalde harekete geçmeyecek bir dizi yeni tepkiyi tetikler ve harekete geçirir. Bu süreç, özellikle yetersiz ve asimetric bilgi bağlamında yaşandığında, domino etkisi olarak adlandırılabilir çok ilginç sonuçlar doğurur (El-Erian, 2009: 111).

1.2. EKONOMİK KRİZE NEDEN OLAN FAKTÖRLER

Ekonomik krizlerin yapısına bakıldığında, kriz durumunu oluşturan birçok değişkenin varlığından söz edilebilir. Bu nedenle doğrudan ya da dolaylı olarak ekonomiyi etkileyebilecek her türlü ekonomik, coğrafi, siyasi ve beşeri faktör krizin oluşumuna bir derece etkilidir. Hangi etkenin krizde daha etkili olduğu görülen

ekonomik krizin türüyle, global ekonomik konjonktürüyle ve krizin görüldüğü ülkenin özellikleriyle yakından ilişkilidir.

1.2.1. Sürdürülemeyen Ekonomik Dengeler

Paul Krugman tarafından geliştirilen bu model ödemeler dengesi krizleri sebebiyle ortaya çıkmaktadır. Sabit kur rejimi izleyen ülkelerde merkez bankalarının aşırı para basması sonucu değeri düşen yerel parayı korumak için merkez bankası yabancı para rezervlerini kullanmaktadır. Ancak beklenmeyen bir spekülasyon sonucu merkez bankası rezervleri tükenir ve sabit kur rejimi sistemi çöker. Günümüzde esnek kur sistemlerinde bile, benzer etkiler görülebilmektedir. Gerçekleşen devalüasyon sonucu ekonomik istikrarsızlık durumu oluşur ve bunun telafi edilmesi zaman alıcı, aynı zamanda maliyetlidir.

1.2.2. Zayıf Formda Bir Finansal Yapı

Gelişmekte olan ülkelerde finansal reformların yeterince yapılamaması ülke ekonomilerinin kırılganlığını arttırmaktadır. Bunun üzerine ülkelerin yapmış olduğu ekonomik birlik anlaşmaları ve finansal serbestleştirme çalışmaları ile kontrolü zorlaşan finansal sistem bu duruma yeterince hazır olmadığından kriz durumu gösterir. Ekonomik krizler tarihine bakıldığında, çoğu krizin gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkma başlıca sebebi zayıf formdaki finansal yapılarıdır.

1.2.3. Psikolojik Nedenler

Son yıllarda yatırım üzerine yapılan çalışmalarda insan ve davranış bilimleri faktörü önem kazanmaya başlamış ve psikolojik nedenlerin ekonomi ve finans üzerindeki etkisi belirtilmiştir. İnsanoğlu özellikle beklenmedik ve istenmeyen kriz durumlarında normalde göstermeyeceği, aşırı tepkiler verebilmektedir.

Finansal piyasaların hareketleri, teknik analiz teorisine göre incelendiğinde; yükseliş trendleri beş dalga halinde ve uzun vadede, ayı piyasası davranışı ise üç dalga halinde ve yükselişe kıyasla daha kısa zamanda gerçekleşir (Prechter, 2005: 2). Bu durum bize kriz zamanlarında gerçekleşen ani fiyat düşüşlerinin yatırımcı davranışı ile ilişkisini ortaya koyar. Kriz ortamı yaratan en önemli sebep 'güven' unsurudur. Güvensizlik finansal piyasalara karşı olabileceği gibi, ülke ekonomisine

ya da siyasi istikrara karşı da olabilir. Neticede bu etkenlerin hepsi doğrudan ya da dolaylı olarak ekonomiyi etkilemekte ve etkileme derecesine göre kriz durumu yaratabilmektedir.

Ekonomik krizleri tetikleyebilecek bir diğer psikolojik unsur da “sürü psikolojisi” ya da “sürü davranışı”dır. Yatırımcıların birbirini taklit ettiği bu durum genellikle panik halinde daha yaygın ortaya çıkar ve kriz durumunun büyümesine sebep olur (Yörükoğlu, 2007: 32). Örneğin bir bankanın yatırımcı mevduatlarını geri ödeyemeyecek durumda olmasının konuşulmaya başlanmasının ardından herkesin parasını çekmek için bankaya gitmesi, bankayı gerçek anlamda bir krizin içine sokar.

Yatırımcı davranışının ekonomik krize sebep olmasına bir başka etken de “Limon Piyasası” kavramıdır. Bu kavramın yaratıcısı, George A. Akerlof'a göre, bir otomobil pazarında 'çürük' araçların olduğunun bilinmesi ancak hangilerinin 'çürük' olduğunun bilinmemesi tüm araçların değerini anormal bir şekilde düşürecektir (http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/akerlof-article.html) (02.02.2012).

2007 Mortgage krizinin bankacılık sektörüne etkisinin ardından, Lehman Brothers'ın batması tüm bankacılık sektörü hisselerinde değer kayıpları oluşturarak borsa endekslerinin aşırı düşmesine sebep olmuştur. Bu konuda verilebilecek yine güzel bir örnek ise, 2011 yılı sonlarında TFF'nin (Türkiye Futbol Federasyonu) Türk Futbol Kulüpleri'nden bazı büyük kulüplerin adının kanuna aykırı davranışlara karışmasını açıklamasının ardından, borsaya kote olan diğer futbol kulüplerinde de satışlar gerçekleşmeye başlamıştır. Asimetrik bilgi durumu haricinde, bu yatırımcı davranışı Akerlof'un Nobel ödüllü teorisini desteklemektedir ve krize sebep olmaktadır.

1.2.4. Ahlaki Risk Kaynaklı Krizler

Finans piyasası katılımcılarının kendi çıkarlarını maksimize etmek amacıyla, ahlaki değerlerin tersine ve karşı tarafın zararına sergilenen davranışlar “ahlaki risk” kavramını oluşturur. Burada bahsedilen “karşı tarafın zararına” kavramı “0” toplamlı oyun teoremi içindeki oluşabilecek zararlar değil, karşı tarafın bilinçli olarak zarar ettirilmesi ve bundan çıkar sağlanması durumudur. SPK'nın (Sermaye Piyasası Kurulu) finansal denetimlerini sıkılaştırmasından önce sıkça meydana gelen, aracı kurumların iflas dönemi öncesinde komisyon oranlarını % 0'a yakın düzeye çekerek

daha çok müşteri toplaması ve asimetrik bilgi sonucu durumdan habersiz yatırımcıların parasını kaybetmeleri ahlaki riski örnek gösterilebilir durumudur.

Akerlof'a göre ahlaki risk, bir ekonomik sözleşme durumunda taraflardan birinin diğerinden daha fazla bilgi sahibi olmasının oluşturduğu "asimetrik bilgi" durumundan kaynaklanır. Tarafların hiçbir zaman aynı bilgiye sahip olamayacak olması da "tersine seçim" (adverse selection) durumunu oluşturur (Rasmusen, 2005: 265-267).

Ters seçim ise, asimetrik enformasyon nedeniyle işlem gerçekleşmeden önce görülen bir sorundur (Akerlof 1970: 488-500). Arabasını sigortalayan bireyin, arabasına eskisi kadar dikkat göstermemesi bir ahlaki tehlikedir, çünkü birey sigorta primini ödediğinden dolayı her halükarda tazminatını alacaktır.

2007 Mortgage krizi ilk aşamasında, menkulleştirilmiş yüksek riskli CDO'ların (Collateralized Debt Obligation) sigortalanarak satılmasından dolayı bankalar risk primi karşılığında risklerini sigorta şirketlerine devrettiğinden krizden ilk zarar görenler sigorta şirketleri olmuştur. Prim ödeyen bankacılık sektörünün CDO'ların batmasının yanında, sigorta şirketlerinin ve yatırımcıların zararını göz ardı etmesi de bir ahlaki risk olarak görülebilir.

1.2.5. Çoklu Denge ve Bulaşıcı Krizler

Küreselleşmeyle birlikte ülke ekonomilerinin birbiriyle ilişkisi artmaya başlamıştır. Ülkelerin ekonomik gidişatı artık sadece ulusal ekonomik durumla değil tüm global ekonominin durumuyla ilişkili hale gelmiştir. Ülkeler arası yüksek entegrasyon, ekonomik dengeyi sağlayan değişkenlerin sayısını arttırmış ve ekonomi yönetimini zorlaştırmıştır. Sınırların kalkması, AB ve gümrük birliği gibi faaliyetler ülkelerin ilişkilerini arttırmıştır. Ayrıca bu birliklere girebilme koşulu olarak da ülkelerin için de birçok hukuki ve finansal sistemleri yeniden düzenlemiştir.

Ekonomik kriz yaşayan ülke, krizden çıkma süreci içerisinde bir dizi önlem olarak ekonomisini küçültür (Danacı, 1385 -1390). Bu durum, ekonomik ilişki içerisinde olduğu ülkeleri sıkıntıya sokacaktır. Bunu hapşırma ile bulaşan hastalıklara benzetebiliriz. 2007 Krizi, ABD'de ortaya çıkmış ve AB ile olan yüksek ekonomik ilişkilerinden dolayı AB ülkelerine sıçramıştır. Bununla birlikte dünya genelinde büyüme yavaşlamış ekonomi düşüşe geçmiştir.

Denge durumunu etkileyen birçok bağımlı ve bağımsız değişken vardır (El-Erian, 2009: 111). Y bağımlı değişkenini bir ülkenin ekonomisi olarak kabul

edersek, diğer ülkelerin ekonomilerinde meydana gelebilecek pozitif ya da negatif bağımsız değişimler (X) ve iki ülkenin ekonomik entegrasyonu da (b) katsayısı ile gösterebiliriz. Bu durumda bir ülkenin ekonomik ilişkilerinin seyri basit anlamda çoklu regresyon modeli ile ortaya konulabilir ve kriz durumlarında hangi potansiyel etkiler altında kalabileceği ortaya konulabilir.

Bir ülke yüksek ekonomi ilişkisi içerisinde olduğu bir ülkede oluşan bir ekonomik kriz karşısında etkilenmemesi mümkün değildir. Ancak krizin diğer ülkelere olan etkisi, zaman almakta ve iki ülkenin ekonomik işbirliği miktarına göre de etkisi artıp azalmaktadır.

$$\hat{Y} = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_kX_k$$

Kaynak: Aydın, Çoklu Regresyon, <http://maden.karaelmas.edu.tr> (02.04.2012)

Finans krizleri açısından bakıldığında krizin etkisi daha kısa sürede anlaşılacak ve finansal piyasalardaki sermayenin yurt dışına kaçmasına sebep olacaktır. Örnek vermek gerekirse günümüzde Yunanistan'ın iflas tehlikesi geçirmesi, sermayenin önce diğer AB ülkelerine gitmesine sonra AB piyasalarından çıkmaya başlamasına sebep olmuştur.

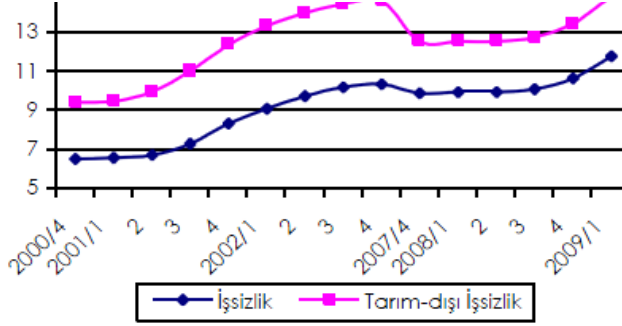
1.2.6. Siyasi İstikrarsızlık

Ekonomik krize sebep olan faktörlerden birisi de siyasi istikrarın durumudur (BDDK, 2010: 18). Siyasi iktidarın ve dolayısıyla ekonomi politikalarının sürekli değiştiği ekonomilerin iyi performans gösteremeyeceği aşikardır. Bir ülkede uzun vadeli kalkınma planlarının işlemesi, yabancı sermayenin ülkeye akması, işsizliğin azalması, döviz kuru ve dış ticaret dengesi ile siyasi istikrar arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Siyasi istikrara güven olmadığı bir ortamda yabancı yatırımcı ülkeden çıkış gösterecek, yatırımcılar yerli paradan yabancı paraya aktiflerini aktaracak, spekülasyon ataklar görülme ihtimali artacaktır. Bu durum da döviz krizi ya da finans krizi gerçekleşmesine neden olacaktır.

Siyasi istikrarın eksikliği, firmaları tasarrufa yönlendireceğinden işsizlik ülke genelinde bir sıkıntı yaratır. Krizin hissedilmeye başlamasının ardından, psikolojik

faktörlerden dolayı, panik hali oluşacak ve işsizlik hızla yükselecektir. Üretimler azalacak, fabrikalar üretimi geçici olarak durdurma yoluna gidecektir. Nitekim Şekil 6'dan görüleceği gibi işsizlik oranları 2001 yılında ülkemizde gerçekleşen krizin ardından %7 seviyesinin altından % 11 seviyesine kadar bir artış göstermiştir.

Şekil 6: 2001 ve Global Kriz İşsizlik Oranları (Yıllıklandırılmış, %)



Kaynak: TCMB, Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumunu, 2009, s. 29

Ekonomik krizlerin ardından siyasi yönetimlerin değişmesi, halkın da krizin aşılmasında siyasi istikrarın önemli olduğunu savunduğu kanısı olarak yorumlanabilir. Ayrıca ekonomik kriz ve siyasi yönetim arasında çift yönlü bir ilişki olduğunu da göstermektedir.

1.2.7. Kur Savaşları (Currency Wars)

Globalleşmenin ekonomi ve finans sistemine getirmiş olduğu uluslar arası rezerv para kavramının yaygınlaşması, ülkelerin kendi rezervlerini USD (United States Dollar) ve EUR (Euro Para Birimi Uluslar arası Kodu) gibi para birimlerinde tutmaya başlamasının ardından bu ülke ya da ekonomik birliklerin dünya ekonomisi üzerindeki ağırlığı artmaya başlamıştır. Bunun yanında bu para birimlerinin çeşitli ülkeler tarafından alınıp satılması da bu para birimlerinin uluslar arası konvertibilitesini arttırmıştır. Ülkelerin sıkça yapmaya başladığı kur işlemleri, esnek kur sisteminin yaygın olduğu bir ekonomik ortamdaki dalgalanmalardan dolayı ülke ekonomilerine pozitif veya negatif etkileri olmaya başlamıştır. Zaman içerisinde bu

dalgalanmaların boyutunun artması ve ülke ekonomisinde hissedilmeye başlaması, bir nevi satranç oyununa benzer “kur savaşları”nı gündeme getirmiştir (Posen, 2004: 11-13).

Şekil 7: Finansal Piyasalardaki Krizin Dow Jones Endeksi ve İsviçre Frangı / Dolar Karşısındaki Etkisi



Kaynak: Yahoo, finance, <http://finance.yahoo.com> (18.01.2012)

Para arzını kontrol ederek ülke ekonomisinde fiyat istikrarını sağlamakla yükümlü merkez bankaları, uluslar arası arenada etkili olmaya başlamış ve ülke menfaatlerini arttırmak için diğer ülkelerin ekonomileri tarafından kabul edilemeyecek düzeyde kur dengesi yaratmaya çalışmaktadır. Eylül 2010 yılında Brezilya Ekonomi Bakanı Guido Mantega'nın ağzından ilk kez “currency wars” yani “kur savaşları” deyimini ekonomide yerini bulmuştur.

Bir ülkenin para birimini sürekli değersizleştirerek, uluslar arası ekonomide fiyat avantajı elde edip ihracata yönelmesi ve dış ticaret dengesini sağlamaya çalışması; aynı zamanda işsizliği düşürüp yeni istihdam yaratmaya çalışması o ülke ekonomisi açısından olumlu gelişmelerdir. Ancak uluslar arası ticaret açısından bakıldığında diğer ülkeler açısından olumsuz etki yaratır. Dünya ekonomisi açısından düşünüldüğünde GDP sıralamasında önde ülkeler, Çin, Amerika ve Euro Bölgesi'nin izledikleri para politikaları aynı zamanda birbirlerini de etkilemektedir.

Ülkeler arası savaşa dönen para politikaları finansal piyasaları da şaşkırtmış ve volatilitiyi arttırmıştır. Şekil 7.'de görüleceği üzere 2011 yılı ortalarında zayıflayan dolar yatırımcıların Dow Jones borsasını terk etmesine ve dolar para biriminden

kaçmasına sebep olmuştur. Kriz ortamında güçlü durmayı başaran ve dış ticaret denge sorunu olmayan İsviçre, ABD'den çıkan sermayenin büyük bir kısmını alarak CHF'nin (İsviçre Frangı Para Birimi Uluslar arası Kodu) bir yılda % 40'lara varan prim yapmasına neden olmuştur.

Ülkelerin ekonomik entegrasyonu ve küresel güç dengelerinin değişmeye başlaması rekabet avantajı olan Çin'in ihracata dayalı büyüme stratejisini desteklemiş ve her sene rekor büyüme gerçekleştirmesine sebep olmuştur. Amerika ve AB ülkeleri, Çin'in aşırı değersiz Yuan'ı için ekonomik önlemler almaya başlamakta, kota ve ithalat vergileriyle negatif büyüme gösteren ekonomilerini kurtarmaya çalışmaktadırlar (Morrison, 2010: 1-5). Ülke liderleri ağızından özellikle Çin ve ABD arasında kur savaşı üzerine birçok sert diyalog yaşanmaya başlamıştır ve bu konunun daha bir süre finansal krizleri tetikleyebileceğini göstermiştir.

1.2.8. Finansal Otoriteler ve Zamanlama Hatası

Globalleşme sonucunda ekonomik birlikler oluşması, sınırların kalkması ve ihracat ithalatın kolaylaşması, finansal yatırımların likiditesinin artması finansal serbestleşme yönünde bir eğilim yaratmıştır. Gelişen teknoloji sayesinde global finansal piyasalar çok hızlı gelişmekte ve bu piyasalara erişim imkanı çok kolaylaşmıştır. Serbestleşme ve gelişen teknoloji ekonomi ve finans dünyasında yeni finansal otoritelerin ortaya çıkmasına ve önceki finans kurumlarının yetki dengesinde değişikliklere sebep olmuştur. Merkez Bankalarının yetkisi artırılmış, denetleme ve rating kuruluşları ortaya çıkmış, yeni nesil türev yatırım araçları ortaya çıkmıştır.

Merkez bankaları önceden para basma ile yükümlü iken giderek sorumluluğu artırılmış, fiyat istikrarını sağlama, devletin para ve kredi politikasını yürütme, fon transferlerinin yönetilmesi ve daha benzeri gibi ek sorumluluklar üstlenmiştir (Goodheart, 2010: 18-20). Artan sorumluluk, merkez bankalarının finansal müdahale yönündeki araçlarını arttırmıştır. Piyasa düzenleyicisi konumundaki bu kurumlar ekonomik krizleri öngöremediği zaman, ülke ekonomileri krizin etkileri konusunda daha hassaslaşmaktadır. Yine merkez bankalarının elindeki bazı finansal araçların ekonomiye etkisi zaman almaktadır. Bu durum hastalık ve doktor tedavisi örneğine benzer. Hastalığın tedavisi zaman alıcı bir süreçtir ve hastalık erken teşhis edilmediğinde kriz durumu oluşturur. Bu nedenle, Merkez bankalarının müdahaleleri sürekli bir denge konumunda ve ekonomik krize hazırlık niteliğinde

olduğunda, ekonomik krizlerin etkisi daha düşük olacaktır. 2007 Mortgage Krizi'nin diğer piyasalara yayılarak günümüzde halen devam etmesi, özellikle FED'in (Federal Reserve) krizi öngörememesi, krizin etkilerini tahminleyememesi ve finansal müdahalelerdeki zamanlama hatasının bir sonucu olarak görülebilir.

Son yıllarda finansal piyasalarda denetim koluna önem verilmeye başlanmıştır. Finansal denetim firmaları ortaya çıkmış, şirketleri denetleyerek finansal tabloların güvenilirliği kontrol altına alınmak istenmiştir. Denetim firmaları her ne kadar finansal kontrol alanında birçok fayda sağlamaktaysa da, bu firmaların özel sektör kuruluşu olmaları, gelirlerini denetim verdikleri firmalardan almaları bir çelişki olarak karşımıza çıkmaktadır.

Finansal piyasaların çok hızlı gelişmesi, yeni nesil türev yatırımların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu finansal araçlar risk yönetimi açısından kullanıldığında gerçekten korunma sağlayan çok faydalı finansal araçlardır ancak spekülasyon ile yatırım alanında kullanıldığında çok riskli durumlar ortaya çıkabilmektedir. Örneğin ABD'de, en yüksek risk grubu taşıyan kişilerin aldığı konut kredileri sepetine (CDOs), rating kuruluşlarının en yüksek yatırım notunu vermesiyle bu alanda yatırımlar patlama yapmış ancak kişilerin kredilerini ödeyememesi sonucunda finansal sistem çökme ile karşı karşıya kalmıştır (White, <http://web-docs.stern.nyu.edu>) (02.04.2012). Ayrıca rating kuruluşlarının çok önemli bir spekülatif güç durumunda olmalarının yanında denetim ve sorumluluğa tabi olmamaları da ekonomik krizlere sebep olabilecek çelişkili bir durumdur.

1.3. KRİZİN AŞAMALARI VE RİSK YÖNETİMİ

Ekonomik krizlerin varlığı ve yıkıcı etkisi, krizlerin detaylı analizlerine ve kriz yönetimi alanının genişlemesine sebep olmuştur. Ekonomik krizler zaman içerisinde yayılan, ekonomiyi doğrudan ya da dolaylı olarak etkileyen her türlü sürecin bir sonucu, etkisidir. Ekonomik kriz oluşturan etkenler bir süreç olduğundan, bu sürecin aşamalarının tanımlanması, nedenlerinin belirlenmesi kriz yönetimi açısından hayati önem taşımaktadır.

1.3.1. Krizin Aşamaları

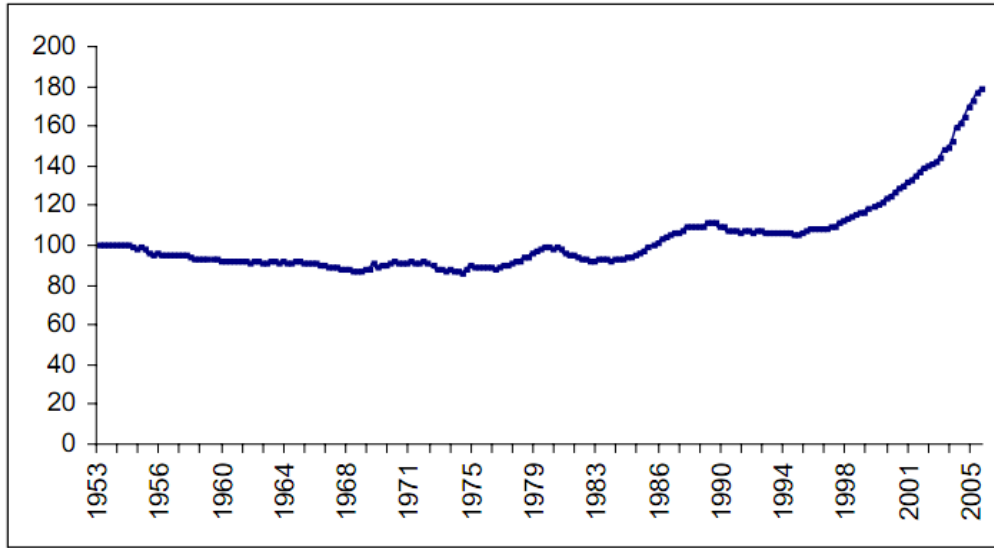
Krizler dalgalı bir süreç halinde seyreder ve dört aşamada gerçekleşir. İlk aşama olan oluşum aşamasının ardından, ikinci aşamada kriz ortaya çıkar. Daha

sonraki aşamada kriz belirginleşirken, son aşamada da kriz etkisini yitirerek çözümlene gerçekleştire ve kriz süreci tamamlanmış olur.

1.3.1.1. Oluşum Aşaması

Krizin ilk aşaması olan oluşum aşamasında iç ve dış çevrede meydana gelen, tehdit edici ancak düşük seviyede sinyaller ortaya çıkar. Kriz öncesi dönemde elde edilen olumlu sonuçlar ve psikoloji, finansal karar sahiplerini duyarsızlaştırmaya ve olumsuz gelişmelere karşı toleranslı olmaya yöneltir. Sonuçlar iyi olduğu sürece, sebepler göz ardı edilir ve var olan olumsuzluklara dikkat edilmez (Tağraf, 2003: 151). Oluşum aşamasındaki problemler ekonomik ve finansal yapıya genellikle etki etmez ve görmezden gelme eğilimi sergilenir.

Şekil 8: Konut Satışları Fiyat Endeksi (HPI)



Kaynak: Dean Baker, "Is the housing bubble collapsing ?", 2006: 6

2007 Mortgage krizinde Şekil 8'den görüleceği gibi ilk aşama olan konut fiyatlarında balon oluşması aşamasına, gerek yatırımcılar, gerek kredi veren bankalar açısından olumlu bir durum olduğundan dikkat edilmemiş daha sonraları krizin etkilerinin büyümesine neden olmuştur.

1.3.1.2. Ortaya Çıkma Aşaması

Bu aşamada krizin varlığını gösteren çelişkiler artmaya başlar, soru işaretleri oluşmaya başlar, finansal karar verenler açısından fikir ayrılıkları meydana gelir. Sonuçlarda düşüş görülmekte ancak olumlu hava halen devam etmektedir. Bu sebeple bu aşamadaki tepkilerin geçici bir etki mi yoksa yapısal bir dönüşüm mü olduğunu kestirmek zor bir karardır. Zor durumlarda harekete geçmek, karar alıcılar için istenmeyen bir durumdur ve genellikle hareketsiz kalma eğilimi gösterilir. Davranış bilimleri de değişimin istenmeyen bir durum olduğunu açıklamaktadır (Aksu, 2000: 41).

Krizin ortaya çıkma aşamasında, tepe yönetim iki ayrı fikri savunur. Bir grup acil tedbir alınmasını öngörürken, diğer grup çıkarları tehlikeye sokan bir durumun olmadığını savunur ve beklemeyi tercih eder. Bu aşamada beklemek krizin daha derinleşmesine ve etkilerinin önlenemez sonuçlara ulaşmasına neden olabilir.

Krizin varlığının anlaşılması ancak kesin olarak bilinmemesi durumunda, durum ve senaryo analizleri, ekonomik anlamda tehlikelerin boyutunu bildirecektir. Yapılacak analizlerin tamamen finansal tahminlemeye dayanması, gerçekçi bir tahminleme yapılmasının önemini de vurgular niteliktedir. Yapılan finansal analizlerin ardından olası tehlikelerin boyutunun bilinmesi, ekonomik anlamda önlemlerin alınması ya da ekonomik birimin zayıflıklarının giderilmesi yönünde karar almamızı sağlayacaktır.

1.3.1.3. Belirginleşme Aşaması

Yaşanan olumsuz belirtilerin boyutu, durumun geçici bir düşüş değil yapısal dönüşümlü bir kriz olduğunu gösterir. Ekonomik karar alıcılar, kriz durumunu kabullenir ancak krizin çözümü konusunda net bir tavır sergileyemezler. Krizin oluşum ve belirginleşme aşamasında her hangi bir önlem alınmaması ve durumun kriz olarak tanımlanmamasının ardından, krizin kesin olarak anlaşıldığı üçüncü aşamada krize girmek kaçınılmaz olur.

Krizin belirginleşme aşaması, psikolojik faktörlerin etkisinin en yüksek düzeyde olduğu aşamadır. Finansal karar alıcılar, yeni çözümler üretmeye başlar ancak başarısızlıklarının boyutunun ortaya çıkması sebebiyle çok fazla önlem almaktan kaçınırlar (IMF, 2011: 15-16). Tüketici tarafında, tüketim harcamaları kısılır ve belirsizliğin hakim olacağı dönem karşısında tasarruf yoluna gidilir. Tüketim

talebinin bir anda düşmesi üreticileri, üretimi kısımaya ve küçülme yoluna götürür. Bu da işçi çıkarmalarıyla birlikte işsizlik düzeyinin artmasına sebep olur ve kriz etkisini artırarak devam eder.

Finansal piyasalar, yüksek likiditeden dolayı, krizin belirginleşme aşamasına ilk tepki veren piyasalardır. Günlük ve haftalık kapanışlar bazında üst üste gelen düşüşler, yatırımcıların birikimlerinin erimesine ve panik halinin yayılmasına sebep olur. Yerel para birimi değer kaybeder, yatırımcılar altın ve benzeri finansal varlıklara yönelir. Tüm karar alıcılarda krizden çıkma planları yapılmaya başlanır.

1.3.1.4. Krizin Çözülmesi ve Öğrenme Aşaması

Kriz döngüsü aşamalarının sonuncusu olan çözülme aşaması diğer aşamalara göre çok daha yavaş gerçekleşir. Yeni finansal planlar uygulamaya konulur, azalan nakit akışları arttırılmaya çalışılır. Hasar tespiti yapılır ve öncelikler belirlenir. Neticede kaynaklar kıt ancak krizin etkisinin ardından yaralı piyasalar çoktur.

Ekonomik kriz rekabeti arttırıp ticaret olanaklarını azalttığından, iç talep yoğunluğu krizin aşılmasında itici güç rolü oynar. Örneğin 2007 krizinin ardından dünya ekonomileri halen sıkıntılı günler geçirirken, Asya ülkelerinin yüksek büyüme göstermesi kriz dönemlerinde iç talebin önemini göstermektedir. Nüfus, demografik özellikler, gelenek görenekler de kriz dönemlerinde ülke ekonomilerini ayrıştırabilen özelliklerdir.

Alınan ekonomik önlemlerin ardından bir süre sonra olumlu tepkiler gelmeye başlar ve ekonomi krizden çıkma sinyalleri verir. Krizin çözülmesi süreci çok zaman alıcı ve maliyetli bir süreçtir. Finansal karar sahipleri, krizin bitmesiyle birlikte bir takım davranışsal değişiklikler gösterir ve öğrenme süreci gerçekleşir (Doğan, 2010: 51-61).

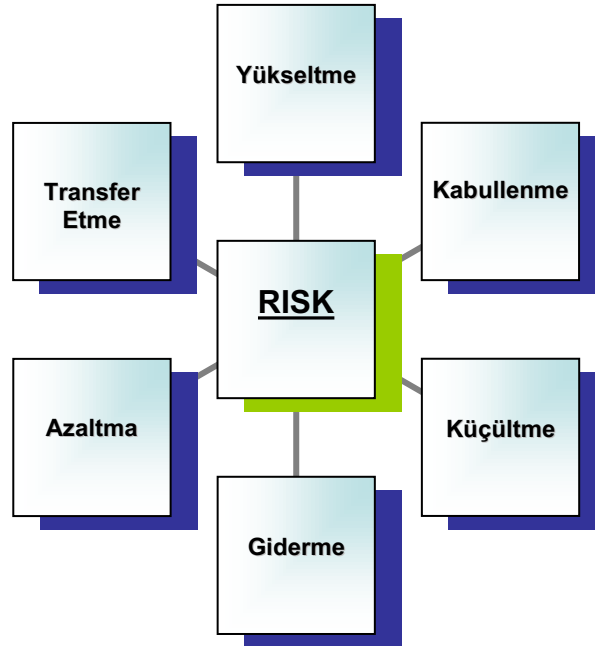
1.3.2. Risk Kavramı ve Risk – Kriz İlişkisi

Genel anlamıyla risk, bir hedeften sapma ve zarara uğrama tehlikesidir (Fischhof, 1984: 128). SPK' ya göre risk, temel olarak yatırım amaçlı kullanılan paranın ileride gerçekleşecek olayların belirsizliğinden dolayı kaybedilme tehlikesidir. Bir başka tanıma göre risk, bir durumun ve ona bağlı sonuçların olasılıklarının çeşitli kombinasyonlarıdır (Usta, 2008: 253-262).

Finansal piyasalarda sıklıkla telaffuz edilen risk kavramı, yönetilmediğinde kriz durumlarına sebep olabilmektedir. Risk yönetimi ise, kabul edilebilir düzeyde alınacak risklerin takip edilmesi ve değişen durumlara karşı yönetilmesidir. Kriz durumuyla risk arasında doğrudan bir ilişki vardır. Alınan risk arttıkça ekonomik kriz yaşama ihtimali de artar. Özellikle bankacılık ve finans sistemi krize girmemek için çeşitli aralıklarla RMD (Riske Maruz Değer) hesaplamaları yapmakta ve değişen piyasa koşullarına göre risklerini yeniden yapılandırma yoluna gitmektedirler.

Yatırımcılar piyasa koşullarına göre korumacı veya agresif risk yaklaşımları arasında denge durumunu bulmaya çalışır. Ekonomik krize karşı korumacı risk yaklaşımları, riski azaltma, giderme ya da transfer etme şeklindedir (Eberlein, 2007: 16-22). Riske duyarlılığı azalan ekonomik birim daha esnek ve sağlam bir yapı kazanmış olacaktır. Şekil 9'da görüldüğü gibi tam tersine, yüksek karlılık karşılığında kriz durumu ihtimalini arttıran risk yaklaşımları ise riski kabullenme veya riski arttırmaktır. Genellikle ekonomik krizin 1. aşaması olan oluşum aşamasında yatırımcılar yüksek riski kabullenmektedirler. Özellikle 3. aşama olan krizin belirginleşmesi döneminde, yatırımcılar riskten kaçma eğilimi gösterir ve piyasalarda yeniden fiyatlamalar oluşur.

Şekil 9: Risk Alma Yaklaşımları



Kaynak: Eberlein, 2007 'den derlenmiştir.

1.3.3. Risk Yönetimi

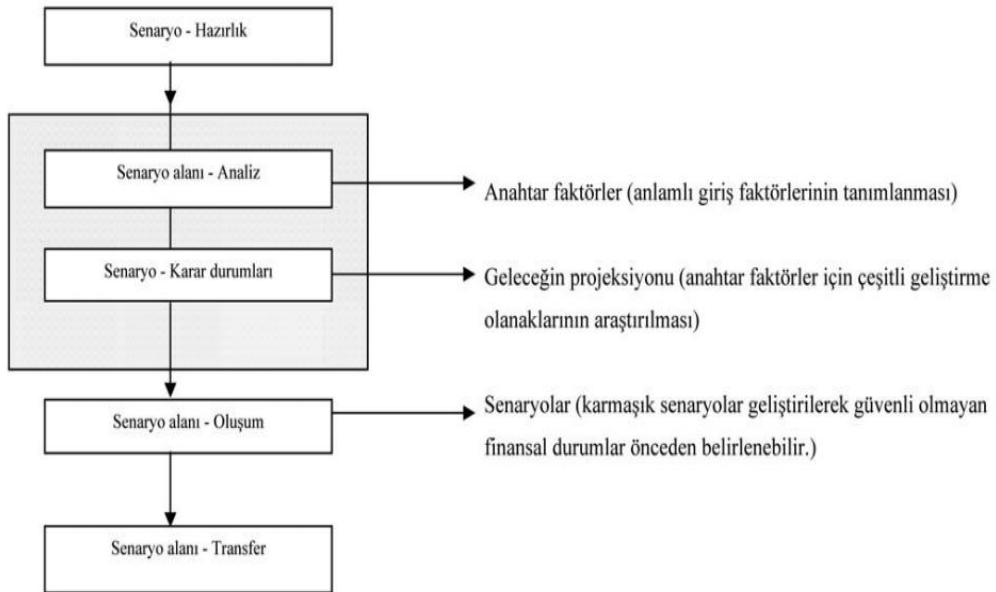
Bankacılık ve finans sektörünün hızlı gelişimiyle birlikte, finansal piyasalarda işlem hacimleri artmış, volatilité yükselmiş ve kriz durumunun oluşması kolaylaşmıştır. 1980 yılından sonra görülen birçok kriz, nedenleri araştırıldıktan sonra öğrenme sürecine katkıda bulunmuş ve risk yönetimi faaliyetlerinin gelişmesinde rol oynamıştır. Basel Komitesi de önceleri bankacılık sistemine yol gösterici nitelikteki çalışmalarını, sonrasında bankaların uyması gereken zorunluluk olarak risk yönetiminin önemini vurgulamıştır.

Risk yönetiminin çok çeşitli teknikleri olmakla birlikte, yeni analiz yöntemleri de her geçen gün oluşturulmaktadır. Burada ekonomik krizler ile önemli bağı olan durum, senaryo analizleri ve strateji – ekonomik yapı ilişkisi ortaya konacaktır.

1.3.3.1. Krize Karşı Durum Analizleri

Tahminleme yöntemiyle gelecekteki durumlara her ne kadar yaklaşılsa da gerçeği bilmek mümkün değildir. Gelecekteki beklenmeyen olası değişimlerin, savunulan teze hangi yönde ve ne derece etki edebileceğinin önceden hazırlanıp yorumlanması durum analizleri ile mümkündür.

Şekil 10: Senaryo Planlaması



Kaynak: Bostancı, Taşınmaz Gelişirmede Risk Analizi, 2008 s. 8

Senaryolar, gelecek alternatif olaylar, gelecekteki durumlar ve de önemli yıkıcı etkilere karşı ön fikirler edinmemizi sağlar (Bostancı 2008: 8). Senaryo analizlerinde amaç olası durumlar karşısında ne derece risk üstlenilmiş olacağına belirlenmeye çalışılmasıdır, yoksa geleceği bilmeye çalışmak değildir.

Şekil 10'daki Senaryo Planlaması örneğine göre senaryo analizlerinde özellikle en iyi durum, en kötü durum ve normal durum olmak üzere 3 durumdaki risk değerleri hesaplanmalıdır. Normal durum, diğer durumlarla kıyaslamak için optimal bir durum olarak tanımlanır. En kötü durum analizi ise, ani bir kriz durumunda sonuçları ne olur sorusunun cevabını taşımaktadır

Tablo 2: Türkiye'nin Petrol İthalatı Ek Yükü Örnek Senaryo Analizi

(% Olasılık)	Durum 1 USD / TL Kur seviyesi	Durum 2 Dolar Bazında Petrol Fiyatı	Durum 3 Türkiye'nin Petrol ithalatından ek yükü
Senaryo 1- İsrail İran'a saldırır (% 30), Türkiye müdahale etmez (%6)	Kur % 20 yükselir	Petrol % 40 yükselir	% 68 yükselir
Senaryo 2- İsrail İrana saldırmaz (%15)	Kur sabit kalır	Petrol % 10 düşer	% 10 düşer
Senaryo 3 – İsrail İrana saldırır, Türkiye olaya müdahale eder (%30 * % 80 = %24)	Kur % 50 yükselir	Petrol % 40 yükselir	% 110 artar
Senaryo 4 – İsrail İran ile sorunu diplomasi yoluyla çözer (%55)	Kur % 10 düşer	Petrol % 10 düşer	% 19 düşer
OLASI ETKİ			% 18.5 Yükselir

Kaynak: Veriler Thomson Reuters'dan derlenmiştir.

Türkiye'nin olası siyasi gerginlik sonucunda, petrol ithalatından üstleneceği ek yükü, Tablo 2.'deki örnek senaryo analizi ile incelenebilir. Kurun yükselmesi ve petrol fiyatlarının dolar bazında yükselmesi birbirinden bağımsız değişkenlerdir

ancak her ikisi de Türkiye'nin petrol ithalat kalemini etkileyen değişkenlerdir. Örnek senaryo analizine göre, Türkiye olası savaş durumuna girmesi halinde petrolü % 110 pahalıya almak durumunda kalabilir. Örnekteki tüm olasılıklarının tahminlenmesiyle birlikte, petrol fiyatlarının Türkiye'ye etkisi % 18.5 olarak belirlenebilir.

Olası senaryoların önceden tahminlenmesi, stratejik planlama ve amaçlar doğrultusunda da büyük öneme sahiptir. Senaryo analizleriyle tahminlenmeyen durumlar gerçekleştiğinde çok daha büyük kriz durumları oluşabilir. Finansal karar sahipleri kriz durumuna karşı planlama yaparken, ekonomik yapısını iyi tanımlamalı ve diğer risk analizi türlerini de hesaba katmalıdır.

1.3.3.2. Ekonomik Yapının Stratejik Olarak Konumlandırılması

Stratejik yönetim, bir yönetsel yapıyı hedeflerine ulaştırabilmek için yapıyı etkileyen tüm kararların oluşturulması, uygulanması ve değerlendirilmesidir. Stratejik planlama ise bir nevi formülasyon safhasıdır. Bir başka tanıma göre stratejik planlama, organizasyonun amaçlarına ulaşmak için gerekli kaynakların elde edilmesi ve dağıtılmasına yön veren misyon, ana amaç, strateji ve politikaları belirleme sürecidir (Kılıç 2006: 79).

Stratejik planlama yapılırken, stratejik amaç – ekonomik yapı ilişkisi çok önemlidir. Stratejik amaçlara ulaşabilmek ancak sağlam bir ekonomik yapı ile mümkündür. Bu nedenle, ekonomik, finansal yapının amaçlarla uyum sağlaması ve stratejik olarak konumlandırılması gerekmektedir. Ekonomik krizlerin ortaya çıkmasının bir sebebi de, ekonomik yapı ve stratejik hedeflerin birbirine uyum sağlamamasıdır. Örneğin, farklı ekonomik yapılardaki AB ülkelerinin tek merkez bankası tarafından yönetilmesi bir uyum sorunu ortaya çıkaracaktır. Almanya'da faizlerin % 2 seviyelerinde, Yunanistan'da % 10 seviyesinde olduğunu düşündüğümüzde, AB merkez bankası tarafından alınacak stratejik kararlar ülkelere birinin stratejik amacına uygun olmayacaktır.

Ekonomik yapının stratejik olarak konumlandırılması gereğince önce amaç belirlenir ve bu amaca uygun bir ekonomik yapı oluşturulur. Türkiye'nin geçmişte birçok ekonomik kriz yaşamasının sebeplerinden birisi de, değişken siyasi iktidarın amaçların değişmesine yol açması ve ekonomik yapının sürekli değişim içinde olmasıdır.

Krizlerle karşılaşmamak için oluşturulabilecek bir korumacı strateji de 'Maksimum Zararı Minimum Düzeyde Tutma' stratejisidir. Bu strateji gereği oluşabilecek sorunların etkisi oluşmadan sınırlandırılır. Örneğin Türkiye gibi petrol ithalat eden ülkelerde, özellikle ithalatın yarısından fazlasının İran ve Rusya'dan alınması ülkemizi petrol krizine karşı duyarlı hale getirmektedir. Ekonomik kriz durumunu önlemek için uygulanacak 'Maksimin Stratejisi'ne göre ithalat yapılan ülkelerin sayısı arttırılıp % ithalat oranı düşürülmelidir. Bu durumda siyasi risk azalmış olacak ve ülke riski azalacaktır.

1.4. KRİZ MODELLERİ

Ekonomik kriz modelleri, ortaya çıkan ekonomik krizlerin araştırılıp sınıflandırılması sonucunda ortaya çıkarılan teorik yaklaşımlardır. Zaman içerisinde mevcut kriz modellerinin oluşan ekonomik krizleri açıklamaya yetmemesi, önce mevcut modellere eleştirilere sonra da yeni kriz modellerinin türetilmesine neden olmaktadır.

1.4.1. Birinci Nesil Modeller

Makro ekonomik göstergelerdeki bozulmaların ekonomik krizlere yol açtığı görüşünü savunan birinci nesil modellerde artan kamu harcamaları bütçe açıklarına sebep olur. Artan bütçe açıkları, para arzındaki artışlar, enflasyon oranlarının yükselmesi, döviz kurlarındaki aşırı değerlenmeler, cari açığın büyük oranlara ulaşması, merkez bankası rezervlerinin azalması ve yüksek iç faiz oranları başlıca makro ekonomik bozukluklardır (Öztürk, 2010: 56).

1979 yılında Krugman, mal piyasalarına istikrar kazandırmaya çalışan mal kurullarındaki mantığın benzerinin, para piyasalarına istikrar kazandırmaya çalışan merkez bankalarına da uygulanabileceğini fark etmiş ve bu konudaki öncü makalesinde, sonradan "I. Nesil Kriz Modelleri" olarak da anılan, "Kanonik Para Kriz Modeli"ni ortaya koymuştur. (Yılmaz, 2005: 89) Krugman Modeline göre, artan kamu harcamalarının etkisiyle oluşan bütçe açıklarının finansmanının para basma yoluyla sağlanması sabit kur sisteminde, kurda yukarı yönlü baskı oluşturur. Sabit kuru korumak için uluslar arası rezervler kullanılır. Rezervlerde uzun süren azalmaların gerçekleşmesiyle, piyasa aktörleri sabit kur dengesinin sonsuza dek sürmeyeceğini düşünmeye başlar ve devalüasyon beklentisi içine girerler. Bu beklentiye sahip

piyasa aktörleri, rezervlerin tükenmesi beklentisinden bir süre önce spekülasyon nedeniyle dövize yönelmeye başlarlar ve bu da spekülatif atakların artmasıyla krize yol açar.

Birinci nesil kriz modelleri, para krizlerinin nedenini genel olarak açıklayabilmekte ancak bazı alanlarda eleştirilere maruz kalmaktadır. Spekülatif ataklar karşısında merkez bankasının sadece rezervleri kullanması, merkez bankasının diğer para politikası araçlarını modelin ihmal ettiğini göstermektedir. Model 80'li yıllardaki krizleri açıklayabilmekte ancak 90'lı yıllar Avrupa krizlerini ve 1997 Asya krizini açıklayamamaktadır. Bu da ikinci nesil kriz modellerinin geliştirilmesine sebep olmuştur.

1.4.2. İkinci Nesil Modeller

Birinci nesil kriz modellerinin 90'lı yıllarda meydana gelen krizleri açıklayamaması ile birlikte yeni görüşler ortaya çıkmıştır. Buna göre makro ekonomik göstergelerde bozulma olmadığı zamanlarda da ekonomik kriz meydana gelebilmektedir (Erdoğan, 2006: 39). Finansal aktörlerin sergileyebileceği tek bir doğrusal davranış modeli yoktur, sergileyebilecekleri birden çok rasyonel davranış vardır yaklaşımı kesin bir sonuç yerine birden çok olası sonuçlar üzerinde durmaktadır.

Avrupa ülkeleri uluslar arası finansman sorunu yaşamamalarına karşın ekonomik krize maruz kalmalarının nedeni, finansal aktörlerin beklenen devalüasyon karşısında spekülatif ataklara neden olmasıdır. Kur dengesini sağlamak ve spekülatif ataklardan korunmak için merkez bankası uluslar arası rezervlerinin dışında, faiz ve diğer para politikası araçlarını kullanarak krizi önleyebilir. Bu durumda karar sahibi olan merkez bankaları, faizleri arttırmanın getirdiği ek maliyetler ile spekülatif ataklar sonucu kurdaki hareketten kaynaklanacak ek maliyetleri kıyaslayıp ülke ekonomisi için diğer faktörleri de göz önünde bulundurarak en verimli yolu bulmalıdır.

Hükümet politikaları, makro ekonomik göstergeler, merkez bankasının finansal tercihleri, finansal aktörlerin ekonomi yönündeki beklentileri kur dengesinin oluşmasını etkileyen değişkenlerdir. Ekonomiyi etkileyen çok sayıda faktörün, birçok olası sonucu olması da 'çoklu denge' kavramını ortaya çıkarmış ve bir ülke ekonomisi için kabul edilebilir birden fazla kur dengesinin olabileceği ortaya atılmıştır. Merkez bankaları, hassas dengelerin oluşturduğu çok değişkenli bir

ekonomik yapının merkezinde konumlandırılmış ve kur rejimleri ile para politikası araçları arasında maliyet – yarar ilişkisi analizlerini tekrarlayarak finansal kararlara varmaktadır.

1.4.3. Üçüncü Nesil Modeller

Mevcut kriz modelleri Asya krizini açıklamaya yetmeyince, Krugman birinci nesil krizleri açıklayan modelini geliştirmiştir. Makro ekonomik sorunları olmayan Asya ülkelerinin yaşadığı krizi açıklamak için farklı kavramlar ve yaklaşımlar geliştirilmiştir.

Akerlof tarafından geliştirilen 'asimetrik bilgi' yaklaşımında, finansal aktörler yeterince bilgi sahibi olmadıklarında rasyonel olmayan finansal kararlar verebilmektedir (Akerlof, 1970: 488-489). Yine Akerlof tarafından ortaya atılan diğer bir kavram 'limon piyasası' kavramıdır. Pazardan meyve alan birisinin, meyvelerin çürük olduğunu bilmesi durumunda ödeyeceği tutar, sağlam meyvelere ödeyeceği tutarın çok altında olacaktır. Diğer taraftan ise, çürük meyvelerin ederinden yüksek bir değere alıcı bulabilmesi de 'ahlaki risk' kavramını ortaya çıkarmıştır.

Yeni nesil kriz modellerinin dayandığı bir görüş bankacılık sektöründe devletin verdiği kamu garantisine dayanır. Normal şartlar altında, bir yatırımcı farklı riskler altında olan bankaların verdiği farklı faiz oranları arasından kendi yatırımcı profiline uygun bir risk – getiri ilişkisi sağlayacak ve yatırım kararı verecektir. Devletin belirli bir miktara kadar, banka mevduatlarına garanti vermesi, yatırımcıların ahlaki risk faktörünü dikkate almamasına ve en yüksek faizi veren devlet garantili bankayı seçmesine neden olabilmektedir. Türkiye'de 2001 krizinin ardından birçok bankanın iflas etmesi TMSF'ye (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) devredilmesi ya da özel bankalar tarafından satın alınmasını yeni nesil kriz yaklaşımlarıyla açıklamak mümkün olacaktır. Bununla birlikte sermaye yeterlilik rasyoları önem kazanmaya başlamış ve Basel kriterleri bir ihtiyat durumundan ziyade bir zorunluluk olarak uygulamaya konmaya başlanmıştır.

Üçüncü nesil ekonomik krizleri Redelet ve Sachs da geliştirdikleri modellerle açıklamaya çalışmışlardır. Bu modele göre krizin nedeni banka panikleridir. Bankalar döviz cinsinden kısa vadeli borçlanır, ulusal para cinsinden uzun vadeli kredi verirse vade uyumsuzluğu ve kur riski problemleri ile karşı karşıya gelecektir (Öztürk, 2010: 59). Yüksek miktarda kur riski yöneten bankalar, döviz kurunda oluşan küçük bir istikrarsızlığın ardından yabancı para alımına geçmekte ve krizi

tetikleyebilmektedir. Yüksek miktarda finansal kaldıracıya sahip bankacılık ve finans sisteminin döviz kurundaki spekülasyonlara karşı hassas davranıp, ekonomik krize neden olabilmesi aslında şirket bazında yapmakta oldukları Riske Maruz Değer (RMD) hesaplamaları ve risk yönetiminin bir sonucudur.

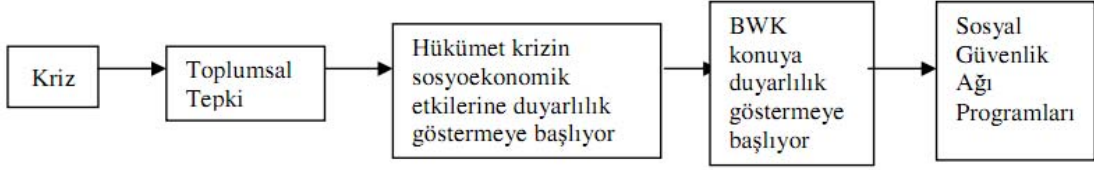
Krugman'a göre, varlık piyasasındaki aşırı dalgalanmaların ekonomik krizlere sebep olabileceği Asya krizinde ortaya çıkmıştır. Yabancı sermaye teşvikleriyle sermaye piyasalarının aşırı yükselme kaydetmesi, finansal kesimi uluslar arası şoklara duyarlı hale getirmiştir. Kriz beklentisiyle bankaların kredi hacmini daraltıp, likit pozisyonları arttırmaya başlaması domino etkisi ile sermaye piyasalarının düşmesine sebep olmakta ve kriz durumunu oluşturmaktadır. Son olarak sermaye piyasalarındaki sert hareketler merkez bankalarının finansal müdahaleye zorunlu kılmaktadır.

1.5. EKONOMİK KRİZİN ETKİLERİ

Ekonomik krizler bir ülkeye birçok problemi de beraberinde getirmektedir. Krizlerin etkileri sadece ekonomik değil, aynı zamanda sosyal ve kültürel alanlara da yayılabilmektedir. Bu etkiler, sağlık ve eğitim başta olmak üzere çeşitli sosyal hizmet alanlarında, işsizlik ve reel ücretler gibi önemli işgücü piyasaları göstergelerinde ve bunlara da bağlı olarak yoksulluk ve gelir dağılımı gibi önemli alanlarda derin izler bırakan etkiler yaratmaktadır (Koyuncu, 2004: 2). Krizle birlikte birçok alanda sorunlar oluşmaya başlar ve geleceğe yönelik olumlu beklenti yerini karamsar havaya bırakır.

Ekonomik anlamda krizin etkileri, gayri safi hasılda düşüş, yerel paranın değer kaybetmesi, cari açığın büyümesi, işsizlik artışı ve maaşlar genel seviyesinde düşüş olarak görülebilir. Üretim tarafında, yatırımlar azalır, kredi olanakları daralır, likidite sıkıntısı görülmeye başlar ve üretimde azalma meydana gelir. Tüketici tarafında ise, tüketim harcamaları hızla düşer ve ekonomideki büyüme yerini, negatif büyümeye bırakır. Pushan Dutt, Paddy Padmanabhan'a göre finansal bir krizin gelişmekte olan ülkelerdeki tüketiciler üzerindeki etkisi, gelirden oluşan kaybın etkisinden büyüktür ve bunun düzelmesi zaman almaktadır (Hüsnüoğlu, 2010: 199).

Şekil 11: Kriz Sonrası Dönem: Toplumsal Tepkilerden Sosyal Güvenlik Ağlarına Uzanan Tepkiler Zinciri



Kaynak: Koyuncu, Kısa Dönem Krizlerin Sosyo Ekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri, 2004: 5

Ekonomik krizin ardından toplumun ekonomik davranışlarını etkileyen psikolojik faktörlerde değişme meydana gelir. Tüketim harcamalarının birden düşmesi, tasarrufa yönelmesi, ikamesi mümkün mallara harcamanın kısılması bunlara örnek gösterilebilir. Sermaye piyasalarındaki hızlı düşüşün ardından, alımların gelmemesi de ekonomik krizlerde zarar uğrayan yatırımcıların riskli yatırım enstrümanlarını terk etmesine ve yatırımcı davranışlarının değişmesine neden olmaktadır (Doğan, 2010: 6). Varlık fiyatlarının hızla düşmesine neden olan psikolojik faktörler finansal varlık değerlendirme modellerine göre 'Negatif Fiyatlama'ya sebep olabilmekte, bir varlığın ederinden daha ucuza işlem görmesine rağmen talep gelmemesine sebep olabilmektedir.

Kültürel faktörler krizin etkilerini belirlemektedir. Gelenek görenekler, inançlar, beklentiler, dayanışma olgusu gibi kavramlar ekonomik krizlerin ülke ekonomisi üzerindeki etkilerini etkileyebilmektedir. Örneğin batı kültürünün hakim olduğu ülkelerde ekonomik krizin etkileri belirli kesimlerde hissedilmekte ilken, dayanışma olgusunun daha yaygın olduğu doğu ekonomilerinde krizin etkileri daha tabana yayılma eğilimi göstermektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA VE TÜRKİYE' DE EKONOMİK KRİZLER

Bu bölümde, Dünya'da ve Türkiye'de ekonomik krizler tarihi incelenmiştir. Ekonomik krizler, 1929 öncesi, 1929 Ekonomik Buhranı ve sonrası şeklinde incelenmiştir. 1980 yılından sonra finansal serbestleşmenin etkisiyle dünya genelinde artan ekonomik krizler incelenmiş ve son olarak küresel çapta etki gösteren 2007 ABD Mortgage Krizi ve sonrasında AB'de yaşananlar ayrı bir başlık halinde incelenmiştir. Türkiye ekonomik krizler tarihinde bir çok ekonomik kriz yaşanması sebebiyle, krizler görece önemli ve daha az önemli ekonomik krizler çatısı altında incelenmiştir. 2007 Mortgage krizinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri araştırılmış ve Türkiye'nin küresel krizdeki ekonomik konumu ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır.

2.1 DÜNYADA EKONOMİK KRİZLER TARİHİ

2.1.1. 1929 Öncesi Ekonomik Krizleri

Merkantilizm dönemde iktisadi düşüncenin altın stoku fazlalığına dayanması, piyasadaki para miktarının artışına neden olmuş, bu para arzı fazlalığıysa yerkürenin önemli bir bölümünde fiyatlar genel seviyesinde yükselmelere yol açarak, ekonomik istikrarın bozulması sonucunu doğurmuştur (Acar, 2009: 8).

Ekonomik krizlerin tarihine bakıldığında, dünyanın ekonomik kriz kavramını benimsediği 1929 krizinden önce de yaşanan çeşitli krizler görülmektedir. Bunlar genellikle borsaların çökmesi ya da çeşitli malların fiyatlarında yaşanan spekülasyonlar sonucu meydana gelen krizler olmuştur. Ayrıca yapılan savaşların ekonomik maliyetleri de krizlerin gerçekleşmesini tetiklemiştir. Tablo 3'den anlaşılacağı gibi ilk ekonomik kriz olarak gösterilen olay 1637 yılında Hollanda'da Lale piyasasında yaşanmıştır. Lale fiyatları çok kısa bir zaman içerisinde hızla yükselmiş ve Lale çılgınlığını getirmiştir. Ardından lalelere talep azalınca fiyatlar bir anda çakılmıştır.

Tablo 3: Ekonomik Krizler Tarihi Kronolojisi 1637 -1929

1637 - Hollanda'da Lale piyasasındaki spekülasyonun sonucu doğan kriz
1720 - Fransız ve İngiliz borsaları krizi
1797 - İngiltereden kaynaklanan ve dünyaya yayılan kriz
1810 - İngiltere kaynaklı dünya krizi
1819 - ABD nin ilk büyük krizi
1825 - Latin amerikadaki spekülasyonlar yüzünden Londra borsasının çökmesi
1836 - ABD deki gayrimenkul sektöründe yapılan spekülasyonlar sonucu oluşan dünya krizi
1847 - Demiryolları şirketlerinin hisse fiyatlarının göçmesiyle doğan dünya krizi
1857 - ABD nin iç savaşı yüzünden çıkan dünya krizi
1866 - Demiryolları spekülasyonu sonucu oluşan kriz
1873 - Viyana borsası çöktü ve ortaya çıkan kriz dünyaya yayıldı
1882 - Fransada Union Generale battı ve bankalar krizini doğrdü, dünyaya sıçradı
1890 - İngilterede bankalar krizi arjantine yapılan spekülatif yatırımların sonucu ortaya çıktı
1907 - ABD de bankalar krizi dünyaya sıçradı
1921 - Emtia fiyatları göçtü
1923 - Almanyada hiperinflasyon kriz başlattı
1929 - ABD de başlayan dünya krizi

Kaynak: Plato Data'dan derlenmiştir. www.web.platodata.com.tr (05.03.2012)

2.1.2. 1929 Ekonomik Buhranı

Birinci Dünya Savaşı'ndan çıkan dünya ekonomisi bir taraftan toparlanmaya çalışırken, uluslar arası ilişkilerin bozulmasından dolayı da uluslar arası ticaret olumsuz görünüm seyretmekteydi. Bozulan ilişkilerin yanı sıra, üzerinde birçok farklı görüş olmasına rağmen, 1929'da ortaya çıkan ve etkisinin 1930 ve 1931 yıllarında da hissedildiği ekonomik buhranın ortaya çıkış sebebi Amerika finansal sistemi merkezlidir (Romer, 2009: 1). Amerika'da oluşan kriz daha sonra diğer ülkelere de yayılarak uluslar arası bir boyut almış ve günümüzde meydana gelen Mortgage Krizi'ne kadar dünyanın yaşadığı en büyük ekonomik kriz olarak gösterilmektedir.

Bankaların ve aracı kurumların piyasayı etkileyebilecek güçte olmalarının yanında henüz oluşturulmamış finansal denetim ve düzenleme mekanizmasının eksikliği, ABD piyasalarında 1928 – 1929 yıllarında görülen aşırı yükselişleri tetiklemiş ve spekülasyon yapılmasını kolaylaştırmıştır. Bununla birlikte orta gelirli Amerikalılar tasarruflarını ABD borsasında değerlendirmeye başlamıştır. Ancak 'kara perşembe' olarak anılan 24 Ekim 1929 günü New York borsası yarıya yakın bir düşüş sergileyerek, krizin çıkış noktasını oluşturmuştur ve 346 bankanın batmasına sebep olmuştur (Apak, 2009: 3). Bu ani düşüşün nedeni, bir önceki yılda görülen aşırı yükselişlerin yanında oluşturulan sıkı para politikasından dolayı yatırımların azalmasıdır.

Uluslar arası ilişkiler, Birinci Dünya Savaşı'nın etkileri geçmediği için halen gergin haldeydi. Bununla birlikte oluşan krizin ardından ABD'nin uygulamaya koyduğu ithalatı azaltıcı önlemler durumun uluslar arası bir krize dönüşmesini tetiklemiştir. Dolayısıyla ABD'de ortaya çıkan ekonomik krizin ardından, diğer ülkelere yayılan ekonomik kriz konusunda ülkeler 'kendini kurtarma çabası' içerisine girmiştir ve uluslar arası rekabetin daha da körüklenmesine sebep olmuştur. Böylece uluslar arası ticaret durma noktasına gelmiştir ve ekonomik krizden çıkış için her ülke kendi yolunu bulmaya çalışmıştır.

Kur dengesinin 'Altın Standardı'na dayanması ekonomik krizin ardından ülkeleri esnek ekonomik politika yönünden sıkıntıya sokmuştur. Nitekim o zamanlar uluslar arası finans sisteminde güçlü konumda olan İngiltere, altın standardından çıkan ilk ülke olmuştur ve para birimi olan poundu devalüe etmiştir (Eichengreen, 2002: 13-19). İngiltere'nin düşük kur avantajıyla ekonomik durumunu toparlamaya başlaması diğer ülkeleri de devalüasyona götürmüş ve adeta devalüasyon yarışı ortaya çıkmıştır. Altın sisteminden çıkış ve devalüasyon ülkelerin krizden çıkışına yardımcı olduysa da aralarındaki yüksek rekabet uluslar arası belirsizlikleri arttırmış ve krizin uzamasına sebep olmuştur.

Avrupa ülkelerinde de krizin etkileri zamanla derinden hissedilmeye başlanmıştır. Ekonomisi dışa kapalı olan Fransa'nın sanayisi, 1929 Ekonomik Buhranı'ndan etkilenmiş bu da işsizliği arttırarak Fransa ekonomisini zora sokmuştur. Korumacı politika izleyen Fransa ekonomisi krizin etkilerini daha geç hissetmiş ancak krizden de daha zor çıkmayı başarabilmiştir.

Tablo 4: Ekonomik Buhranı Kapsayan Dönemde Yıllık Büyüme Oranları

Ülkeler	Büyüme Oranı (1925-1938)
Fransa	0,4
Almanya	3,6
İtalya	1,1
İngiltere	1,5
ABD	0,4

Kaynak: Erdal İnce, 1929 Ekonomik Buhranı'nın Almanya'daki Etkisi ve Bu Etkinin İzmir Finans Piyasasına Yansıması, 2008, s. 301

Almanya ise, Birinci Dünya Savaşı'nı kaybetmesinin ardından imzaladığı Versay Antlaşması sömürgelerinden vazgeçerek, kazanan ülkelere tazminat ödemek zorunda kalmıştır. Savaş maliyetlerinin ardından ekonomik krize karşı zayıf durumda olan Almanya ekonomisini canlandırmak için kurtarma paketleri planlanmıştır. Avusturya ile gümrük birliği imzalamak isteyen Almanya, Fransa'nın karşı çıkması sonucu bu birliği gerçekleştirememiştir. Ardından Amerika'nın alacaklarını tahsil etmesine yönelik Almanya ekonomisini canlandırmak adına oluşturulan 1924 Dawes ve 1929 Young planları da bir işe yaramamıştır. Sürekli değer kaybeden para birimi halkın fakirleşmesine yol açmıştır. Yönetimin değişmesiyle birlikte Hitlerin başa gelmesinin ardından Versay Antlaşması'nı tanımadığı belirtmiş ve tazminatları ödemeyi durdurmuştur.

İngiltere'de ise ABD'nin uyguladığı ithalata yönelik korumacı politikalar etkisini göstermiş ve makro ekonomik göstergelerde bozulmaya sebep olmuştur. İhracatı % 33 oranda düşen İngiltere para birimini devalüe ederek altın standardını terk etmiştir. Bu tutum İngiltere'nin uluslar arası ticaretteki rekabet avantajını yeniden elde etmesine, gelirlerinin artmasına ve ekonomisinin toparlanmaya başlamasına sebep olmuştur.

1929 Ekonomik Buhranı ile en büyük ekonomik sıkıntıyı krizin başlangıç noktası olan ABD, bu ülke ile yoğun ekonomik ilişki içerisinde olan Kanada ve Birinci Dünya Savaşı mali sıkıntılarını çözemeden ekonomik buhranla karşılaşan Almanya yaşamıştır. Sonrasında dolaylı olarak uluslar arası ticaret göz önüne bulundurulduğunda Polonya ve Amerika Kıtasındaki diğer ülkeler de ekonomik küçülme yaşamıştır. Tablo 5'de görüleceği üzere, 1929 ekonomik buhranı, özellikle İsviçre ve Danimarka gibi kuzey ekonomilerine çok derin etkiler yaratmamıştır. Bunun

temel nedeni güçlü ekonomik yapısı bulunan kuzey ülkelerinin aynı zamanda coğrafi konumu nedeniyle dış ticaretinin büyük bir kısmının birbirleri arasında gerçekleşmesi ve uluslar arası ekonomik konjonktürden çok fazla etkilenmemesidir. Tablo 5'e bakıldığında aynı etkiyi ekonomik krizin ardından sadece %8.5 küçülen Japonya ekonomisinde görmek de mümkündür.

Dünyanın gördüğü en büyük ekonomik buhran olarak anılan 1929 krizi ile ilgili birçok araştırma yapılmıştır, yapılmaktadır. Harvard Üniversitesi'nden Robert J. Barro ve Jose F. Ursua'ya göre, hisse senetleri piyasasındaki belli bir miktardaki düşüş, belirli bir güven aralığında ekonomik krize girme ihtimali hakkında bilgi verebilir. Yaptıkları çalışmada 30 ülkenin uzun dönemli ekonomik göstergeleri ve borsa performansları incelenmiş ve borsanın kümülatif reel getirisine göre krizin ulusal boyutta ya da uluslar arası çapta olabileceğinin mümkün olabileceğini ortaya koymaya çalışmışlardır (Barro, 2009: 28). Yine bu çalışmaya göre Wall Street endeksindeki değişim büyük çaptaki ekonomik krizlerin önemini önceden gösterir niteliktedir.

Tablo 5: 1929 Bunalımı Sonrasında Tepe Noktasına Göre Sanayi Üretimindeki Düşüşler

Ülkeler	Düşüş %
Amerika	46,8
İngiltere	16,2
Almanya	41,8
Fransa	31,3
Kanada	42,4
İtalya	33
İsveç	10,3
Danimarka	16,5
Polonya	46,6
Japonya	8,5

Kaynak: Berkeley University, Great Depression, 2003 çalışmasından derlenmiştir.

2.1.3. 1933 – 1980 Dönemi Ekonomik Krizleri

Dünya tarihinin gördüğü en büyük iki ekonomik krizden biri olan 1929 buhranının ardından elli yıl kadar süren dönemde ekonomik krizler daha seyrek görülmüştür. Bu dönemde belli başlı sayılabilecek krizler, 1966 Amerika Krizi ve

1973 Petrol Krizi'dir. İkinci Dünya Savaşı'nı da kapsayan bu dönemdeki küçüklü büyüklü krizler daha çok ulusal çapta gerçekleşmiş ve diğer ülkelere etkileri sınırlı olmuştur.

2.1.3.1. 1966 Amerika Kredi Krizi

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından 1950'li yıllarda ekonomi düzelmeye başlamış, faiz oranları % 4.5 seviyelerine gerilemiş ve işsizlik düşüş göstererek %3.8'lere gelmiştir. Kapasite kullanım oranları %91.6 ile savaş sonrası dönemde rekor düzeylere gelmiştir (Wolfson, 1994: 38). Ancak gerek şirketlerin gerekse ABD devletinin borç yapısına bakıldığında, borçların çoğunluğunun kısa vadeli olması sıkıntı yaratabilecek konumdaydı. 1950'li yılların sonlarında, 1960'ların başında şirketlerde yatırım harcamaları da azalmaya başlamıştır ve bu düşüş 1964 ve 1965 yıllarında hızlanarak devam etmiştir.

Finansal piyasalarda ise 1961 – 1965 yılları arasında sürekli ve aşırı bir yükseliş gerçekleşmiştir. Fiyatların yükselmesine karşın, şirket karlarının erimeye başlaması çelişki yaratmaya başlamış ve faizlerin yükselmesine sebep olmuştur. Şirketlerin stok yatırımlarında artışlar başlamış ancak talepte herhangi bir değişme olmamıştır.

Piyasanın likidite durumuna bakıldığında ise, 1965 yılında konut kredilerinde gözle görülür bir azalma meydana gelmiş ancak şirket bazında krediler artarak devam etmiştir. Bilançoların kötüleşmeye başlamasıyla birlikte bankalar, batık kredilerin oranını sınırlamak için kredi koşullarını sıkılaştırmış ve eski kredileri de geri çağırmaya başlamıştır. Bununla birlikte, Amerika'da kredi pazarı 1966 yılı 3.çeyreğinde % 25 düşüş göstermiş, 4. çeyrek sonunda ise düşüş %44'lere ulaşmıştır (Wolfson, 1994: 41). Krediden yoksun şirketler, ellerindeki fazla stokla birlikte hepten likidite krizine girmiştir.

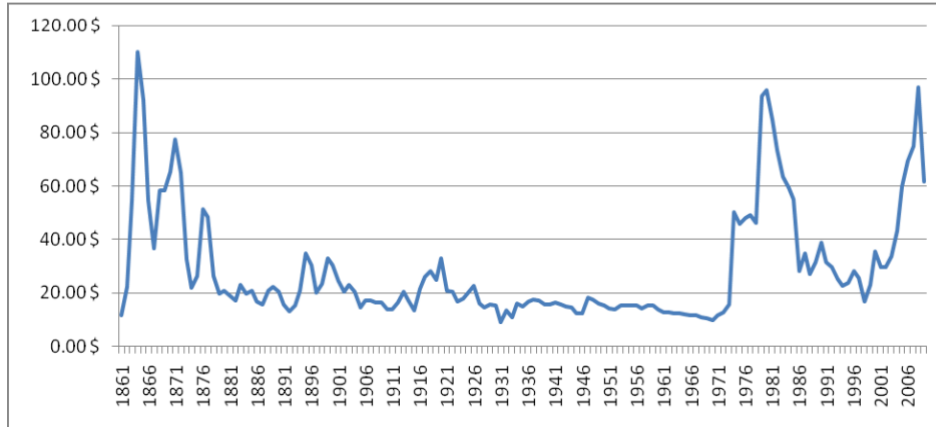
1966 yılında krizin patlak vermesinin ardından bankalar likidite pozisyonlarını dengelemek adına ellerindeki devlet tahvillerini satmaya başlamıştır. Bunun üzerine FED bütün bankalara mektup göndererek devlet tahvillerini satmamalarını ve kredi piyasasını daraltıcı tavır sergilememelerini istemiştir. Hemen ardından vergileri indirerek para politikasını gevşetmiş ve krizden çıkışın görünmesini sağlamıştır.

2.1.3.2. 1973 Petrol Krizi

Petrol ihraç eden ülkeler, ABD ve Hollanda petrol şirketlerinin baskılarına karşı koyabilmek adına birleşerek 14 Eylül 1960 tarihinde OPEC'i (Organization of Petroleum Exporting Countries) kurmuşlardır. Bu örgütün kurulmasının amacı petrol ihracatçısı ülkelerin, petrol üretim seviyesini belirleyebilmesi, dolayısıyla batılı ülkelere karşı rekabet avantajı elde etmesi ve ihracat gelirlerini arttırabilmesidir. Diğer taraftan ise 15 Ağustos 1971'de ABD altın borsasında tek geçerli değişim birimi olan ABD doları olarak belirten Bretton Woods Antlaşmasından çekildiğini açıklamıştır (Boughton, 2009: 45). 1944 yılından beri altın fiyatlarına bağlı olan Amerikan doları dalgalı kura geçmiş ve bunun ardından diğer gelişmiş ülkeler de dalgalı kur sistemini benimsemiştir. Dalgalı kur sistemiyle birlikte Amerika para basmaya başlamış ve doların değeri gerilemeye başlamıştır.

Değeri düşen USD ile birlikte gelirleri azalan petrol ihracatçısı ülkeler petrol fiyatlarını altın değerine göre hesaplanacağını bildirmesi ve petrol arzını kısıcaklarını açıklamasıyla birlikte petrol krizi kendini göstermiştir. 1973 yılında, Suriye ve Mısır ile İsrail arasında yaşanan Yom Kippur Savaşı, petrol krizinin çıkış noktası olmuştur. (Uysal, 2011: 10)

Şekil 12: Dünya Petrol Fiyatlarının Seyri



Kaynak: BP Statistical Review of World Energy June 2010, <http://www.bp.com> (15.01.2012)

Arap ülkeleri – İsrail savaşının, petrol fiyatlarını yükseltmeye başlamasının yanında; Arap ülkelerinin, İsrail'e verdiği destek yüzünden ABD'ye petrol ambargosu koyduklarını açıklaması petrol fiyatlarının yükselişine hız katmıştır. Şekil 12'den anlaşılacağı üzere petrol fiyatları 1971 – 1975 yılları arasında 7 kata yakın artmıştır.

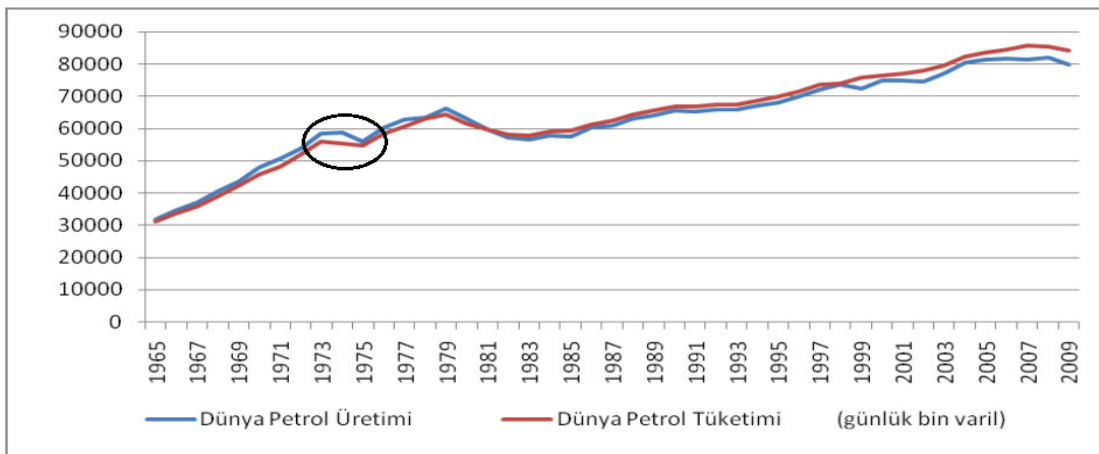
Hollanda'nın İsrail'e silah yardımı etmesini gerekçe gösteren Arap ülkeleri Hollanda'yı da petrol ambargosuna dahil etmişlerdir. OPEC ülkeleri fiyatı arttırmak için petrol arzını kısımaya başlamış ve dört aylık dönemde petrol fiyatı varil başına 3 Amerikan dolarından 13 Amerikan dolarına yükselmiştir (İşcan, 2010: 609).

Dünya Bankası ve IMF gibi kurumlar, aşırı yükselen petrol fiyatları karşısında ekonomik kriz tehlikesi yaşayan gelişmekte olan petrol ithalatçısı ülkelere kredi vermeye başlamıştır. OPEC' in çeşitli sebeplerden dolayı üretim kotası koyması da ekonomisi petrole dayalı ülkeler için önemli bir deneyim olmuştur ve petrol fiyatlarının hassasiyeti konusunda örnek teşkil etmiştir.

Petrol fiyatlarındaki aşırı yükselişle meydana gelen bu krizin finansal piyasalara etkisi çok sürmemiştir ve gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkelerin finansal piyasalarında düşüş başlamıştır (Reinhart, 2010: 28). Petrol fiyatlarının finansal piyasalar üzerindeki etkisi kaçınılmaz olmuştur. Petrol fiyatındaki bir artış tüketim, yatırım ve hisse senedi fiyatları üzerinde negatif bir etkiye neden olabileceğinden, tüketim, harcanabilir gelirin düşmesi ve yatırımlar maliyetlerin yükselmesi nedeniyle azalabilmektedir (İşcan, 2010: 611)

1973 yılında yaşanan petrol krizi, petrol temelli krizlerin yakın tarihte ilki olup bu alanda daha birçok krizin yaşanmasına örnek olmuştur. Ülkelerin petrol hammaddesine olan kaçınılmaz ihtiyacı ve petrolün bir siyasi güç unsuru olarak kullanılmaya başlaması da, günümüz ekonomisinde petrolün önemini arttırmakta ancak ekonomik istikrar konusunda sıkıntıların doğabileceği konusunda izlenim vermektedir.

Şekil 13: Dünya Petrol Arz ve Talebi



Kaynak: BP Statistical Review of World Energy June 2010, <http://www.bp.com> (15.01.2012)

2.1.4. 1980 Sonrası Ekonomik Krizler

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından dışa kapalı ekonomiler, 1980 yılından itibaren dışa açık büyüme modeline dönmeye başlamıştır. Küreselleşme ve finansal serbestleşme ile birlikte ülkeler ürettiklerini dış pazarlara rahatlıkla satabilmeye başlamıştır ve bu da ekonomik sistemlerin değişmesiyle birlikte görülen kriz sayısında bir artış meydana getirmiştir.

Diğer taraftan, 1980'lerde Washington Uzlaşması politikaları doğrultusunda ve özellikle IMF aracılığı ile tüm dünya geneline yayılan finansal liberalizasyon ve küreselleşme sürecinin meydana getirdiği uluslar arası finansal mimari yapıda, para krizlerinin sıklığının arttığı ve dolayısı ile finansal küreselleşme ile para krizleri arasında bir ilişki olduğu önceleri kısık sesle ama günümüzde açıkça dile getirilen bir yargıdır (Kaya, 2005: 2).

2.1.4.1. Latin Amerika Krizi

Finansal serbestleşmenin hız kazanması, ekonomik yapıların değişmesine neden olmuş ancak gelişmekte olan birçok ülke gibi Latin Amerika ülkeleri de yeterince düzenleme yapamamış ve küreselleşmeye hazırlanamamıştır. Bu da 1980'li yıllarda Latin Amerika ülkelerinin ekonomik yapılarının birbirinden çok farklılaşmasına yol açmıştır. Finansal denetim mekanizmasının gelişmemesi de dolaşım hızı artan sermaye karşısında ülkeleri kırılğan hale getirmiştir.

Arjantin, Brezilya, Şili ve Uruguay gibi ülkelerde bankacılık sektörü önemli derecede dengesizlikler buldurmasına rağmen biraz daha gelişmiş bir ekonomi gözlemlenmiştir; ancak Bolivya, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, Nikaragua, Peru ve Venezuela da ise finansal sektör baskı altında tutulmuş, faiz oranları kontrol edilmiş, kredi tesisi devlet tarafından gerçekleştirilmiş, sermaye hareketleri sınırlandırılmıştır (Güloğlu, 2002: 5). Devletin ekonomik alanlardaki baskıcı tutumu ve yeterli düzenlemelerin olmaması bu ülkelerde finansal sistemin gelişmemesine neden olmuştur.

Latin Amerika ülkelerinde o dönemlerde görülen yüksek enflasyon, yatırımcıları döviz yatırımına yöneltmiştir. Ayrıca devlet tarafından kontrol edilen finansal sistem rasyonel yönetilmediğinden ekonomide bir gelişmeyi, kalkınmayı sağlayamamıştır. Diğer bir deyişle, 1980 öncesinde devletlerin kredi tahsislerini

gerçekleştirmesi ise mevcut kaynakların üst düzey yöneticilerin tanıdıklarına ve bu kişilerin tercih ettikleri sektörlere aktarılmasına yol açmış, verimli olup olmadığı karşılığında herhangi bir yatırım yapıp yapılmayacağı araştırılmadan verilen krediler belirli bir kesimin refah artışından öte bir yarar sağlamamıştır. (Aktaş, 2010: 30)

Devlet tarafından mevduatlara verilen garantiler de bankalar tarafından kötüye kullanılarak ahlaki riskin artmasına neden olmuştur. Bankaların kredi portföyleri hakkında bilgi verme zorunluluğunun minimum düzeyde olması ya da hiç olmaması, yerli ya da yabancı bağımsız denetleme kurumlarınca bankaların denetlenmemesi, mevduata verilen garantiler nedeniyle bazı holding bankalarının topladıkları kredileri kendi bünyelerindeki şirketlere usulsüzce aktarmaları, şüpheli alacak karşılıklarının düşük olması ve benzeri nedenler yüzünden verimsiz kredilerin (nonperforming loans) oranı %20'lere yükselmiştir. (Öztürk, 2010: 90). Bu da mali sistemdeki firmaların bir bir iflasına neden olmuş ve özellikle iflas eden bankalar için ya likidasyon yoluna gidilmiş ya da yabancı finans kuruluşları tarafından çok düşük fiyatlardan satılmasına neden olmuştur.

Latin Amerika krizinden en çok etkilenen ülkeler Arjantin, Şili ve Kolombiya'da makro ekonomik göstergeler bozulmuş, enflasyon yükselmeye başlamış ve yabancı sermayenin ülkeden çıkışı hızlanmış bu da para krizlerine yol açmıştır. Krizden çıkabilmek adına yapılmak istenen finansal reformlar için gereken sermaye IMF'den borçlanma yoluyla elde edilmiş ancak dünya genelindeki düşük likidite sebebiyle Latin Amerika ülkelerini % 50 ile % 200 arasında değişen enflasyona maruz kalmışlardır (Öztürk, 2010: 91). Alınan bu kredilerle uzun vadeli istihdamı arttırmaya, cari açığı azaltmaya ve yüksek büyüme sağlamaya yönelik finansal planlar yapılmıştır. Özellikle Arjantin, Şili ve Uruguay, faiz oranlarının serbest bırakılması, devletin kredi tahsis politikasını terk etmesi, yabancı yatırımların önündeki engellemelerin kaldırılması ve sıkı bir denetim mekanizması oluşturulması, enflasyonu önlemek için döviz kurundaki değişimleri önceden gösteren 'tablitas' adındaki takvimlerin oluşturulması yönündeki atılan adımlarla ekonomik krizden çıkışı sağlamaya çalışmışlardır.

2.1.4.2. 1994 Tekila Krizi – Meksika

Meksika ekonomisi ulusal paranın ABD para birimine sabitlendiği, finansal istikrarın yaygın olduğu 1955 – 1970 döneminin ardından, petrol kriziyle birlikte,

petrol ihracatçısı konumundaki Meksika'nın gelirleri artmış ancak ülkede finansal disiplin bozulmaya başlamış ve bu da ulusal paranın değerlenmesine yol açmıştır.

Yüksek kamu borcu, artan enflasyon ve faiz oranlarına maruz Meksika 1982 yılında yaşadığı borç krizi ve üç yıl süren ekonomik durgunluğun ardından 1985 yılında ikinci bir kriz yaşadığında, hükümet uygulanmakta olan müdahaleci politikaların sonuç vermediğine ve ekonominin temeline yönelik reformların gerekli olduğuna karar vermiştir (Hacıhasanoğlu, 2005: 21). Özelleştirmeleri hızlandırmış, para birimini devalüe etmiştir. Dış borcunu yeniden yapılandırarak IMF ile sıkı mali disiplin içeren bir program imzalanmış, yine IMF önderliğinde ticari serbestleşme politikaları uygulanmıştır.

Tablo 6: Meksika Ekonomik Göstergeleri (1987 - 1998)

	NOMİNAL KUR ORANI	REEL KUR ORANI	TİCARET DENGESİ (milyar USD)	CARI İŞLEMLER DENGESİ (milyar USD)	TİCARET DENGESİ (%GSMH)	CARI İŞLEMLER DENGESİ (% GSMH)	CPI ENDEKSİ	ENFLASYON	KREDİ FAİZİ ENDEKSİ	ORTALAMA FONLAMA ORANI	MEKSİKA BORSA ENDEKSİ YILSONU
1987	100	100	9	4.3	6.1	2.9	100	160%	100	95%	105
1988	161	130	3	-2	1.7	-1.1	214	114%	168	68%	211
1989	176	130	0	-5.8	0	-2.6	257	20%	242	45%	419
1990	200	138	-1	-7.5	-0.4	-2.9	326	27%	332	37%	629
1991	213	153	-7	-14.6	-2.2	-4.7	399	22%	407	23%	1431
1992	218	167	-16	-24.4	-4.4	-6.7	461	16%	484	19%	1760
1993	220	178	-13	-23.4	-3.2	-5.8	506	10%	573	19%	2602
1994	239	144	-18.5	-29.7	-4.4	-7	541	7%	662	16%	2376
1995	453	108	7.1	-1.6	2.5	-0.6	731	35%	961	45%	2778
1996	536	133	6.5	-2.3	2	0.7	982	34%	1256	31%	3361
1997	559	155	0.6	-7.4	0.2	-1.9	1185	21%	1497	19%	5229
1998	698	146	-6.1	-15.7	-1.5	-1.5	1374	16%	1812	21%	3959

Kaynak: Volkan Kubalı, Ankara Üniversitesi, Kamu Yönetimi Dünya Dergisi, 2000: 2

1987 yılından itibaren, ülke ekonomisinin rekabet gücünün artırılması, özelleştirme ve liberalizasyon, sıkı bir maliye politikası ve adıyla anılan hükümet, özel sektör ve sendikalar arasında imzalanan döviz kuru ve ücret artışlarını belirlemek için yapılan Pacto (the Pact for Economic solidarity) sözleşmesini içeren, temel hedefi %159'larda seyreden enflasyonu düşürmek olan yeni bir reform programı oluşturulmuştur (Hacıhasanoğlu, 2005: 23). Bu reform programı enflasyonun düşüşünü sağladıysa da döviz kuru politikasında görülen istikrarsızlık kur dengesi kısmına sıkıntı yaratmaya başlamıştır. Tamamıyla sabit kur sistemi ile başlayan kur politikası Tablo 7'de belirtildiği üzere Meksika Merkez Bankası tarafından sıklıkla değiştirilerek kısa süreli sermaye hareketlerinin önüne geçilmeye çalışılmıştır.

1994 yılı geldiğinde Meksika çok iniş çıkışın gerçekleştiği bir dönem geçirmiştir. Yurt dışında gelişmiş ülke ekonomilerinin iyi seyretmesi ve ABD'nin faiz oranlarının yükselmesi Meksika'dan yabancı sermaye çıkışını hızlandırmıştır. Meksika'nın NAFTA' ya (The North American Free Trade Agreement) katılmasının ardından tekrar hızla ülkeye akmaya başlayan yabancı sermaye, NAFTA karşıtı Chiapas ayaklanmasında, başkan adayı suikastının ardından Şubat ayında 30 milyar USD olan döviz rezervleri Nisan ayında 17 milyar USD' ye gerilemiştir ve ülkeden para çıkışını durdurmak adına USD para birimine bağlı kısa vadeli 'Tesobonos' adı verilen borçlanma kağıtları çıkarılmıştır (Hacıhasanoğlu, 2005: 31). İlk etapta para çıkışını yavaşlatan bu uygulama daha sonra Meksika'nın artan borçlarını ödeme güçlüğü çekeceği düşünüldüğünden kendi kendini besleyen kriz ortamı oluşturmuş ve yatırımcılar panik içerisinde aktiflerini Meksika'dan çekmişlerdir.

Tablo 7: Meksika'nın 1987 – 1994 Döneminde Uyguladığı Döviz Kuru Politikaları

Dönem	Döviz Kuru Rejimi	Politika Değişiklikleri
14 Aralık 1987	Serbest dalgalanan kur	Pezo devalüe oldu.
15 Aralık 1987	Önceden ilan edilen sabit kur	Pezo A.B.D. dolarına sabitlendi.
31 Ocak 1988	Önceden ilan edilen sabit kur	Sabit kurda artış yapıldı.
Şubat 1988	Önceden ilan edilen sürünen pariteler	Sürünen pariteler rejimine geçildi. Pezo devalüe oldu.
Mart 1988	Sabit döviz kuru sistemi	Pezo A.B.D. dolarına sabitlendi.
Ocak 1989	Önceden ilan edilen sürünen pariteler	Sürünen pariteler rejimine geçildi.
27 Mayıs 1990	Önceden ilan edilen sürünen pariteler	Artış oranı azaltıldı.
12 Kasım 1990	Önceden ilan edilen sürünen pariteler	Artış oranı azaltıldı.
11 Kasım 1991	Döviz kuru müdahale bandı	İkili döviz kuru sistemi ve kambiyo kontrolleri kaldırılarak döviz kuru bantları sistemine geçildi.
21 Ekim 1992	Döviz kuru müdahale bandı	Üst bandın artış oranı yükseltildi.
1 Ocak 1993	Döviz kuru müdahale bandı	Yeni pezo yürürlüğe girdi: 1 yeni pezo =1000 pezo
20 Aralık 1994	Döviz kuru müdahale bandı	Yeni pezo bandının tavanı devalüe edildi.
22 Aralık 1994	Serbest dalgalanan döviz kuru politikası	Müdahale bantları kaldırılarak kur dalgalanmaya bırakıldı.

Kaynak: TCMB, Meksika 1994 ve Arjantin 2001 - 2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi, 2005: 25

2.1.4.3. 1997 Asya Krizi

Asya ülkeleri 1997 yılı öncesinde, uyguladıkları yüksek faiz politikası nedeniyle uluslar arası sermayeden çok yüksek bir pay almaktaydı. Bu bölgeye giren yabancı yatırımlar 1980'lerin sonları ve 1990'ların başlarında, Tayland, Malezya, Endonezya, Filipinler, Singapur ve Güney Kore ekonomilerinin %8 ile %12 arasında yüksek büyüme gerçekleştirmesini sağlamış ancak varlık fiyatlarının aşırı yükselmesine neden olmuştur (Coşkun, 2009: 13). 1990'ların ikinci yarısında Japonya ve AB ülkelerinin büyümelerindeki düşüş Asya ülkelerinin dış pazardaki gücü hakkında küresel yatırımcıların algılarında değişime sebep olmuştur. İlk etapta Temmuz 1997'de Tayland'ın döviz kuruna yönelik spekülasyon atakları sonucu, ABD dolarına bağlı ulusal para birimi baht'ı devalüe etmesi ile kriz patlak vermiştir; sonrasında 1997 yılı Ekim ayında Hong-Kong ve Tayvan'a sıçramış ve nihai olarak Aralık 1997 itibarıyla Japonya ve G. Kore'yi içerisine alarak küresel etkileri giderek artan bir şekilde bürünmüştür (BDDK, 2010: 4).

Asya krizi daha önceki kriz modelleri tarafından açıklanamamıştır. Radalet ve Sachs'a göre, Asya krizi kendi kendini besleyen bir panik krizidir. Paul Krugman ise 'Asya Mucizesi Efsanesi'ni (The Myth of Asia's Miracle) eleştiren çalışmasında Asya ülkelerinin başarısı tamamen doğrudan sermaye yatırımlarına bağlamıştır. Verimlilik çok yükselmesine rağmen, toplam faktör verimliliğinin çok az artması, bu değerlerin sürdürülebilir olmadığını belirtmiştir (Krugman, 1994: 2).

Asya krizinin nedenlerinin başında bankacılık ve finans sistemindeki mevzuat eksiklikleri ve kamu garantisi gelmektedir. Zarar durumundaki devlet garantisi, bankaları riskli projelere girmeye teşvik etmiştir. Yatırımcılar açısından bakıldığında ise, yatırımlar doğrudan ve uzun vadeli yatırımlardan, kısa vadeli ve spekülasyon yatırımlarına kaymaya başlamıştır. Ortaya çıkan ilk iflaslar kamu garantisizlikle karşılanmasına karşın, devletin sonradan bu yükün altına girmek istememesi krizi şiddetlendirmiştir.

Asya ülkelerinin 1990'lı yıllarla birlikte girdiği çok hızlı ve sağlıklı finansal serbestleşme süreci kısa vadeli sermaye akımları üzerinde etkili olduysa da ekonominin kırılganlığını arttırmıştır. Sermaye kontrolleri kaldırılmış, yabancı sermayeyi ülkeye çekmek için kurumlar tahsis edilmiştir. Kore yabancı sermayeye olan kuşkucu tavrını, OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) müzakerelerine kadar sürdürebilmiş daha sonra uluslar arası bankalardan borçlanma yoluna gitmiştir. Güney Kore'nin 1996'nın sonuna kadar

OECD bankalarından aldığı borç 67 milyar USD' ye ulaşmış; bunun 50 milyar USD' lik kısmını ise 1 yıldan daha az vadeli oluşturmuştur (Yürekli, 2004: 91). Ulusal paranın aşırı değerli olduğu dönemlerde alınan kısa vadeli ve yabancı para biriminden borçlanmalar, krizi kaçınılmaz hale getirmiştir. Bu kredilerin büyük bir kısmı kısa vadeli olduğundan sermaye piyasaları ya da varlık fiyatlarına yatırım olarak akmıştır.

Asya krizinde ülkenin makro ekonomik politikalarının da etkisi bulunmaktadır. Sabit kur politikası dövizle borçlanmayı teşvik etmiştir ancak zaman içinde ödemeler dengesi sorunu gibi makro dengesizliklere yol açmıştır. Oluşan cari açıklar devalüasyonu tetiklemiş ve ulusal paranın değer kaybı süreci başlamıştır. Yabancı para cinsinden yüksek borçlanma etkisiyle yatırımcıların aldığı kur riski sonucu para çıkışları rekor düzeylere gelmiş ve kriz kendi kendini beslemiştir.

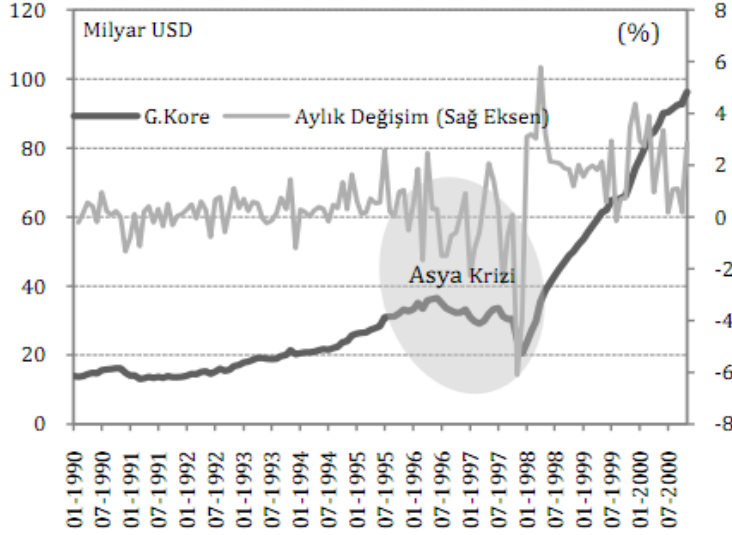
Asya krizi ülkelere büyük ve yıkıcı etkiler getirmiştir. Krizin çıkış noktası olan Tayland para birimi 'baht' %45 oranında devalüe olmuş aynı zamanda Tayland borsasındaki kayıplar da % 76'yı bulmuştur (Yürekli, 2004: 96). 1997 yılında oluşan bu yıkıcı etkilerin ardından, Tayland ekonomisi yabancı sermaye bulmakta zorlanmış ülke ekonomisini banka kredileriyle çevirmeye çalışmış, ancak ülke çok büyük hasara uğramıştır. Para birimi 'rupia'da yüksek devalüasyon görülen Endonezya ekonomisi de cari açığı için gerekli finansmanı sağlayamamış ve çözümü IMF ile anlaşma yolunda bulmuştur. Batık bankaların görülmesinin ardından IMF'nin dayattığı politikalarla birlikte, Endonezya bankacılık ve finans sisteminde şeffaflaşma çalışmaları başlatılmıştır. Güney Kore'de ise sağlanan kamu garantisi nedeniyle batan bankaların borçlarının devlete aktarılması, ülke rezervlerinin erimesine neden olmuş ve ülke ekonomik krize girmiştir. OECD üyeliğine kadar yükselen Kore ekonomisine IMF yardım sağlamayı kabul etmiştir. IMF garantisinin ardından yabancı sermaye düşük seviyede de olsa ülkeye girmeye başlamış ve Güney Kore ekonomisinin nefes almasını sağlamıştır.

Çin ekonomisi Asya krizinden etkilenmiş ancak bu etkiler sınırlı kalmıştır. Bunun en büyük nedeni yüksek nüfusundan dolayı gerçekleşen iç talep, yüksek düzeyde sahip olduğu ülke rezervleri ve ülke parasının konvertible olmaması gösterilebilir.

Asya krizinin ardından batılı şirketler, iflas etmiş ya da etmek üzere olan şirketleri çok düşük bedellerle satın alma yoluna gitmiştir. Asya ülkeleri ekonomileri küçülmeye başlamış, işsizlik yeniden kendini göstermiş ve ekonomide durgunluk seyretmiştir. Özellikle ihracatın büyük bir kısmını ara malı ithalatında dayandıran

Asya ülkelerinde devalüasyon sonucu ithalat zorlaşmıştır. Ülke ekonomileri kendilerini, toparlaması çok zaman alıcı ve maliyetli bir süreç içinde bulmuşlardır.

Şekil 14: Petrol Fiyatları – Güney Kore Petrol Rezervleri



Kaynak: Thomson Reuters'dan derlenmiştir.

2.1.4.4. 1998 Rusya Krizi

1991 yılında SSCB'nin (Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği) dağılmasının ve ekonomik sistemin değişmesinin ardından Rusya ekonomisi bir değişim ve liberalleşme etkisi içerisindeydi. Dağılmadan önce benimsediği komünist ekonomi nedeniyle, küresel ekonomiye uyum sağlamaya çalışması diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha zorlu bir süreç olmuştur. IMF'nin bu konuda desteğini alan Rusya, liberalleşme sürecini hızlı gerçekleştirmeye çalışmıştır, ancak bu nokta doğacak sorunların merkezi konumunda olmuştur.

1990 yılından sonra Rusya'da, Şekil 15'de görülen yüksek enflasyon ve devletin özel sektörün oluşumuna izin vermesi, yabancı bankaların Rusya'ya yatırım yapmasını sağlamıştır. Ülkeye giren yabancı sermaye ve kullanılan kredi oranında çok hızlı bir yükseliş gerçekleşmiştir. Ülkeye çok fazla yabancı döviz girişi, ulusal paranın bu süreçte aşırı değerlenmesine neden olmuştur.

Liberal ekonomi ve özel mülk kavramlarının oluşmasıyla birlikte, Rusya'da devlet kontrolü tamamen kaybolmamakla birlikte azalmaya başlamış ancak mafyalaşmanın görülmesine ve ülkenin ekonomisinin neredeyse yarısının kayıt

dışılaşmasına neden olmuştur. Mevzuat ve denetimin yeterince gelişmemesi ülkeden paraların yurt dışına kaçırılmasına ve bir takım yolsuzluklara yol açmıştır.

1997 Asya krizinin ardından, paralarını devalüe eden Asya ülkelerinin ithalatları ciddi bir düşüş göstermiştir. Bu da petrol ihracatçısı konumunda olan Rusya için çok büyük bir sıkıntı oluşturmuştur. Petrolünü satamayan Rusya, petrol fiyatlarının düşmesine neden olmuş; bu da ülke gelirlerinin %40'ını hammadde satışından gerçekleştiren Rusya ekonomisi için 10 milyar USD civarında bir kayıp rakamına tekabül etmiştir (Küçükaksoy, 2006: 171).

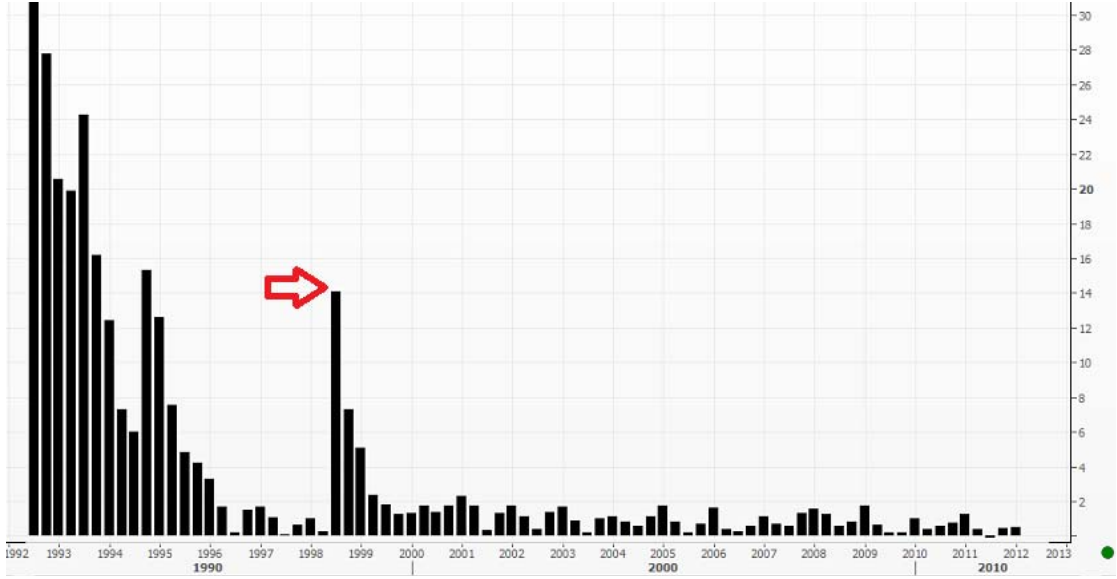
Rusya'nın SSCB döneminden kalan borçlarını ödeyebilmek için 1997 yılında Paris Kulübü ile 60 milyar dolarlık, Londra Kulübü ile de 33 milyar dolarlık bir borç yapılandırılması sağlanmıştır; bu da Rusya'nın dış borçlarının 140 milyar dolara ulaşmasına neden olmuştur (Öztürk, 2010: 111). Borç yapısına bakıldığında kısa vadeli borçların ağırlıklı yapıda olması ülkeyi krize duyarlı hale getirmiştir. Rusya borcunu borçla çevirebildiği ve her yeni borçlanmada daha yüksek faizle karşılaştığı bir döneme girmiştir.

Rusya'nın makro ekonomik göstergelerindeki hızlı değişim, zayıf ve tarafsız olmayan yönetimin varlığı Asya krizinin ardından, Rusya'daki kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığını arttırmaya başlamıştır. Rusya'nın 140 milyar dolarlık dış borcuna ek olarak 70 milyar dolar da hazine bonosu (ortalama 11 ay vadeli) olmak üzere 210 milyar dolarlık borç yükü, GSYİH' ya oranlandığında %42'ler seviyesini ifade ediyordu (Küçükaksoy 2006: 171). Bu borç kriziyle yüzleşmeye çalışan ve ruble'nin değerini korumaya çalışan Rusya ekonomisine bir darbe de içlerinde dünyaca ünlü George Soros'un bulunduğu yabancı yatırımcıların spekülatif ataklarından geldi. Bunun üzerine daha fazla dayanamayan Rusya, 3 aylık moratoryum ilan ederek borçlarını bir süre askıya almıştır.

Krizden çıkış Rusya için çok maliyetli olmuştur. Ekonomideki büyüme tersine dönmüş, rublenin değer kaybetmesi de ülke rezervlerinin değerini düşürmüştür. Ekim 1997 ile kurun serbest bırakıldığı 2 Aralık 1998 tarihine kadar rublenin değerini korumak için ülke milli gelirinin altıda birine denk gelen 30 milyar USD'lik döviz rezervi kullanılmış; % 8'lerde hedeflenen enflasyon oranı Aralık ayına kadar yıllık %84'lere ulaşmıştır (Öztürk, 2010: 112).

Rusya'daki bu gelişmeler finansal piyasaların çökmesine, birçok batık bankanın ortaya çıkmasına neden olmuştur. Sosyal açıdan ise, halkın liberal ekonomi karşıtı tavır gerçekleştirmesine neden olmuştur. Daha sonra, kriz başta gelişmekte olan diğer piyasalar olmak üzere diğer ülkelere de etkisini göstermiştir.

Şekil 15: Rusya Tüketici Fiyatları Değişimi (3 Aylık)



Kaynak: Thomson Reuters

2.1.4.5. 1998 Brezilya Krizi

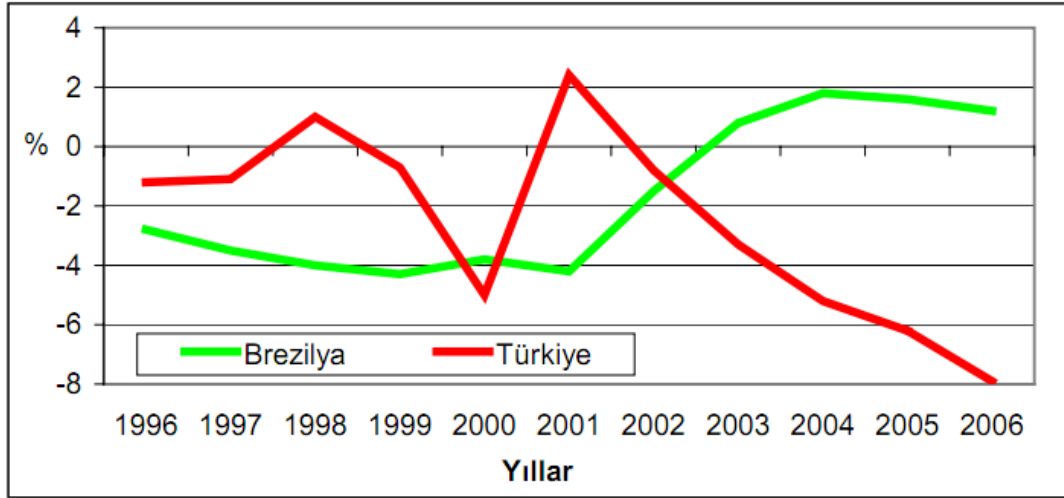
1980'li yıllardan itibaren oluşan bütçe açıklarını kapatmak için para basma yoluna giden Brezilya hükümeti zaman içerisinde enflasyon sorununu ortaya çıkmasına neden olmuştur. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde art arda görülen krizlerle birlikte domino etkisi Brezilya'yı da krize sürüklemiştir. Brezilya son 15 yılda üç önemli kriz yaşamıştır. Meksika ve Rusya krizi gibi diğer ülkelerin yaşadığı krizlerin ardından boy gösteren krizler uluslararası nitelikte, üçüncü kriz ise yerel kaynaklı ve siyasi belirsizlikten kaynaklanan bir krizdir.

Yüksek enflasyon sorunuyla, 1980'li yıllarda mücadele eden Brezilya, uzun bir süre enflasyonu düşürememiştir. Bunun üzerine 1994 yılında, ulusal para birimi olan Real'i Amerikan dolarına endeksleyerek bir bant aralığında kurun dalgalanmasına izin veren 'Real Planı' uygulamaya konmuştur. Bu kur çapası merkezli program ile yaklaşık 30 yıllık bir yüksek enflasyon döneminin ardından enflasyonda kalıcı düşüş sağlanmıştır (TSKAKB, 2004: 2). İlk etapta başarılı olan bu program, sonraları Real'in aşırı değerlenmesine sebep olmuş ve Şekil 16'da belirtildiği gibi ekonominin cari açık vermesine neden olmuştur. 1994 Meksika kriziyle birlikte, Brezilya'ya olan yabancı sermayede bir azalma meydana gelmiş, para birimi Real'e spekülasyon atakları başlamış ve faizleri düşürmeyi başaran

Brezilya'nın yeniden faiz yükselterek durumu önlemeye çalışmasına sebep olmuştur. Yüksek faiz politikası da ülkeye giren kısa vadeli fonları arttırmıştır.

Asya krizinin ardından Rusya'ya, Rusya krizinin ardından Güney Amerika'ya akan uluslar arası sermaye, Meksika krizinden sonra, Brezilya'nın makro ekonomik göstergelerindeki bozulmalardan dolayı Güney Amerika'dan da çıkmaya başlamıştır. Ülkeden çıkmaya başlayan yabancı sermaye Real'in hızlı değer kaybetme sürecine girmesine sebep olurken, olası bir devalüasyonu engellemek için Brezilya Merkez Bankası da rezervlerini artırma ve faizleri yükseltme yoluna gitmiştir. Ekim 1997'de %24,5 olan faiz oranları Kasım 1997'ye kadar artarak %50'ler seviyesine ulaşmış ve ulusal rezervler 70 milyar dolara ulaşmıştır (Vignogna, 2000: 5). 1998 yılında IMF ile yapılan anlaşma da ülkeden yabancı sermaye çıkışının önüne geçememiştir. Brezilya'daki fonların Hong Kong'a kaymaya başlaması borsanın üç hafta gibi bir sürede %40 düşmesine yol açmıştır (Küçükaksoy, 2006: 166).

Şekil 16: Brezilya ve Türkiye'de Cari İşlemler Dengesi / GSYİH Oranı (%)



Kaynak: TCMB, Brezilya ve Türkiye Ekonomilerinin Benzerliği: Gerçek mi Yanılsama mı ?, 2008, s. 20

Merkez bankasının rezervlerinin erimeye başlaması sonunda yarı sabit kur rejiminden vazgeçilerek dalgalı kura geçilmesine ve IMF ile yeni bir anlaşma yapmaya karar verilmiştir. Dalgalı kura geçme tarihi olan on beş ocaktan önceki iki gün içinde ülkeden 14 milyar USD çıkış gerçekleşmiştir (Öztürk, 2010: 103). IMF ile yapılan yeni anlaşmada kamu harcamalarına kısımla şartı getirilmiş ve sıkı bir mali politika izlenmiştir. Krizin etkisiyle real Şekil 17'deki gibi %40 değer kaybetmiştir.

Şekil 17: Brezilya Parasındaki Deflasyon Oranı (%)



Kaynak: <http://www.ers.usda.gov> (26.02.2012)

2.1.4.6. 2001 Arjantin Krizi

Son dönemlerde sürekli ekonomik krizlerle anılan Arjantin'in ekonomik tarihine bakıldığında, Birinci Dünya Savaşı öncesinde önde gelen ekonomilerden biri halindeydi. Avrupa ülkeleri, Avustralya ve Kanada ile birlikte o dönemin en gelişmiş ülkeleri arasında yer alan Arjantin için 'bir Arjantinli kadar zengin' deyimini kullanmışlardır (Ergün, 2010: 2). Savaşın ardından tarıma dayalı ihracatını sürdürmeyen, zaman içerisinde askeri darbe olayları ve finans sektörünün yabancı sermayeye dayanması yüzünden gerilemeye başlamıştır.

1976 yılında askeri darbe sonrasında gelen hükümet ticaret bariyerlerini ortadan kaldırarak sermaye kontrollerini zaman içerisinde kaldırmıştır. Tam konvertibilite ise 1978 yılının Aralık ayında uygulamaya geçirilen "Tablita Planı" ile sağlanmıştır (Hacıhasanoğlu, 2005: 49). Döviz kuruna dayalı bir politika olan Tablita planı tutmamış ve sürekli artan enflasyon yüksek oranlı devalüasyonlara ve kontrol altına alınamayan bütçe açıklarına neden olmuştur.

Haziran 1985'te ise enflasyonu hızla düşürmek ve kamu finansman dengesizliklerini ortadan kaldırmak amacıyla; sıkı para ve maliye politikası uygulanması, fiyat ve ücretlerin dondurulması, yeni para birimi olan 'Austral'a geçilmesi, Merkez Bankası'nın Hazine'ye kredi sağlamak için para basmamasını içeren 'Austral Planı' uygulamaya konulmuştur (Ergün, 2010: 8). İlk aylarda

gösterdiği olumlu etkilerin ardından sıkı maliye politikasının sürdürülememesi programın başarısız olmasına ve enflasyonun yeniden yükselmesine neden olmuştur.

Tablo 8: Arjantin'in 1960 – 1991 Döneminde Uyguladığı Ekonomik Programlar

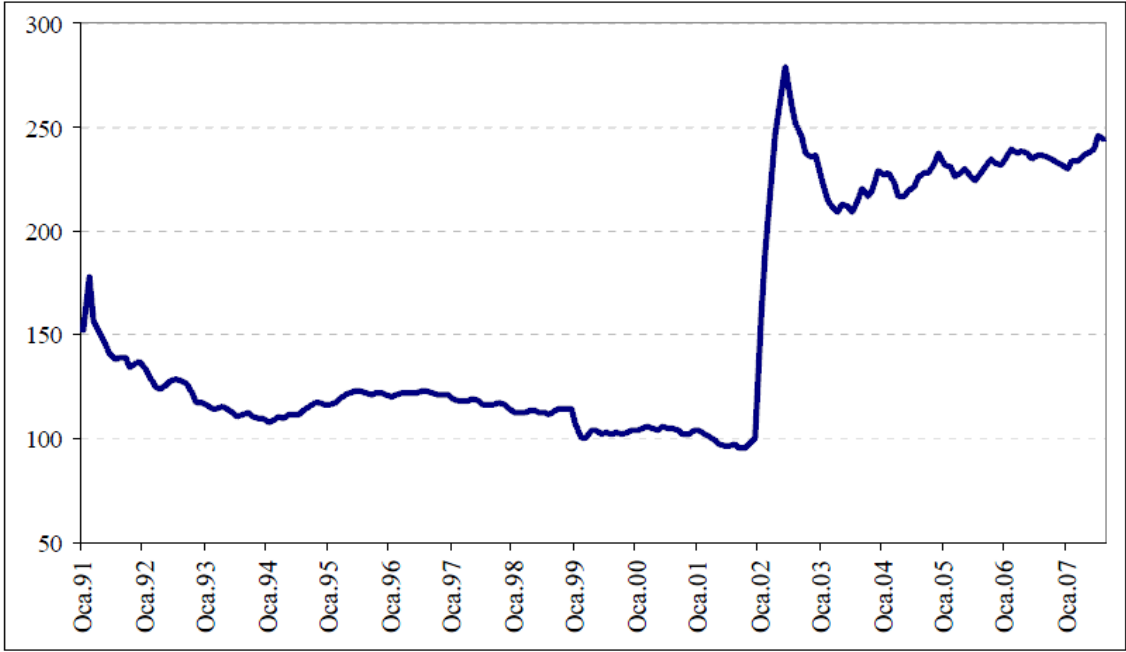
Programın Adı	Başlangıç Tarihi	Kriz Tarihi	Kriz Tarihindeki Devalüasyon (%)
Vasena	Mart 1967	Haziran 1970	14
Gelbard	Mayıs 1973	Mart 1975	100
Tablita	Aralık 1978	Nisan 1981	34
Alemann	Aralık 1981	Temmuz 1982	148
Austral	Haziran 1985	Eylül 1987	16
Primavera	Ağustos 1988	Nisan 1989	387
BB	Temmuz 1989	Şubat 1990	220

Kaynak: TCMB, Meksika 1994 ve Arjantin 2001 - 2002 Krizlerinin Gelişmekte olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi, 2005, s. 48

1991 yılında uygulanan Konvertibilite Planı çerçevesinde, ülke parasının değeri Amerikan Doları'na sabitlenmiş, dış ticaretin gelişmesi için serbestleşmeye önem verilmiş, ekonomide özelleştirme çalışmaları başlatılmış ve bankacılık reformu yapılmıştır. Özelleştirme gelirleri kamu açıkları ve dış ticaret dengesi için kullanılmıştır. Oluşan istikrarın ardından yabancı sermaye ülkeye tekrar girmeye başlamıştır.

1995 yılındaki Meksika Krizi ile başlayan ve önce 1998 Rusya ve ardından Brezilya krizleri, daha sonrasında Güney Doğu Asya Krizi ile sermaye hareketlerinin keskinleşmesi Arjantin ekonomisini de derinden etkilemiştir. Özellikle Brezilya'nın para birimini devalüe etmesi Arjantin'in dış ticaret avantajını ortadan kaldırmış ve ihracatını azaltmıştır. Bu da 1990 yılında fazla veren Arjantin ekonomisinin yeniden cari açıklar vermesine neden olmuştur. Diğer taraftan Arjantin Hükümeti 1992 yılında IMF ile üç yıl için imzalamış olduğu anlaşmayı konulan mali hedeflerin gerçekleştirilememesi ve arz yönlü politikalarından vazgeçme konusundaki isteksiz yaklaşımı nedeniyle Eylül 1994'de sonlandırmış ve yine aynı yıl kamu dengesi açık vermiştir (Hacıhasanoğlu, 2005: 64).

Şekil 18: Arjantin Reel Efektif Döviz Kuru Oranları (Aralık 2001=100)



Kaynak: Akademik Bakış Dergisi, Arjantin'in Ekonomik İstikrarsızlık Tarihi: İnşiler ve Çıktılar, 2010, s.13

ABD dolarına sabitlenen peso zaman içinde Amerika'nın faiz oranlarının yükselmesiyle birlikte çok değerli hale gelmiştir. Aşırı değerli kur Arjantin'in ekonomik göstergelerinin olası bir kriz durumunu göstermesini engellemiş, saklamıştır. 1998 -1999 Brezilya Krizi'nin ardından Arjantin ekonomisinde büyüme negatife dönmüştür. Sermaye çıkışlarının da başlamasıyla Arjantin hükümeti IMF'ye 14 Şubat 2000 ve 30 Ağustos 2001 tarihlerinde verilen niyet mektuplarıyla finansal destek sağlamış fakat krizin oluşmasını engelleyememiştir (Ergün, 2010: 12). 2002 Ocak ayında Konvertibilite rejimi resmi olarak bitmiş ve Şekil 18'de görüleceği gibi para birimi Peso % 200'leri geçen değer kaybı yaşamıştır. On yıllık istikrar programının ardından yaşanan kriz, tarihi boyunca birçok krizle yüzleşen Arjantin halkını da derinden etkileyerek sosyolojik krize de yol açmıştır.

Arjantin krizini diğer krizlerden ayıran önemli bir özelliği ekonomik krizin makro ekonomik göstergelerle tahmin edilememesidir. Arjantin'in %40 civarında seyreden Borç / GSYİH rasyosu gelişmiş ülkelerin % 50 oranında seyreden borç oranına bakıldığında makul durumda idi. Ancak kamu borcunun genellikle yabancı para biriminde olması, vergi gelirleri konusundaki başarısızlık, dış ticaret dengesinin kısa zamanda negatife dönerek hızla açık vermeye devam etmesi oluşacak krizin

habercisi konumunda olmuştur. Son olarak gelişmekte olan ekonomilerde art arda görülen krizler uluslar arası yatırımcıların finansal kararlarında ve risk algılarında değişiklik yaratmış ve bu da Arjantin ekonomisindeki kırılganlığı arttırmıştır.

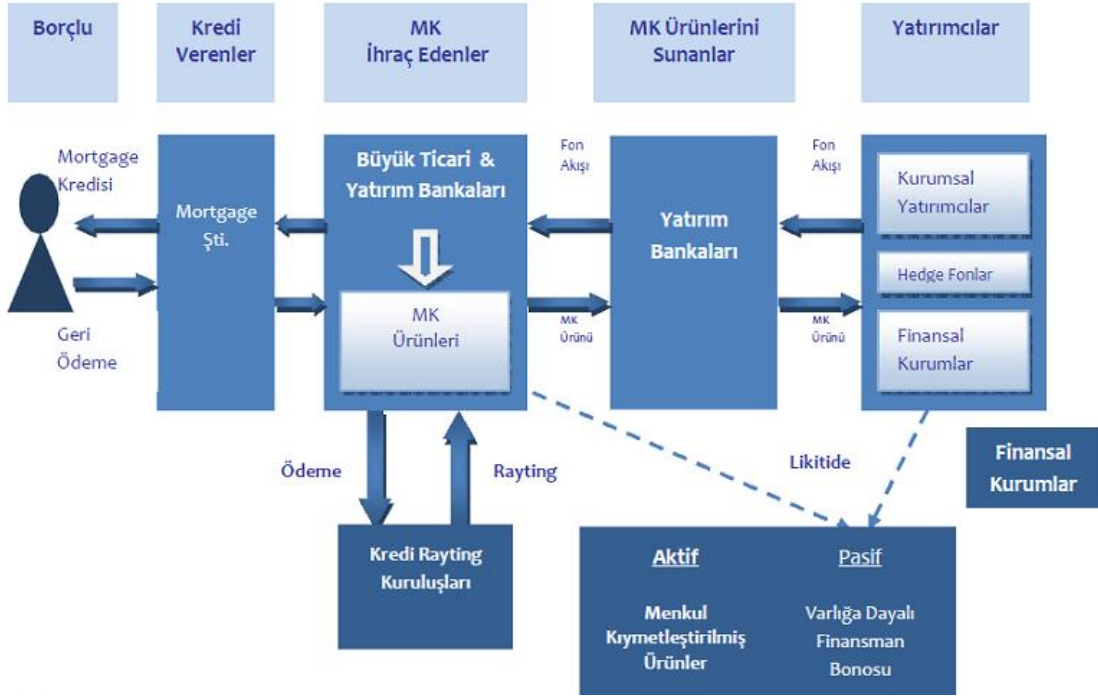
2.1.5. 2007 ABD Mortgage Krizi ve Sonrası

2000'li yıllarda dünya ekonomisinin gidişatına baktığımızda aşırı yükselen emtia fiyatları ve kıymetli madenler, rekor üzerine rekor kıran borsa performansları, cari fazla sağlayan Çin, Hindistan gibi gelişen ekonomilerin yanı sıra rekor açık veren ABD ekonomisi, dünya genelinde düşen faiz oranları ve pompalanan likidite sonrasında aşırı bir oluşumun habercisi konumundaydı. Dünyada bugüne kadar yaşanan krizlere bakıldığı zaman pek çok ortak özelliği olduğu ancak hiçbir krizin birbirinin aynı olmadığı görülmektedir (Gövdere, 2010: 379). Daha önce yaşanan krizlerden örnekler 2007 küresel krizi öncesi benzer uyarılar verse de, bu kriz daha önceki krizlerle açıklanamayan bir takım finansal durumları da içermekteydi.

Diğer taraftan bilgi teknolojilerinin hızla gelişmesi ve finansal araçlarla bütünleşmesi, sermaye akımlarının hızlandırmış, volatilitiyi artırmış ve krizlerin oluşmasını yaygınlaştırmıştır. 2000'li yıllarda bilgi teknolojilerindeki bu gelişimler çok çeşitli türev piyasaların oluşmasına ve bu piyasalarda çok çeşitli ve riskli ürünlerin yaratılmasına olanak tanımıştır. Temel amaçlarının dışında kullanılan bu araçlar finansal sistemde birçok sorunun oluşmasına yol açmıştır. Diğer bir deyişle, günümüz finans ekonomisi ortamı, ortaçağda tıbbın durumuna benzemektedir; o dönemde tıp, iyileştirdiğinden daha fazla hastanın ölümüne yol açmaktaydı (El – Erian, 2009: 102- 103).

Küresel krizin çıkış noktası, ABD Mortgage piyasasında aksaklıkların görülmesiyle ilgilidir. Düşük gelir grubuna kullandırılan kredilerin payının artması sistemde ilk sorunun göstergesi olmuştur. Bu kredilerin payı 2003'te %8.5'ten, 2006'da %20.1'e çıkmış ve sistemin barındırdığı riski artırmıştır (Çubukçu, 2010: 12). Daha sonra bu kredi ödemelerinde yaşanan aksamalar sistemin dengelerinin değişmesine neden olmuştur. ABD Mortgage piyasasında özellikle sub-prime ve özellikle değişken faiz oranlı mortgage kredilerinin nakit akışlarının bozulması, bu piyasa ile ilişkili menkul kıymet piyasalarını da etkilemiştir (Akın, 2009: 155).

Şekil 19: Mortgage Piyasasının İşleyişi



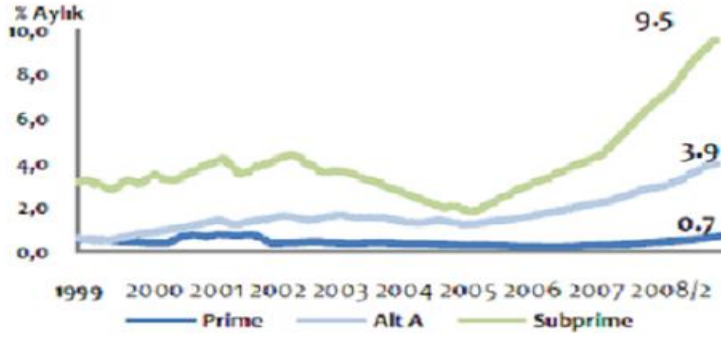
Kaynak: BDDK, 2008, s. 3

Mortgage kredilerindeki artış, konut talebini artırdığından konut fiyatlarında da bir yükseliş trendi oluşmuştur. 2003 – 2006 yılları faiz oranlarının düşük seyrettiği ama ev ve gayrimenkul fiyatlarının iki haneli fiyatlarla artış gösterdiği dönemdir (Öztürk, 2010: 114). ABD hükümetinin düşük gelirli ev sahibi yapmaya yönelik politikası ve kolaylaştırılmış koşulların sunulması konut talebinin patlamasına yol açmıştır. Bu da ev fiyatlarının sürekli yükselmesine neticesinde konut talebinin daha da artmasına yol açmıştır. Bir süre sonra mortgage kredileri ev sahibi olma yerine spekülasyon yaparak para kazanma aracı olarak görülmeye başlanmıştır. Borç verenler açısından ise, konut fiyatlarındaki yükseliş devam ettiği sürece subprime mortgage kredilerinin ödenmeme riski düşük olacağı için konut fiyatlarındaki balon riskli borç vermeyi cesaretlendirmiş ve bu da subprime mortgage piyasalarındaki sigortalama standartlarındaki bozulmayı şiddetlendirmiştir (Gövdere, 2010: 382).

Mortgage piyasasının işlerliği, kredilerin ödenmemesi durumunun yaygınlaşması ile bankaların kredi koşullarını sıkılaştırmaya gitmesinin ardından bir çıkmaz oluşmuştur. Mortgage sistemi için detaylı bilgi Şekil 19'da verilmistir. Ödenemeyen krediler icra yoluyla konut arzını arttırmış ve fiyatların yükselişi

durmuştur. Bankaların kredi şartlarını zorlaştırması da yeni kredi başvurularını azaltınca toplam konut talebi ciddi bir düşüş gerçekleştirmiş ve bu da subprime borçlularının sahip olduğu evin değerinin kredi değerinin altında kalmasına ve tekrar bu döngünün ilk aşamasına geçerek sorunun büyümesine neden olmuştur. Şekil 20'ye göre, 2005 yılında %2 civarında olan temerrüt oranı 2008'de %9.5'e yükselmiştir.

Şekil 20: Temerrüde Düşen Mortgage Kredileri



Kaynak: BDDK, 2008, s. 49

Konut fiyatlarındaki balon artışlar piyasada asimetrik bilgiye neden olmuş, kredi kullanıcılarının yanlış yönlendirilmesine yol açmış ve konut satın almanın bir yatırım aracı olarak algılanmasına neden olmuştur (Akın, 2009: 155). Bilinçsizce alınan yüksek tutarlı krediler neticesinde kredi kullanan tüketicilerin likidite krizi yaşamalarına neden olunca banka tarafından ipotek altında tutulan konutlar icra yoluyla satılmıştır.

Mortgage kredilerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme yoluyla finans sisteminde yatırım bankaları aracılığı ile diğer yatırımcılara sunulması da sistemin tıkanmasıyla birlikte tüm finans sisteminin likidite krizi yaşamasına neden olmuştur ve mortgage piyasasındaki kriz diğer finansal kurumlara sıçramıştır. Fonlarının battığı haberini ilk duyuran kuruluş 2007 Haziran ayında 2.7 milyar dolarlık fonunu kapatan, ABD'nin beşinci büyük aracı kurumu, dünyanın en büyük hedge fon yöneticisi ve ABD'nin ikinci büyük mortgage tahvilleri ihracatçısı konumundaki uluslar arası yatırım bankası Bear Stearns olmuştur (Aktaş, 2010: 58).

Finans kuruluşlarından gelen zarar açıklamalarının ardından FED piyasaya likidite vermeye başlamış ve bir derece olsun krizi yatıştırmaya çalışmıştır. 2008 Eylül ayında ABD'nin en büyük ilk beş bankası arasında olan Lehman Brothers'ın batma tehlikesi geçirmesiyle birlikte, daha önce kurtarma operasyonları doğrultusunda eleştiri odağı olan FED bu sefer Lehman Brothers'ın kurtarılması için bir müdahalede bulunmamıştır. Lehman Brothers'ın müşterilerinin prestiji büyük

finans kuruluşları olması nedeniyle oluşan kaygı bir güven krizine dönüşerek reel sektöre etki etmeye başlamıştır.

ABD'de kayıpların büyümesi oluşan krizi uluslar arası boyuta taşımıştır. 2007 yılı ortalarındaki ilk tahminlere göre 50 milyar dolar beklenen zararlar, 2008 Şubat ayında 400 milyar dolara, Ekim 2008'de ise 1405 milyar dolara yükselmiştir (Öztürk, 2010: 117). Lehman Brothers'ın iflası tüm dünyada panik yaratmış, birçok merkez bankası piyasaya likidite vermeye başlamış ve iflas etmekte olan finans sektörü kuruluşlarına Tablo 9'da görüleceği üzere yardım etmiştir.

Toksik varlıklar nedeniyle finansal sistemin büyük zararlarla karşılaşması kredi imkanlarını daraltmış, işsizlik oranlarındaki yükselme nedeniyle hane halkı harcanabilir geliri olumsuz etkilenmiş ve dünya ticareti büyük ölçüde daralmıştır (TCMB, 2009: 8). Güvensizliğin devam etmesi ile birlikte öncelikle ABD ekonomisinde resesyon beklentisi ortaya çıkmış sonrasında kriz öncelikle Avrupa ülkeleri olmak üzere etkisini birçok ülkede göstermeye başlamıştır.

Tablo 9: Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluşların İflasları

7 Şubat- İngiltere	Northern Rock ulusallaştırıldı.	88 milyar sterlin
14 Mart-ABD	Bear Stearns FED sübvansiyonundan sonra ticari bir banka tarafından alındı.	29 milyar dolar
7 Eylül- ABD	Freddie Mac ve Fannie Mae ulusallaştırıldı.	200 milyar dolar
15 Eylül- ABD	Lehman Brothers iflas etmiştir.	
17 Eylül -ABD	AIG ulusallaştırıldı.	87 milyar dolar
18 Eylül- İngiltere	Lloyd TSB HBOS'u satın aldı.	12 milyar pound
29 Eylül-Benelüks	Fortis kurtarıldı.	16 milyar dolar
29 Eylül-ABD	Citibank Washoiva'ı aldı.	12 milyar dolar
29 Eylül-Almanya	Hypo Gayrimenkul kurtarıldı.	71 milyar dolar
29 Eylül- İzlanda	Glitnir kurtarıldı.	850 milyon dolar
29 Eylül- İngiltere	Bradford&Bingley kurtarıldı.	32,5 milyar dolar
30 Eylül- Belçika	Dexia kurtarıldı.	9,2 milyar dolar
30 Eylül- İrlanda	İrlanda bankaları kurtarıldı.	572 milyar dolar
7 Ekim- İzlanda	Lansbanki ulusallaştırıldı.	
9 Ekim- İzlanda	Kaupthing ulusallaştırıldı	864 milyon dolar
12 Ekim- İngiltere	HBOS, Royal Bank of Scotland, Llyods TSB ve Barclays kurtarıldı.	60,5 milyar dolar
16 Ekim- İsviçre	UBS kurtarıldı.	59,2 milyar dolar
19 Ekim- Hollanda	ING sermaye yardımı aldı.	10 milyar euro
20 Ekim- Fransa	Fransa hükümeti 6 büyük bankaya kredi açmıştır.	10,5 milyar euro
27 Ekim- Belçika	KGB	3,5 milyar euro
4 Kasım- Avusturya	Kommunalkredit ulusallaştırılmıştır. Constantine Privatbank ulusallaştırıldı ve 5 Avusturya bankasına 1 euro karşılığı satıldı.	
11 Kasım- Kazakistan	Hükümet 4 büyük bankaya sermaye enjekte etmiştir.	3,7 milyar dolar
24 Kasım- ABD	Citigroup sermaye desteği almıştır.	40 milyar dolar
22 Aralık- İrlanda	Anglo Irish Bankası ulusallaştırılmıştır. 3 büyük bankasına fon aktarılmıştır.	7,68 milyar dolar

Kaynak: Erdönmez, 2009, s. 87

2.1.5.1. Küresel Krizin Avrupa Ülkelerine Yayılması

Lehman Brothers'ın iflasıyla belirginleşen ve tüm dünyaya yayılan mali krizin olumsuz etkileri Avrupa Birliği'nde ciddi boyutlarda hissedilmiştir. Euro Alanı % 4 civarındaki bir küçülmeye tarihinin en büyük daralmasını yaşamıştır ve bu durum Euro'nun, dolayısıyla Ekonomik ve Parasal Birliğin ve nihayetinde AB'nin geleceğine dair endişeleri artırmıştır (Avrupa Birliği Genel Sekreterliği (ABGS), 2011: 2).

Öncelikle Yunanistan'ın borç krizi yaşamasiyla patlak veren krizin AB'ye sıçraması İrlanda ve Portekiz'in de mali sıkıntıya düşmesiyle AB genelinde panik uyandırmıştır. Euro Bölgesi'ne dahil olan üye devletlerde ortak para birimi olan Euro'nun kullanılması ve bu ülkelerde para politikasının Avrupa Merkez Bankası (AMB) aracılığı ile tek bir elden yürütülüyor olması, söz konusu ülke ekonomilerinin birbirine sıkı bir şekilde bağlı olmasına ve bir Euro Bölgesi ülkesinde meydana gelen olumsuz gelişmelerin diğer Euro Bölgesi ülkelere de kısa sürede yayılmasına yol açmaktadır (ABGS, 2011: 2).

Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'in ardından İtalya ve İspanya'nın da adının krizle anılmaya başlaması AB'yi krize karşı ortak önlem alma ve harekete geçme konusunda tetiklemiştir. Ayrıca krizle birlikte AB ülkelerinin gelişmekte olan ülkeler karşısında rekabet gücünün azalması bu konuda AB'nin bir takım önlem planları uygulamasına sebep olmuştur. Öncelikle krizin etkilerini yaşayan ülkelere kurtarma paketleri aracılığı ile likidite verilmiş ve borçlarının ertelenmesi sağlanmıştır. Kısa vadeli olarak alınan bu çözüme ilaveten orta vadeli olarak bazı mekanizmalar gerçekleştirilmiştir: (ABGS, 2011: 10-23)

- ✦ Ödemeler Dengesi Fonu (Balance of Payments Facility)
- ✦ Kredi Havuzu (Pooled Loans)
- ✦ Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism)
- ✦ Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility)
- ✦ Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism)
- ✦ Rekabet Paketi (Competitiveness Pact)
- ✦ Euro Rekabet Paketi (Euro Plus Pact)

Gerçekleştirilen birçok önlem mekanizmasının temel amacı AB ülkelerinde orta ve uzun vadede finansal istikrarın sağlanmasıdır. Krizle karşı karşıya kalan

ülkelere yapılan kısa vadeli finansal yardımların, orta vadede planlanan bu mekanizmalarla sağlamaştırılması ve AB'nin istikrara kavuşması amaçlanmaktadır. AB bünyesinde oluşturulan fonlar ise özellikle AB'nin daha zayıf ülkeleri için tasarlanmış ve ortak borçlanma mekanizması ile bu ülkelerin borçlanma maliyetlerini düşürmesi amaçlanmıştır.

AB'nin tasarladığı orta vadeli mekanizmalar AB'nin istikrarı açısından önem taşımaktadır. AB ülkelerinin makro dengeleri sağlamak amacıyla 'para basma' , başka bir deyişle kamu borçlarını para politikası araçları ile giderme şansına sahip olmadığı düşünüldüğünde krize karşı 'ortak politika' üretilmesi ve uygulanması çok büyük önem taşımaktadır.

Mortgage krizinin likidite krizine dönüşmesi ve AB ülkelerine sıçramasıyla krizin etkilerini derinden hisseden Yunanistan, İrlanda, Portekiz, İtalya ve İspanya'nın durumlarının daha detaylı incelenmesi kriz sürecinin daha iyi anlaşılmasına yarar sağlayacaktır.

2.1.5.1.1. Yunanistan Krizi

AB ülkeleri arasında krizin etkileri ilk olarak Yunanistan'da görülmüştür. Yunanistan ekonomisinin büyümesinin temel olarak dış borçlanmaya dayanması orta ve uzun vadeli borçların yükselmesine neden olmuştur. 2000 yılında 150 milyar Euro seviyesinde olan Yunanistan'ın kamu borçları, geçtiğimiz on yıl içerisinde %100 artış göstererek, 2009 sonu itibarıyla 300 milyar Euro seviyesine yükselmiştir (ABGS, 2011: 4).

Yunanistan'ın ekonomik kriz yaşamasının tek sebebi dış borçlar değildir. Bunun yanında mali disiplinsizlik, yüksek askeri harcamalar, ekonomide kayıt dışılık, yüksek kamu giderleri, zaman içerisinde krize sebep olan diğer sorunlar olarak gösterilebilir. Tüm bu sorunlar ile birlikte AB kaynaklı uyum sorunlarının etkisi Yunanistan'ı iflas ile karşı karşıya bırakmıştır.

Yunanistan ekonomisindeki mali disiplinsizlik, kayıt dışı ekonominin OECD ortalamasının çok üstünde olması ve vergi kaçakçılığı, güven sorunu oluşturmuştur. Yunanistan'da Ekim 2009 tarihinde iktidara gelen Papandreou hükümetinin ülkenin kamu bütçe açığının GSMH' ya (Gayri Safi Milli Hasıla) oranının gerçekte % 6.7 değil de, % 12.7 olduğunu ilan etmesiyle birlikte, bu ülkedeki borç krizi ve Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'nin geleceği dünya gündemi içerisinde önemli bir yere oturdu (Dağdelen, 2011: 2). Maastricht kriterlerini yerine getirdiği gerekçesiyle AB'ye

kabul edilen Yunanistan'ın bunu makro ekonomik verilerini olduğundan iyi göstererek elde ettiği konuşulmaya başlanınca Yunanistan borçlarını ödeyemez hale gelmiştir.

Tablo 10: AB Ülkelerinde Brüt Genel Kamu Borçlarının GSYİH' ya Oranı (% , 1999 - 2012)

	Portekiz	İrlanda	İtalya	Yunanistan	İspanya
1999	49,6	48,5	113,7	94,0	62,3
2000	48,5	37,8	109,2	103,4	59,3
2001	51,2	35,5	108,8	103,7	55,5
2002	53,8	32,1	105,7	101,7	52,5
2003	55,9	30,9	104,4	97,4	48,7
2004	57,6	29,6	103,9	98,6	46,2
2005	62,8	27,4	105,9	100,0	43,0
2006	63,9	24,8	106,6	106,1	39,6
2007	68,3	25,0	103,6	105,4	36,1
2008	71,6	44,4	106,3	110,7	39,8
2009	83,0	65,6	116,1	127,1	53,3
2010	93,0	96,2	119,0	142,8	60,1
2011*	101,7	112,0	120,3	157,7	68,1
2012*	107,4	117,9	119,8	166,1	71,0

Not: Maastricht kriterlerine göre bu oran % 60'ı aşmaması gerekmektedir.

* Avrupa Komisyonu'nun Bahar 2011 tahminleri

Kaynak: Kibritçioğlu, 2011, s. 5

Yunanistan'ın yüksek kamu borcunun bir nedeni de dünyadaki yük gemilerinin % 20'sine sahip olan ve deniz yolu taşımacılığında ilk sırayı alan Yunanistan, kriz sebebiyle dünya mal ticaretindeki daralmadan en fazla etkilenen ülkelerden birisi olmuş ve 2009 yılında taşımacılık gelirlerinde % 30 civarında bir düşüş yaşamıştır.

Yunanistan'ın yaşamakta olduğu krizin diğer AB ülkelerine sıçramasının engellenmesi amacıyla Yunanistan'a yardım sağlanması yönünde AB ülkeleri ve IMF ortak programı çerçevesinde anlaşma sağlanmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda AB ve IMF'nin katkısıyla oluşturulan toplam 110 milyar Euro tutarındaki 3 yıl vadeli kurtarma paketi Yunanistan'a tahsis edilmiştir (ABGS, 2011: 6).

2.1.5.1.2. İrlanda Krizi

Küresel krizin etkilerini derinden hissedilen ülkelerden birisi de İrlanda olmuştur. İrlanda'da görülen kriz ABD'de yaşanan Mortgage krizinin bir benzeri şeklindedir. Konut sektöründeki yüksek büyümeyle ekonomisini büyüten İrlanda, ABD kaynaklı küresel kriz sonrasında ise sert bir gerileme yaşamıştır.

İrlanda'da 1990'larda son derece düşük faiz hadleri, vergi kolaylıkları ve gevşek bankacılık düzenlemeleriyle şişirilen 'konut fiyatı balonu', 2000'lerin başında sönmeye başlayınca, gerek konut gerekse bankacılık kesiminde ciddi sorunlar yaşanmaya başlandı ve 2008'den itibaren dünyanın geri kısmına yayılmaya başlayan ABD'deki krizin de etkisiyle İrlanda'daki borç krizi 2008 – 2010 arasında iyice derinleşti (Kibritçioğlu, 2011: 6). Konut fiyatı balonunun patlamasıyla çöken Mortgage kredileri ve bankacılık sistemi, banka iflaslarını da birlikte getirmiştir. Batan bankaların devlet tarafından alınması da İrlanda ekonomisini zora sokmuş ve AB -IMF tarafından 85 milyar Euro'luk bir kurtarma paketi imzalanmıştır.

İrlanda'nın yaşadığı kriz Yunanistan'ın yaşadığı borç krizinden farklılık göstermektedir. İrlanda krizinin ABD Mortgage krizi ile birçok benzer yanı bulunmaktadır. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz: (ABGS, 2011: 7)

- ▲ Her iki ülkede de emlak fiyatları irrasyonel bir biçimde yükselmiştir
- ▲ ABD, Çin kaynaklı; İrlanda, Almanya kaynaklı ucuz kaynak girişi yaşamıştır
- ▲ Her iki ülkede düzenleyici ve denetleyici çevre risk algılama ve önleme konusunda yetersiz kalmıştır.

AB ve IMF yardım paketlerini ilk başta kabul etmeyen İrlanda, tek başına krize çözüm bulamayacağını anladıktan sonra Kasım 2010 tarihinde yardım talebini yüksek sesle dile getirmiştir.

2.1.5.1.3. Portekiz Krizi

Portekiz ekonomisindeki problemler Yunanistan ve İrlanda'daki gibi çok ciddi boyutlarda olmasa da uzun yıllara yayılmış bir ekonomik durgunluğun güven krizine dönüşmesi şeklinde ortaya çıktığı söylenebilir. Portekiz geçtiğimiz yıllarda AB'nin en düşük büyüme sergileyen ülkelerinden birisi olduğundan AB'nin krizle karşı karşıya kalması gözleri Portekiz'e çevirmiştir.

Portekiz'de kamu borçlarının son on yıl içerisinde iki kat düzeyde artması, ülkeyi Maastricht Kriterleri'nin dışına itmiştir. Kamu borçlanması İtalya ve İspanya ekonomisine kıyasla düşük seyretmesine rağmen, AB krizi sırasında, Portekiz'in devlet tahvillerinin getirisi bu iki ülkeden daha yüksek oranla artış gösterdiğinden, yatırımcılar tarafından Portekiz krize daha yakın kabul edilmiştir (Kibritçioğlu, 2011: 7). Ayrıca ekonomik krizin getirdiği problemler ülkede siyasi istikrarsızlığa da neden olmuş, başbakan Jose Socrates'in istifa etmesiyle ekonomi daha kötüye gitmiş ve kredi derecelendirme kuruluşları Portekiz'in notunu indirmiştir.

Yapılan görüşmeler neticesinde, Portekiz, AB ve IMF ile 3 yıllık programla 78 milyar Euro tutarında finansal dış yardım almak için anlaşmaya varmıştır (ABGS, 2011: 8). Yunanistan krizinden sonra görüldüğü gibi AB diğer ülkelerin önlemleri karşısında daha titiz davranmaktadır.

2.1.5.1.4. İtalya ve İspanya'nın Durumu

Portekiz'in ardından 'sırada kim var' sorusu, AB'nin ve Euro'nun geleceğinin tartışılmaya başlaması AB'nin daha önce bahsedildiği üzere birçok önlem mekanizması geliştirmesine neden olmuştur. AB'nde krizden etkilenen diğer ülkeler şüphesiz İtalya ve İspanya olmuştur.

İspanya'nın sıkıntılı günler geçirmesinin nedeni yetersiz iç ve dış talebin iktisadi hareketliliği azaltması ve %20'leri aşan işsizliktir. İtalya'da ise Yunanistan'a benzer bir şekilde kamu borçları ekonomiyi sıkıntıya sokmaktadır. Yüksek düzeyde borçlarını zayıf bir büyüme ile kapatmakta zorlanan İtalya ekonomisi yine de bir Yunanistan kadar ciddi bir sıkıntı içerisinde değildir.

Tablo 11: Avrupa Bölgesi Ortak Tahvil İhracı

	2008 Faiz Ortalaması	2009 Faiz Ortalaması	2010 Faiz Ortalaması	2011 Faiz (Ağustos)	Ortak Tahvil Faizi
İspanya	4,38	4,02	4,28	4,99	4,06
İtalya	4,65	4,30	4,05	5,00	4,06
Fransa	4,23	3,64	3,11	2,97	4,06
Portekiz	4,51	4,20	5,30	10,52	4,06
Yunanistan	4,81	5,16	9,14	15,59	4,06
İrlanda	4,50	5,14	5,76	9,81	4,06
Almanya	3,99	3,27	2,78	2,32	4,06

Kaynak: (TCMB, 2011: 4)

Tablo 11'de belirtildiği üzere AB'nin ortak çözüm yoluyla sıkıntı yaşayan ülkelerin borçlanma maliyetlerini düşürmeye çalışması çok olumlu karşılanmıştır. Başlangıçta çevre ülkelerle sınırlı olan borç krizinin bir türlü aşılabilmesi ve merkez ülkelerden Euro bölgesinin üçüncü büyük tahvil stokuna sahip İtalya'ya sıçramış olması orta ve uzun vadede sorunun ortak bir tahvil ihracıyla çözülmesi fikrini doğurmuştur (TCMB, 2011: 4). Yunanistan ekonomisinin AB'nin %2.5'ine ve

İspanya'nın %13'üne karşılık geldiği düşünülürken, İtalya ve İspanya ekonomisinin AB için önemi şüphesiz çok büyüktür.

AB'nin almakta olduğu önlemler sıkıntı yaşayan İtalya ve İspanya ekonomisinin orta vadeli durumuna katkı sağlayacak niteliktedir. Ancak yinede başta Yunanistan'ın yaşadığı gibi AB'de görülen krizin esas sebebi olan güvensizlik ve panik olduğundan, İtalya ve İspanya'nın durumu AB'nin geleceği açısından kilit önem taşımaktadır.

2.2. TÜRKİYE EKONOMİK KRİZLER TARİHİ

2.2.1. Osmanlı Dönemi

Osmanlı Dönemi ekonomik yapısı, dönemin ekonomi üzerinde en büyük etkisi olan savaşa dayalıydı. Bu nedenle ekonomik başarı, savaşlarda gösterilen başarı ile doğrudan ilişkiliydi. Yükselme döneminde, savaş ganimetlerinin etkisiyle ekonomi olumlu yönde gitmekteyken, gerileme döneminde ise ekonomik yapı bozulmaya başlamıştır. 1792 Yaş Antlaşması ile başlayan Osmanlı Devleti'nin Yıkılış Dönemi'nde savaşların kaybedilmesi, Osmanlı ekonomisinde sıkıntı yaratmaya başlamıştır. 1800'lü yıllarda kamu maliyesi zor günler geçirmeye başlamış, deniz yolu taşımacılığının gelişmesi ile kara ticareti düşüş göstermiş ve Osmanlı'nın ekonomisinin zayıflamasına neden olmuştur. Sanayileşmenin gerçekleştirilememesi ve ekonominin tarıma dayanması, artan savaş maliyetleri ve ganimet gelirinin oluşmaması, Osmanlı Devleti'ni tarihinde ilk kez borç almaya yöneltmiş ve Dersaadet Bankası'ndan borçlanma yoluna gitmiştir (Beşirli, 2009: 185-186). Üretemeyip sadece tüketen bir ekonomik yapıya sahip olan Osmanlı bu borcu ödeyemez ve tarihindeki ilk önemli ekonomik kriz 1849-50 yıllarında ortaya çıkar. Türkçe' de "buhran" (bunalım) sözcüğü ilk kez bu dönemde içine düşülen kriz sonrasında kullanılmaya başlanır.

İç borç krizi derinleşirken, özellikle İngiltere politika aracılığıyla ve yabancı basın Osmanlı Devleti'nin finansal reformlara gitmesi ve dış borçlanmasına yönelik özendirici yayın çalışmalarına gitmiştir. Kırım savaşının kaybedilmesiyle birlikte, Osmanlı devleti 1854 yılında İngiltere'den borçlanma yoluna gider. Alınan borçların savaş masraflarını karşılamaya yönelik olması ve sanayileşme ve tarımsal üretim karşısında gelişme kaydedemeyen Osmanlı Devleti sürekli yeni borçlanma yoluna gitmiş ve 1854 -1874 yılları arasında 15 kez dış borçlanma gerçekleştirmiştir. Dış

borçlanma o kadar yüksek miktarlara ulaşmış ki, bunu yönetmek ve denetlemek adına 'Düyun-u Umumiye' kurulmuştur. 1877 -78 yıllarında gerçekleşen Osmanlı – Rus savaşının ardından Osmanlı Devleti moratoryum ilan etmiş ve alacaklılarla anlaşma yoluna gitmiştir. Bunun arkasından, 10 yıl boyunca çeşitli vergi gelirlerinin Düyun-u Umumiye kontrolünde alacaklılara devredilmesi gerçekleştirildiyse de borçların ödenmesi mümkün olmamıştır ve Osmanlı İmparatorluğu'nun çöküşüne ortam hazırlamıştır.

Osmanlı Devleti'nin yıkılmasının ardından, halen ödenmemiş borçlar coğrafyada kurulan devletlerin arasında paylaştırılmış ve en büyük borç yükü yeni kurulan Türkiye Cumhuriyeti'ne verilmiştir. Türkiye'nin Osmanlı dönemindeki 'Genel Borçlar' anlamına gelen Düyun-u Umumiye idaresinin borçlarının taksitleri 100 yıl kadar devam ederek 1954 yılına kadar sürmüştür.

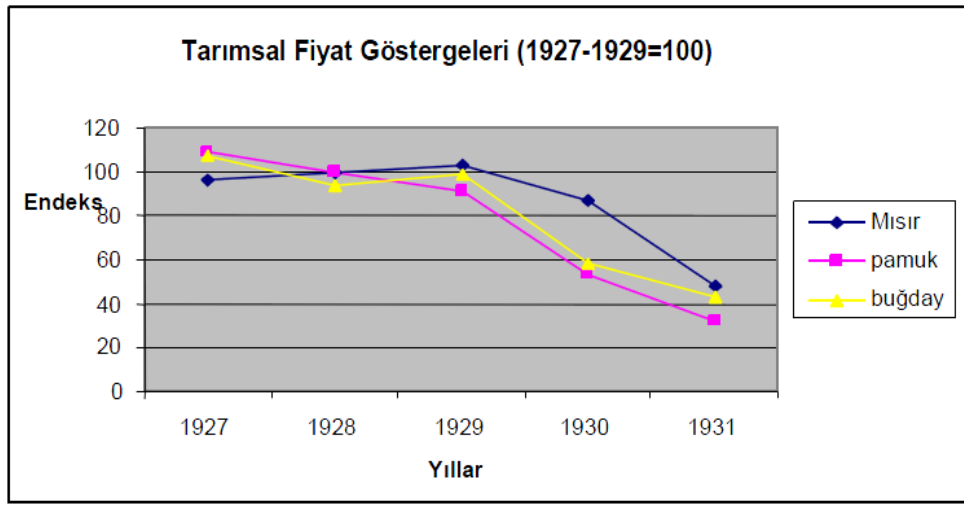
Yeni oluşan kapitalizm sistemini anlayamayan ve ekonomik ve toplumsal açıdan uyum gerçekleştiremeyen Osmanlı Devleti genel anlamda 'borcu borçla kapatma' yoluna gitmiştir. Alınan borçlarla reformlara gidilmemesi borcun büyüyerek siyasi yönetim alanında da panik havası oluşturması ve 'yüksek risk' alınarak borçların yeni savaşlardan elde edilecek ganimetlerle kapatılma düşüncesinin oluşması Osmanlı Devleti'nin yıkılmasına neden olmuştur.

2.2.2. 1929 Buhranının Türkiye'ye Etkisi

Birinci Dünya Savaşı'nın ardından ülkelerin dünyadaki konumu değişmiş ve dünyanın en büyük alacaklısı konumuna gelen Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'de 1920'li yıllarda otomobil ve endüstri alanındaki gelişmelerin ardından oluşan hisse senetlerindeki spekülasyon ekonomiyi canlandırmıştır. Ancak 1929 yılında borsada gerçekleşen beklenmeyen düşüşle ortaya çıkan ekonomik kriz dünya genelinde ekonomileri etkilemiştir. 29 Ekim 1929'da tarihe 'kara perşembe' olarak geçen ve iki yıl içerisinde ABD borsasının %90 değer kaybetmesine yol açan 1929 Buhranı kısa zamanda etkisini Türkiye'de de göstermiştir ancak o yıllarda dışa kapalı ekonomisi bulunan Türkiye'de diğer ülkelere kıyasla etkisi sınırlı olmuştur (Buluş, 2010: 4,8).

Gümrük vergilerinin artırılması, devlete yeni ve önemli mali kaynakların sağlanması ve hava şartlarının çok uygun olmasından ötürü yüksek ürün rekoltesi beklentisi doğrultusunda, Türkiye 1929 yılına iyimser bir havada girmiştir (Ezer, 2005: 159). Ancak aşırı derecede artan arz miktarı dünya genelinde tarım ürünlerinin Şekil 21’de belirtildiği üzere fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. Bu da, o dönemde %81 ile en çok istihdam barındıran tarım sektörünü ve Türkiye ekonomisini derinden etkileyen bir gelişme olmuştur (Toprak, 605).

Şekil 21: Ekonomik Buhran Yıllarında Tarımsal Fiyat Göstergeleri (1927-1931)



Kaynak: Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2010: 3

Yeni kurulan Türkiye devletinin bir yandan iç isyanların bastırılması diğer yandan yeni devletin örgütlenmesi gibi sorunlarla uğraşıyor olması ekonomiye yeteri kadar ilgilenememesine sebep olmuştur. Bu da 1929 krizinin etkisiyle Türkiye ekonomisine bir takım sorunlar getirmiştir:

- ✓ Türk Lirası'nın İngiliz parası karşısında hızla değer kaybetmeye başlaması
- ✓ Gümrük tarifelerinin yükselmesi beklentisine karşı aşırı ithalata gidilmesi
- ✓ Krizin tarım ürünleri fiyatlarını önemli ölçüde aşağıya çekmesi
- ✓ Türkiye'ye yüklenen Osmanlı dış borcunun ilk taksitinin ödenecek olması
- ✓ Dış ticaretin rekor düzeyde açık vermesi

Yaşanan sorunlar karşısında arka arkaya reformlar gerçekleştirilmiştir. Halkı yerli malına teşvik etmek amacıyla " Milli İktisat ve Tasarruf Cemiyeti " kurulmuş, 1930 yılında ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) kurularak ekonomi kontrol altına alınmış, izleyen yıllarda " Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı " hazırlanarak sanayileşme yolunda adımlar atılmıştır (Ezer, 2005: 159). Yine 1929 yılında kurulan " Tarım Kredi Kooperatifi " ve özel firmalara imtiyazlar sağlaması amacıyla çıkarılan " Teşvik-i Sanayi Kanunu " ekonominin toparlanmasına neden olmuş hatta Türkiye'nin 1931 yılında dış ticaretinde fazla vermesini sağlamıştır.

Türkiye krizi dışa kapalı ekonomisi sayesinde daha kolay atlattır. Dışa açıklık derecesi 1924 yılında %29.3 iken, 1932 yılında % 16'ya gerilemiştir (Toprak, 607). Yerli malı kullanımı ve tasarrufun teşviki ve planlı bir iktisat politikasının izlenmesinin ardından, krizle oluşan kaos ortamı 1933 yılından itibaren normale dönmeye başlamıştır ve Türkiye ilk ekonomik kriz tecrübesini atlattır.

2.2.3. Görece Daha Büyük Etkili Ekonomik Krizler

2.2.3.1. 1958 – 1961 Krizi

Kriz öncesinde uzunca bir süre dışa kapalı politika izleyen Türkiye ekonomisi genel anlamda ekonomideki plansızlık neticesinde finansman sorunu ile pek sık karşılaşmıştır. Diğer taraftan, İkinci Dünya Savaşı sonrasında, dünya genelinde serbest dış ticareti destekleyen yapısal dönüşümler ortaya çıkmaya başlamıştır.

1958 krizi iç kaynaklı bir kriz olmasına rağmen, dış kaynaklardaki olumsuz görünüm ekonomiyi dolaylı etkilemiştir. 1954 yılı Kore Savaşı sonrasında tekrar çöken tarım ürünleri fiyatları, ABD'nin durgunluğa girmesi, Avrupa Ekonomik Topluluğu paralarının konvertibiliteye geçmesi ve Roma Anlaşması'nın yürürlüğe girmesinin yarattığı pazar daraltıcı etki, krizin dünya üzerindeki hazırlanışını; aleyhe dönen dış ticaret hadlerinin izleyen yıllarda sürmesi ise krizin ülkemize yansımaları oluşturur (Kazgan, 2005: 105-112).

Türkiye ekonomisindeki görünüm, sürekli artan dış borçların oluşturduğu devalüasyon baskısı ve uluslar arası sermayenin ülkeden çıkmaya başlaması şeklindeydi. Bir başka deyişle (Koldanca, 2009: 58), dış borçlar ulusal gelirden daha hızlı büyümüştür; dış borcun ulusal gelir içindeki payı gitgide artmıştır ve dış borç yükünün (anapara ve faiz toplamı olarak) dışarıya oranını yükseltmiştir. Buna

ilaveten hazine avanslarındaki artış, sübvansiyonlar, plansız yatırımların yükü, dış kaynakların azalması ise ülke ekonomisini çıkmaza sokmuştur. IMF ile 1956 yılında görüşmeler başlamış ve devalüasyonu içeren istikrar planları üzerinde anlaşmaya yaklaşıldıysa da, o dönemdeki siyasi karmaşa sonucu program iki sene kadar ertelenmiş ve 4 Ağustos 1958 tarihli mektupla anlaşmaya varılmıştır.

IMF ile yapılan istikrar programının genel çerçevesi dört başlık altında sıralanabilir:

- TL'nin devalüe edilmesi
- İthalatın önündeki engellerin kaldırılması, serbestleştirilmesi
- KİT'lerin sağladığı ürünlerin fiyatlarının artırılması
- Para arzı ve bütçe harcamalarının kısılması

İstikrar programında para arzının kısılmasıyla birlikte kamu ürünlerinin fiyatlarının arttırılması kısa zamanda fiyatların artmasına neden olduysa da daha sonra enflasyonun kontrol altına alınmasını sağlamıştır. Nitekim 1959 yılında Türkiye hayat pahalılığında Brezilya'dan sonra dünya ikincisi konumunda olmuştur (Çubukçu ve diğerleri, 2010: 9).

1956 yılında hükümet tarafından turist ve benzeri dövizlerde farklı fiyat uygulamasını içeren çift katlı kur uygulaması 1958 yılında yerini tek katlı kur uygulamasına bırakmış ve böylelikle devalüasyonun önü açılmıştır. Türk parasının yabancı paralar karşısındaki değeri 1 dolar 280 kuruştan, 1 dolar 900 kuruşa devalüe edildi (Gafuroğlu, 2007: 33).

Krizin boyutları giderek ağırlaşmış banka iflasları görülmüştür. Ulusal paranın değerinin düşürülmesi de ihracatın artmasını sağlayamayınca uygulanan politikalarda yapısal dönüşümler gerçekleşmiştir. Sanayi sektörünün büyüme hızı tarım sektörünün büyüme hızını geçmiş ve iç pazara yönelik ithal ikameci ekonomik modeline geçilmiştir.

Türkiye'nin 1956 yılında dış borç krizini hissetmesinin ardından IMF ile anlaşmanın ertelenmesi krizin derinleşmesine sebep olmuştur. İki yıl ertelemeyen sonra uygulamaya konulan istikrar programının büyümeyi önemsememesi de GSMH' da 1958 -1961 yılları arasında ortalama % 3.5 büyüme gerçekleştirmemize, nüfus artışından arındırıldığında ise %0.7 oranında bir gelir artışına karşılık gelmiştir (Koldanca, 2009: 68). Bu da krizin ülke ekonomisindeki yavaşlamaya etkisini anlamaya yardımcı olacaktır.

2.2.3.2. 1978 – 1983 Krizi

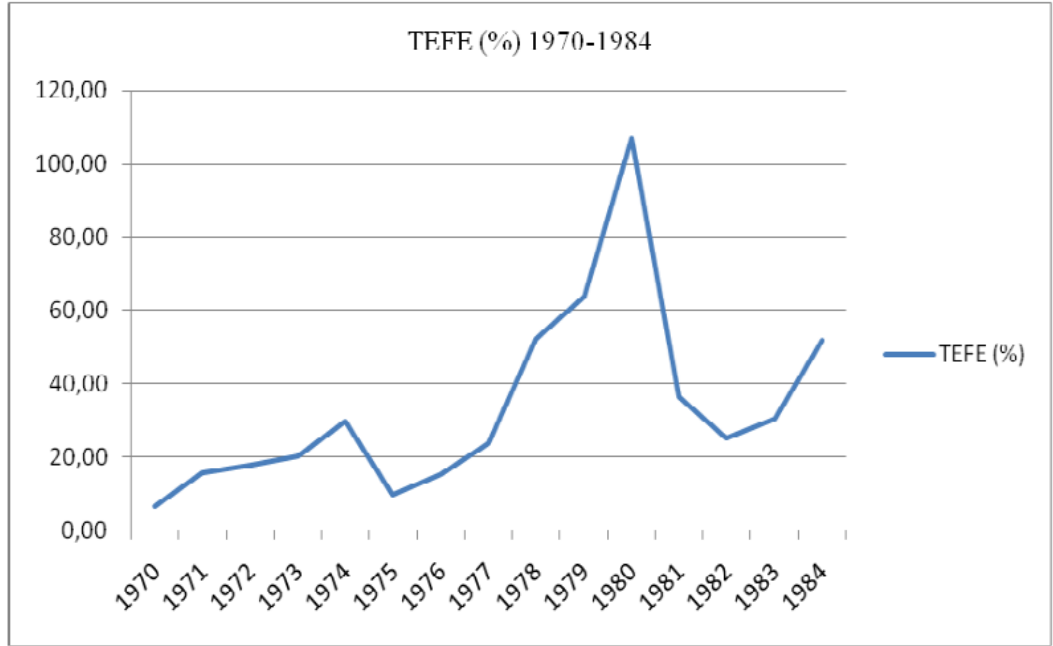
Birinci petrol krizinin ardından dünya dış ticaretinin yavaşlaması ve yükselen petrol fiyatları ülkelerin dış ticaret rekabetini olumsuz etkilemiştir. Olumsuz ekonomik konjonktüre içsel ekonomik ve siyasi problemler de etkilenince Türkiye'nin krize girmesi kaçınılmaz olmuştur.

1974 yılında vuku bulan 1. Petrol Krizi ile başlayan (pazar daralmalarına bağlı olarak) dış ticaret hadlerinin aleyhe dönmesi olgusu, Alman markı ve İsviçre frankının dolara karşı hızla değer kazanması, 1978 yılında yaşanan "petro-dolarları dolaşıma döndürme" politikasının yarattığı aşırı kısa vadeli borçlanma, uluslar arası bankaların gelişmekte olan ülkelere kredileri kısarken, faizleri yükseltmeleri, Türkiye ile birlikte bir dizi ülkeyi de bu dönemde krize götürmüştür (Kazgan, <http://kazgan.bilgi.edu.tr/docs/Turkiye.doc>, 15.03.2012).

Petrol ihracatçısı olan Türkiye, OPEC' in arka arkaya petrol fiyatlarını arttırmasının ardından ekonomisinde büyük bir yük hissetmiştir. Bu da ödemeler dengesi sorununu ortaya çıkarmıştır. 1978 senesinde ödenmesi gereken borçların tutarı 4,84 milyar dolara ve bu miktarın içinde kısa vadeli borçların payı %60 seviyelerine ulaşmıştır (Koldanca, 2009: 73). Özellikle kısa vadeli borçların payının yüksek olması Türkiye'nin kaynak konusundaki hassasiyetini arttırmış ve Mart 1978'de IMF istikrar programı kabul edilmiştir. Bu istikrar programına göre ulusal kurun devalüe edilmesi, KİT fiyatlarının arttırılması ve mevduat faizlerinin arttırılması, kamu harcamalarının azaltılması şeklindedir. Kamu harcamalarının azaltılması bütçe içinde olumlu etki yapmış olsa da, kamu hizmetlerinin fiyatları arttırılırken faizlerin de yükseltilmesi, yükselen petrol fiyatlarının sanayi mallarındaki etkisini de göz önünde bulundurarak yüksek enflasyona neden olmuştur.

Kısa vadeli dış borçların özel kesime ait olan bir kısmı uzun vadeli devlet tahvillerine dönüştürülerek kamulaştırılmıştır. İthal ikameci modelle ekonomiyi toparlayamayacağını düşünen Türkiye, IMF ve WB (World Bank) gibi kurumların önderliğinde liberalleşme politikalarına başlamış ve ithalatın önündeki engeller kaldırılmıştır. Adalet Partisi iktidarın uygulanmasında sorunlar çıkan serbestleşmeye dayanan 24 Ocak 1980 istikrar programının yürütülmesi 12 Eylül 1980'de darbe yapıp yönetime geçen askeri iktidara ve onun görevlendirdiği Turgut Özal'a kaldı (Kazgan, 2005: 193). Askeri yönetimin ücretleri baskı yoluyla düşük tutabileceği inancı, devalüasyon yoluyla ihracatın arttırılması gibi araçlar makro ekonomik dengeleri bozmuş ve ülke sıkıntılı bir süreç yaşamıştır.

Şekil 22: Türkiye Enflasyon Rakamları (1970 -1981)



Kaynak: Koldanca, 2009, s. 71

İç yapısında askeri yönetimle serbestlikten uzaklaşan Türkiye'ye uluslar arası mali kuruluşlar ekonomisini serbestleştirilmesi ve dış dünyaya açılması konusunda baskı yapmış ve zayıf mali yapısından ötürü Türkiye'nin pek fazla bir seçeneği olmamıştır. Türkiye'nin ihracatının ham madde ya da değeri düşük ürünlere dayanması buna karşın sanayi ürünlerini ithal etmesi, serbestleşme sonucunda giderek büyüyen bir ödemeler dengesi sorunu oluşturmuştur.

Türkiye 1977 – 1983 yılları arasında yıllık ortalama % 2.5 olan büyüme hızı yıllık % 2.2 olan nüfus artışı göz önünde tutulduğunda, ekonomik kalkınma için oldukça yetersiz kalıyordu (Kazgan, 2005: 205). Ayrıca yüksek enflasyondan dolayı cari fiyatlarla hesaplanan GSMH sürekli artan görüntüsü deflatör göz önünde bulundurulduğunda yer yer negatif seyretmiştir.

IMF'nin o dönemdeki güçlü ve otoriter duruşu, Türkiye'nin serbestleşme politikalarını uygulamasına ve dolayısıyla TL'nin konvertible olmasına neden olmuştur. Konvertible TL devalüasyonlarla birlikte dış açığı büyütmüş, kısa vadeli dış kaynak sorununu kronikleştirmiş, Türkiye ve IMF'yi ayrılmaz ikili haline getirmiş ve kısa vadeli kaynak çözümü için IMF'nin ülke ekonomisinde yaptığı uzun vadeli

planlara uyma zorunluluğu getirmiş, ancak siyasi istikrarın olmaması sonucu sürekli değişen yapı ülkeyi birçok krize götürmüştür.

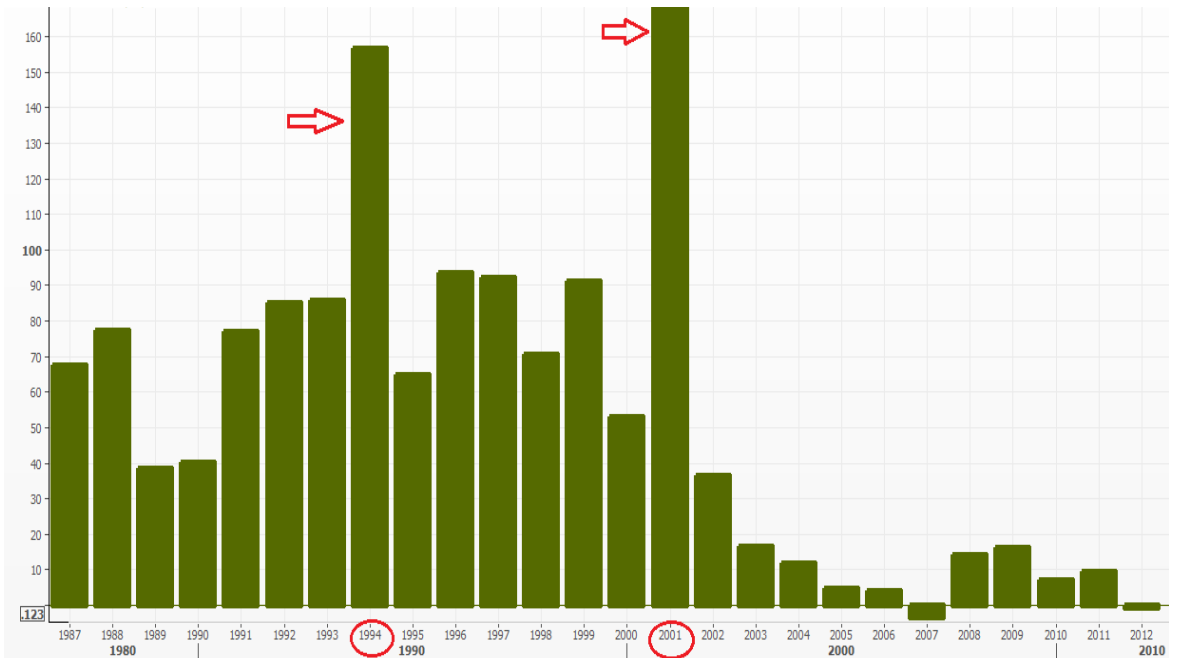
2.2.3.3. 1994 Krizi

1990'lı yıllarda dünyada soğuk savaşın sona ermesi ve piyasa ekonomisine geçilmesi, Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi'nin (NAFTA) oluşturulması dünya ekonomisinin canlılığını korumasını sağlamıştır. Japonya ve Avrupa'da ekonomik durgunluk 1993 yılına kadar devam etmiştir. Avrupa Topluluğu ülkelerinin mali politikalar, enflasyon oranları ve mali piyasalar bakımından farklılıkları ise, 1992 yılı başında Avrupa para sisteminde krize yol açmış ve 1993 yılı Ağustos ayında üye ülke paraları dalgalanmaya bırakılarak devalüe edilmiştir (Yükseler, 2009: 6).

Dışarıdaki gelişmelerin yanı sıra içerde kronik ödemeler dengesi sorunu, enflasyon, sabit kur sonucu TL'nin aşırı değerlenmesi ve hükümetlerin devalüasyon yapmak istememeleri makro ekonomik dengelerin korunamamasına, bu da ülkede dış borç ve para krizlerinin görülmesine neden olmuştur. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte, kar maksimizasyonu hedefleyen uluslar arası sermaye yüksek faiz getirili Türk bono piyasasına ve yeni gelişen İMKB'ye kote edilmiş pay senetlerini satın almaya yönelmiş ve dolayısıyla TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur (Ardıç, 2004: 147). Ayrıca yurt içine bankalar tarafından getirilen bol miktarda ucuz Euro kredisi ülkenin net döviz pozisyonunu negatif yöne gitmesine neden olmuştur.

Dönem hükümeti iç borçlanma yoluyla sağlanan kamu açığının finansmanı konusunda politika değişikliğine giderek faizleri düşürmeye çalışmıştır. Yüksek miktarda ülkeye giren yabancı sermaye hareketlerini azaltmak ve dövizin yavaşça değerlenmesini sağlayarak kriz oluşmasını önlemek adına yapılan bu politika değişikliği Şekil 23'den görüleceği gibi başarısızlıkla sonuçlanmıştır ve ülke borcunu arttırmıştır. Aksine döviz – faiz arbitrajı sağlamak için ülkeye bono piyasasına ya da İMKB'ye gelen yabancı yatırımcılar arasında oluşan panik havası döviz alımlarına yol açmıştır. Sonuç olarak 1994 ilk çeyreğinde TL %70 devalüe edilmiş ve gecelik faizler birden bire %700 seviyelerine gelmiştir (Ardıç, 2004: 151).

Şekil 23: Türkiye'nin Toplam Borcu Üzerinde 1994 ve 2001 Ekonomik Krizleri Etkisi



Kaynak: Thomson Reuters

Kısa vadeli fon talebinin düşürülmeden, faiz oranlarının düşürülmeye çalışılması ülkeye pahallıya patlamış, ekonomide % 6 civarında küçülme görülmüştür. Bu durum istikrar önlemlerinin alınmasını şart koşmuş ve 5 Nisan 1994 kararları yürürlüğe girmiştir. 5 Nisan kararlarına göre uygulanması düşünülen istikrar programı şunları içermektedir:

- ✓ Kamu harcamalarının kısılması
- ✓ Petrol ve tekel ürünlerine uygulanan vergilerin arttırılması
- ✓ Banka mevduatlarına güvence verilmesi
- ✓ İhracat desteklenerek, Eximbank kredilerinin kapsamı genişletilmiş
- ✓ Bazı KİT'lerin özelleştirilmesi

2.2.3.4. 2000 – 2001 Krizi

Finansal serbestleşme ve global ekonomiye geçiş sürecinde birçok ülkede makro ekonomik değişiklikler meydana gelmiş ve özellikle Meksika, Rusya, Brezilya

ve bazı Asya ülkeleri gibi gelişmekte olan ekonomiler yeni sisteme uyum sorunu yaşamış ve krizle karşı karşıya kalmışlardır.

Latin Amerika ülkeleriyle yüksek ticaret içerisinde olan ABD'de de ekonomik göstergeler bozulmaya başlamıştır. Nitekim 2000 yılı ikinci çeyreğinde, yıllık bazda % 5.5 büyüyen ABD ekonomisi yılın son çeyreğinde sadece %1 oranında büyümüştür (Yükseler, 2009: 7). Bunun üzerine bir de 2001 "ikiz kuleler saldırısı" eklenince Wall Street çökmüş ve bu durum dünya genelinde olumsuz etki yaratmıştır.

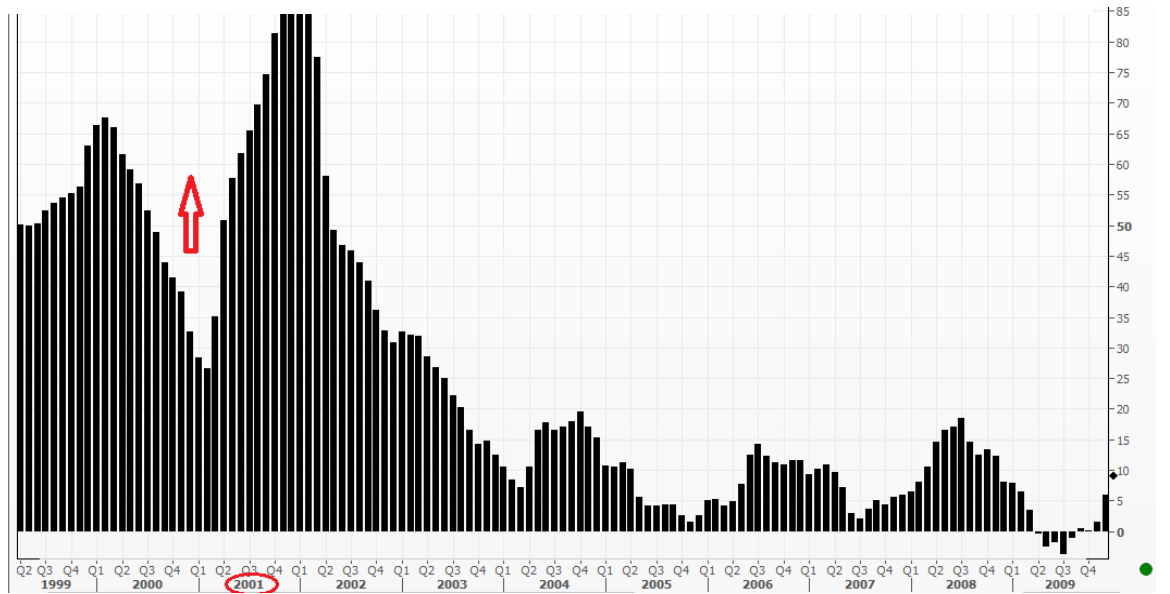
Türkiye ekonomisinde ise 1980'lerin serbestleşme sürecinden sonra ithalatın payı giderek artmış, dolayısıyla cari açık sorunu sürekli gündemde olmuştur. Buna ilaveten siyasi istikrarsızlık, kamu harcamalarının verimsizliği, yolsuzluklar, sıcak paranın dengesizliği ve tarihte yaşanan sürekli devalüasyonlar sonucu vatandaşın dolarizasyon eğilimi 2001 krizinin oluşmasına neden olmuştur. Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllarda özellikle büyümeye önem vererek cari açık konusunu göz ardı etmiştir. Büyümenin kısa vadeli fonlar üzerine kurulması da ekonominin kırılganlığını kat kat artırmıştır. Kriz öncesi 670 bin TL olan dolar kriz sonrası Nisan ayında 1 milyon 161 bin TL seviyesine tırmanmıştır (Çubukçu, 2010: 11).

Cari açığın finansmanı konusunda Türkiye iç borçlanma yolunu seçerek yüksek faiz sağlamak zorunda kalmıştır. Ancak bu durum zaman içerisinde Türkiye'yi yüksek faizli iç borçlanma sarmalına sokmuş ve sonuçta ülkeyi Ponzi-tipi finansmana mahkum bırakarak var olan iç borcunu ancak yeni borçla karşılayabilecek duruma getirmiştir (Koldanca, 2009: 88). Türkiye ekonomisi bir önceki borcunu kapatabilmek için sürekli yükselen borçlanma maliyetlerine katlanmaktaydı ve bu da risk priminin artışının bir göstergesiydi.

Gelişmekte olan ülkelerin ardı arkasına kriz yaşamasıyla birlikte uluslar arası sermaye, finansal serbestleşmenin etkisiyle çok hızlı yer değiştiriyordu. Güney Asya'dan Rusya'ya, sonra Latin Amerika'ya geçen sıcak para aynı zamanda buralarda görülen krizlerin de temel nedenlerinden birisiydi. 1998 Brezilya krizinin ardından gelişmekte olan diğer ülkelere sıcak para akışı yaşanmış ve Türkiye de buradan payını almıştı. Ülkeye giren portföy yatırımları kısa vadeli dengelerin sağlanması için önemli görünse de doğrudan yatırımların gelmemesi ülkenin riskli konumda görüldüğünün bir göstergesi olmuştur.

Döviz tarafında ise enflasyonun kontrol altına alınabilmesi açısından "kur çapası" uygulamasına geçilmiştir. 2000 yılında IMF'nin desteğiyle uygulamaya konulan "Enflasyonla Mücadele Planı" gereğince bir kur sepeti (1 Dolar + 0.77 Euro) belirlenmiş ve Türk Lirasının değerinin 3 ayda bir periyodik olarak enflasyon miktarına göre ayarlanmasını öngören bir düzenleme getirilmiştir (Öztürk, 2010: 154). Ancak devalüasyonların normal hale geldiği bir ekonomik geçmişle büyüyen toplumun dolarizasyon algısı ve aynı durumun sürekli tekrar edeceği düşüncesi planlamada öngörülememiş ve daha sonra krizi tetikleyen unsurların başını çekmiştir. Şekil 24'de görüldüğü gibi 2001 krizinin etkisiyle %30'larda seyreden tüketici fiyatları %85 düzeyine sıçramıştır.

Şekil 24: 2001 Krizi - Aylık Tüketici Fiyatları Etkisi



Kaynak: Thomson Reuters

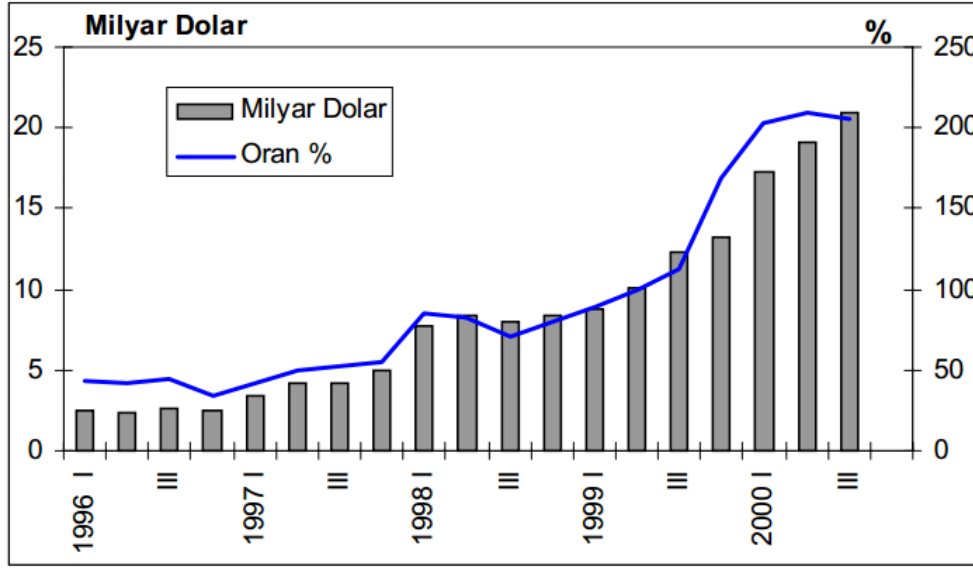
1999 Aralık ayında IMF'ye Türkiye'de 2000 -2002 süresince enflasyonu kontrol edecek bir program uygulamak için niyet mektubu vermiş, ekonomide yapılması planlanan yapısal reformlarla birlikte kurun makul seviyelerde tutulmasını amaçlamıştır. Bu programda 2000 yılsonu için TEFE (Toptan Eşya Fiyatları Endeksi) enflasyonu yüzde 20 ve TÜFE (Tüketici Fiyat Endeksi) enflasyonu yüzde 25 olarak hedeflendi (Celasun, s.14). Programın açıklanmasıyla birlikte oluşan olumlu havanın etkisiyle 1999 yılında ortalama % 109.5'e ulaşmış hazine iç borçlanma bileşik faiz oranı, Ocak 2000'de % 38.3'e düşmüştür (TCMB, 2004: 169).

IMF ile yapılan istikrar programının bazı dikkat çekici noktaları bulunmaktadır:

- ✓ Daha önce anlaşılan IMF programlarının büyük çoğunluğunun yarıda kesilmesi nedeniyle programın başarısına şüpheli yaklaşılması
- ✓ İstikrar programı kapsamında Türkiye'de uygulanması istenen 'kur çapası' programının daha önce uygulandığı Brezilya, Rusya, Meksika ve Tayland gibi gelişmekte olan ülkelerde kriz ile sonuçlanması
- ✓ Programın enflasyonun düşeceğini tahminlerken, büyümenin yükseleceğini beklemesi çelişkisi
- ✓ Program uygulanırken 18 Ocak 2000'de 18,548 olan İMKB, 18 Şubat 2000'de %21.6 azalışla 14,539'a indi (TEK, 2001: 12).
- ✓ Programın önemli bir parçası olan özelleştirmenin, kriz öncesi ekonomik şartlarda yapılmasından dolayı verimsiz olması ve hedeflere ulaşılamaması
- ✓ TL'nin reel değerlendirilmesi ile oluşan gelir etkisi (Laursen – Metzler etkisi), TL gelirinin ithal edilen malları satın alma gücünün artması sonucu ithalata dayalı büyüme ortaya çıkması (TEK, 2001: 12).
- ✓ Bankacılık kesiminde borçlanma yapısını sınırlandıran düzenlemelerin eksikliği ve zayıflığı,
- ✓ TL'nin reel değerlendirilme sürecinde, bankacılık ve finans sisteminin dış borçlanma yoluna giderek 'negatif net döviz pozisyonu' almalarıdır.

1999 sonrasında yapılan düzenlemelerde bankacılık kesimi net döviz pozisyonu %20 ile sınırlandırılmıştır. Ancak bankaların aldıkları döviz kredilerini, forward ve future gibi türev araçlar sonucu hedging yaptıklarını belirterek bilanço dışına taşımışlardır. Daha sonra TCMB' nin yayınladığı raporlara göre bu korunma işleminin bankalar ve bankaların ait olduğu holding şirketler arasında yapıldığı ortaya çıkmıştır. Kağıt üzerinde riski azaltan ve bilanço dışına atan bu kontratların aslında holding bünyesinde A firmasından B firmasına aktarılması sonucu bankalar % 20 sınırı olmasına rağmen, Şekil 25'da görüleceği üzere % 200'lere varan net döviz pozisyonlarına girmiştir. Bu açıdan bakıldığında 2001 Türkiye Krizi'nin 2008 Mortgage Krizi'ne benzediği söylenebilir.

Şekil 25: Bankacılık Kesiminin Döviz Açık Pozisyonu: Milyar Dolar ve Sermaye + Kar içinde Oranı % (1996 - 2000)



Kaynak: Türkiye Ekonomi Kurumu, Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, 2001: 15

Krizin derinleşmeye başlamasıyla birlikte yabancı bankalar vadesi gelmemiş kredilerini geri çekmeye başlayınca gecelik faizler göklere tırmandı ve Türkiye tarihine "Kara Çarşamba" olarak geçen 22 Kasım 2000'de para krizi patladı (Çubukçu, 2010: 11). Kısa zamanda tırmanan faizler 2001 Şubat'ında 'kitap fırlatma sembolik olayı' ile rekor seviyelerine gelmiş ve Tablo 12' den görüleceği üzere % 4000'leri görmüştür. Bankaların verimlilik ve etkinlikleri ciddi bir şekilde azalmış ve yükümlülüklerini yerine getiremeyen birçok banka TMSF' ye devredilmiştir.

Kriz nedeni ile Türkiye ekonomisi % 9.4 küçülme ile tarihinin en büyük küçülmesini yaşamıştır (Gafuroğlu, 2007: 38). Birçok fabrika üretimi durdurmuş ve çalışanlarını ücretsiz izine çıkarmıştır. Döviz borcu olanlar iflas etmiş, ticari faaliyetler azalmıştır. Özellikle batık bankaların oluşmasından sonra vatandaş birikimini nakde çevirip 'yastık altı'nda saklamıştır. Bu da ekonomik krizde olan ekonominin toparlanmasını ertelemiştir ve Türkiye ekonomisini birkaç yıl geriye götürmüştür.

Tablo 12: İnterbank Gecelik Faiz Oranları

	En Düşük	En Yüksek	Ortalama	St. Sapma
1999 Eylül	57.51	70.98	67.21	4.61
Ekim	65.51	69.95	69.47	1.08
Kasım	68.72	69.99	69.78	0.30
Aralık	69.86	70.00	69.97	0.04
2000 Ocak	18.90	64.56	35.90	10.28
Şubat	26.28	83.19	49.23	14.12
Mart	26.38	68.07	39.08	8.95
Nisan	18.90	45.87	36.16	6.62
Mayıs	32.08	56.34	41.29	6.55
Haziran	26.35	75.75	42.00	11.67
Temmuz	13.60	38.83	25.97	5.08
Ağustos	22.14	92.57	35.57	16.90
Eylül	23.71	79.65	46.20	14.05
Ekim	25.82	71.22	38.41	9.72
Kasım	27.94	315.92	79.46	67.61
Aralık	61.75	873.13	198.95	238.97
2001 Ocak	31.12	76.84	42.16	12.47
Şubat	36.55	4018.58	436.00	983.80
Mart	80.00	96.55	81.89	4.05

Kaynak: Türkiye Ekonomi Kurumu, 2001: 15

(*) Standart Sapma, günlük ortalama faizden hesaplanmıştır.

2.2.4. Görece Daha Az Etkili Ekonomik Krizler

Çalışmanın bu bölümünde, ülkemizde görülen görece daha az önemli ekonomik krizlerin tarihine değinilecek, açıklanmaya çalışılacak küçük ekonomik krizlerin de Türkiye Ekonomik Krizler Tarihi'nin daha iyi anlaşılmasına yardımcı olacaktır.

Ülkemiz, krizlerle yaşayan bir ülke konumuna gelmiştir. Türkiye ekonomisinde 82 yılda 15 ekonomik kriz görülmüştür. ATO'nun (Ankara Ticaret Odası) hazırladığı rapora göre, ortalama her 5 yılda bir ekonomik kriz görülen Türkiye ekonomisinde krizler yaşanmasaydı Türkiye dünyanın ilk 10 ekonomisi arasında ve AB ülkeleri seviyesinde bir ekonomik yapıya sahip olacaktı (<http://www.atonet.org.tr/turkce /bulten/bulten.php3?sira=316>) (18.03.2012). Genel anlamda kötü yönetim, siyasi istikrarın olmayışı ülkemizin birçok ekonomik krizle karşı karşıya kalmasına sebep olmuştur.

2.2.4.1. 1948 Krizi

Dünyanın gördüğü en büyük kriz olarak nitelendirilen 1929 krizinin Türkiye'ye derin etkisinden sonra ortaya çıkan İkinci Dünya Savaşı dünya ekonomisini zora sokmuştur. Savaşta silahaltına alınan bireylerin masrafları ve devlet harcamalarının savunma giderlerine ayrılması krizin çıkış noktası olmuştur (Ulusoy, s.1789). Türkiye özellikle savaştan sonra düşen tarım ürünleri talebinden olumsuz etkilenmiştir. 1946 yılında bütçe fazla vermesine rağmen, ihracatı artırmak için ilk kez devalüasyona gidildi (Çubukçu, 2010: 9).

2.2.4.2. 1954 Krizi

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra daralan ticaret ve azalan dış ticaretin ardından bu sefer de 1954 yılında Kore Savaşı meydana gelmesi tarım ürünleri fiyatını eritmiştir. Ekonomisi o yıllarda tarıma dayalı Türkiye için ise krize girmek kaçınılmaz olmuştur. 1951 yılında açık veren bütçe 1963'e kadar 12 yıl boyunca açık vermeye devam etmiştir (Çubukçu, 2010: 9). Kredili ithalat uygulamasına geçilmesi dış borç yükünü daha da artırmıştır. Ayrıca 1954 yılında iklim koşullarının kötü gitmesi de, ilkel tarım koşulları düşünüldüğünde Türkiye'yi krize götüren sebeplerden birisi olmuştur.

2.2.4.3. 1974 Krizi

1974 yılında ülkemizde görülen bu kriz dünya genelinde gerçekleşen Birinci Petrol Krizi'nin Türkiye'ye olan yansıması şeklinde gerçekleşmiştir. ABD'nin bu yıla kadar parasını altın karşılığı olarak basmaktan vazgeçmesiyle doların değer kaybetmesi sonucunda, dolar üzerinden işlem gören petrolün OPEC tarafından, petrol fiyatlarının altın karşılığı olarak işlem göreceğini ilan etmesi krizin çıkış noktası olmuştur (Ulusoy, s.1790). Petrol fiyatlarının, daha önce çalışmada değinildiği üzere, 4 kat civarında değerlenmesi petrol ithalatçısı konumundaki Türkiye'yi olumsuz etkilemiştir. İthal sanayi ürünlerinin fiyatının da petrolün yükselişi ekonomiye ek külfet getirmiştir. Aynı yıl Kıbrıs Barış Harekatı ile birlikte batılı ülkelerin üstü örtülü ekonomik ambargosu başladı (Çubukçu, 2010: 10). Rekor seviyede bütçe açığı veren Türkiye'de satın alma gücü ciddi bir şekilde düşmüştür.

2.2.4.4. 1988 – 1989 Krizi

Krizin dayanağı 1987 yılı Kasım ayında New York borsasının çökmesi, izleyen yıllarda banka iflaslarıyla ABD ekonomisinin uzun süreli (1987 – 1991) durgunluğa girmesi, doların güçlü paralar karşısındaki değer kaybıdır (Gafuroğlu, 2007: 39). Bunun içerideki etkisi de kamu açıklarında artış ve mali piyasalarda bozulma şeklinde gerçekleşti. 1989 yılında Türkiye dışa açık serbest piyasa ekonomisi halinde olduğundan dış borç stoku sürekli artış göstermiştir. Kısa vadeli borçların toplam borç içindeki payı artmış ve stagflasyon sürecine girilmiştir.

2.2.4.5. 1991 Krizi

1990 yılında gelindiğinde bu sefer de Japonya'da Tokyo Borsa'sının çökmesi ve Japonya ekonomisindeki durgunluk dünya ekonomisini etkilemiştir. Irak'a ambargo konulması ve Körfez krizi Türkiye'de ekonomik krizi de beraberinde getirmiştir. 1990 yılında ülkemize giren 4 milyar USD 'nin % 75'ine denk gelen 3 milyar USD 'lik kısa vadeli kısmı Türkiye'de artan siyasi risk unsurundan dolayı ülkeyi terk etmeye başlamıştır. Cari işlemler bilançosu tarihi bir sıçramayla açığını 2.6 milyar dolara çıkarmıştır (Çubukçu, 2010: 11). Büyüme hızı % 0.3 seviyelerine kadar düşmüştür. Bir yıl kadar süren kriz enflasyonu % 60'lara çekmiştir.

2.2.5. 2007 Global Ekonomik Krizi'nin Türkiye'ye Etkileri

Türkiye ekonomisi Cumhuriyet'in kuruluşundan bu yana birçok kriz yaşamıştır. Bunların bir kısmı kötü ekonomik yönetim sebebiyle iç kaynaklı, bir kısmı da diğer ülkelerde meydana gelen dış kaynaklı krizler olmuştur. 2007 yılında görülen Global Ekonomik Krizi ABD kaynaklı bir kriz olarak ortaya çıkmış ve daha sonra Türkiye de dahil olmak üzere diğer ülkelere yayılmıştır. Ancak Türkiye'nin global krizden şimdiye kadar yaşadığı etkiler sınırlı kalmıştır.

2005 – 2006 yılları arasında yükselen emtia fiyatları, düşen faiz oranları ve bollaşan likidite sebebiyle dünya ekonomisi yüksek büyüme oranları gerçekleştirmiştir. ABD'de faiz oranları % 1 seviyesine inmiş, kredi maliyetleri azalmış ve kredi kullanımı artmıştır. Bu ortamda "subprime" konut kredisi olarak adlandırılan ve ABD'de düşük gelir grubuna açılan konut kredilerinin toplam konut

kredileri içindeki payı 2006 yılında % 20.1'e çıkması sistemin riskini artırmıştır (Çubukçu, 2010: 12). Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından en iyi notlar verilen bu krediler, ödenememeye başlayınca 2007 Ağustos ayında kriz patlak vermiş daha sonra likidite krizine dönüşerek bütün dünyaya yayılmıştır. Pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke resesyona girmiş ve dış borç krizi yaşamıştır.

Türkiye'de 2007 krizine kadar sergilenen başarısız kriz yönetimleri ve zamanla hataları ülkemizde ekonomik krizlerin kronikleşmesine sebep olmuştur. Ayrıca yapısal önlemler zamanında alınmadığı takdirde, bilinen ve birbirine benzeyen istikrar tedbirleri kısa vadede sonuç verse bile, ekonomi on yıl sonra tekrar bunalıma girmekten kurtulamamaktadır (Sadıklar, ekodialog.com, 19.03.2012). Global Kriz'in Türkiye etkilerinin hissedilmesi 2008 yılını bulmuştur. Türkiye ekonomisinde görülen etkileri şu şekilde sıralayabiliriz:

- ✓ İç talepte görülen daralma
- ✓ Krizin etkisinden dolayı dış talepteki daralma, ihracat azalışı
- ✓ Sıcak para akışının yön değiştirmesi
- ✓ İç talebi izleyen iç kredi kanallarındaki daralma
- ✓ Sermaye piyasalarında sert düşüşlerin gözlenmesi

İMKB endeksi Aralık 2007'den Ocak 2008'e kadar % 23.1 oranında düşerek 42,697 seviyesine gerilemiştir (Yıldırım, 2010: 49). Küresel finans krizi nedeniyle İMKB'de bankacılık hisselerinde yaşanan sert düşüşler endeksi aşağı çekmiştir. 2007 yılında negatif net para akışı yaşayan Türkiye'de, Tablo 13'den görüleceği üzere sanılanın aksine 2008 yılında 3 milyar USD civarında pozitif net para akışı yaşanarak krizin büyümesini engellemiştir. Bunun nedeni küresel kriz nedeniyle sıcak parayı cezp edecek piyasaların olmayışı ve yatırım kararlarının 'kötünün iyisi'ni belirleme şeklinde alınması olmuştur. Krizin ABD'den AB ülkelerine yayılması ve daha sonra AB – Türkiye ekonomik ilişkileri sebebiyle ekonomimizi etkileyecek olması krizin Türkiye'ye gelişini geciktirmiş ve sıcak paranın geçici olarak 'güvenli liman'ı konumunda olmuştur.

Tablo 13: 2001 ve Global Finansal Kriz Dönemlerinde Sermaye Hareketleri

GÖSTERGELER	2001 Krizi			Global Finansal Kriz		
	2000	2001	2002	2007	2008	2009
Doğrudan Yabancı Sermaye Girişi (Milyon \$)	982	3.352	1.082	22.047	18.269	7.860
Sıcak Para Akımı (Net) (Milyon \$)	-538	-12.443	-559	-1.679	3.144	-3.988
TCMB Brüt Döviz Rezervleri(Milyon\$)	22.172	18.787	26.807	73.317	71.008	70.689

Kaynak: Çubukçu, 2010: 15

2008 yılının Eylül ayında ABD'nin en büyük yatırım bankalarından Lehman Brothers'ın iflasını açıklamasının ardından ülkeler devasa büyüklükte önlem paketleri uygulamaya başlayarak krizin etkisini sınırlandırmaya çalışmışlardır. Türkiye krizden daha az etkilenmesine rağmen bir takım önlem kararları almıştır. Bu önlemler şu şekilde sıralanabilir: (Öztürk, 2010: 171- 172)

Likidite Destekleri: MB piyasadaki likiditeyi artırmaya çalışmış, bankaların kar dağıtımına sınırlama getirilmiş ve BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) onayına bağlanması.

Vergi Teşvikleri: Varlık barışı uygulaması başlatılması, hisse senedi piyasasında yerli yatırımcılara uygulanan % 10 stopajın kaldırılması, vergi borçlarının düşük faizle yeniden yapılandırılması.

İstihdam Destekleri: Genç ve kadın istihdamının teşviklendirilmesi, kısa çalışma ödeneğinin süresinin uzatılması, ek istihdam primlerinin 6 ay boyunca devlet tarafından karşılanması.

Yatırım Destekleri: Sektörel teşvik bölgeleri oluşturularak, firmaların bu bölgelere taşınması için vergi avantajları, sigorta primi ve taşınma destekleri açıklanması.

Kredi Teşvikleri: KOBİ'lere 0 faizli destek kredisi verilmesi, Eximbank'ın kredi kapsamı ve limitlerinin artırılması.

Kredi Düzenlemeleri: Kredi kartlarına uygulanan azami faiz oranlarının düşürülmesi, kredi kartlarının minimum ödeme tutarının artırılması, ödenmeyen kredi borçlarının yeni faiz oranı ile tekrar düzenlenmesidir.

MB uluslar arası finansal koşulları da dikkate alarak faiz indirimleri için uygun ortamı değerlendirmiştir. Bu bağlamda, 2008 yılı Kasım ayından 2009 yılı Ağustos ayına kadar ki süreçte politika faiz oranları toplam 900 baz puan indirilmiştir

(Gövdere, 2010: 389). 2007 Küresel krizinde yerleşiklerin 2001 krizindeki kadar yüksek miktarda döviz bulundurmamaları MB' nin işini kolaylaştırmış ve krizin etkisini azaltmıştır. Ayrıca yeni düzenlemeler sonucu bankaların döviz geliri olmayanlara döviz kredisi verememeleri de yerinde bir uygulama olmuştur.

Türkiye'nin küresel krizden etkilendiği ekonomik göstergelerden anlaşılabilir. Kapasite kullanım oranının 2007 Kasım'da %82.6 iken, bir sene sonra % 72.9'a gerilemesi, reel kesim güven endeksinin ise yine 2007 Kasım'da 101.2 iken, 2008 Kasım'da 54.6 'ya gerilemesi işletmelerde bir panik olduğunun açıkça göstergesidir (Yıldırım, 2010: 52). Yine bu dönemde sabit sermaye yatırım harcaması endeksi yarı yarıya düşerek özel sektörün yeni yatırım yapmak istemediğini işaret etmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları global krizin ardından ülkelerin notlarını aşağıya çekmeye başlamıştır. Tarihte ilk kez ABD'nin kredi notu AAA' dan düşürülmüştür. Bu dönemde, kredi notu en düşük gelişmekte olan ülkeler arasında yer almasına rağmen, Türkiye'nin risk primindeki bozulma sınırlı olmuştur (Gövdere, 2010: 389). Hatta daha sonraki süreçte Türkiye not artırımı yaşamıştır. Burada Türkiye'nin güçlü finans sisteminin önemi büyüktür.

Türk bankacılık sistemi 2001 yılı krizinden aldığı derslerden sonra, ülkemizde finans sisteminin gelişmesini sağlamıştır. Türkiye'nin gerek iç kredi pazarının potansiyeli gerekse hane halkının düşük borçlanma derecesi Türk bankalarını karlı hale getirmektedir. Nitekim Ulusoy'a göre Türkiye bankacılık sektörünün likiditesi ve karlılığı limitlerin oldukça üzerindedir. Dünyada bankalar batarken Tablo 14'den görüleceği gibi Türkiye'de kriz döneminde bile bankacılık sektörünün büyümesi bu durumu açıklar niteliktedir.

Tablo 14: Türkiye'de Büyük Bankaların Personel Sayılarında Kriz

Banka İsmi	Haziran 2009 İtibariyle Değişim	Temmuz 2007'den Önce Çalışan Sayısı
T.C. Ziraat Bankası	+1.414	20.261
İş Bankası	+3.118	18.909
Yapı Kredi Bankası	+1.673	13.101
Garanti Bankası	+3.575	12.919
Akbank	+2.037	12.832
Halk Bankası	+1.983	10.538

Kaynak: Akin, 2009, s. 165

Küresel ekonomik krizin finans sektörüne olan etkisi çok geçmeden kendini reel sektörde de göstermiştir. Kredi maliyetlerinin artışı, yurt dışı pazarlarının daralması, tüketimlerin azalması gibi nedenler reel sektörü sıkıntıya sokmuştur. Bu da daha sonra makro ekonomik göstergelere yansımıştır. 2008'de GSYİH' deki artış % 0.7 olurken, bu oran 2009'da % -4.7 olmuştur ve ekonominin bel kemiği olan sektörlerden imalat sanayi %7.2, inşaat sanayi % 16.3, ulaştırma % 7.1 oranında küçülmüştür (Ulusoy, s.1795). Kriz dönemlerinde en sert düşüşü genelde inşaat sanayi almaktadır. Bunun nedeni sermaye maliyetlerinin artması ve kıt kaynaklar altında konut talebinin daha esnek yapıda olmasıdır.

Nourel Robini'ye göre Türkiye ekonomisi 2001 krizine kıyasla çok daha iyi durumdadır. 2009 yılı üçüncü çeyrekte yıllık bazda % 2.9'luk bir küçülmenin ardından, son çeyrekte % 6'luk bir büyüme ve 2010 ilk çeyrekte yıllık bazda %11.7 büyüme gerçekleştirdi (Öztürk, 2010: 173). Türkiye'nin gerçekleştirdiği rekor büyüme gelişmiş ülkelerin resesyon sürecinde olduklarını düşündüğümüzde çok daha fazla önem arz etmiş ve krizden çıkış için önemli bir adım niteliğindedir.

Mortgage krizinin likidite krizine dönüşmesinin ardından AB ülkelerinde dış borç yükümlülüklerini yerine getirememesi konusu gündeme gelmiştir. Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'in yaşamış oldukları borç krizlerinin ardından AB'de kurtarma paketleri oluşturulmuş, borçlarının yeniden yapılandırılması sağlanmıştır. AB ülkeleri gibi gelişmiş ülkelerin borçlarının çok yükselmesi ve ödenemeyecek duruma gelmesi, tarihi boyunca kronikleşmiş dış borç problemi yaşayan Türkiye'nin bu durumdan nasıl etkileneceği veya olası bir dış borç krizi yaşanması durumunu gündeme getirmektedir. Özellikle artan emtia fiyatlarının, ülkemizin cari açığını büyütücü etki yapması dış borç krizi yaşama olasılığını artırırken, düşük kamu borçluluğu olumlu bir gelişme olarak göze çarpmaktadır. 2009 yılı sonu itibarıyla, özel sektör borçlarının toplam dış borç stoku içindeki payı % 64.3, kamu kesimi borçlarının payı % 30.8 ve Merkez Bankası borçlarının toplam borç stoku içerisindeki payı ise % 4.9 olarak gerçekleşmiştir (Oskay, 2010: 66).

Türkiye'nin ne derece borçlu olduğunu görebilmek açısından dış borçlar üzerinde yapılmış çeşitli rasyolara bakmak yararlı olacaktır. IMF ve Dünya Bankası gibi kurumlar ülkelerin borç analizini yaparken de dış borçluluk göstergelerinden yararlanmaktadır. Hazine verilerine göre, 2002 yılında Toplam Dış Borç Stoku / GSYİH oranı 56.2 iken 2008 yılında 37.4'e düşmüştür. Bu oranın % 30 -50 arasında olması orta derece borçlu ülke, % 50'nin üzerinde olması ise çok borçlu ülke olarak

kabul edilmektedir (Oskay, 2010: 66). Bu kriter açısından bakıldığında Türkiye orta sıralarda bir orta borçlu ülke konumundadır.

Sonuç olarak, 2007 Mortgage Krizi ile baş gösteren küresel krizin etkileri tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de görülmüştür. Ancak gerek 2001 krizinden alınan dersler, gerekse ülkemizde türev piyasaların yeterince gelişmemiş olması krizin etkisini azaltıcı etki yapmıştır. Merkez Bankası'nın kriz sürecini başarılı yönetiminin ve kozlarını acele etmeden kullanmasının da olumlu etkisi olmuştur. Net döviz pozisyonlarının 2001 krizi kadar yüksek açık vermemesi de kur da denge durumunun korunmasına neden olmuştur.

Gelişmiş ülkelerde not indirimleri yapılırken Türkiye'nin kredi notunun artırılması uluslar arası alanda ülkemizin prestijinin artmasına neden olmuştur. Diğer krizlerin aksine Türkiye'nin küresel ekonomik krizde başarılı bir süreç geçirmekte olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Yine de ülkemizin krizin etkilerini bir yıl kadar geç hissetmeye başlaması, krizin bitmesi yönündeki algılamalara karşı temkinli olunması ve politikaların gevşetilmemesini gerektirmektedir. Ülkemizin jeopolitik ve coğrafi konumu gereği artan siyasi tansiyon ise küresel krizin yanı sıra oluşabilecek etkileri katlayabilecek nitelikte olduğundan çok dikkatli olunması gerekmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ABD 2007 KRİZİ SONRASI ÜLKELERİN BORSA PERFORMANSLARI ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Bu bölümde, ABD Mortgage krizi sonrası ülkelerin borsa performansları üzerine bir araştırma yapılmıştır. Araştırma kapsamında Türkiye, İngiltere, ABD, İspanya, Portekiz, İrlanda, İsviçre, Yunanistan ve Almanya'da borsa endeksleri seçilerek 2007 Mortgage krizi sonrasında bu endekslerin performansları üçer aylık dönemler halinde incelenmiş, borsa performansları ile ülke ekonomileri arasındaki ilişki ekonomik kriz perspektifi ile anlam kurularak araştırılmıştır.

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Krizler gerçekleştiği ülkeyi etkilemekle birlikte diğer ülkelere de sıçramakta ve adeta bir virüs gibi yayılmaktadır. Bu araştırmanın amacı küreselleşmenin uluslar arası tek bir borsa seyri yaratmasının yanında, ülkelerin ayırtedici ekonomik, siyasi ve idari bir takım özelliklerinin borsa performanslarına ne yönde etki ettiklerinin araştırılması ve 2007 Mortgage krizi sonrasında ülkelerin borsa performanslarında ayrışmaya neden olup olmadıklarının incelenmesi ve ayrışmaya neden olan faktörlerin varlığı durumunda, bu faktörler ile ülke borsa performansları arasındaki ilişkilerin açıklanmaya çalışılmasıdır.

3.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

ABD'de başlayan 2007 konut krizinin finansal piyasalara sıçraması ve daha sonra AB ülkelerine yayılmasıyla birlikte temel olarak ABD ve AB ülkelerinin endeksleri seçilmiştir. Krizi derinden yaşayan Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve İspanya gibi ülkelerin yanında Almanya, İngiltere, İsviçre gibi güçlü ekonomilerin borsa endeksleri de seçilmiştir. Son olarak İMKB 100 endeksi araştırmaya dahil edilerek 2001 yılında ağır bir krizden çıkan Türkiye'nin küresel ekonomik kriz karşısındaki durumunun ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır.

Araştırma kapsamındaki borsa endeksleri aşağıda verilmiştir.

IMKB 100	Türkiye
FTSE 100	İngiltere
S&P 100	ABD
IBEX 35	İspanya
PSI 20	Portekiz
ISEQ	İrlanda
SMI	İsviçre
DAX	Almanya
ASE	Yunanistan

3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

İncelenecek endekslerin 2007 Eylül ayı sonu (30.09.2007) ile 2012 yılı Mart ayı (31.03.2012) süresince gerçekleştirdikleri performans değerleri bulunmuştur. Araştırmada borsa performansları endekslerin birbirine oranlanarak nominal şekilde hesaplanmıştır. Ayrıca endekslerin her 3 ay sonunda elde ettikleri performansları da kümülatif olarak hesaplanarak bu dönem içerisinde borsa performanslarının seyrini göstermektedir.

Her bir ülkenin borsa endeksinde meydana gelen yüzde değişim, değerlerin birbirine oranlaması şeklinde hesaplanmıştır. Araştırmanın başlangıç dönemi olan 2007 yılı son çeyreği (Q4.2007) için yapılacak örnek hesaplama aşağıdaki formülde belirtilmiştir. 31 Aralık 2007 günü alınan kapanış değerinden, araştırma kapsamındaki ilk değer olan 2007 Eylül ayı sonu kapanış değeri (Q3.2007) çıkarılmış ve bulunan sonuç yine ilk değere oranlanmıştır. Elde edilen değer bize 3 aylık dönemdeki yüzde değişimi vermektedir. Her üç aylık dönemler için hesaplanan değerlerin birbirine eklenmesi de bize araştırmada kullanılan kümülatif değişim değerlerini vermektedir.

$$\frac{Q4.2007 - Q3.2007}{Q3.2007} \quad \frac{Q_n.200x(Q_{n-1}).200x}{Q_{n-1}.200x}$$

Endekslerin karşılaştırılabilirliği açısından ülke endekslerinin Euro bazında hesaplaması da yapılmakta ve borsa performansları üzerindeki kur etkisi ortadan kaldırılmaktadır. Euro bazında endeks hesaplaması yapılırken, yerel para birimlerinin Euro çapraz kuru verileri alınarak araştırma kapsamındaki dönem boyunca üçer aylık değişim değerleri hesaplanmıştır. Buna göre Ulusal Endeks, Euro-yerel para birimi kur oranına bölünerek Euro bazında endeks hesaplanmış ve daha sonra kurdaki 3 aylık dalgalanmaları da dikkate alarak, Euro bazında getiri değerleri belirlenmiştir.

Elde edilen bulgular ile ülkelerin ayırtedici ekonomik, siyasi ve idari bir takım özellikleri arasında bağ kurulmaya çalışılmış ve ekonomik kriz sonrası borsa performansları arasında bir sonuca varmaya çalışılmıştır.

3.4. SINIR VE KISITLAR

İnceleme yapılan dönem itibariyle endekse dahil olan şirketlerin değişmesinin borsa performansları üzerindeki etkisi dikkate alınmamaktadır. Bunun nedeni endeksin rasyonel olarak seçilmesiyle değişen ekonomik şartlara uyum göstermesidir.

Borsa fiyatlarını etkileyebilecek diğer makro ekonomik değişkenler araştırmaya dahil edilmemiştir.

3.5. VERİLER

Tüm endekslere ait veriler ve kur değerleri Thomson Reuters şirketinden ve ülkelerin borsalarının resmi internet sitelerinden sağlanmıştır.

Endekse dahil şirketlerin kar payı dağıtımı ve hisse senedi bölünmesi gibi işlemlerine göre düzeltilmiş getirileri endeks hesaplanmasına dahil edilmiştir.

Endekse dahil hisse senetlerinin değişmesi, hisse senetlerinin endeks içerisindeki ağırlığını değiştirmekte ve yeni endeks ona göre hesaplanmaktadır.

Endeks verileri 30.09.2007 tarihi ile 31.03.2012 tarihi arasında her üç aylık borsa kapanış verileridir. Kur değerleri ise yine aynı tarihler arasında, interbank piyasasında her üç aylık kapanış değerleridir.

Ay sonu borsanın kapalı olması ya da interbank piyasasının işlem görmemesi durumunda bir sonraki günün kapanış değerleri hesaplamaya dahil edilmiştir.

Araştırma kapsamındaki endeksler aşağıda tanımlanmıştır.

İMKB 100: İMKB Hisse Senetleri Piyasası için temel endeks olarak kullanılmaktadır. 1986 yılında 40 şirketin hisse senedi ile başlayan ve zamanla sayısı 100 şirketin hisse senedi ile sınırlanan Bileşik Endeks'in devamı niteliğindedir. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasından seçilen 100 hisse senedinden oluşmakta olup, İMKB 30 ve İMKB 50 endekslerine dahil hisse senetlerini de kapsar (www.imkb.gov.tr) (21.04.2012).

FTSE 100 (Financial Times Stock Exchange 100 Index): Endeks,hisse senedi piyasalarının piyasa değeri açısından dünyanın %7.8'ini oluşturan en büyük endekslerden birisidir. Londra Borsası'ndaki en büyük 100 hisse senedinden oluşturulan endeks, İngiltere piyasasının ortalama %85'ine denk gelmektedir (<http://www.ftse.com>) (21.04.2012).

S & P 100 (Amerikan Borsası Standart & Poors 100 Endeksi): S&P tarafından oluşturulan S&P 500'ün bir alt endeksidir. ABD'nin en büyük 100 şirketinin yer aldığı endeks, S&P 500 endeksinin pazar değerinin neredeyse %60'ını oluşturmaktadır (<http://www.standardandpoors.com>) (21.04.2012).

IBEX 35 (İspanya Borsası 35 Endeksi) : İspanya Borsası'nın resmi endeksidir. İspanya borsasındaki en çok işlem gören, en likit 35 hisse senedinden oluşmaktadır. Sociedad de Bolsas tarafından hesaplanmakta ve yönetilmektedir. Endeks 29 Aralık 1989 tarihinde 3000 değerinde oluşturulmuştur. (<http://www.bloomberg.com>) (21.04.2012).

PSI 20 (Portekiz Borsası 20 Endeksi): Endeks , Euronext Lizbon Borsası'nda işlem gören bir gösterge edektir. Genel endeks içerisindeki en büyük 20 şirketin dahil olduğu PSI 20 endeksi, 31 Aralık 1992 tarihinde 3000 değerinden işleme konmuştur. (<http://in.reuters.com/finance/markets>) (21.04.2012).

ISEQ (İrlanda Borsası Bileşik Endeksi): İrlanda borsasının genel gösterge endeksidir. 4 Ocak 1988 tarihinde ilk olarak 1000 değerinde oluşturulmuştur. Endeks

şirketlerin piyasa değerleri ağırlıklı olarak hesaplanmakta, Birleşik Krallık kayıtlı şirketler endekse dahil edilmemektedir. (<http://www.ise.ie>) (21.04.2012).

SMI (Swiss Market Index): Endeks, şirketlerin piyasa değerleri ağırlıklarına göre oluşturulan, İsviçre'deki en büyük ve en likit 20 şirketin dahil edildiği bir gösterge endeksidir. SMI endeksi İsviçre Borsası'nın piyasa değerinin %85'ini temsil etmektedir. 30 Haziran 1988'de oluşturulan endeks ilk defa 1500 değerinden işlem görmüştür (<http://www.bloomberg.com>) (21.04.2012).

DAX (Almanya Borsası 30 Endeksi): Deutsche Börse Group tarafından işletilen, Frankfurt Borsası'ndan seçilen 30 şirketin oluşturduğu bir gösterge endeksidir. 31 Aralık 1987 tarihinde ilk defa oluşturulan endeks, o tarihte 1000 değerinden işleme konulmuştur (<http://www.boerse-frankfurt.de>) (21.04.2012).

ASE: Yunanistan Borsası'nın genel endeksidir. 31 Aralık 1980 tarihinde ilk kez 100 değerinden işlem gören Atina Borsa'sı (Athens Stock Exchange) endeksi şirketlerin piyasa değerlerinin ağırlıklı ortalamasına göre hesaplanmaktadır (<http://www.bloomberg.com>) (21.04.2012).

3.6. LİTERATÜR TARAMASI

Ekonomik krizlerin borsa performansları açısından çok büyük etkilere sahip olmasına karşın daha önce yapılan ampirik çalışmalarda çok fazla araştırma konusu olmamıştır. Konuyla ilgili literatür taraması aşağıda özetlenmeye çalışılmıştır.

Lim, Brooks ve Kim (2008), 1997 Asya krizinin sekiz Asya ülkesi borsa performansı üzerindeki etkisini (bicorrelation) testi ile kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası olmak üzere incelemiştir. Yapılan araştırmanın sonucuna göre ekonomik kriz ile borsa performansları arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiş ve en büyük etkiyi Hong Kong, daha sonra Filipinler, Malezya, Singapur, Tayland ve Kore borsası yaşamıştır (<http://onlinelibrary.wiley.com>) (08.04.2012).

Choudhry, Lu ve Peng (2007), sekiz uzak doğu ülkesinde Asya krizinin etkisi ile uzun dönemli borsa getirisi arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Ayrıca kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası dönemde ABD ve Japonya borsalarının, Asya ülkeleri borsalarına olan etkisi de korelasyon ve nedensellik testi ile incelemiştir. En anlamlı bulgu kriz döneminde ortaya çıkmış ve Asya ülkelerinin borsa performanslarının

çoğunlukla ABD, kısmen Japonya etkisi altında olduğunu göstermiştir (Uğur, 2008: 2320).

Melvin (2002), Arjantin ekonomisinin 2001 yılında tecrübe ettiği krizin Arjantin Merval Borsası performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Arjantin borsasının performansı daha önce yapılan tüm çalışmaların aksine kriz döneminde yükseliş göstermiştir. Kriz dönemlerinde, Meksika (Aralık 94 – Şubat 95), %53,5; Kore (Temmuz 97 – Kasım 97) %47; Malezya (Temmuz 97 – Ocak 98) %52; Tayland (Temmuz 97 – Aralık 98) %33.8 borsalarında yüksek düzeyde kayıplar yaşanırken; Arjantin'de Kasım 2001 – Mart 2002 döneminde % 217 artış gerçekleşmiştir (Melvin, 2002: 1-2). Bu yükselişin sebebi devletin sermaye akışlarını düzenleme eksikliğinden kaynaklandığı ortaya çıkmıştır. Melvin'e göre yatırımcılar, Arjantin borsasından peso karşılığı ADR (American Depositary Receipts) hisselerine yatırım yaparak, daha sonra ABD borsasında bu hisselerini bir komisyon primi ödemek suretiyle satarak dolara dönüştürme imkanı bulmuşlardır ve bu da kriz döneminde Arjantin Merval Borsası'nın irrasyonel bir şekilde yükselmesine sebep olmuştur.

Uğur ve Tetik (2010), küresel krizin İMKB fiyatlarındaki değişimine etkisini incelemiştir. Kasım 2007 ve Kasım 2008 arasında % 60 değer kaybeden İMKB endeksini, bazı hisselerin performanslarını endeksle karşılaştırmalı olarak inceleyerek başarılı hisse senedi performansına etki eden faktörlerin aşamalı (stepwise) regresyon analizi ile açıklanmasına çalışmıştır. Küresel kriz döneminde İMKB'de sanayi sektöründeki hisselerle yatırım diğer sektörlerden daha az getiri sağlamış, şirketin büyüklüğü ile kriz dönemindeki başarısı arasında ise de ters yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Ayrıca ihracatın satışlara oranının da kriz döneminde borsa performansını olumlu etkilediği sonucuna varmıştır.

Yang, Hsiao, Li ve Wang (2005), 1998 Rusya ekonomik krizinin ABD, Almanya ve dört doğu Avrupa gelişmekte olan ülkesinin borsa performansları ve borsaların birbirleri üzerindeki etkisini incelemiştir ve VAR analizi uygulamıştır. Krizden önce her hangi bir borsa performansının anlamlı etkisi görülmezken Rusya krizi sonrası Rusya, Polonya, Macaristan ve Çek Cumhuriyeti ülkelerinin borsa endeksleri Almanya borsasının etkisi altında kalmıştır.

Desender, Cestona, Cladera (2008), kriz dönemlerinde borsa endeksleri ve hisse senedi getirilerinin sermaye yapısı ile ilişkisini incelemiştir. Mart 2000 ve Ekim 2002 arasında İspanya borsasının %58 değer kaybettiği bir dönem içerisinde yapılan araştırmada aile kontrolünde şirketlerin, aile kontrolünde olmayan şirketlere

göre %5.6 daha iyi performans sergilediklerini tespit etmişlerdir (Desender, 2008: 1-4).

Parsva ve Lean (2011), Mısır, İran, Ürdün, Kuveyt, Umman ve Sudi Arabistan olmak üzere altı Orta Doğu ülkesine 2007 küresel krizi öncesinde ve kriz sırasında hisse senedi getirileri ve döviz kuru seviyesi arasındaki ilişkiyi incelemek üzere bir araştırma yapmışlardır. 2004 Ocak – 2010 Eylül arasındaki dönemde inceledikleri çalışmalarında kriz sonrası piyasaların birbiriyle olan korelasyonu artış göstermiştir. Ayrıca Orta Doğu borsaları, döviz kuru değişimlerine bağlı hareket ettiği ortaya konulmuş ve bu piyasaların etkin piyasa olmadığı sonucuna varmıştır. (Parsva, 2011: 169).

Mitton (2002), yaptığı çalışmada kriz döneminde borsa performansları ile şirket yönetimi, sermaye yapısı ve çeşitlendirme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Elde ettiği bulgulara göre büyük ancak yönetime katılmayan sermayedarların hisse senedi performansında pozitif etkisi vardır. Şirket çeşitlendirmesi ise negatif etki etmektedir.

Büyükşalvarcı (2011), hisse senedi getirileri ile finansal analizde kullanılan oranlar arasındaki ilişkiyi Türkiye'de İMKB piyasasında 2001 krizi ve 2008 küresel krizinin etkisi altında incelemiştir. Yapılan çalışmada Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı ile şirketlerin hisse senedi getirileri arasında hem 2001 hem de 2008 ekonomik kriz dönemlerinde istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir; ancak hisse başına kar oranı ile şirketlerin hisse senedi getirileri arasında yalnızca 2008 ekonomik krizi açısından istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır (Büyükşalvarcı, 2011: 237).

Jochum, Kirschgassner ve Platek (1999), Polonya, Macaristan, Çek Cumhuriyeti ve Rusya arasında ilişki olup olmadığını Johansen Eşbütünleşme Analizi ile 1997 krizi öncesi ve sonrası şeklinde incelemiştir. Uzun vadeli ilişkinin tespit edildiği çalışmada 1997 Eylül ayından sonra ekonomik krizin etkilerinin diğer piyasalara yayılması nedeniyle aralarındaki ilişki ortadan kalkmıştır.

Gündem ve Tunç (2010), küresel krizin Türkiye üzerine etkileri alanında yaptıkları çalışmada S&P 500 ve İMKB 100 endekslerine EGARCH analizi uygulamışlar ve Türkiye İMKB 100 endeksindeki volatilitenin S&P 500 endeksini takip ettiği sonucuna varmışlardır (Gündem, 2010: 1350).

Fang ve Miller (2002), Asya kriziyle birlikte kurda gerçekleşen değişimin Kore Borsa'sına olan etkisini incelemeye çalışmıştır. 1997 ile 2000 yılları arasında kurdaki günlük değişimlerin borsa performansı arasındaki ilişkisini araştırmıştır. Ulusal

paradaki aşınmanın dolar bazlı satışlar karşısında geliri artırıcı etkisi olduğunu ve yatırımcıların diğer varlıklardan bu hisse senetlerine geçiş yaptıklarını açıklamaya çalışmıştır.

3.7. BULGULAR

ABD 2007 Mortgage krizinin etkisi ilk olarak finansal piyasalarda ortaya çıkmıştır. Mortgage kredisi kullanan yatırımcıların ödeme sıkıntısı yaşamaya başlamasıyla birlikte oluşan likidite problemi daha sonra bu borcu veren bankalarda likidite krizi oluşmasına neden olmuştur. Finansal sektörde görülen likidite krizi ABD borsasında, finansal kesim hisse senedi satışları ağırlıklı olarak düşüşe sebep olmuştur.

ABD Mortgage krizi sonrası, öncelikle ABD borsasında ve daha sonra Avrupa ve neredeyse tüm dünya endekslerinde etkisini gösteren ekonomik krizin etkisi ülkeden ülkeye farklılık göstermiştir. Bunu araştırmak için krizin başlangıç dönemi olarak kabul edilebilecek 2007 yılı Eylül sonundan itibaren ülkelerin borsa performanslarının seyri incelenmiş ve ülkeler arasında karşılaşma yapma fırsatı vermiştir.

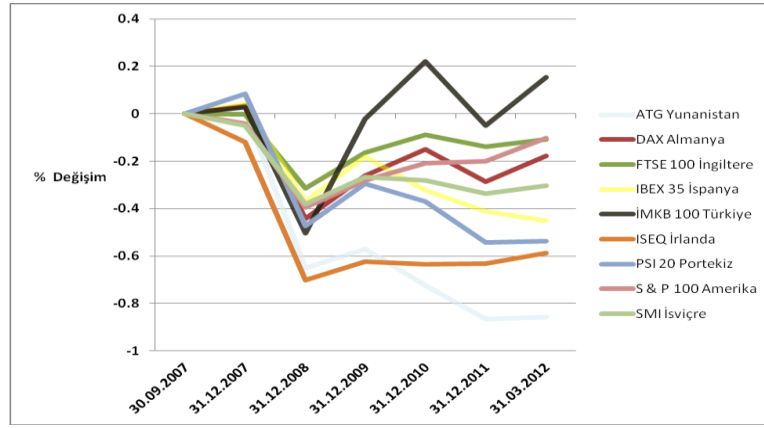
Her ülkenin ulusal endeksinin 2007 Eylül sonu değeri baz olarak alınmış ve bu endekslerde oluşan değişim hesaplanmıştır. Böylelikle endekslerde meydana gelen yüzde değişimleri kümülatif olarak her 3 aylık dönemlerde hesaplanarak gerek ülke bazında gerekse dönem bazında karşılaştırma imkanı sağlamıştır.

2007 küresel krizinin ardından tüm borsa endekslerindeki olumlu havanın yerini satış dalgasına bıraktığı görülmektedir. Finansal piyasalar, ekonomik krizlere en kısa sürede tepki veren piyasalar olduğundan, bu alanda yapılan araştırma ekonominin gidişatı ya da yatırımcıların beklentisi yönünde ipucu vermektedir. Bu nedenle araştırma kapsamındaki ülkelerin borsa endeksleri teker teker aşağıda incelenmiştir.

2007 yılı sonundaki üç aylık dönemde ABD'de borsada görülen etki yükseliş trendinin durması şeklinde gerçekleşirken, 2008 yılı kabus yılı olarak gerçekleşmiş ve özellikle dev bankaların batmasıyla tarihi düşüşlere sebep olmuştur. 30 Haziran 2007 tarihini - %19 performansla kapatan S & P endeksi, Eylül ayında öncelikle Freddie Mac ve Fannie Mae'nin borçları sebebiyle kamulaştırılması, Lehman Brothers'ın batması ve AIG 'nin ulusallaştırılmasının ardından 2008 yılını % 40 aşağıda kapamıştır. 31 Mart 2009 tarihinde "sırada hangi banka batacak"

beklentisi sebebiyle - % 47 değerini görerek, endeks dip seviyesini görmüştür. Finans kuruluşlarının sermaye arttırma çabaları, FED' in kurtarma paketleri açıklaması ve faiz oranlarını indirme süreci sonrasında ABD borsası toparlanma içerisine girmiş ve 2012 Mart ayı sonunda, 2007 Eylül ayına göre %10 aşağıda kapatarak krizden çıkış sinyallerini vermiştir.

Şekil 26: Mortgage Krizi Sonrası Ülkelerin Kümülatif Borsa Performansları (09.2007 – 03.2012)



Kaynak: Thomson Reuters'dan derlenmiştir.

Şekil 26'da açıkça görüleceği gibi Türkiye İMKB endeksi, 2008 yılı bitiminden itibaren diğer endekslerden pozitif yönde ayrılmıştır. Bu durum 2010 yılı sonuna kadar devam etmiştir. İMKB endeksi % 40 düzeyindeki bir kayıp durumundan % 20 seviyelerinde bir pozitif getiri duruma geçmiştir. Ek 2'den bakılabileceği gibi, 2008 yılını 2.1430 seviyesinden kapatan EUR / TRY kuru daha sonra bu seviyelerde kalmayı başarmıştır. Kur etkilerinin şirketlerin bilançosuna yansımaları bir süre almakta ve dolayısıyla kurdaki artış etkisini borsa endeksinde bir süre gecikmeli olarak göstermektedir. Diğer taraftan İrlanda ISEQ endeksine bakıldığında ise, mortgage krizinin AB'ye etkisinin geldiği 2008 yılı sonunda yaşadığı %60'dan fazla düşüşün ardından küresel algılamaların olumlu olduğu 2008 ile 2010 yılları arasındaki dönemde hiçbir toparlanma gösterememiştir. İrlanda ekonomisindeki olumsuz beklenti, finans kesimindeki büyük miktarda borcun devlet tarafından üstlenilmesi ve ekonomide toparlanma sinyallerinin gelmemesi ISEQ endeksini 2012 yılının sonuna kadar daha yatay düzeyde tutmuş ve yatırımcıların ilgisinden uzak bir piyasa olarak kalmasına neden olmuştur. İspanya IBEX 35 endeksi ise yatırımcıların İspanya ekonomisi hakkındaki olumsuz beklentilerinin 2009 yılından itibaren bariz bir şekilde

ortaya çıktığını Şekil 26 aracılığı ile göstermektedir. 2009 yılı sonunda negatif yönde ayrılan IBEX 35 endeksi ile Portekiz PSI 20 endeksi birbirine paralel hareket etmiştir.

ABD'deki krizin Avrupa'da oluşturduğu panik ve likidite krizi, ekonomisi dış borçlanmaya dayalı Yunanistan'ın borç krizi yaşamasına sebep olmuştur. Yunanistan'da krizin hissedilmesi, ABD Mortgage krizinden bir sene gibi bir süre sonra belirginleşse de finansal piyasalar bu beklentiyi çok önceden fiyatlamış ve Yunanistan borsasında çok sert kayıplar oluşmuştur. 2008 yılı sonunda ASE (Yunanistan Borsası Bileşik Endeksi) endeksi, 2007 Eylül sonu değerine göre Şekil 26'da belirtildiği üzere % 65 değer kaybetmiştir. Diğer AB ülkeleri borsa endekslerinin % 30 -50 arasında değer kayıpları yaşadığı dönem içerisinde, Yunanistan'ın en çok değer kaybeden ülkelerden biri konumunda olması yatırımcıların Yunanistan ekonomisi ile ilgili olumsuz beklentilerinin sonucu olarak açıklanabilir. 2009 yılı içerisinde küresel piyasalarda hafif toparlanma eğilimi yaşanırken Yunanistan'da Eylül 2009 tarihinde toplam kayıp, yine Eylül 2007'ye göre % 48'e kadar gerilemiştir. Ancak Ekim 2009 döneminde iktidara gelen Papandreou hükümetinin ülkenin kamu bütçe açığının GSMH' ya oranının gerçekte % 6.7 değil de, % 12.7 olduğunu ilan etmesiyle birlikte Yunanistan'ın krizi derinleşmiştir (Dağdelen, 2011: 2). Yunanistan'ın çeviremeyeceği kadar yüksek borcu olması, ülkenin iflasının konuşulmasına ve Yunanistan'ın AB'den çıkarılmasının gündeme gelmesiyle birlikte ASE endeksindeki kayıplar rekor düzeylere ulaşmıştır. 31 Aralık 2010 tarihinde % 72,4 olan kayıp bir sene sonra 31.12.2012 tarihinde %86.7'ye ulaşmıştır. Yunanistan borsası dört yıl kadar bir süre içerisinde değerinin % 86.7'sini kaybetmesi yatırımcıların Yunanistan'ın geleceği konusunda ne kadar olumsuz beklentiye sahip olduklarının göstergesidir. AB'nin kurtarma paketleri ve AB'nin geleceğinin güçlendirilmesine yönelik yaptığı destek uygulamaları Yunanistan ekonomisinde borçların tekrar döndürülebilmesini sağlamış ancak ufukta güzel günlerin sinyallerinin oluşmaması sebebiyle, yapılan araştırmada borsa endeksi son 9 ay içerisinde pek bir değişiklik göstermemiştir.

İrlanda ekonomisinin 2000 yılından itibaren konut sektöründeki gelişmelerle ekonomisini büyütmesi, ABD Mortgage krizinden sonra İrlanda'da konut balonunun patlamasına yol açmıştır. Buna ek olarak, Yunanistan'ın borç krizi yaşaması sebebiyle panik yaşayan yatırımcılar İrlanda'nın da batma ihtimalini düşünmeye başlaması İrlanda ekonomisine zor günleri getirmiştir. İrlanda ISEQ endeksi, 2008 yılı sonunda, 2007 Eylül'e göre % 70 değer kaybederek araştırma kapsamındaki

lkeler arasında bu dönemde en çok değer kaybeden borsa olmuştur. İrlanda finansal piyasalarındaki bu olağanüstü hareket hükümeti panik haline getirmiş ve acil önlem paketi oluşturmasına sebep olmuştur. 2008 yılı Eylül ayının sonunda İrlanda, bireysel ticari ve interbank mevduatlarına sınırsız garanti getirildiğini açıklamıştır (Erdönmez, 2009: 91). Önlem paketleri ve küresel toparlanmanın etkisiyle 2009 yılı sonunda kayıplarını % 62 seviyesine çeken ISEQ endeksi, bu tarihten 31 Mart 2012 tarihine kadar, Şekil 26'da belirtildiği üzere %5'lik bir bant arasında hareket etmiş ve yatırımcıların ilgisinden uzak bir görüntü çizmiştir.

Portekiz ekonomisinde herhangi bir kriz durumu olmamasına rağmen son on yılda kamu borçlarının iki kat artması ve ekonomideki uzun süreli durgunluk, panik halindeki Euro bölgesini Portekiz'e odaklamıştır. Portekiz PSI 20 endeksi 30 Eylül – 31 Aralık 2007 arasındaki üç aylık dönemde Tablo 15'den görüleceği gibi %8 getiri ile uygulama kapsamındaki ülkeler arasında en yüksek getiri sağlayan endeks olmuştur. Diğer ülkelere kıyasla olumlu performansı 2008 yılı boyunca da devam etmesine karşın, önce Euro bölgesinden gelen olumsuz gelişmeler, sonra Portekiz ekonomisinin bir türlü canlanmaması, 2009 yılı ve sonrasında PSI 20 endeksinin negatif yönde ayrışmasına neden olmuştur. Uygulama kapsamında 31 Aralık 2008 tarihine kadar %47,3 düşüş sergileyen PSI 20 endeksinde, 31 Mart 2012 tarihine kadar kümülatif olarak %53 kayıp gerçekleşmiştir. Borsanın son 6 aylık dönemde yeni dip noktalarını görmesi, finansal tarafta reel ekonomiye olan güven eksikliğinin bir göstergesi olarak ifade edilebilir .

İspanya ekonomisindeki yüksek işsizlik oranı ve kamu borçları dikkate alındığında ' sırada kim var' sorusu karşısında İspanya'nın da adı geçmeye başlamıştır. Her ne kadar İspanya, ekonomik krizi aşmakta zorlanan Yunanistan ve Portekiz'e göre daha güçlü ekonomik yapıda olsa da küresel krizden payına düşeni almış ve İspanya borsası düşüş eğilimine girmiştir. 30 Eylül 2007 ile 31 Aralık 2008 dönemi arasında, İspanya IBEX 35 endeksi, uygulama kapsamındaki dokuz endeks arasında en az düşüş sergileyen ikinci borsa olmuştur. Krizin ikinci yılında da İspanya borsası % 18 kayıpla en az düşüş sergileyen ikinci borsa konumunu korumasına karşın, Yunanistan ve Portekiz'in yaşadığı sıkıntıların ardından IBEX 35 endeksi satıcılı bir seyir izlemiştir. Eylül 2007'den dört buçuk yıllık bir süre içerisinde 31 Mart 2012 kapanış verisine göre sırasıyla Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'in ardından % 45 kayıpla uygulama kapsamında en kötü performans sergileyen dördüncü borsa olmuştur. Çeşitli kredi derecelendirme kuruluşları tarafından da 2012 Ocak – Şubat ayı döneminde İspanya'nın notu dşrlmştir.

Tablo 15: Mortgage Krizi Sonrası Ülkelerin Kümülatif Borsa Performansları

Dönem / Ülke	ATG Yunanistan	DAX Almanya	FTSE 100 İngiltere	IBEX 35 İspanya	İMKB 100 Türkiye	ISEQ İrlanda	PSI 20 Portekiz	S & P 100 Amerika	SMI İsviçre
30.09.2007	0	0	0	0	0	0	0	0	0
31.12.2007	0.011	0.035	-0.002	0.042	0.028	-0.12	0.083	-0.04	-0.05
31.03.2008	-0.222	-0.142	-0.118	-0.09	-0.278	-0.216	-0.127	-0.141	-0.191
30.06.2008	-0.329	-0.123	-0.13	-0.174	-0.351	-0.339	-0.259	-0.187	-0.221
30.09.2008	-0.442	-0.213	-0.242	-0.246	-0.333	-0.55	-0.332	-0.239	-0.255
31.12.2008	-0.651	-0.442	-0.314	-0.369	-0.503	-0.703	-0.473	-0.396	-0.38
31.03.2009	-0.671	-0.501	-0.393	-0.464	-0.523	-0.722	-0.486	-0.472	-0.448
30.06.2009	-0.569	-0.444	-0.343	-0.329	-0.316	-0.657	-0.409	-0.399	-0.395
30.09.2009	-0.481	-0.371	-0.206	-0.193	-0.113	-0.575	-0.295	-0.317	-0.292
31.12.2009	-0.571	-0.261	-0.163	-0.181	-0.023	-0.623	-0.296	-0.28	-0.267
31.03.2010	-0.596	-0.244	-0.122	-0.254	0.046	-0.597	-0.326	-0.251	-0.231
30.06.2010	-0.72	-0.22	-0.24	-0.364	0.015	-0.635	-0.412	-0.345	-0.314
30.09.2010	-0.713	-0.192	-0.142	-0.279	0.217	-0.661	-0.376	-0.28	-0.295
31.12.2010	-0.724	-0.149	-0.088	-0.324	0.221	-0.634	-0.369	-0.208	-0.28
31.03.2011	-0.7	-0.098	-0.086	-0.274	0.192	-0.635	-0.355	-0.17	-0.288
30.06.2011	-0.75	-0.028	-0.081	-0.289	0.171	-0.625	-0.391	-0.178	-0.307
30.09.2011	-0.844	-0.309	-0.207	-0.414	0.105	-0.682	-0.51	-0.281	-0.381
31.12.2011	-0.867	-0.287	-0.138	-0.412	-0.051	-0.632	-0.543	-0.201	-0.336
31.03.2012	-0.858	-0.179	-0.108	-0.451	0.155	-0.587	-0.538	-0.103	-0.302

Kaynak: Thomson Reuters'dan derlenmiştir.

Almanya, likidite krizinin etkilerini azaltmak amacıyla oldukça aktif bir politika sergilemiştir. Bunun bir nedeni de ABD'den gelen olumsuz haberlerden dolayı Alman DAX endeksinin bir sene içerisinde %50'lere varan değer kaybı yaşamasıdır. Bundan sonra, Alman hükümeti 2009 yılı Ocak ayında ipotekli konut kredisi kurumu Hypo Real Estate'in kamu borçları garanti altına alınmıştır (Erdönmez, 2009: 95). Ayrıca piyasaya 70 milyar Euro civarında sermaye enjekte etmiştir. 2007 Eylül ile 2009 yılı sonuna kadar olan kümülatif performansını - %26'lara düşürmeyi başaran Almanya, özellikle Yunanistan'ın iflası konusunda oynadığı rol gereği AB ülkeleri arasında öne çıkmış ve 2010 yılı sonuna gelindiğinde DAX endeksindeki kayıpları %15'e kadar azaltabilmiştir. Daha sonra yine toparlanma eğilimi içerisinde olan Almanya borsası, 2011 yılı sonu ve 2012 yılı başında kredi derecelendirme kuruluşlarının Almanya'nın notunu değiştirmese de, birçok AB ülkesinin ve ABD'nin notunu düşürmesi sonucu tekrar düşüş eğilimine geçmiştir. Sonuç olarak DAX endeksi uygulama kapsamındaki dört buçuk yıllık dönemde %18 civarında bir kayıpla en güçlü endeksler arasında yer almıştır.

İsviçre ekonomisi, ABD Mortgage krizi ile başlayıp AB borç kriziyle devam eden uzun süreli dönemde görece daha iyi performans sergilemiştir. Bu da para birimi İsviçre Frangı'nın özellikle Euro karşısında değer kazanmasına sebep olmuştur. İsviçre borsası SMI Endeksi, krizin ilk yılını %38 kayıpla kapatırken, sonrasında toparlanma eğilimine girmiş ancak değerlendirilen Frang'ın etkisiyle borsa performansı sınırlı kalmıştır. Uygulama kapsamındaki dönemi 31 Mart 2012 tarihli kapanış verisine göre % 30 aşağıda kapatmıştır.

İngiltere, finans alanında gelişmiş bir ülke olduğundan, finans krizinden daha az yara almak için GSYİH 'nın % 28.6'sına denk gelen önlem paketi hazırlamıştır (Erdönmez, 2009: 90). Bradford & Bingley'in kamulaştırılması, bankalara verilen likidite destekleri, KOBİ'lere kolay kredi destekleri süreç içerisinde krize karşı alınan tedbirlerdendir. İngiltere borsası da Mortgage krizi ile başlayıp AB borç krizi ile devam eden süreçte güçlü bir görünüm sergilemektedir. 31 Aralık 2008'e kadar olan 15 aylık dönemde sadece % 31 kayıpla uygulama kapsamındaki dokuz ülke içerisinde en iyi performans gösteren borsa olmuştur. Daha sonraki dönemde krizin Euro borç krizine dönmesi de , 'pound' para biriminden vazgeçmeyen İngiltere'yi daha az etkilemiştir. Birçok AB ülkesinin notu düşerken İngiltere AAA notunu koruyabilecek konumda olması FTSE 100 endeksine de yansımış, 2007 Eylül ile 2010 Aralık arasında sadece % 8 gerileme yaşamıştır. 2011 yılı sonuna gelindiğinde

ise Tablo 15'den görüleceği gibi %14 kayıpla uygulama kapsamında en iyi performans sergileyen ikinci borsa olmuştur.

Türkiye, gelişmekte olan piyasalar arasında olduğundan her türlü habere daha volatil bir şekilde tepki veren bir borsaya sahiptir. ABD'de yaşanan Mortgage krizinin ilk senesinde en çok etkilenen borsalardan birisi de, 2008 yılı sonuna kadar % 50 kayıp yaşayan İMKB 100 endeksi olmuştur. Tablo 15'e bakıldığında aynı şekilde küresel piyasalarda toparlanma yılı olan 2009 yılı sonu Türkiye borsası toplamda sadece % 2 kayıpla en iyi durumdaki borsa olarak görünmektedir. Daha sonra ulusal paranın yabancı paralara karşı değer kaybetmesi İMKB'yi bir anda pozitif yönde etkilemiş ve 2010 yılı sonuna kadarki kümülatif performansı + %22 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönem içerisinde uygulama kapsamındaki en iyi ikinci performansla sahip İngiltere'nin % 8 kayıp gerçekleştirdiği düşünülürse, Türkiye'nin performansının ne kadar çarpıcı olduğu anlaşılacaktır. 2011 yılında ülkelerin kredi notunun düştüğü dönemde Türkiye'nin BB olan notu BBB- 'ye yükseltilmiştir (<http://www.sabah.com.tr>, 2011) (21.04.2012). Ekonomik kriz sürecinde sağlam duruş sergileyen Türkiye ekonomisinin bir avantajı da gelişen ekonomilerde kriz derin bir şekilde hissedildiğinden yatırımcıların gelişmekte olan piyasaları tercih etmeye başlamasıdır. Sonuç olarak 2007 Eylül ile 2012 Mart dönemi arasında İMKB 100 endeksi %15.5 performansla uygulamada en çok getiri kazanan endeks olmuştur.

Araştırmada görüldüğü üzere Türkiye, 30 Eylül – 31 Aralık 2011 dönemi arasında %15 getiri ile en yüksek borsa performansına sahip ülke olmuştur. Daha sonra ABD - %10 ve İngiltere - %11 performansla yer almaktadır. Yunanistan, ASE endeksi ise - %86 performans ile en çok kayıp gösteren endeks olmuştur.

Diğer taraftan, ABD Mortgage krizi ile başlayıp Avrupa Borç krizine dönüşen süreçte, Euro'nun geleceğinin konuşulmaya başlanması, güçlü Euro'nun diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesine yol açmıştır. Para birimlerinin kriz döneminde ayrışması borsa performanslarını da etkilemektedir. Örneğin, değer kaybeden Türk Lirası, ihracat yapan firmaların borsa değerini yükseltip İMKB 100 endeksinin dolaylı olarak yükselmesine neden olmuştur. Araştırmada USD, CHF, EUR, TRY (Türk Lirası Para Birimi Uluslar arası Kodu), GBP (Great Britain Pound) gibi farklı para birimlerinin borsa performansları üzerindeki etkisini arındırmak için ülkelerin Euro bazında performansları hesaplanmış ve daha anlamlı karşılaştırma yapma imkanı sağlamıştır.

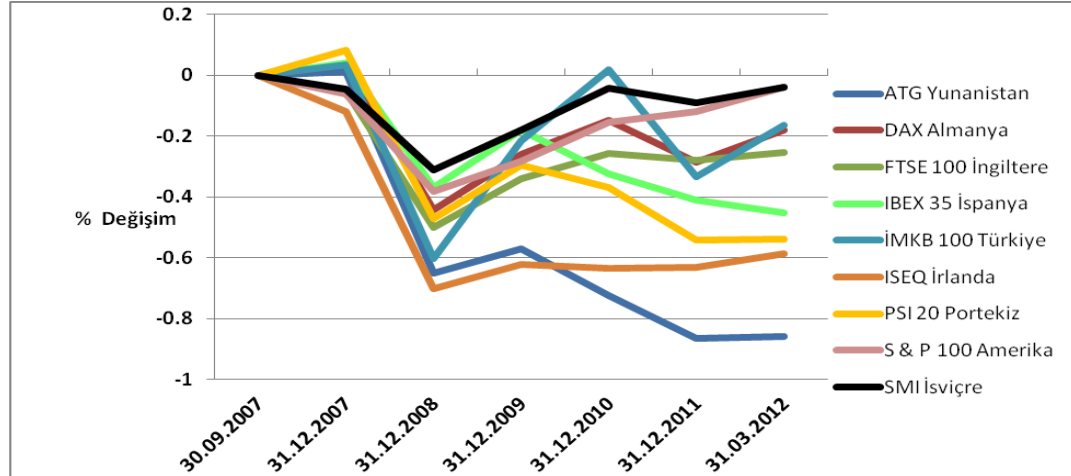
Tablo 16: Mortgage Krizi Sonrası Ülkelerin Euro Bazında Kümülatif Borsa Performansları

Dönem / Ülke EURO	ATG Yunanistan	DAX Almanya	FTSE 100 İngiltere	IBEX 35 İspanya	İMKB 100 Türkiye	ISEQ İrlanda	PSI 20 Portekiz	S & P 100 Amerika	SMI İsviçre
30.09.2007	0	0	0	0	0	0	0	0	0
31.12.2007	0.011	0.035	-0.053	0.042	0.033	-0.12	0.083	-0.061	-0.047
31.03.2008	-0.222	-0.142	-0.227	-0.09	-0.41	-0.216	-0.127	-0.223	-0.144
30.06.2008	-0.329	-0.123	-0.233	-0.174	-0.421	-0.339	-0.259	-0.263	-0.196
30.09.2008	-0.442	-0.213	-0.332	-0.246	-0.361	-0.55	-0.332	-0.23	-0.218
31.12.2008	-0.651	-0.442	-0.5	-0.369	-0.602	-0.703	-0.473	-0.383	-0.311
31.03.2009	-0.671	-0.501	-0.542	-0.464	-0.629	-0.722	-0.486	-0.431	-0.393
30.06.2009	-0.569	-0.444	-0.462	-0.329	-0.457	-0.657	-0.409	-0.388	-0.341
30.09.2009	-0.481	-0.371	-0.395	-0.193	-0.299	-0.575	-0.295	-0.334	-0.225
31.12.2009	-0.571	-0.261	-0.341	-0.181	-0.214	-0.623	-0.296	-0.283	-0.18
31.03.2010	-0.596	-0.244	-0.312	-0.254	-0.126	-0.597	-0.326	-0.209	-0.103
30.06.2010	-0.72	-0.22	-0.352	-0.364	-0.101	-0.635	-0.412	-0.236	-0.136
30.09.2010	-0.713	-0.192	-0.31	-0.279	0.062	-0.661	-0.376	-0.246	-0.126
31.12.2010	-0.724	-0.149	-0.258	-0.324	0.019	-0.634	-0.369	-0.155	-0.042
31.03.2011	-0.7	-0.098	-0.279	-0.274	-0.065	-0.635	-0.355	-0.164	-0.092
30.06.2011	-0.75	-0.028	-0.291	-0.289	-0.146	-0.625	-0.391	-0.191	-0.057
30.09.2011	-0.844	-0.309	-0.356	-0.414	-0.237	-0.682	-0.51	-0.234	-0.154
31.12.2011	-0.867	-0.287	-0.279	-0.412	-0.334	-0.632	-0.543	-0.119	-0.092
31.03.2012	-0.858	-0.179	-0.253	-0.451	-0.165	-0.587	-0.538	-0.041	-0.038

Kaynak: Thomson Reuters'dan derlenmiştir.

Euro bazında bakıldığında, Euro karşısında değer kazanan USD ve CHF ile ilişkili olarak S & P 100 ve SMI endekslerinin performansları yükselmiş; Euro karşısında değer kaybeden GBP ve TRY 'den dolayı da FTSE 100 ve İMKB 100 endekslerinin performansları düşmüştür.

Şekil 27: Mortgage Krizi Sonrası Ülkelerin Euro Bazında Kümülatif Borsa Performansları (09.2007 – 03.2012)



Kaynak: Thomson Reuters'dan derlenmiştir.

Endeks bazında -%11 performans sergileyen FTSE 100 endeksinin, Euro bazında getirisi -%25 ; %15 getiri ile endeks bazında birinci sırada yer alan İMKB100 endeksinin performansı, Türk Lirası'nın devalüe olması sebebiyle -%17'ye düşmüştür. Diğer taraftan Euro karşısında değer kazanan USD, S & P 100 endeksini -%10'dan -%4'e taşımıştır. İsviçre ekonomisinin krizde görece sağlam duruşunun değer kazandırdığı İsviçre Frangı, Euro'ya çevrildiğinde ise SMI endeksindeki -%30'luk kayıp yerine sadece -%3'lük bir kayıp gerçekleşmiştir.

ABD Mortgage krizi sonrası ülkelerin Euro bazında borsa performansları karşılaştırıldığında en iyi performans -%3 ile İsviçre ve daha sonra şaşırtıcı bir şekilde -%4 ile ABD gelmektedir. ABD kaynaklı başlayan küresel krizden yine ABD borsası en az değer kaybeden borsalar arasında olmuştur. Bunun birinci sebebi ABD'nin krize ilk giren ülke olmasından dolayı yine ilk toparlanan ülkeler arasında olması; ikinci sebebi ise ABD'nin, borç krizi yaşayan AB'ye göre 'kötünün iyisi' konumunda olmasıdır. Üçüncü ve dördüncü sırada -%16 ve -%18 performansla Türkiye ve Almanya gelmektedir. Türkiye, 2001 krizinden aldığı bir takım derslerin

ve makro ekonomik dengelerin desteğiyle krizde iyi performans gösteren borsalar arasında yer almıştır. Almanya ise kötü giden Euro Bölgesi'nde öne çıkan rolü ile buradaki gücünü DAX endeksine de yansıtmıştır. Daha sonra ise İngiltere, İspanya ve Portekiz olumsuz performansları ile sıralamada yer almışlardır. FTSE 100 endeksi %25 kayıp yaşarken, AB ülkelerine oranla para birimi pound sebebiyle daha iyi konumda yer almaktadır. İspanya IBEX 35 endeksi, Şekil 27'den görüleceği üzere araştırma döneminde %45 düşüş göstermiştir. Özellikle 2010 yılından sonra IBEX 35 endeksinde bozulma görülmesinin sebebi İspanya'nın da ekonomik sıkıntı yaşayabileceğinin konuşulmasıdır. Portekiz PSI 20 endeksinde görülen %54 kayıp araştırma kapsamında 6. sırada yer almasına neden olurken, Portekiz ekonomisindeki durgunluk borsa endeksine de yansımıştır. Araştırmaya göre Euro bazında en kötü performans sergileyen ülkeler İrlanda ve Yunanistan'dır. İrlanda ISEQ endeksi -%59 ve Yunanistan ASE endeksi -%86 değer kaybetmiştir. Bu iki ülkenin benzer özelliği ise, yüksek miktarda borca sahip olması ve borçlarını AB destek fonları, IMF gibi uluslar arası finans kuruluşlarının yardımıyla çevirebilme durumunda olmalarıdır.

SONUÇ

Küresel krizin çıkış noktası, ABD Mortgage piyasasında aksaklıkların görülmesiyle ilgilidir. Düşük gelir grubuna kullandırılan kredilerin payının artması sistemde ilk sorunun göstergesi olmuştur. 2007 yılında Amerika'da konut fiyatları piyasasında oluşan balonun patlaması sonucu finansal sistemde büyük hasar oluşmuştur. Kısa bir süre içerisinde finansal sistemde likidite krizine ve güven problemine yol açan Mortgage krizi, daha sonra ortaya çıkan Avrupa Borç krizinin de temelini oluşturmuştur. Bu süreç borsa performansları üzerinde de yıkıcı bir etki bırakmıştır.

Yapılan araştırmada 2007 Eylül ayı sonu, dokuz ülkenin borsasının kapanış değerleri baz alınarak ekonomik krizin 31 Aralık 2011 tarihine kadar bu borsa endeksleri üzerindeki etkisi sorgulanmıştır. 3'er aylık dönemler halinde araştırılan borsa performansları, ekonomik kriz ile borsa endeksleri arasında anlam kurabilme imkanı sağlamıştır. Endeks bazında yapılan araştırmada İMKB 100 endeksi, 4.5 yıllık bu periyot içerisinde %15 getiri ile en çok kazandıran borsa olmuştur. En kötü performans sergileyen borsa ise borç krizi ile uğraşan Yunanistan'ın borsası olmuştur ve aynı süre içerisinde %86 değer kaybetmiştir.

Yapılan araştırmada USD, CHF, EUR, TRY, GBP gibi beş farklı para biriminin olması ekonomik kriz döneminde borsa performansları konusunda para birimlerinin de ayırt edici etkisi olabileceği düşünülerek, borsaların Euro bazında performansları hesaplanmıştır. Euro bölgesi ülkeleri haricindeki ülkelerin endeksleri Euro – ulusal kur oranları hesaplanarak, her ülkenin borsa performansı Euro bazına çevrilerek araştırmaya dahil edilmiştir. Buna göre İsviçre SMI endeksi 30.09.2007 ve 31.12.2011 arasında Euro bazında %3.8 değer kaybederek, dokuz ülke arasında en iyi performansı sergilemiştir. Zaten Euro bazında hesaplanmış olan Yunanistan ASE endeksi, diğer borsalardaki kur etkisi arındırıldıktan sonra da en kötü performans gösteren endeks olmuştur.

Yapılan araştırma, ekonomik kriz ile borsa performansları arasında birçok anlamlı ilişki olabileceğini ortaya koymaya çalışmıştır. Bunlar ekonomik krizlerin tüm ülkelerin borsa performanslarını etkilediği yönünde ortak çıkarımların yanında ülkelerin karakteristik özelliklerinden kaynaklı etkiler olabilmektedir. Ülkelerin sadece kriz dönemlerindeki borsa performansları ve ekonomik gelişmelerin birlikte analiz edilmesi, 'çoklu denge'nin var olduğu ekonomik sistemlerde, ekonomik krizler açısından anlamlı çıkarımlar sağlayacağı düşünülmektedir.

ABD Mortgage krizi sonrası borsa performanslarının seyri, gelişmiş – gelişmekte olan ülkeler açısından incelendiğinde, gelişmekte olan Türkiye, endeks bazında en iyi performansı sergilemiş ve ABD Mortgage krizi ve sonrasında gelişmekte olan piyasaların 'güvenli liman' olarak öne çıktığına örnek teşkil etmiştir. Ekonomik kriz ortamlarında gelişmiş ülkeleri tercih eden küresel sermaye, gelişmiş ülkelerin de krizden yara alması sonucu ekonomide daha yüksek büyüme gösteren gelişmekte olan ülkeleri tercih etmiştir.

Kriz sonrası borsa performansları para birimi açısından incelendiğinde, ülkelerin para birimlerinin borsa performansları üzerinde etkisi olabileceğini göstermiştir. Araştırma kapsamında %15 getiri ile en iyi performansı sergileyen İMKB Endeksinin birinci olmasının bir nedeni de para birimi etkisidir. Türkiye'de 2007 Eylül sonu itibarıyla 1 Euro = 1.72 TL iken, küresel krizin etkisiyle 31 Mart 2012 interbank piyasası kapanış değeri itibarıyla 1 Euro = 2.37 TL'ye yükselmiştir. Para birimleri değişimlerine ilişkin tablolar EK. 2'de detaylı olarak bulunmaktadır. Türk Lira'sında % 38 civarında bir değer kaybı gerçekleşmiştir. Ekonomik kriz dönemlerinde, tıkanan ekonomi, artan küresel rekabet göz önünde bulundurulduğunda, değer kaybeden ulusal para ihracatı kolaylaştırmaktadır. Bunun da borsa performansı üzerinde etkisi olmaktadır. Diğer taraftan krizden sonra iyi ekonomik durumda olması sebebiyle yatırımcıların İsviçre Frangı'nı tercih etmesi sonucunda %27 değer kazanan para birimi sebebiyle İsviçre SMI endeksi 2010 yılından bu yana bir gelişme kaydedememiştir.

Ekonomik krizlerin borsa performansları üzerindeki bir diğer etkisi de 'zaman etkisi'dir. ABD kaynaklı ortaya çıkan küresel ekonomik krizde yapılan araştırmaya göre dört buçuk yıllık bir süre sonunda Euro bazında en az kayıp sergileyen ikinci ülke %4 kayıp ile Amerika olmuştur. ABD kaynaklı krizin sonunda, yine ABD'nin en iyi performans gösteren borsalar arasında yer alması, bize 'ekonomik kriz - zaman' ilişkisini göstermektedir. Başka bir deyişle, ekonomik krize ilk giren ülke, diğer etkiler göz ardı edildiğinde krizden ilk çıkabilecek ülkedir. ABD'de ortaya çıkan krizin AB'ye gelmesi yaklaşık bir seneyi, bulduğundan AB ülkeleri borsaları negatif yönde hareket ederken, S & P endeksi toparlanma göstermektedir. AB ülkelerinin birkaç senedir ekonomik krizi hissetmeleri sebebiyle bu ülkelerle yüksek ekonomik ilişkisi bulunan Türkiye'nin de hisse senedi piyasalarında krizin etkilerini gecikmeli olarak hissetmesi mümkündür. Ekonomik krizin borsa performansları üzerindeki zaman etkisi açısından, 2007 Eylül ile 2012 Aralık dönemi arasında en iyi performansa sahip

endeks olan İMKB 100 endeksindeki pozitif ayrışmanın araştırma dönemi sonrasında krizin etkileriyle değişebilmesi beklenmektedir.

Ekonomik krizlerin borsa performansları üzerindeki bir diğer etkisi de 'panik'tir. Finansal piyasalardaki panik hızla yayılabilme etkisi yaparak, krizlerin bulaşmasına yol açmaktadır. Yapılan araştırma sonucunda ABD borsasının Mart 2008 sonuna kadar %14 değer kaybetmesi, ABD'deki Mortgage krizi ile doğrudan ilişkisi olmayan İMKB Endeksi'ni aynı dönemde %28 değer kaybetmesi finansal piyasalardaki paniğin bir sonucu olarak görülmektedir. Psikolojik etmenlerin ekonomik krizlerde rolü çok büyüktür. 2007 Mortgage krizinin başından itibaren kriz sürecini incelediğimizde Mortgage krizinin çıkış noktası olduğu görülmektedir. Konut kredisi kullanan yatırımcılar ödeme sıkıntısı çekince, bankalar panik halinde kredilerini geri çağırmaya başlamıştır. Bu panik, normal şartlarda batmayacak olan yatırımcıların batmasına sebep olmuştur ve Mortgage krizinin likidite krizine dönüşmesine sebep olmuştur. Sonrasında Lehman Brothers'ın batması tüm finansal karar alıcıları panik halinde kalmasına yol açmıştır ve 'sırada kim var' sorusu yatırımcıların tüm piyasalara şüpheyle yaklaşmasına neden olmuştur. Bu açıdan bakıldığında Yunanistan'ın yaşadığı borç krizi ile ABD Mortgage krizi birbirine benzemektedir. Çünkü normal şartlarda borçlarını çevirebilecek konumda olan Yunanistan, piyasalardaki 'panik' yüzünden iflas etmekle karşı karşıya kalmıştır. Sonrasında bu panik dalgası finansal piyasalara sıçramış ve dünya genelinde finansal piyasalar uzunca bir süre olumsuz performans sergilemiştir.

Ekonomik krizlerden borsa performanslarının etkilenme derecesini değiştiren bir başka unsur da siyasi, politik, coğrafi ve idari yapıdır. Örneğin AB'ye bakıldığında tek para birimi ve tek merkez bankasının varlığı, ekonomik kriz döneminde negatif etki yaratmıştır. Çünkü iflasla yüz yüze kalan Yunanistan ve güçlü Almanya aynı para birimi Euro'yu kullanmakta, %15 ile borçlanan Yunanistan ve %2 ile borç alan Almanya tek merkez bankası tarafından yönetilmektedir. Bunun sonucu olarak da AB ülkelerindeki her olumsuz gelişme o ülkenin yanında iyi durumda olan AB ülkelerinin borsa performanslarını da olumsuz etkilemektedir. Diğer taraftan bakıldığında ise kendi merkez bankası olmadığından Yunanistan, İrlanda ve Portekiz finansal istikrarı sağlamak adına politika değişikliği yapamamakta bu da ülkelerin krizden çıkışını zorlaştırmaktadır. Ekonomik sıkıntı içerisindeki bu üç ülkenin borsa performanslarına bakıldığında 2009 -2012 arasında hemen hemen hiç toparlanma görülmemektedir ve bu da yatırımcıların bu ülkelerin ekonomileri hakkındaki olumsuz beklentilerinin bir sonucudur.

Sonuç olarak, ABD Mortgage krizinin araştırma kapsamındaki dokuz ülkenin de borsa performansı üzerinde olumsuz etki yaptığı ve ekonomik krizler ile borsa performansları arasındaki ilişkinin varlığı anlaşılmıştır. Bunun dışında para birimi, ülke ekonomilerinin durumu; siyasi ve idari durum, psikolojik etmenlerin ve krize karşı alınabilecek önlemlerin ABD Mortgage krizi sonrası dönemde ülkelerin borsa performansları üzerinde etkisi olabileceği araştırılmaya çalışılmıştır. Günümüz ekonomisinde, ekonomik kriz dönemlerinde ülkelerin ekonomik ilişkileri ve borsa performansları düşünüldüğünde tek bir dengeden ziyade, 'çoklu denge'nin varlığı önem kazanmaktadır. Finansal otoritelerin alacakları kararlarda bu dengelerin varlığı göz önünde bulundurulursa, ekonomik kriz dönemlerinde borsaların en az zararla kapatılması sağlanabilir.

KAYNAKÇA

Akerlof, G. A. (1970). *The Markets For "Lemons":Quality Uncertainty And The Market Mechanism*. The Quarterly Journal Of Economics. Vol.84 No.3 s.488-500

Akerlof, G. A. ve Spence, M. *Market with Assymmetric Information*. http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/popular.html (15.01.2012).

Akerlof, G. A. ve Spence, M. *Markets For Lemon*. http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/akerlof-article.html (02.02.2012).

Akın, F. ve Ece, N. (2009). Küresel Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörü İstihdamı Üzerindeki Etkileri. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 17(2): 153 – 168

Aksu, A. (2009). Kriz Yönetimi ve Vizyoner Liderlik. *Journal of Yasar University*. s. 2435 – 2450 www.joy.yasar.edu.tr (13.02.2012)

Aksu, A. A. (2000). Değişim Mühendisliği Uygulamalarında Karşılaşılan Dirençler ve Yapılan Hatalar. *DEU İ.İ.B.F. Dergisi*.15(2): 37 – 48, <http://www.iibf.deu.edu.tr> (02.04.2012)

Aktan, C. ve Şen, H. (2002). *Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri*. Yeni Türkiye Dergisi. <http://www.scribd.com/doc/53058964/EKONOM%C4%B0K-KR%C4%B0Z-NEDENLER-ve-COZUM-ONER%C4%B0LER%C4%B0> (05.01.2012).

Aktaş, E. B. (2010). *Uluslar Arası Krizler, Türkiye Ekonomisine Etkileri ve İktisat Politikası Uygulamaları*. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

Altay, E. (2008). Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB'de Piyasa Yönünde Sürü Davranışının Analizi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*. 2(1): 27 - 58, www.bddk.org.tr (14.02.2012)

Ankara Ticaret Odası. <http://www.atonet.org.tr/turkce/bulten/bulten.php3?sira=316> (18.03.2012)

Apak, S. ve Aytaç, A. (2009). *Küresel Krizler*. Avcıol Basım Yayın. s. 3 – 4

Apak, S. ve Tavşancı, A. (2008). Türkiyede Yabancı Bankacılığın Gelişimi ve Ekonomi Politikaları ile Uyum. *Maliye Finans Yazıları*. Sayı (80)

Aracı, K. A. (2010). *1929 Büyük Ekonomik Buhran'dan 2008 Ekonomik Krizi'ne Dünya Ekonomik Krizleri ve Türk Tekstil Sektörüne Etkileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Tekirdağ: Namık Kemal Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü

Ardıç, H. (2004). *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi*. TCMB. <http://www.tcmb.gov.tr> (20.03.2012)

Avrupa Birliği Genel Sekreterliği. (2011). *Avrupa Birliği'nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: "Euro Rekabet Pakti"*. <http://www.abgs.gov.tr> (25.03.2012)

Aydın, H. *Çoklu Regresyon*. http://maden.karaelmas.edu.tr/hocalar/hamitaydin/Sunu_7ci_hafta.pdf (02.04.2012)

Babus, A., Allen, F. ve Carletti, E. (2009). *Financial Crisis: Theory and Evidence*. <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/ARFE-Crises-08June09-final.pdf> (25.01.2012).

Baker, D. (2006). *Is The Housing Bubble Collapsing ?*. briefing, s. 6. http://www.cepr.net/documents/housing_indicators_2006_06.pdf, (05.02.2012)

Barro, R. J. ve Ursua, F. J. (2009). *Stock Market Crashes and Depressions*. Harvard University. www.economics.harvard.edu (14.02.2012)

BBC, News - Business. (10 Kasım 2010). *"Why should you care about currency wars"* <http://www.bbc.co.uk/news/business-11722578> (18.02.2012).

BDDK. (2008). *ABD Mortgage Krizi*. Çalışma Tebliği. Sayı:3. s. 3 – 84

BDDK. (2010). *From Crisis to Financial Stability (Turkey Experience)*.
<http://www.bddk.org.tr> (02.04.2012)

BDDK. (2010). *Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi. Çalışma Tebliği*.
www.bddk.org.tr (25.02.2012)

BDDK. (2011). *Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu*. s. 22, 91
http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Kur_Riski_Degerlendirme_Raporlari/10436kur_riski_degerlendirme_raporu_eylul2011.pdf (16.02.2012).

Berberoglu, B. (2011). 2008 Global Krizin Türkiye ve Avrupa Birliği'ndeki Etkilerinin Kümeleme Analizi İle İncelenmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 11(4): 105 – 130

Beşirli, M. (2009). Osmanlıda Borsa: Dersaadet Tahsilat Borsası'ndan Esham ve Tahvilat Borsası'na Yeni Düzenleme Girişimleri. *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 19(1): 185-208 <http://web.firat.edu.tr> (03.04.2012)

Birdal, M. (2009). *Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri*. <http://econ.anadolu.edu.tr> (27.04.2012)

Bloomberg. (<http://www.bloomberg.com>) (21.04.2012)

Bostancı, B. ve Demir, H. (2008). Taşınmaz Geliştirmede Risk Analizi. *Jeodezi Jeoinformasyon ve Arazi Yönetimi Dergisi*. 2(99):8 www.hkmo.org (06.02.2012)

Boughton, J. M. (2009). *A New Bretton Woods ?*. s.44 -46, www.imf.org. (19.02.2012)

BP Statistical Review of World Energy June 2010, www.bp.com (15.01.2012)

Buffet, W. *Wallstreet Gazete Röportajı*. <http://www.guardian.co.uk/business/2008/sep/24/warrenbuffett> (03.02.2012)

Buluş, A. ve Kabaklarlı, E. (2010). 1929 Ekonomik Buhranı ile Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması. Selçuk Üniversitesi, *İ.İ.B.F. Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*. 13(19)

Büyükşalvarcı, A. (2011). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki: Ekonomik Kriz Dönemleri için İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama. Atatürk Üniversitesi, *İ.İ.B.Dergisi*. 25(1): 225-237

Celasun, M. *2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası*. University of Utah. <http://www.econ.utah.edu> (18.03.2012)

Coşkun, Y. S. ve Balatan, Z. (2009). *Küresel Mali Krizin Bankacılık Sektörüne Etkileri ve Türk Bankacılık Sektörünün Veri Zarflama Analizi ile Bilançoya Dayalı Mali Etkinlik Analizi*. s. 8 – 18

Coşkun, Y. ve Kayacan, M. (2011). Küresel Kriz ve Finansal Aracılarında Risk Yönetimi: Beyaz Sayfa mı ?. *Finansal Mühendislik Konferansı Metni*. İzmir Ekonomi Üniversitesi.

Çubukçu, F., Naycı, Ö., Akpınar, Ş. ve Ayyıldız, A. (2010). *Yerel ve Global Krizlerin Dış Ticaretimiz Üzerinde Etkileri: Karşılaştırmalı Bir Analiz*.

Dadush, U. ve Eiedelman, V. (2011). *Currency Wars*. Carnegie Endowment. <http://carnegieendowment.org> (10.03.2012)

Dağdelen, İ. (2011). Avrupa Bütünleşme Sürecinde Yunanistan'ın Borç Krizi. *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*. 10(2): 1- 26

Danacı, M. C. ve Ceyhan, M. *Küresel Finansal Krizin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri ve Krizden Çıkış Politikaları*. s.1385 – 1398, <http://web.inonu.edu.tr> (02.04.2012)

Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. Erciyes Üniversitesi *İ.İ.B.F Dergisi*. (20): 57 – 81, www.iibf.erciyes.edu.tr (13.02.2012)

Doğan, K. (2010). *Örgütsel Öğrenme ve Kriz Yönetimi Arasındaki İlişkilerin İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi. http://sites.khas.edu.tr/tez/KaderDogan_izinli.pdf (28.04.2012)

DPT. (2006). *Dokuzuncu Kalkınma Planı (2007-2013)*. s. 9 <http://ekutup.dpt.gov.tr> (26.02.2012)

Eberlein E. ve diğerleri. (2007). *Mathematics in Financial Risk Management*. <http://www.math.uni-leipzig.de> (23.03.2012)

Eichengree, B. (2010). *Globalization and the Crisis*. University of California Berkeley. <http://www.ifo.de/portal/pls/portal/docs/1/1191370.PDF> (08.01.2012).

Eichengreen, G. (2002). *The British Economy Between the Wars*. University of California, Berkeley. s. 1 – 20 <http://emlab.berkeley.edu> (24.04.2012).

El-Erian, M. (2009). *Piyasalar Çarpışınca*. İstanbul: Scala Yayıncılık. s. 111

Erdoğan, B. (2006). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri*. Yüksek Lisans Tezi. <http://kutuphane.ksu.edu.tr> (02.04.2012)

Erdönmez, P. A. (2009). Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi. *Bankacılar Dergisi* (68): 85 – 100

Ergün, S. (2010). Arjantin'in Ekonomik İstikrarsızlık Tarihi: İnişler ve Çıkışlar. *Akademik Bakış Dergisi*. (20): 1 – 18.

European Parliament. (2010). *The Threat of Currency Wars, A European Perspective*. www.europarl.europa.eu (13.02.2012)

Evangelist, M. ve Sathe, V. (2006). *Brazil's 1998 – 1999 Currency Crisis*. <http://www-personal.umich.edu> (26.02.2012)

Ezer, F. (2005). 1929 Ekonomik Buhranı ve Türkiye'ye Etkileri Üzerine Bir Değerlendirme. *Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları*. s.158 -162

Fang, W. ve Miller, S. M. (2002). *Currency Depreciation and Korean Stock Market Performance During the Asian Financial Crisis*. s.1-5

Ferguson, C. (2010). *Inside Job*. Sony Pictures. Ekonomi Belgeseli

Feridun, M. (2007). *An Econometric Ananlysis Of The Mexican Peso Crisis Of 1994-1995*. Doğu Üniversitesi s. 28 -35

Financial Times Stock Exchange. (<http://www.ftse.com>) (21.04.2012)

Fischhof B. ve diğerleri. (1984). *Defining Risk*. s.123- 138 <http://www.hss.cmu.edu> (02.04.2012)

Frankel, J. E. *Book Review: 'The Crisis of Global Capitalism' by George Soros*. Harvard University. <http://www.hks.harvard.edu> (01.03.2012)

Gafuroğlu, Ş. (2007). *Ekonomik Krizlerin Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Üzerindeki Etkilerini Belirlemeye Yönelik Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi

Gençtürk, M. ve Dağlar, H. Yılmaz, T. (2010). İşletmelerin Finansman Kararlarına Finansal Krizlerin Etkileri (İMKB'de Bir Araştırma), *Ozal Kongresi*. s.432-454

Goodheart, C. A. E. (2010). *The Changing Role of Central Banks*. London School of Economics. <http://www.bis.org> (02.04.2012)

Gövdere, B. ve Öztürk, S. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. Süleyman Demirel Üniversitesi *İ.İ.B.F. Dergisi*. 15(1): 377 – 397

Güloğlu, B. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler. İstanbul Üniversitesi *Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. s.5-6

Gündem, F. ve Tunç, R. (2010). *Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Küresel Finansal Krizin Türkiye Üzerine Etkileri: S&P 500 ve İMKB Üzerinden Bir Analiz*. s.1325-1353, <http://web.inonu.edu.tr> (07.04.2012)

Hacıhasanoğlu, B. (2005). *Meksika 1994 ve Arjantin 2001 – 2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi*. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. s. 21 – 64

Hüsnüoğlu, N. ve Güler, A. Krizin Tüketim Harcamaları Üzerindeki Etkisi: Giresun İli Uygulaması, Marmara Üniversitesi. *İ.İ.B.F Dergisi*. (2): 197-226. www.iibf.marmara.edu.tr (08.02.2012)

IMF. (2011). *Crisis Management And Resolution: Early Lessons From the Financial Crisis*. s.15-20. <http://www.imf.org> (02.04.2012)

Irish Stock Exchange. <http://www.ise.ie> (21.04.2012)

İMKB. (www.imkb.gov.tr) (21.04.2012)

İnce, E. (2008). *1929 Ekonomik Buhranı'nın Almanya'daki Etkisi ve Bu Etkinin İzmir Finans Piyasasına Yansıması*. s. 30 www.mitosweb.com (10.01.2012)

İnci, Ö. ve Pazarbaşıoğlu, C. (1996). *Speculative Attacks and Currency Crises: "The Mexican Experience"*. Open Economies Review. 7: 535 - 552.

İşcan, E. (2010). Petrol Fiyatının Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Etkisi. *Maliye Dergisi*. (158): 607 – 617

JICKLING, M. (2008). Averting Financial Crisis. *CRS Report for Congress*. s.1-5 <http://fpc.state.gov/documents/organization/103688.pdf> (27.01.2012)

Kamışlı, M. (2010). Küresel Finansal Krizin Yükselen ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkileri. Marmara Üniversitesi *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 1(2) <http://www.youblisher.com> (08.04.2012)

Karacal, M., Baklacı, H. F. ve Yetkiner, H. (2010). *Küresel Kriz ve Risk Yönetimi: Yanılgılar ve Gerçekler*. www.kutuphane.ieo.edu.tr (11.11.2011)

Kaya, V. ve Yılmaz, Ö. (2005). *Finansal Küreselleşme – Para Krizi Nedenselliği ve Para Krizlerinin Tahmin Edilebilirliği: Türkiye, 1999 – 2002*. İ.U. Siyasal Bilimler Fakültesi.

Kazgan, G. <http://kazgan.bilgi.edu.tr/docs/Turkiye.doc> (15.03.2012)

Kibritçioğlu, A. (2011). *Current Sovereign Debt Crisis in Eurozone Countries*. MPRA. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de> (21.03.2012)

Kılıç, M. ve Erkan, V. (2006). Stratejik Planlama ve Dengeli Performans Yönetimi Yaklaşımları Bir Arada Olabilir mi ?. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*. (2): 77 – 93

Koldanca, S. (2009). *Türkiye'nin Ekonomik Kriz Dönemlerinde Türkiye – IMF İlişkileri*. Yüksek Lisans Tezi.

Koyuncu, M. ve Şenses, F. (2004). *Kısa Dönem Krizlerin Sosyoekonomik Etkileri : Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri*. ODTÜ Economic Research Center. <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series04/0413.pdf> (08.02.2012)

Krugman, P. (1994). *The Myth of Asia's Miracle*. <http://www.ft.com/intl/cms/b8268ffe-7572-11db-aea1-0000779e2340.pdf> (14.03.2012)

Krugman, P. (2010). *Crisis*. <http://www.princeton.edu/~pkrugman/CRISES.pdf> (02.02.2012).

Krugman, P. Massachusetts Institute of Technology. <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html> (26.01.2012).

Kubalı, V. (2000). Ankara Üniversitesi, *Kamu Yönetimi Dünya Dergisi*, Yıl:1 Sayı:11. <http://kamyon.politics.ankara.edu.tr>

Küçükaksoy, İ. (2006). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi: 1990 – 2004 Yılları Türkiye Uygulaması*. Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi S.B.E.

McGrattan R. E. ve Prescott C. E. (2003). *The 1929 Stock Market: Irving Fisher was Right*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Raporu. www.minneapolisfed.org (13.10.2011)

Melvin, M. (2002). *A Stock Market Boom During A Financial Crisis?* Arizona State University. s. 1 -20

Morrison, W. M. (2010). *China's Currency: An Analysis of the Economic Issues*. s.1 – 19, <http://fpc.state.gov> (02.04.2012)

Öksüzler, O. ve İpek, E. (2011). Dünya Petrol Fiyatlarındaki Değişimin Büyüme ve Enflasyon Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği, *Z.K.U .Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(14): 15-34

Örk, H. (2006). *İşletmelerde Kriz Dönemlerinde insan Kaynakları Politikaları ve bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, s. 28 -33, www.belgeler.com (05.02.2012)

Oskay, C. (2010). Türkiye'de Dış Borçlar ve Avrupa Borç Krizinin Olası Yansıması Üzerine Bir Değerlendirme. *Bütçe Dünyası Dergisi*. (34): 58 -74

Özer, M. (1999). *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*. Anadolu Üniversitesi Yayınları. s.43

Öztürk, M. (2010). *Avrupa Birliğine Giriş Sürecinde Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Krizler (2000 -2010)*. Doktora Tezi. s. 50 -78

Parsva, P. (2011). The Analysis of Relationship between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Six Middle Eastern Financial Markets. *EuroJournals*. Issue: 66. s. 157 – 169

Plato Data. www.web.platodata.com.tr (05.03.2012)

- Polak, B. *Asymmetric Information: Silence, Signaling and Suffering Education*. Yale University Game Theory Lecture 23 - 24. <http://academicearth.org/lectures/asymmetric-information> (03.02.2012).
- Portes, R. (1998). *An Analysis of Financial Crisis: Lessons for the International Financial System*. *FRB Chicago / IMF Conference Chicago*. http://www.sais-jhu.edu/sebin/g/z/Portes_FinancialCrises.pdf (10.02.2012).
- Posen, A. S. (2004). *Avoiding A Currency War*. s.10 – 13, <http://www.iie.com> (02.04.2012)
- Prechter, R. R. (2005). *Elliot Waves, Fibonacci and Statistics*. http://www.socionomics.org/pdf/EW_Fibo_Statistics.pdf (01.04.2012)
- Rasmusen, E. (2005). *Adverse Selection*. s.261 – 298, <http://www.rasmusen.org> (02.04.2012)
- Romer, C. D. (2003). *Great Depression*. Berkeley University. www.elsa.berkeley.edu (14.02.2012)
- Romer, C. D. (2009). *Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009*. Brooklyn Institution. s.1 <http://www.brookings.edu> (28.04.2012).
- S & P. (<http://www.standardandpoors.com>) (21.04.2012)
- Sabah Gazetesi. (2011). <http://www.sabah.com.tr> (21.04.2012)
- Sabah Gazetesi. <http://www.sabah.com.tr/Ekonomi/2011/09/20/turkiyenin-notu-artti> (21.04.2012)
- Sadıklar, T. *Türkiye'deki Son 20 Yılın Ekonomik Krizleri Konusunda Bir Değerlendirme*. www.ekodialog.com (19.03.2012)

Sarısoy, S. ve Beşer, M. K. *Türkiye'de 1980 Sonrası Siyasi İstikrarsızlığın Ekonomik İstikrar ve Krizler Üzerindeki Etkileri.* s. 789 – 800 www.web.inonu.edu.tr (17.10.2011)

Şendoğdu, A. ve Öztürk, Y. E. KÜRESEL KRİZİN BÜYÜYEN ETKİSİ VE 1929 DÜNYA EKONOMİK BUHRANI BAĞINTILARI IŞIĞINDA TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ. *Journal of Azerbaijani Studies* s. 423 - 431 [www.http://jas-khazar.org](http://jas-khazar.org) (14.02.2012)

Seyidoğlu, H. (2003). Uluslar arası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi.* 4(2). <http://journal.dogus.edu.tr/ojs/index.php/duj/article/view/171/187> (05.02.2012)

Soysal, A., Karasoy, H. A. ve Alıcı, S. (2009). KOBİ'lerde Kriz Yönetimi: K.Maraş'da Tekstil Sektöründeki KOBİ'lerde Bir Uygulama. Selçuk Üniversitesi *S.B.E. Dergisi.* (21): 432 – 445 www.sosyalbil.selcuk.edu.tr (13.02.2012)

SPK. (2007). *Vadeli işlem ve Opsiyon Sözleşmeleri.* SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları 8. s. 8 www.spk.gov.tr (06.02.2012)

Tağraf H. ve Arslan, T. N. (2003) KRİZ OLUŞUM SÜRECİ VE KRİZ YÖNETİMİNDE PROAKTİF YAKLAŞIM. Cumhuriyet Üniversitesi, *İktisadi İdari Bilimler Dergisi.* 4(1): 151

TBB. (2008). *50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye'de Bankacılık Sistemi '1958-2007'.* s. 33 <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Yayinlar/Dokumanlar/tbb50yil.pdf> (26.01.2012)

TCMB. (1998). Güney Asya'da Yaşanan Krizden Alınacak Dersler. *Mediterranean Development Forum*, World Bank. www.tcmb.gov.tr (10.03.2012)

TCMB. (2002). *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri.* <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf> s. 26 (26.01.2012).

TCMB. (2008). *Brezilya ve Türkiye Ekonomilerinin Benzerliği: Gerçek mi Yanılsama mı?* . <http://www.tcmb.gov.tr> (26.02.2012)

TCMB. (2009). *Banka ve Finans Kurumlarının Ekonomik Krizden Etkilenme Düzeyleri ve Kriz Döneminde Uyguladıkları Yönetimsel ve Örgütsel Politikalara İlişkin Yönetici Algıları*. s.15 – 25 <http://www.tcmb.gov.tr> (03.04.2012)

TCMB. (2009). *Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumuna*. s. 29 http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Krizler_Yukseler.pdf (15.02.2012).

TCMB. (2011). *Kamu Borç Sürdürülebilirliği ve Euro Bölgesi Borç Krizi*. Ekonomi Notları.

Thompson, E. A. ve Treussard, J. (2002). *The Tulipmania: Fact or Artifact ?* UCLA University. s.1-9 (12.03.2012)

Thomson Reuters. <http://in.reuters.com/finance/markets>) (21.04.2012).

Tomanbay, M. (2001), *“İktisat Bilimi ve Son Ekonomik Kriz” Ekonomik Yaklaşım*. 12(41): 39-50.

Tomanbay, M. *Ekonomik Kriz ve Ulusal Bağımsızlığımız*. s.4 www.mehmettomanbay.com (13.02.2012)

Toprak, M. Osmanlı'dan Devreden Kriz Potansiyeli ve Tek Parti Dönemi Ekonomik Krizleri. Kırıkkale Üniversitesi. *İ.İ.B.F. Dergisi*. s. 598 -610

TSPAKB. (2004). *Makroekonomik İstikrar Programlarının Sermaye Piyasasına Etkileri*. <http://www.tspakb.org.tr> (26.02.2012)

Türk Dil Kurumu. www.tdk.gov.tr (01.01.2012).

Ulusoy, İ. *Dünya Ekonomik Krizi ve Türkiye : Antakya Ayakkabı İmalat Sektöründe Bir İnceleme*. İnönü Üniversitesi s. 1787 -1804, <http://iys.inonu.edu.tr> (10.02.2012)

USDA. <http://www.ers.usda.gov>. (26.02.2012)

Usta, Ö. (2008). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık. s. 253 – 262

Utkulu, U. *Ekonomik Araştırmalarda Bilgisayar Kullanım Dersi*. www.deu.edu.tr/userweb/utku.utkulu/dosyalar/Dipnot%20WEB.doc (07.01.2012).

Uygur, E. (2001). *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*. Türkiye Ekonomi Kurumu. <http://www.tek.org.tr> (19.03.2012)

Uysal, A. (2011). *Orta Doğu'da Türkiye Algısı: Mısır Örneği*. Stratejik Düşünce Enstitüsü Raporu. www.sde.org.tr (19.12.2012)

Van Der Vee, A. M. (2009). *The Dutch Tulip Mania: The Social Politics of a Financial Bubble*. <http://www.maurits.net> (12.03.2012)

Vignogna, M. E. (2000). *The Brazilian Economic Crisis*. Augusta State University. s.5 <http://www.aug.edu> (26.02.2012)

Vuran, B. (2010). İMKB 100 Endeksinin Uluslar arası Hisse Senedi Endeksleri ile İlişkisinin Eşbütünleşme Analizi ile Belirlenmesi. İstanbul Üniversitesi *İşletme Fakültesi Dergisi*. 39(1): 154-168

White, L. J. *Credit Rating Agencies and Financial Crisis: Less Regulation of CRAs is A Better Response*. s.2 <http://web-docs.stern.nyu.edu> (02.04.2012)

Wolfson, M.H. (1994). *Financial Crisis Understanding the Postwar U.S. Experience*. Second Edition.

XETRA, D. B. G. (<http://www.boerse-frankfurt.de>) (21.04.2012)

Yahoo, Finance. <http://finance.yahoo.com> (18.01.2012)

Yıldırım, S. (2010). 2008 Yılı Küresel Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. *KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*. 12 (18): 47 – 55

Yıldırım, S. (2010). Kur Savaşları. *Vobjektif Dergisi*. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Haber Bülteni. s. 28 -30

Yılmaz, A. (2006). Türkiye Ekonomisinde Ücretler, Karlar ve Kriz. Marmara Üniversitesi *İ.İ.B.F. Dergisi*. 21(1): 35 -42

Yılmaz, Ö., Kızıltan, A. ve Kaya, V. (2005). İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri. Erciyes Üniversitesi *İ.İ.B.F Dergisi*. (24): 77 – 96, www.iibf.erciyes.edu.tr (07.02.2012)

Yörükoğlu, A. (2007). *Davranışsal Finans*. Yüksek Lisans Tezi. s.32 -37

Yükseler, Z. (2009). *Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumu*. TCMB s. 6

Yürekli, Ö. (2004). *Ekonomik Krizler Açısından Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri ve Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi. s. 89 -109

Yüzbaşıoğlu, A. N. (2003). Risk Yönetimi ve Bankaların Denetimi. *Risk Yönetimi Konferansı*. İstanbul, www.tmsf.org.tr (06.02.2012)

EKLER

EK 1. Euro – İsviçre Frangı (EUR/CHF) İnterbank Piyasası Değerleri

Tarih	Açılış	Yüksek	Düşük	Kapanış
30.09.2007	1.6538	1.669	1.618	1.66
31.12.2007	1.6589	1.683	1.63	1.654
31.03.2008	1.6539	1.655	1.544	1.568
30.06.2008	1.5677	1.638	1.566	1.608
30.09.2008	1.6083	1.637	1.567	1.581
31.12.2008	1.5814	1.588	1.43	1.493
31.03.2009	1.4919	1.545	1.458	1.51
30.06.2009	1.5098	1.538	1.5	1.524
30.09.2009	1.524	1.537	1.507	1.516
31.12.2009	1.5161	1.521	1.482	1.483
31.03.2010	1.4822	1.489	1.421	1.424
30.06.2010	1.4233	1.459	1.316	1.318
30.09.2010	1.3179	1.393	1.276	1.339
31.12.2010	1.3397	1.383	1.24	1.249
31.03.2011	1.2476	1.32	1.241	1.301
30.06.2011	1.3013	1.324	1.18	1.219
30.09.2011	1.219	1.235	1.009	1.215
31.12.2011	1.2134	1.247	1.212	1.214
31.03.2012	1.2156	1.22	1.203	1.204

Kaynak: Veriler Thomson Reuters'dan derlenmiştir.

EK 2. Euro – Türk Lirası (EUR/TRY) İnterbank Piyasası Değerleri

Tarih	Açılış	Yüksek	Düşük	Kapanış
30.09.2007	1.772	1.9036	1.703	1.7191
31.12.2007	1.7213	1.8341	1.6609	1.708
31.03.2008	1.7081	2.1229	1.694	2.1005
30.06.2008	2.0971	2.1332	1.8622	1.9237
30.09.2008	1.9248	1.9974	1.715	1.7913
31.12.2008	1.7917	2.247	1.7764	2.143
31.03.2009	2.0826	2.3575	2.016	2.2032
30.06.2009	2.2031	2.222	2.039	2.1612
30.09.2009	2.1601	2.1979	2.069	2.1705
31.12.2009	2.1712	2.3144	2.1328	2.1353
31.03.2010	2.1489	2.1489	2.0397	2.0535
30.06.2010	2.0512	2.0621	1.8917	1.9378
30.09.2010	1.9317	2.022	1.8936	1.9673
31.12.2010	1.9665	2.0746	1.9325	2.0562
31.03.2011	2.0539	2.2494	2.0103	2.1882
30.06.2011	2.1885	2.3721	2.149	2.3533
30.09.2011	2.3484	2.5889	2.2865	2.4849
31.12.2011	2.4717	2.585	2.3959	2.443
31.03.2012	2.4536	2.4686	2.2849	2.3731

Kaynak: Veriler Thomson Reuters'dan derlenmiştir.

EK 3. Euro – İngiliz Poundu (EUR/GBP) İnterbank Piyasası Değerleri

Tarih	Açılış	Yüksek	Düşük	Kapanış
30.09.2007	0.6743	0.703	0.668	0.6973
31.12.2007	0.6973	0.739	0.689	0.7349
31.03.2008	0.734	0.798	0.734	0.7954
30.06.2008	0.7949	0.81	0.776	0.7906
30.09.2008	0.7903	0.819	0.779	0.7915
31.12.2008	0.7917	0.98	0.769	0.9561
31.03.2009	0.9543	0.965	0.864	0.9246
30.06.2009	0.9242	0.926	0.84	0.8521
30.09.2009	0.8522	0.93	0.845	0.9146
31.12.2009	0.9144	0.941	0.883	0.8859
31.03.2010	0.8864	0.915	0.859	0.8898
30.06.2010	0.8894	0.89	0.807	0.8184
30.09.2010	0.8183	0.869	0.814	0.8674
31.12.2010	0.8673	0.894	0.833	0.8572
31.03.2011	0.8574	0.885	0.828	0.8835
30.06.2011	0.8836	0.907	0.861	0.9037
30.09.2011	0.9033	0.908	0.853	0.8587
31.12.2011	0.8567	0.883	0.83	0.8329
31.03.2012	0.8343	0.851	0.822	0.8326

Kaynak: Veriler Thomson Reuters'dan derlenmiştir

taEK 4. Euro – ABD Doları (EUR/USD) İnterbank Piyasası Değerleri

Tarih	Açılış	Yüksek	Düşük	Kapanış
30.09.2007	1.3541	1.428	1.336	1.427
31.12.2007	1.4276	1.497	1.401	1.459
31.03.2008	1.4585	1.59	1.436	1.577
30.06.2008	1.5763	1.602	1.528	1.576
30.09.2008	1.5754	1.604	1.388	1.41
31.12.2008	1.4122	1.472	1.233	1.398
31.03.2009	1.3964	1.406	1.246	1.325
30.06.2009	1.3246	1.434	1.288	1.403
30.09.2009	1.4032	1.484	1.383	1.464
31.12.2009	1.4635	1.514	1.422	1.432
31.03.2010	1.4325	1.458	1.327	1.351
30.06.2010	1.3509	1.369	1.188	1.223
30.09.2010	1.2233	1.368	1.219	1.363
31.12.2010	1.3629	1.428	1.296	1.338
31.03.2011	1.3345	1.425	1.287	1.417
30.06.2011	1.4171	1.494	1.397	1.45
30.09.2011	1.4497	1.458	1.336	1.338
31.12.2011	1.3336	1.425	1.286	1.295
31.03.2012	1.2937	1.349	1.262	1.334

Kaynak: Veriler Thomson Reuters'dan derlenmiştir.