

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

KÜRESEL KRİZİN FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ

Tuğçe GÜNTAY

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Lale ALKİNOĞLU KARAMIZRAK

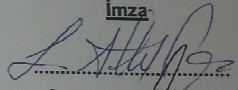
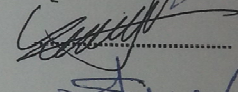
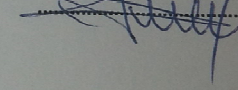
İZMİR – 2013

**YÜKSEK LİSANS
TEZ/ PROJE ONAY SAYFASI**

Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi 2010800004
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı ve Soyadı : TUĞÇE GÜNTAY
Tez Başlığı : Küresel Krizin Finansal Piyasalara Etkisi

Savunma Tarihi : 27.06.2013
Danışmanı : Yrd.Doç.Dr.Lale ALKINOĞLU KARAMIZRAK

JÜRİ ÜYELERİ

Ünvanı, Adı, Soyadı	Üniversitesi	İmza
Yrd.Doç.Dr.Lale ALKINOĞLU KARAMIZRAK	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Yrd.Doç.Dr.Üzeyir AYDIN	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Yrd.Doç.Dr.Ali KABAĞÇI	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	

Oybirliği
Oy Çokluğu ()

TUĞÇE GÜNTAY tarafından hazırlanmış ve sunulmuş "Küresel Krizin Finansal Piyasalara Etkisi" başlıklı Tezi() / Projesi() kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Utku UTKULU
Enstitü Müdürü

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “**Küresel Krizin Finansal Piyasalara Etkisi**” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

27/06/2013

Tuğçe GÜNTAY

ÖZET
Yüksek Lisans Tezi
Küresel Krizin Finansal Piyasalara Etkisi
Tuğçe GÜNTAY

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
İktisat Programı

Küreselleşme kavramı insanlık tarihiyle eşdeğer olmakla birlikte, önem kazanmaya başladığı tarih, iletişim teknolojilerinin oldukça geliştiği 21. yüzyıldır. Küreselleşmenin, tarihi, siyasi ve toplumsal sonuçlarının yanısıra ülke ekonomilerinin üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Sermayenin küreselleşerek, özellikle gelişmekte olan ülkelere kayması, söz konusu ülkelerde doğrudan ve yabancı yatırımlar şeklinde değerlendirilmektedir. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkeler, daha fazla sermaye çekebilmek adına finansal serbestleşme sürecine girmektedir. Gelişmiş ülkeler ise, piyasaya çeşitli enstrümanlar sürerek yeni sermayeler yaratmakta, süreçten olabildiğince yararlanmaya çalışmaktadır.

İşte bu süreç, 2008 krizine, Dünya'nın Büyük Buhran'dan bu yana gördüğü en şiddetli krizlerden birine, yol açmıştır. Amerika'da Mortgage balonunun patlamasıyla başlayıp, finansal piyasalar yoluyla Dünya'ya yayılan krizin etkileri Türkiye'de de görülmüştür. Bir ekonomide oluşan krizin diğer ülkelere yayılması, küreselleşmenin beraberinde getirdiği sonuçlardan biridir. Sonuçların daha iyi değerlendirilmesi için, temel ve teknik analiz yöntemleri birlikte kullanılarak, ayrıntılı bir değerlendirme yapılmalıdır.

Anahtar Kelimeler: Küreselleşme, Kriz, Teknik Analiz

ABSTRACT

Master's Thesis

The Effects of Global Crisis on Financial Markets

Tuğçe GÜNTAY

Dokuz Eylül University

Graduate School of Social Sciences

Department of Economics

Economics Program

Though the usage of globalization is old as human history, its value is increased due to the advancing in technology and communication in 21st century. Globalization has effects on history, in politics and social as well as in economics. Globalization in capital is flowing from developed countries to developing countries in the form of direct and indirect investments. Because of that, developing countries, for the sake of gaining more of this capital, having reforms on financial globalization. Developed countries on the other hand, are creating new financial instruments, for the advance of gaining more capitals to invest.

That is the timeline caused the 2008 global crisis, the one that the world is faced as bad as The Great Depression. Started with the mortgage bubble's explotion in USA, spreaded by the financial markets to the world, affected Turkey as well. Globalization is the reason of a crisis in one economy's effects on the others. To have a better understanding of the consequences of crisis, basic and technical analysis methods must be used together.

Keywords: Globalization, Crisis, Technical Analysis

KÜRESEL KRİZİN FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR	x
TABLolar LİSTESİ	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZLERE KURAMSAL YAKLAŞIM

1.1. EKONOMİK KRİZLERİN TANIMI, KAPSAMI, TEMEL UNSURLARI VE GÖSTERGELERİ	3
1.2. KRİZ KURAMLARININ TARİHSEL SÜRECİ	5
1.2.1. Klasik Okul	5
1.2.2. Marksist Kuram	6
1.2.3. Neo-Klasik Yaklaşımda Kriz	7
1.2.4. Keynes Öncesi Kriz Kuramları	7
1.2.5. Keynesçi Yaklaşımda Kriz	8
1.2.5.1. Tüketim Eğilimi	8
1.2.5.2. Likidite Tercihi	10
1.2.5.3. Sermayenin Marjinal Etkinliği	11
1.2.6. Avusturya Okulunda Kriz	11
1.2.7. Parasalcı Kuramda Kriz	12
1.2.8. Yeni Keynesçi Krizler	12
1.2.9. Post-Keynesyenci Açıklamalar	14

1.3. KRİZLERİN SINIFLANDIRILMASI	15
1.3.1. Finansal Krizler	16
1.3.1.1. Para/Döviz Krizleri	19
1.3.1.2. Bankacılık Krizleri	20
1.3.1.3. Borsa Krizleri	21
1.4. EKONOMİK KRİZLERİN OLUŞUMU	21
1.4.1. Konjonktür Kavramı	21
1.4.2. Konjonktürel Dalgalanma Teorileri	27
1.4.2.1. İklim Teorisi	27
1.4.2.2. Aşırı Üretim Teorisi	27
1.4.2.3. Eksik Tüketim /Aşırı Tasarruf Teorisi	28
1.4.2.4. İcatlar Teorisi	29
1.4.2.5. Nakdi Teoriler	30
1.4.2.6. Aşırı Yatırım Teorileri	31
1.4.2.7. Yatırım Oranlarındaki Eşitsizliğe Bağlı Teoriler	31
1.4.2.8. Modern Konjonktür Teorileri	31
1.4.2.8.1. Yeni Keynesyen Konjonktür Teorileri	31
1.4.2.8.2. Monetarist Konjonktür Teorisi	32
1.4.2.8.3. Yeni Klasiklerin Rasyonel Bekleyişler Teorisi	33
1.4.2.8.4. Yeni Klasiklerin Reel Konjonktür Teorisi	33
1.4.2.9. Siyasi Konjonktür Dalga Teorisi	34
1.4. FİNANSAL KRİZ MODELLERİ	35
1.4.1. Birinci Nesil Modeller	35
1.4.1.1. Kanonik Birinci Nesil Modeller	37
1.4.1.2. Modifiye Edilmiş Birinci Nesil Modeller	39
1.4.2. İkinci Nesil Modeller	40
1.4.3. Üçüncü Nesil Modeller	40

İKİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL KRİZLER

2.1 KÜRESELLEŞME KAVRAMI VE ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ	42
2.1.1. Tanım ve Kavramsal Çerçeve	42
2.1.2. Küreselleşme Sürecinde Serbest Sermaye Hareketleri	44
2.1.3. Finansal Serbestleşme (Mc Kinnon-Shaw Yaklaşımı)	50
2.2. DÜNYADA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER	52
2.2.1. Latin Amerika Krizleri	52
2.2.1.1. Meksika Krizi	53
2.2.1.2. Arjantin Krizi	56
2.2.1.3. Brezilya Krizi	57
2.2.2. Güneydoğu Asya Krizi	58
2.2.3. Rusya Krizi	60
2.3. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ	62
2.4. TÜRKİYE’DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER	65
2.4.1. 1994 Krizi	65
2.4.2. 1998 Krizi	68
2.4.3. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri	70

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2007-2009 KÜRESEL KRİZİ VE FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ

3.1. UZUN DÖNEMLİ DALGALANMALAR (TRENDLER)	75
3.1.1. Trendlerin Sınıflandırılması	76
3.1.2. Trend Dönüş Formasyonları	78
3.1.2.1. Omuz-Baş-Omuz	79
3.1.2.2. İkili Tepe-İkili Dip	80
3.1.3. Sıkıştırma Formasyonları	81
3.1.3.1. Üçgen Formasyonu	82

3.1.3.2. Takoz Formasyonu	83
3.1.3.3. Bayrak ve Flama Formasyonları	84
3.2. TEKNİK ANALİZ TEORİLERİ	85
3.2.1. Dow Teorisi	86
3.2.2. Fibonacci Çalışmaları ve Elliott Dalgaları	88
3.2.2.1. Fibonacci Çalışmaları	89
3.2.2.2. Elliott Dalgaları	92
3.3. DİĞER TEKNİK ANALİZ YÖNTEMLERİ	94
3.3.1. Boşluklar	95
3.3.1.1. Kaçış Boşlukları	95
3.3.1.2. Ölçüm Boşlukları	96
3.3.1.3. Tükeniş Boşlukları	96
3.3.1.4. Ada Dönüşleri	97
3.3.2. Bollinger Bantları	97
3.3.3. CCI (Mal Kanal Endeksi)	98
3.3.4. Osilatörler	100
3.3.4.1. Stokastik	101
3.3.4.2. Relatif Güç Endeksi (RSI)	104
3.3.4.3. Hareketli Ortalamalar Yakınlaşması-Uzaklaşması	106
3.3.4.4. Ortalama Yön Endeksi (ADX)	108
3.4. KONUT BALONUyla BAŞLAYAN KÜRESEL KRİZ	109
3.4.1. Küresel Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri	115
3.4.2. Dünya ve Türkiye Piyasalarının Teknik Analizi	134
3.4.3. Türkiye Finansal Piyasaları Üzerinde Görülen Etkileri	141
SONUÇ	158
KAYNAKÇA	164

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADX	Average Directional Index
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations
ASO	Ankara Sanayi Odası
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BDE	Baltık Dry Endeksi
BIST	Borsa İstanbul
CCI	Commodity Channel Index
DAX	Deutscher Aktienindex (Alman Birleşik Borsa Endeksi)
DGD	Doğrudan Gelir Desteği
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
FED	Federal Reserve Bank
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GKO	Gosudarstvennoye Kratkosrochnoye Obyazatyelstvo (Devlet Kısa- Vadeli Tahvilleri)
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	International Monetary Fund
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KEP	Katılım Öncesi Ekonomik Programı
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
KVSH	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
MACD	Moving Average Convergence-Divergence
NAFTA	North American Free Trade Agreement
OAPEC	Organization of Arab Petroleum Exporting Countries
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries

PACTO	Pact for Economic Solidarity
ROK	Rezerv Opsiyonu Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
ROO	Rezerv Opsiyonu Oranı
RSI	Relative Strength Index
SSCB	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
TASAM	Türk Asya Stratejik Araştırmalar Merkezi
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDK	Türk Dil Kurumu
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TEKEL	Tütün, Tütün Mamulleri, Tuz ve Alkol İşletmeleri A.Ş. Genel Müdürlüğü
TPAO	Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
WTO	World Trade Organization

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1: Türkiye’de Finansal Yapıdaki Gelişmelerin Kronolojisi	s. 64
Tablo 2: TCMB Döviz Rezervleri, Sermaye Hareketleri, TEFE ve TÜFE	s. 69
Tablo 3: Kriz Öncesi Konut Kredileri ve Menkul Kıymetleştirme Oranı	s. 112
Tablo 4: Hedge Fonlar	s. 114
Tablo 5: BIST 100 Aylık Değerleri	s. 118
Tablo 6: Ülke Gruplarına Göre Dış Ticaret (Milyar Dolar)	s. 119
Tablo 7: Seçilmiş Temel Göstergeler	s. 120
Tablo 8: Reel Güven Endeksi	s. 127
Tablo 9: İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları	s. 128
Tablo 10: Dış Borç Dağılımı (Milyon Dolar)	s. 130
Tablo 11: Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)	s. 145
Tablo 12: Enerji İthalatının Toplam İthalat İçindeki Payı	s. 147
Tablo 13: Türkiye’nin Gaz, Kömür ve Petrol İthalatı(Milyon Dolar)	s. 148
Tablo 14: Türkiye’nin Hububat, Şeker ve Pamuk İthalatı (Milyon Dolar)	s. 152

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması	s. 15
Şekil 2: Konjonktürel Dalgalanma Devirleri	s. 23
Şekil 3: Dalgalanma Evreleri	s. 25
Şekil 4: Hava Sıcaklıkları ile Borsa İlişkisi	s. 28
Şekil 5: Kondratieff Dalgalanmalar	s. 30
Şekil 6: Belirsizliğin Olmadığı Durumlarda Saldırı Zamanı	s. 38
Şekil 7: Yükselen Trend	s. 76
Şekil 8: Trend İçinde Trendler	s. 77
Şekil 9: Yatay Trend	s. 78
Şekil 10: Omuz-Baş-Omuz Formasyonu	s. 79
Şekil 11: İkili Dip	s. 81
Şekil 12: Simetrik Üçgen	s. 82
Şekil 13: Takozy Formasyonu	s. 83
Şekil 14: Bayrak Formasyonu	s. 84
Şekil 15: Fibonacci Yayları	s. 90
Şekil 16: Fibonacci Yayları ve Fan Çizgileri	s. 91
Şekil 17: Fibonacci Geri Alma Çizgileri	s. 91
Şekil 18: Elliot Dalgaları	s. 92
Şekil 19: Kaçış Boşlukları	s. 95
Şekil 20: CCI	s. 99
Şekil 21: Stokastik Osilatörü	s. 104
Şekil 22: RSI	s. 106
Şekil 23: MACD	s.107
Şekil 24: CCI ve ADX	s. 108
Şekil 25: Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon (TÜFE %)	s. 122
Şekil 26: TCMB Faiz Oranları	s. 124
Şekil 27: TCMB Faiz Oranları (%)	s. 126
Şekil 28: Altın Ons-Dolar Grafiği	s. 135
Şekil 29: Baltık Dry Endeksi	s. 137
Şekil 30: Dax/Dolar Endeksi	s. 138

Şekil 31: Avro-Dolar Paritesi	s. 139
Şekil 32: Dow-Jones Endeksi	s. 140
Şekil 33: BIST 100'ün Elliot ile Analizi	s. 142
Şekil 34: Türk Lirası/Dolar	s. 143
Şekil 35: Türkiye/ABD Tahvilleri	s. 144
Şekil 36: Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)	s. 146
Şekil 37: Avro/Dolar Ton Başına Petrol Fiyatları	s. 149
Şekil 38: Dolar Cinsinden Yıllık Gaz Fiyatları	s. 150
Şekil 39: Dolar Cinsinden Aylık Kömür Fiyatları	s. 151
Şekil 40: Dolar Cinsinden Şeker Yıllık Fiyatları	s. 153
Şekil 41: Dolar Cinsinden Hububat Fiyatları	s. 154
Şekil 42: Dolar Cinsinden Pamuk Fiyatları	s. 155

GİRİŞ

a. Araştırmanın Konusu ve Amacı

2008 yılında yaşanan küresel krizin, tüm dünyada önemli etkileri görülmüştür. Amerika'da mortgage balonunun patlamasıyla başlayan kriz, finansal küreselleşmenin bir sonucu olarak bütün dünyaya yayılmıştır. Bu nedenle, küreselleşmenin tarihsel süreci ve finansal küreselleşme teorileri, çalışmanın konusu kapsamında ele alınmıştır. Krizler, temel olarak sistemin aksayan yönlerine ışık tutan olaylar olduklarından, oluşum süreçlerinin anlaşılması büyük önem arz etmektedir. Çalışmanın temel amacı, ABD mortgage ile başlayıp dünyaya yayılan 2008 krizinin, Türkiye ve dünya finansal piyasalarını etkilediğini, temel ve teknik analiz yöntemleri kullanarak ispatlamaktır.

b. Araştırmanın Yöntemi

Temel analiz, temel ekonomik göstergelerin yorumlanması ile yapılan bir analiz yöntemidir. Teknik analiz ise, fiyat endekslerinin trend çizgileri yardımıyla yorumlanmasına dayanır. Bu iki analiz türü, ancak birlikte kullanıldıklarında tam ve doğru yorumlar yapılabilir. Bu nedenle çalışmada her iki analiz türüne de yer verilmiştir.

Türkiye'nin temel ekonomik göstergeleri, temel analiz yoluyla incelendikten sonra, Amerika'da başlayan krizin finansal piyasalar yolu ile dünyaya yayılması nedeniyle, belli başlı dünya endekslerinin yorumlanmasına yer verilmiştir. Ardından Türkiye'nin finansal piyasaları teknik analiz kuralları yoluyla detaylı bir şekilde analiz edilmiştir.

c. Araştırmanın Planı

Birinci bölümde, kriz kelimesinin kelime kökeninden başlanarak, çeşitli kriz tanımlarına yer verilmiştir. Ardından, hangi durumların kriz olarak sayılacağı ve bir krizi yaratan temel unsurlar açıklanmıştır. Kriz kuramlarının tarihsel süreci

incelenmiş, krizler belirli bir sınıflandırmaya tabi tutulmuştur. Krizlere neden olduğu pek çok kuram tarafından kabul edilen konjontür kavramı incelenerek, çeşitli konjontür kuramlarına ve bir konjonktürün devrelerine yer verilmiştir. Birinci kısım finansal kriz modellerinin tanımlanması ile bitirilmiştir.

İkinci bölümde, krize neden olan temel sebeplerden biri olduğundan, küreselleşme ve finansal küreselleşmeye yer verilmiştir. Küreselleşmenin tanımlanması ve tarihsel çerçevede incelenmesi bu bölümde yer almaktadır. Finansal küreselleşmeyi açıklayan McKinnon-Shaw yaklaşımı ve bu yaklaşıma eleştiriler incelenmiştir. Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşmenin aşamaları ele alınmış, ardından Türkiye ve dünyadaki belli başlı finansal krizler anlatılmıştır.

Üçüncü ve son bölümde, analizlere geçilmeden önce, teknik analizin temel kavramı olan trend kavramı, özellikleri, belli başlı trend formasyonları ve trendlere yol açan teoriler açıklanmıştır. Kriz küresel çapta yayılmadan önce, birinci ayağı olarak sayılan Amerika’daki mortgage krizi üzerinde durulmuştur. Ardından, temel ve teknik analizle Dünya piyasalarına yayılması adım adım takip edilmiştir. Krizin ardından Türkiye’de uygulanmaya konan yeni ekonomi düzenleyici araçlardan bu bölümde bahsedilmiştir. Sonuç kısmında, elde edilen bulgular eşliğinde, piyasaların genel bir değerlendirmesi yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZLERE KURAMSAL YAKLAŞIM

1.1. EKONOMİK KRİZLERİN TEMEL UNSURLARI VE GÖSTERGELERİ

Kriz sözcüğünün temeli, Yunancadaki “κρίσις - *krisis*”den gelir. Bu kelime kriz ve kritik anlamlarının ikisini birden kapsamaktadır. Türkçe’ye Fransızca’dan, “*crise*” sözcüğünden geçmiştir ve sözlükte ilk anlamı “Bir organda birdenbire ortaya çıkan fizyolojik bozukluk, akse”dir. “Bir ülkede veya ülkeler arasında, toplumun veya bir kuruluşun yaşamında görülen güç dönem, bunalım, buhran” anlamı kriz sözcüğünün altıncı ve bu çalışmada kastedilen kullanımudur (TDK, 2012:919). Genel anlamda kriz, iktisadi sistem ya da alt dallarının işleyişinde, beklenmedik bir şekilde meydana gelen, bütün sistemin sürekliliğini önemli ölçüde olumsuz etkileyen durum, olarak tanımlanır.

Buradan da anlaşılacağı gibi, herhangi bir krizin etkileri sadece ortaya çıktığı alanı değil, yaşanan dönemdeki bütün koşulları etkileyen bir süreçtir. Diğer yandan, krizlerin sistemdeki aksaklıkları ortaya çıkaran, sistemin güçlendirilmesini sağlayan bir etkisi de bulunmaktadır (Dalyancı ve Oktar, 2010:2). Zaman zaman baş gösteren, kısa süreli, düşük etkili krizlerin, sistemin işleyişi hakkında bilgi vermesi ve sorunlara işaret etmesi açısından önemi büyüktür. Bu nedenle krizler, sistemin sorunlarını tanımlama işlevini de taşırlar.

Literatürde bazı sözcükler, finansal kriz kavramının yerine kullanılmaktadır. “Finansal istikrarsızlık”, “finansal düzensizlik”, “finansal kırgınlık” ve “sistemik risk” bunlardan bazılarıdır. Bu kavramlar, varlık ve üretim miktarlarındaki ani değişimlerden bahsettiklerinden, finansal krizlerin ortaya çıkma olasılığını ifade etmektedirler. Bazı kullanımları sadece finansal piyasalarla sınırlı kalmamakta, tüm ekonomiye yansıyan yıkıcı etkilerden bahsedilmektedir.

Bütün ekonomik darboğazlar kriz demek değildir. Bir ekonomik darboğazın, ekonomik kriz sayılabilmesi için, herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasında, fiyat ve/veya miktarlardaki, kabul edilir miktarların dışında şiddetli bir dalgalanmanın olması gerekir (Kibritçioğlu, 2001:174). Krizlerin ayırt edici özelliği, piyasada normalin dışında görünen sapmaların varlığıdır.

Ekonomilerin krize girdiğine işaret eden bazı temel göstergeler bulunmaktadır. Bunların birinin veya bir kaçının aynı anda ortaya çıkması, krizi tetikleyebilir. Gerek bunları şu şekilde maddelemiştir (Gerek, 1999:66):

- Uluslararası rezervlerde aşırı düşüş
- Yerli paranın aşırı değer kazanması
- Kredi genişlemesi
- Enflasyon ve dolayısıyla reel ücretlerin, uzun süre sabit kalması veya aşırı azalması

- Artan enflasyonda, reel ücretlerin sabit kalması veya azalması
- Dış ticaret dengesinin bozulması
- İhracat performansında düşüklük
- Para arzı ve kamu açıklarında ciddi artışlar
- İş yerlerinin kapanması sonucu işsizlik artışları
- Sermaye girişinin azalması ve/veya eksilere düşmesi

Bu göstergelerin varlığına rağmen, normal koşullarda ortaya çıkan her durumu kriz olarak değerlendirmek doğru değildir. Krizin zamanı ve boyutları, bütün göstergelerine karşın tam olarak tahminlenemez. Kriz dönemlerinde eski kural ve koşullar geçerliliğini kaybeder, yeni çözümlere odaklanılır (Uygur, 2001:11). Kriz, bu anlamda değişimin aracıdır. O güne kadar süregelen sistem krizi yarattığından, krizin atlatılabilmesi için yeni araçlar, yeni yöntemler gereklidir. Nihayetinde bu yeni sistem ve yöntemler de kendi içinde yeni sorunlar, yeni aksamalar yaratacak ve yeniden bir kriz ortaya çıkacaktır. Sistem, kendi içinde bir döngüden oluşmaktadır.

Krizler, kimi iktisatçılar tarafından “eski tip kriz” veya “yavaş hareket eden kriz” ve “yeni tip kriz” olarak ikili bir ayrıma tutulmuştur. Eski tip krizler aşırı harcamalarla başlar, devalüasyon ile devam eder ve aşırı sermaye hareketleri ile sonuçlanır. Yeni tip kriz ise, liberalizasyon sürecinin hemen ardından, bilançoların kredibilitésine ilişkin endişeleri olan yatırımcıların, döviz kuru üzerindeki artan baskılarından ve spekülatif ataklardan kaynaklanan bir olgudur (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:4). Günümüzde meydana gelen krizler, genellikle spekülasyon kaynaklıdır. Sabit kur sisteminin terk edilmesi, devalüasyona giden süreci büyük ölçüde ortadan kaldırmıştır. Ancak insan psikolojisinin, beklentilerin yarattığı

spekölasyonün kanunlarla denetim altına alınması oldukça güçtür. İktisat okulları, krizleri kendi görüşleri doğrultusunda incelemeye almışlardır.

1.2. KRİZ KURAMLARININ TARİHSEL SÜRECİ

Her dönemde her okulun, krize karşı kendi yaklaşımları bulunmaktadır. Çalışmanın bu kısmında, çeşitli okulların kriz kuramları incelenecektir.

1.2.1. Klasik Okul

Klasikler, Say Kanunundan hareketle, her arzın kendi talebini yaratacağını kabul etmiş ve genelde, kapitalist toplumlarda, aşırı üretim ve işsizlik gibi iktisadi krizlerin ortaya çıkmayacağını öne sürmüşlerdir (Savaş, 1997:484). Say'dan önce bazı iktisatçılar, özellikle Malthus, ekonomik buhranların üretim fazlasından kaynaklandığını öne sürmüştür. Bu yaklaşıma göre, her maldan ihtiyaçtan fazla üretildiği için krizler çıkmaktadır. Say bu düşüncüyü onaylamaz. İnsanlar, yanılmadıkları takdirde, yalnızca ihtiyaç duyulan, talep edilen malları üretirler. Eğer mallar satılmıyorsa bunun nedeni, kişilerin bu mallar karşılığında verecekleri başka mallara sahip olmamalarıdır. Öylese buhran, üretim yetersizliğinden doğmaktadır, dengesizliğin nedeni budur, üretim arttırılmalıdır (Özateşler, 2000:91). Böylece piyasada, her türlü mala karşılık gelen üretim düzeyi bulunacak, ekonomi krize girmeyecektir.

Klasikler, piyasa mekanizmasını, kendini düzenleyen bir sistem olarak ele aldıklarından, düzenleme süreçleri ihmal edilmiş, dengeli ve statik büyüme üzerinde yoğunlaşmıştır. Sistem düzgün çalıştığı sürece, krizlerin oluşma sebepleri ancak dış kaynaklı olabilir; doğal afetler, kuraklık, sel, deprem gibi doğa şartları ya da tahminlenemeyen insan doğasından doğmaktadır; iyimserlik, kötümserlik, siyasal gaflar...vb.

Doğa şartları ve insan yapısı gibi tek seferlik faktörler krizlerin düzenliliğini açıklamayadığı için, klasikler iş çevrimleri kuramını öne sürmüşlerdir. Piyasa mekanizması, yine kendini düzenleyen bir sistem olarak ele alınmıştır, ancak bu sistem düz değil, çevrimsel bir süreç olarak kabul edilmiştir. Klasik iktisatçılara göre,

bu çevrimlerin yarattığı bunalımlar “kriz” niteliği taşımamakta, tutarlılığı korumak amacıyla küçük dalgalanmalar meydana getirmektedir (Özsoylu ve diğerleri, 2010:3). Krizler, sistemdeki sorunları ortaya çıkararak, sistemin bir sonraki çevrimde daha iyi çalışmasına olanak veren, yararlı kırılmalardır.

1.2.2. Marksist Kuram

Klasik okulun iddia ettiği, piyasa mekanizmasının çalışması durumunda, krizlerin yalnızca dış etkenlerden doğduğu yaklaşımın aksine, Karl Marks ve diğer Marksistler, klasiklerin önerdiği sistemin sürekli olarak kriz ürettiğini ve krizlerden beslendiğini ileri sürmüşlerdir (Özsoylu ve diğerleri, 2010:4). Bu yaklaşıma göre, klasiklerin öne sürdüğü küçük kırılmalar yararlı değil, sisteme zarar veren önemli sorunlardır.

Say yasanını tutarlı bulmayan Marks, bu yasanın sadece trampa ekonomileri için geçerli olacağını kabul etmiştir. Zira, kapitalist sistemde mallar önce parayla, sonra malla değiştirilirler.

Marks’a göre, sermaye oluşum hızına bağlı olarak emeğin verimi, dolayısıyla ücret artar. Sermaye sahipleri, sömürü oranını¹ yükseltmek için işçilere daha az ücret verir ve sermayeyi arttırmak için daha çok yatırım yaparlar. Bu durum, işçilerin alım gücünü azaltırken, sermaye yoğun teknikler kullanılmaya başlanıldığından, işsiz sayısı da artar. İşsizliğin ve ücretlerin düşüşü alım gücünde, dolayısı ile toplam tüketim harcamalarında bir azaltma yaratır. Sermaye yoğun üretime yeterli talep yaratılmadığından arz talebi aşar. Üretimlerini satamayan girişimciler, sabit giderlerini ve faizin sürekli şişirdiği borçlarını ödeyemez duruma gelirler. Bu bunalımlar küçük şirketlerin iflasına neden olur ve kriz sürecini başlatır (Ersoy, 1986:191). Sistem, küçük firmaları piyasadan silerken, büyük firmaların hakimiyetini güçlendirir. Krizler, söz konusu küçük işletmelerin sonunu getirdiklerinden,

¹ Sömürü oranı: Toplam artı değer ne kadar fazla olursa, sermaye birikimi de o kadar fazla olacaktır. Marks’ın deyimi ile, sömürü oranı ne kadar yüksekse, sermaye sahibi çalıştırdığı işçinin ürettiği hasılanın ne kadarını kendi için alıyorsa, sermaye oluşumu o kadar fazla olacaktır. Bu oran s/v şeklinde ifade edilir. S burada artı değeri, v ise ücretle çalışan emek gücünü ifade etmektedir. A malının fiyatı $A=s+v$ olacaktır. 12 saatte üretilen A malının 6 saatlik kısmı ücret olarak işçiye verilirken (v) geriye kalan 6 saat ise (s) fazla değer olarak sermaye sahibinin karını oluşturur.

sorunlara ışık tutan kırılmalar değil, sistemi besleyen ve sürmesini sağlayan olaylardır.

1.2.3. Neo-Klasik Yaklaşımda Kriz

Neo-Klasik yaklaşım, değişen koşullar, teknolojik gelişmeler ve yeni üretim süreçleri neticisinde öne çıkmıştır. Esas itibariyle klasiklerin kendi kendine dengeye gelen piyasa tanımını kabul etmekle beraber, Say Kanununa yönelik yoğun eleştiriler içermektedir. Roscher, bu kanunun sadece trampa ekonomilerde geçerlilik kazanacağını, Lexis ise Say kanununda ciddi soyutlamalar olduğunu, gerçek hayata ilişkin koşulların dikkate alınmadığını öne sürmüştür. Neo-Klasikler, ilgi alanlarını krizlerden çok konjunktür teorileri üzerine yoğunlaştırmışlardır (Savaş, 1997:624). Konjunktür teorileri çalışmanın ilerleyen kısımlarında ele alınacaktır.

1.2.4. Keynes Öncesi Kriz Kuramları

Bu periyottaki kuramlar, neo-klasik yaklaşımla oldukça paralellik gösterir ve genel olarak aşırı üretim ve yetersiz tüketim üzerinde dururlar.

Bounitian, krizleri içsel ve dışsal olarak inceleyerek literatüre önemli bir katkı yapmıştır. İçsel sebepler; piyasa mekanizmasından doğan faktörlerden oluşurken, dışsal sebepler; doğal afetler, savaşlar, salgın gibi nedenleri içermektedir.

Fisher, faiz oranlarında fiyatlara paralel bir artış olmaması durumunda oluşacak dengesizlikte, girişimcilerin yatırımlarını arttıracığını öne sürmüştür. Yatırımlarını finanse etmek isteyen girişimciler, kredi talep ederek faiz oranlarında yükselişi tetikleyecek, artan faiz oranlarıyla düşen fiyatlar yüzünden azalan harcamalar sonucunda açığa çıkan aşırı üretim, psikolojik ve finansal krize neden olacaktır (Özsoylu ve diğerleri, 2010:5).

Kondratieff ve Stolper analizlerinde, fiyat ve ürün gibi serilerde uzun vadede oluşan dalgalanmaları incelemişlerdir. “Uzun konjunktür hareketleri” olarak adlandırdıkları bu dalgalanmalar, ekonomik konjunktürde yeni dönemlerin başlangıcı takip eden yıllarda düşüşe geçişi gösterirken, bir dalganın sona erip diğerinin başlaması da, önemli teknolojik devrimlere, savaşlara ve sosyal dönüşümlere işaret

eder (Özsoylu ve diğeri, 2010:7). Krizlerin ortaya çıkmasının sebebi, süregelen sistemin ömrünü doldurarak, yerini değışen teknoloji, siyasi rejim gibi faktörlerin oluşturduğu yeni sisteme bırakması ve bu değışime ayak uydurmakta zorlanan kitlenin varlığıdır.

1.2.5. Keynesçi Yaklaşımda Kriz

John Maynard Keynes, 2008 yılında Türkçesi yayımlanan “Genel Teori, İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” kitabında, kriz kavramına ayrı bir önem atfetmiştir. Ona göre daralma ve genişleme dönemlerinde, düşüş eğilimlerine geçiş hızlı ve sert bir şekilde olurken, yükseliş durumları aynı sertlikte gerçekleşmez. Bu eğilimlerin sık sık ve hızlı biçimde gerçekleşmeleri Keynes’e göre krizi tanımlamaktadır (Keynes, 2008:313-314). Tüketim eğilimi, likidite tercihi, sermayenin marjinal etkinliğindeki dalgalanmalar ve konjonktürler, krizlerin oluşumunda önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle yukarıdaki kavramlar biraz daha detaylı açıklanacaktır.

1.2.5.1. Tüketim Eğilimi

Keynes’e göre tüketim eğilimi, toplumun tüketim için yaptığı harcama miktarı, öznel ve nesnel unsurlar olmak üzere iki temel ilkeyle açıklanabilir. Öznel ve nesnel unsurları ayrı ayrı ele alıp açıklamasına rağmen, Keynes insan doğasının değıştirilemez olması sebebiyle, analizinde sadece nesnel unsurlara yer vermiştir. Nesnel unsurlar şunlardır (Keynes, 2008:86-90):

- Ücret biriminde meydana gelen değışme: Keynes tüketimin reel gelirlerden çok, parasal gelirin bir fonksiyonu olarak açıklamıştır.
- Gelir ve net gelir arasında meydana gelen bir değışme: Net gelire yansımayan gelir değışmesi tüketimi etkilemeyeceğinden dikkate alınmaz, ancak net gelir değışimleri hesaba katılmalıdır.
- Net gelirin hesaplanmasında, hesaba katılmayan sermaye değışmelerinde meydana gelen beklenmedik değışmeler: Bu değışmeler, gelir miktarıyla istikrarlı bir

ilişkiye sahip değildir. Servet sahibi sınıfın tüketimi, servetin parasal değerinde meydana gelen beklenmedik değişmelere aşırı duyarlı olabilir.

- Zaman açısından iskonto yapılmasını sağlayan oranda meydana gelen değişmeler: (Bugünkü mallar ve gelecekteki mallar arasındaki mübadele oranı) Bu oran, faizle aynı şey değildir. Zira, paranın satın alma gücünde, gelecekteki değişmeler ancak tahmin edilebildikleri ölçüde hesaba katılır. Örneğin, kamulaştırmaya neden olacak bir vergileme, ve buna benzer gibi her türlü değişkeni içermektedir.

- Maliye politikalarında meydana gelen değişme: Tasarruf, faiz oranları kadar devletin maliye politikalarına da bağlıdır. Vergilerde değişiklikler talepte ciddi derecede artma veya azalmalara sebep olur, bu nedenle faiz oranları kadar önem taşır.

- Bugünkü ve gelecekteki gelir arasındaki ilişkiye bağlı olarak beklentilerdeki değişmeler: Bu unsur, kişinin tüketim eğilimini önemli ölçüde etkilese de, toplumun geneline oranlandığında değişme kendi kendini denkleştirecek nitelik kazanmaktadır. Ortaya çıkacak etkinin büyüklüğü, belirsizliğin büyüklüğü ile ilişkilidir.

Bireylerin harcamaktan kaçındıkları öznel unsurlar ise, sekiz başlık altında toplanabilir:

- İhtiyat: Bireyin öngörülemez olaylara karşı tasarruf yaparak harcamadan kaçınması

- Öngörülülük: Gelecekte, kuvvetle muhtemel meydana gelecek olaylar için tasarruf yapması. (Eğitim harcamaları, yaşlılık masrafları...)

- Hesap: Faiz ve artı değerlerden faydanma amacıyla tasarruf yapılması

- Hırs: Yapılan tasarruflarla, gelecekte daha çok harcama yapabilme imkanı

- Bağımsızlık: Bağımsız hareket edebilmek amacıyla yapılan tasarruflar

- Girişim: Spekülatif ya da ticari planları gerçekleştirebilmek için bir hareket alanı oluşturabilmek

- Kibir: Vasiyetine uygun bir servet bırakabilmek

- Cimrilik: Bireyin karakteristik özelliklerinden dolayı, aşırı tasarruf etmekten zevk alması

1.2.5.2. Likidite Tercihi

Krizlerin oluşmasında rol oynayan diğer bir etmen, likidite tercihidir. Likidite tercihi, veri faiz oranında bireylerin tutmak istediği para miktarını sabitleyen, potansiyel ya da fonksiyonel eğilim olarak tanımlanabilir. Keynes, likidite tercihini, paranın gelir dolaşım hızıyla ilişkilendirmiştir. Zira paranın dolaşım hızı, halkın gelirinin ne kadarını nakit olarak elde tutmak istediğini ölçmektedir. Bu nedenle paranın dolaşım hızının artması, likidite tercihinin azalmasının bir belirtisi olabilir. Ancak bu ikisi aynı şey değildir. Kişinin likit tercihi gelirinden çok, birikmiş tasarrufları çerçevesinde gerçekleşir. Yani, paranın tüketim hızı, halkın elinde tuttuğu nakit varlıkların yalnızca bir kısmına uygulanır. Halkın elinde nakit tutmasını, Keynes dört motif altında incelemiştir (Keynes, 2008:90-95):

- Gelir Motifi: Bu motif, paranın gelir dolaşım hızı kavramına uyan motiftir. Elde nakit tutmanın nedeni, gelirin elde edilmesi ve fiilen ele alınması arasında köprü kurulmasının sağlanmasıdır. Motifin büyüklüğü, bu süre arasındaki zamanın uzunluğuna bağlıdır.
- İşlem Motifi: Tüccarlar parayı, satın alma ve satışın gerçekleşmesi arasında köprü kurmak amacıyla ellerinde tutarlar. Bu talebin gücü, cari çıktı hacmine (dolayısıyla cari gelire) ve çıktının el değiştirme sayısına bağlıdır.
- İhtiyat Motifi: Acil olarak harcama yapılmasını gerektiren beklenmedik gelişmeler ya da avantajlı satın alım fırsatları gibi, öngörülemeyen durumların ortaya çıkması ihtimaline karşı nakit para tutmaya ilişkin motiflerdir.
- Spekülasyon Motifi: Para otoriteleri, para miktarında değişimler meydana getirerek, iktisadi sistem üzerinde etki yaratırlar. Bu da faiz oranlarını ve tahvil fiyatlarını etkilemektedir. Böyle bir durumda ortaya çıkacak fırsatları kaçırmamak amacıyla elde para tutmaya teşvik eden motif, spekülasyon motifi olarak adlandırılmaktadır.

1.2.5.3. Sermayenin Marjinal Etkinliği

Keynes, analizinde malın piyasa satış fiyatını değil, imalatçıyı aynı maldan bir birim daha üretmeye teşvik edecek fiyatını, yenileme maliyetini, kullanmıştır. Yenileme maliyeti ve söz konusu birimi üretme maliyeti arasındaki fark ise sermayenin marjinal etkinliğidir. Ya da başka bir ifade ile, sermaye malının yaşam süresi boyunca sağlayacağı varsayılan yıllık gelir serilerinin bugünkü değerinin, söz konusu sermaye malının arz fiyatına eşitleyen iskonto oranıdır (Keynes, 2008:123). Bu oran, gelecekteki beklentileri, faiz oranına nisbeten daha iyi yansıtmaktır. Sermayenin marjinal etkinliği, sermaye mallarının kıt veya bol oluşundan, bu malların cari üretim maliyetlerinden ve gelecekte elde edilecek beklentilerden etkilenir.

Keynes krizlerin, sermayenin marjinal etkinliğinin, beklenen getiri konjonktürüne bağlı olarak değişmesinin bir sonucu olduğunu öne sürmüştür. Yani, krizler sermayenin iskonto edilmiş getirisi ile faiz oranı arasındaki farkın ortadan kalkmasından doğmaktadır. Beklentiler burada hassas bir rol oynar.

Yatırımcılar, gelecekle ilgili yeterli bilgiye sahip olmadıklarından, kararlarını içgüdüsel bir şekilde alırlar. Geleceğe ilişkin beklentiler güvenilmez, istikrarsız ve ani değişimlere açıktır. Hızlı ve şiddetli biçimde değişmeleri, krizlere neden olabilmektedir. Beklentilerin belirsizliği, marjinal tüketim eğilimini, reel para talebini, faiz oranını, ayrıca konjonktürlerin ve krizlerin temel sebebi olan sermayenin marjinal etkinliğini değiştirmektedir (Bocutoğlu ve Ekini, 2009:74).

Tam olarak ifade etmek gerekirse, Keynesyen iktisatçılara göre krizler “Yükselen konjonktür ortamında, iktisadi ajanlar tarafından genellikle öngörülemeyen ve çoğu zaman şiddetli ve ani olarak meydana gelen bir olaylar”dır.

1.2.6. Avusturya Okulunda Kriz

Avusturya okulunda krizler, Mises, Hayek ve Schumpeter’in görüşleri çerçevesinde incelenebilir.

Mises’e göre krizler, piyasa mekanizmalarına devlet ve bankaların müdahalesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Girişimcilerin ucuz kredi için devlete

baskı yapması sonucu faiz oranları düşer, böylece oluşan kredi arzındaki genişlemeler yatırımları arttırır. Ancak, sermaye malı arzı artarken, tüketim malı arzı artmaz. Sermaye malı fiyatları düşerken, tüketim malı fiyatları artar. Meydana gelen bu fiyat dengesizliği sonucu ortaya bir konjonktür çıkar. İşte bu konjonktür krizlere sebebiyet vermektedir. Hayek de benzer bir görüş sunmuştur (Tekeoğlu, 1993:222).

Schumpeter ise konjonktür ve krizlerin oluşumunda, girişimcinin önemine ve inovasyona dikkat çeken ilk iktisatçı olmuştur (Tekeoğlu, 1993:222).

1.2.7. Parasalcı Kuramda Kriz

Parasalcı kuram, krizleri aktif iktisat politikalarına bağlar. Özellikle genişleyici maliye politikaları, dışlama etkisi² sebebiyle ekonomide daralmalara neden olacaktır. Konjonktür ve krizlere yol açmayan para politikaları, para arzında sabit bir artışa izin veren politiklardır. Geliri etkileyen en önemli faktör para arzı olduğundan, konjonktürlerin sorumlusu para arzındaki değişimler, krizlerin sorumlusu ise para arzındaki azalmalardır (Karabulut, 2002:31-34).

1.2.8. Yeni Keynesçi Krizler

Yeni Keynesçi yaklaşım, neo-klasik yaklaşımın büyüme ve bölüşüm üzerindeki görüşlerini eleştirirerek, krizlerde gelir dağılımı eşitsizliği üzerinde durmuştur. Yeni Keynesçi yaklaşımın önemli isimlerinden Mishkin'e göre temel sorun, asimetrik bilgi sorunu ve etik ihlalleri nedeniyle, fon yatırımlarının etkisizleşmesidir. Finansal piyasalarda, tarafların farklı derecede bilgilere sahip olmalarına asimetrik bilgi sorunu denmektedir. Bu sorun kendini, ters seçim ve ahlaki risk olarak gösterir. Ters seçim, işlem, piyasada gerçekleşmeden önce, asimetrik bilgi sorununun yarattığı, verilmek istenen kararın tam tersi yönde karar alınması durumudur. Ahlaki risk ise, bir sözleşme yapıldıktan sonra borcu alanın, borç verenin bakış açısıyla istenmeyen, borcun geri ödenmesi olasılığını azaltan her türlü asimetrik bilgidir.

² Devlet, artan kamu harcamalarını finanse edebilmek için piyasadaki borçlanınca piyasadaki faiz oranları yükselir. Artan faiz oranları yatırımın maliyetini arttırarak özel yatırımların oransal olarak düşmesine neden olmasına dışlama etkisi denmektedir.

Mishkin, krizlerin ortaya çıkışını aşağıdaki nedenlere bağlamıştır (Mishkin, 2001:3-16):

- Faiz oranlarındaki yükselme: Kredi oranlarındaki yükselme ya da para arzındaki düşüş nedeniyle yükselen faizler, kredi riski olumlu kişileri kredi almaktan soğutacak, kredi riski yüksek kişileri ise kredi alma konusunda teşvik edecektir. Ters seçimlerdeki bu artış sonucu, yatırım oranları düşecek ve ekonomi daralma dönemine girecektir.

- Belirsizliklerdeki artış: Çeşitli etkilerden ötürü finansal piyasalardaki belirsizliğin artması, borç verenlerin, kredi riskini elemeye zorlanmalarına neden olur. Bu da onları borç verme konusunda isteksizleştirir. Yatırımlardaki azalma, zamanla ekonomiyi daralma sürecine sokar.

- Bilançoların menkul kıymet piyasasına etkisi: Menkul kıymet piyasalarında sert bir düşüş, firmaların bilançolarında bozulmaya neden olarak, finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki risk sorunlarını arttırır. Böyle bir gelişme, finansal krizin tetikleyicisi olabilmektedir.

- Bankacılık sektöründe sorunlar: Bankalar, borç verme işlevleri nedeniyle finansal sistemde önemli role sahiptir. Bankaların bilançolarındaki bozulmalardan kaynaklanan sermaye azalışları, onların borç vereceği kaynakları da azaltarak yatırımları düşürmektedir. Bu da ekonomiyi daralma dönemine sokar.

- Kamu maliyesindeki dengesizlikler: Kamu maliyesindeki sorunlar, devletin bankacılık sistemine borç vermesini güçleştirebilir. Bankalar bu durumda, devlet tahvil ve bono alımlarını kısacaklardır. Bu durum bankaların bilançolarına olumsuz olarak yansır. Bir diğer olasılık, bu durumun bir döviz krizini tetiklemesi olabilir. Çünkü, yatırımcılar yabancı paraya yatırım yaparak, ulusal parada değer kaybı yaratırlar. Bu da, yabancı para ile borçlanmış firmaların bilançolarında ciddi bozulmalarla sonuçlanacaktır. Bozulmalar ters seçim ve ahlaki risk sorunlarını arttırarak, borç alma miktarını azaltacak ve ekonomide daralmaya neden olacaktır.

1.2.9. Post-Keynesyenci Açıklamalar

Post Keynesçi okul, krizleri belirsizlik ve konjonktürel yönüyle ele almıştır. Bu yaklaşımda öne çıkanlar, asimetrik bilgi sorunu, finansal kırılganlık kuramı ve para arzının içselliğidir. Finansal kırılganlık, Minsky'nin yatırımların finansmanı konusunu, konjonktürel dalgalanmalara entegre ederken kullandığı kavramlardan biridir. Mali araçların çeşitlenmesi ve yaygınlaşması sürecinde, likiditenin artmasına bağlı olarak, iktisadi birimlerin borçlanma düzeyleri yükselirken, birbirlerine karşı bağımlılıklarının artması anlamına gelmektedir (Minsky, 1993:17).

Minsky'nin modelinde kilit nokta, yatırımların nasıl finanse edileceğidir. Bir ekonomide, yatırımların ağırlıklı olarak borçlarla finanse edilmesi, ekonomide önce bir canlanma yaratmakta, ancak ekonomik genişleme ile birlikte finansal kırılganlık artmaktadır. Ardından, aşırı borçlanmanın sonucu olarak, ekonomik sistem bir durgunluğa hatta bir çöküntüye sürüklenmektedir. Bu esnada, kredi arzında olan genişlemeler konjonktürün yükseliş, daralmalar ise düşüş dönemine denk gelmektedir (Kindleberger ve Aliber, 2005:25).

Minsky'ye göre krizler, kapitalist sistemin yapısından kaynaklanan, doğal süreçlerdir. Piyasa mekanizması da bu yüzden finansal kırılganlık içermektedir. Finansal kırılganlık, küçük şokların finansal sistem üzerinde büyük etkiler yaratması durumu olarak tanımlandığında, finansal kırılganlık ne kadar yüksekse, kriz riski de o kadar yüksek olacaktır (Allen ve Gale, 2007:126). Minsky, kapitalist bir sistemde, , borçlu bireylerin faaliyet gelirlerini ve borç ödemeleri arasındaki ilişkiyi temel alarak üç temel finansman yapısı ortaya koymuştur (Minsky, 1992:8):

- Hedge Finansmanı: Firmanın faaliyet gelirleri, borca ilişkin ana para ve faiz ödemelerini aşmaktadır. Gelir akımları, her dönemde finansal yükümlülükleri (borçları) karşılamada yeterlidir.
- Spekülatif Finansman: Gelir akımları, borçların sadece faizini karşılamaya yetmektedir. Bu finansman yapısı, daha çok uzun vadeli yatırımlarda karşımıza çıkmaktadır.

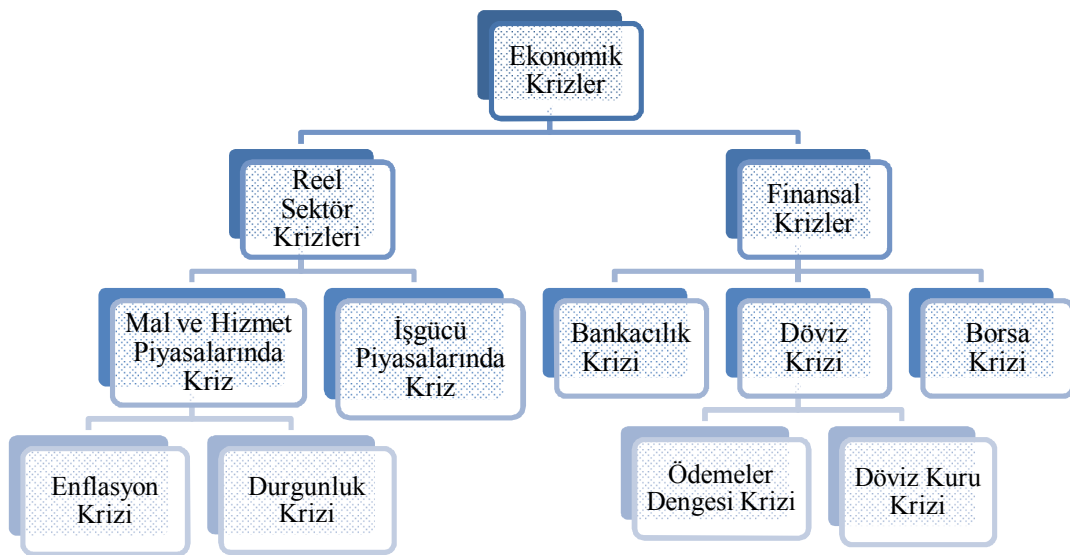
- Ponzi Finansmanı: Beklenen nakit akımları, anapara ve faiz ödemelerinin ikisini de karşılamamaktadır. Firma, ya yeniden borçlanacak ya da varlık satışına gidecektir.

Para arzının içselliği, para otoritelerinin çeşitli politikalar yoluyla para miktarını etkileyebilmesi anlamına gelmektedir. Para arzı, krediyi talep edenler, bankalar ve merkez bankasının da dahil olduğu bir mekanizma yoluyla kontrol edildiğinden Minsky para arzını içsel kabul etmiştir (Işık, 2004:11). Sonuç olarak Minsky, para ve krediyi içsel olarak yaratan ve finansal yenilikler ortaya koyan ekonomik sistemin, piyasalarda istikrarsızlığı ve finansal kırılganlığı arttırdığını ileri sürmektedir. Bu da ekonomik krize kapı açan, önemli bir etmen olmaktadır.

1.3. KRİZLERİN SINIFLANDIRILMASI

Krizleri, kendi içinde alt dallara ayırmak mümkündür. Böyle bir sınıflandırma, krizlerin çıkış nedenleri ve etki alanlarının anlaşılmasına yardımcı olacaktır. Literatürde değişik ekonomik kriz sınıflandırmaları bulunmaktadır. Bu çalışmada, Kibritçioğlu'nun (2001) ekonomik kriz sınıflandırması izlenecektir.

Şekil 1: Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması



Kaynak: Kibritçioğlu, 2001:175

Reel sektör krizleri, mal ve hizmet fiyatları genel düzeyinin sürekli artması ve paranın değer kaybetmesi, şeklinde tanımlanan enflasyonun (Özateşler, 2006:16) belli bir sınır üzerine çıkması, yani enflasyon krizleri veya; mal ve hizmet piyasalarındaki üretim daralmaları sonucu, durgunluk krizleri şeklinde ortaya çıkabilir.

Bir diğer reel sektör krizi türü, işgücü krizleridir. İşsizlik tanım olarak, bir ülkede çalışabilecek durumda olan ve çalışmak isteyen kişilerin bir bölümünün, işinin olmaması olarak tanımlanır (Ünsal, 2005:12). İşgücü piyasası krizleri ise, istihdamda ciddi daralmalar olarak ortaya çıkar.

1.3.1. Finansal Krizler

Finansal sektör, reel sektöre gerekli finansal desteği sağlamaktan sorumludur. Ancak sektörün temel amacı, kendi karını maksimize etmek olduğundan, yoğun bir rekabet ortamında yer alır. Finansal sektördeki bütün oyuncuların, makroekonomik göstergeleri ve geleceği her zaman tamamen doğru bir biçimde tahmin etmeleri olanaklı değildir. Aynı zamanda, aşırı kazanç hırsı, yüksek risklerin üstlenilmesi, etik dışı davranışlar, manipülasyon ve aşırı spekülasyon gibi durumlar, finansal sektörün işleyişine sekte vurabilen durumlardır. Literatürde, çeşitli finansal kriz tanımlarına yer verilmiştir.

Sundararajan ve Balino'nun tanımına göre finansal kriz, devlet müdahalesinin zorunlu olduğu, finansal kurumların borçları, varlıkların piyasa değerlerini aştığı, iflasların ve portföy kaymalarının olduğu ve bazı finansal kurumların çöktüğü durumdur (Sundararajan ve Balino, 1998:7).

Davis, finansal krizi, kredilerin geri ödenmesinin veya dağıtılmasının mümkün olmadığı, finansal sistemlerin çökmesi olarak açıklamıştır (Davis, 1998:11).

Kısaca finansal krizler, belirsizlik durumunda, geri ödenemeyen fonlar yüzünden finansal sistemin çökmesi olarak tanımlanabilir.

Ortak tanımlamalara bakarak, finansal krizlere kapı aralayan dört önemli faktör üzerinde durmak mümkündür. Bunlar (Gerek, 1999:65):

- Finansal sektör bilançolarındaki bozulma
- Faiz oranlarındaki olağandışı artışlar
- Belirsizlikteki artışlar
- Varlık fiyatlarındaki değişmeler nedeniyle finansal olmayan şirket bilançolarının bozulması.

Gerek, finansal krizlerin nedenlerine ilişkin görüşlerini, üç ana başlık altında toplamıştır (Gerek, 1999:66):

- Ekonomideki yapısal bozuklukların krizlere sebep olması: Kamu açıklarının, cari işlemler açıklarının ve tasarruf açığının artması, ekonomide yapısal bozukluklara sebep olabilecek başlıca kalemlerdir. Doğru şekilde kullanılmayan genişleyici para ve maliye politikaları, bu açıkları ortaya çıkarır. Döviz kurunda olağanüstü değerlenme ve aşırı yüksek faiz oranları, açıkların bir sonucudur. Bu artış aynı zamanda devalüasyon beklentisine sebep olur.

- Ekonomide yapısal sorunlar bulunmadığı halde, spekülative saldırıların krizleri ortaya çıkarabileceği görüşü: Bu görüşe göre spekülative saldırı nedenleri, ekonomi dışı sebeplerdir. Güneş üzerindeki karanlık bölgelerden esinlenilerek “sunspots” olarak isimlendirilen ve ekonomiye de aynı terimle geçen bu saldırılar, beklentileri etkileyerek dengeleri bozabilmekte ve krize neden olabilmektedir.

- Finansal krizlerin hem yapısal bozukluklardan, hem de spekülative saldırılardan dolayı meydana geldiğini savunan görüş: Bu görüşte, yapısal sorunlar ve spekülative saldırılar, birbirini nötrleyen etmenler değildir. Zira, birinci görüş spekülative saldırıları dışlarken, ikinci görüş, spekülative saldırıların tam bilgiye sahip olduğu varsayımına dayanmaktadır.

Şimdiye kadar yaşanmış krizler incelenerek, bunlardan alınan dersler sonucu, bir tür erken uyarı sistemi oluşturulmaya çalışılmıştır. Karminsky, Lizondo ve Reinhart’a göre finansal krizlerin bazı ortak belirleyici özellikleri bulunmaktadır (Karminsky ve diğerleri, 1997:1-46). Aşağıda bahsedilen ana kalemde ve/veya bunların alt kalemlerinde, olağandışı bir hareketlenme ya da bozulma olması, olası bir finansal krize işaret etmektedir.

- Borç Profili: Kısa vadeli borç, kamu kesiminin dış borcu, toplam dış borç, faiz ve kreditora göre borcun dağılmasından oluşur.
- Sermaye Hesapları: Sermaye hareketleri, uluslararası rezervler, kısa vadeli hesap hareketleri, doğrudan yabancı yatırımlar, yurtiçi ve yurt dışı faiz oranları arasındaki farkları kapsamaktadır. Uluslararası Değişkenler: Faiz oranları, reel büyüme ve fiyat seviyeleridir.
- Cari İşlemler: Cari işlemler dengesi, dış ticaret dengesi, ihracat ve ithalat, ihracat fiyat endeksleri, yatırım ve tasarrufları kapsar.
- Finansal Liberalizasyonlar: Para çarpanındaki değişmeler, kredi büyümesi, reel faiz oranları, banka borçlanmasındaki ve mevduat faizleri arasındaki yayılımlardan oluşur.
- Reel Sektör: Yıllık bazda Reel Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) düşüşü, üretim, ücretler, hisse senedi fiyatlarındaki değişmeler, istihdam ve işsizlik ile üretim açığını kapsamaktadır.
- Bütçe Değişkenleri: Bütçe açığı, devlet harcamaları ve kamu sektörüne yönelik kredileri kapsar.
- Kurumsal-Yapısal Faktörler: Burada kastedilen, döviz kontrollerinin ve sabit döviz kurunun uygulandığı dönemdir. Varsa finansal serbestleşme ve finansal açıklık süreci de buraya dahildir.
- Politik Değişkenler: Politik istikrarsızlıklar ve seçim süreçleridir.
- Diğer Finansal Değişkenler: Para arzı ve talebi arasındaki açıklık, tahvil gelirleri, enflasyon oranı, gölge döviz kuru, uluslararası rezervler, alt kalemler olarak sayılabilir.

Sonuç olarak, temel ekonomik göstergeler ve siyasi olaylarda beklenmedik bir sapmanın, olası bir finansal krizi tetiklediği söylenebilir. Göz önünde tutulması gereken bir diğer konu, ölçülmesi mümkün olmayan psikolojik faktörlerin varlığıdır. Gelecekle ilgili olumlu ve olumsuz beklentiler, bireylerin iyimser veya kötümser karaktere sahip olmaları gibi öznel faktörlerin de finansal (aynı zamanda, ekonomik) krizlerin üzerinde etkisi bulunmaktadır. Finansal krizleri de kendi içinde sınıflandırmak mümkündür.

1.3.1.1. Para/Döviz Krizleri

Tanım olarak para krizi, nominal veya reel anlamda, ulusal paranın önemli ölçüde değer kaybetmesidir. En önemli göstergesi, döviz kurunda meydana gelen ani değişimler ve sermaye hareketlerindeki keskin yön değişimleridir. Para krizleri, spekülasyonların devalüasyon ihtiyacını doğurduğu durumlar olarak görülebilir.

Döviz krizleri, meydana gelmeden önce bazı belirtilerle kendilerini belli ederler. Bu belirtiler aşağıda sıralanmıştır (Kibritçioğlu, 2001:175):

- Zayıf makroekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları
- Finansal alt yapı yetersizlikleri
- Ahlaki risk ve asimetrik bilgi sorunu
- Piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası finans kuruluşlarının hatalı his ve öngörülerini
- Siyasal suikast veya terörist saldırıları

Hemen her döviz krizi öncesinde, bu sebeplerden dolayı ulusal paraya karşı bir spekülasyon atak başlamakta, yerli paradan döviz kuruna kaçışla, mevcut döviz kuru üzerinde kendini gösteren baskı (Merkez bankası rezervlerinde erime göze alınarak) devalüasyon yoluyla veya yurt içi faizler ciddi ölçüde yükseltilerek ya da bu üçünün bir karışımı olacak şekilde uygulanan politikalarla kontrol altına alınmaktadır.

Sabit döviz kurunun çökmesi ve spekülasyonların merkez bankası rezervlerinin çoğunu satın almasıyla, ödemeler bilançosu krizi meydana gelmektedir. Ödemeler bilançosu krizleri, para krizlerinin bir alt türü olup, rezervlerin ihtiyaçları karşılamakta yetersiz kaldığı spesifik durumları tanımlamak için kullanılan bir kavramdır. Sabit döviz kuru sistemi, yapısı itibariyle sıkı para politikalarına ihtiyaç duymaktadır. Bu nedenle yapılan emisyon devam ettirilir ve sabit kur sistemini sürdürmede ısrarcı olunursa, rezervlerin azalması sonucu ödemeler bilançosu krizi meydana gelir.

Döviz kuru krizleri ise esnek döviz kuru sistemlerinde, ödemeler bilançosu rezerv açıklarından çok, kurdaki ani ve beklenmedik değişimlere dikkat çeker.

1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerde görülen para krizlerindeki tetikleyicisi, yüksek sermaye hareketliliğinin yarattığı sermaye hesabı krizleridir

(Delice, 2003:60). Sermaye hareketlerindeki tersine dönüş para krizini başlatabilir. Dış finanman kaynaklarının azalması, cari hesap kaleminde bir açığa sebep olur. Zira kısa vadeli krediler, bu hesabın önemli bir bölümünü oluşturmaktadır.

Uluslararası sermaye akımları, yurt içi tasarruflara eklenerek toplam hasılayı arttırır. Hükümetin sabit kur sistemini terk etmesi sırasında, yabancı alacaklılara sağladığı garantiler, kriz yaratana kadar ülkeye yabancı sermaye girişimlerinin akmasını sağlar. Zamanla, yurtiçi finansal sektör kırılğan hale gelerek, kriz için uygun bir ortam yaratır. Sürekli dış borç altına giren bankalar, sermaye girişleri durduğunda borçlarını ödeyemez hale gelir. Hasıla şiddetli bir şekilde düşer (Dekle ve Kletzer, 2001:3). Kriz sonrasında büyüme, yeni yabancı sermaye yatırımları için teşvikler verilip verilmeyeceğine bağlı olacaktır.

1.3.2.2. Bankacılık Krizleri

Ticari bankaların, borçlarının vadelerini uzatamaması ya da vadesiz mevduatlarında meydana gelen ani çekme talebini karşılayamaması sonucu likidite sıkıntısına düşmeleri ve ardından iflas etmeleri, bankacılık krizleridir (Delice, 2003:61). Bu ifade iki farklı durumu ele alır; gerçek veya potansiyel banka iflasları ve devletin yardım amaçlı müdahaleleri.

Bankacılık krizleri, düşük gelirli ülkelerde daha yaygın ve maliyeti göreceli olarak yüksek olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen bankacılık krizlerinin nedenleri iki ana başlık altında toplanabilir (TBB, 2000:37):

- Bankaların, hem makroekonomik dalgalanmalar, hem de önemli rejim değişiklikleri açısından, volatilitesi yüksek bir ortamda faaliyet göstermeleri
- Bankalara politik müdahalenin olması

Bankaların borçlandıkları para birimi de önemlidir. Döviz olarak borçlanıp, ülke parası cinsinden borç vermeleri halinde, para ve vade cinsinden uyumsuzluk sorunları başgösterebilir. Böyle bir durumda döviz kurlarında yükselme, iflaslara yol açabilecek istikrarsızlığı tetikleyebilir, sermaye akımlarının çekilmesine sebep olarak krize neden olabilir.

1.3.1.3. Borsa Krizleri

Menkul kıymet piyasasında görülen aşırı dalgalanmalardır. Dalgalanmalar, ülkede faaliyet gösteren firmaların bilançolarındaki bozulma gibi mikro bazlı veya siyasal krizler, dünya ekonomisindeki hammadde ya da emtia fiyatlarındaki aşırı dalgalanmalardan dolayı, makro nedenlere bağlı olabilir.

1.4. EKONOMİK KRİZLERİN OLUŞUMU

Ekonomik krizlerin oluşumunu açıklamada en yaygın olarak kullanılan kavram, kuşkusuz konjonktür kavramıdır. Çalışmanın bu kısmında, ilk olarak konjonktürün tanımı yapılacak, ardından çeşitli konjonktür teorileri tartışılacaktır.

1.4.1. Konjonktür Kavramı

Konjonktür kelimesi, iktisadi yaşayışın arz ettiği dalgalanmaları ifade etmek için, ilk defa 1800 yılların ikinci yarısında C. Juglar tarafından kullanılmıştır (Güven, 1973:3). Köken olarak, “ile” ve “irtibat” anlamına gelen Latince “junctura” sözcüğünden türemiştir. Dilimize Fransızcadan, “conjoncture” kelimesinden geçmiştir.

Ekonomide benzer olaylar ve veriler, genellikle benzer sonuçlar doğurmaktadır. Konjonktürel dalgalanmalar, üretim ve yatırımdaki büyümelerin, zaman içerisinde hanehalkı ve dolayısıyla milli gelir üzerinden büyüme oranlarını gösterirler (Aliber ve Kindleberg, 2005:21).

Literatürde, refah ve bunalım dönemlerinin birbirini izlemesi, dönemsel dalgalanmalar sonucu değişen istihdam düzeyleri, milli gelir, istihdam ve fiyatlar düzeyinde meydana gelen dalgalanmalar, belirli bir anda veya hareket halindeki ekonomik olayların, bütünüyle ilgili gözlemleri gibi, oldukça değişik tanımlamaları bulunmaktadır (Aydın, 2003:7).

Türk Dil Kurumu iktisat terimleri sözlüğünde, “Reel gayrisafi yurtiçi hasılanın, reel büyüme eğilimi (uzun dönem büyüme hızı-ortalama büyüme hızı) etrafında birbirini izleyen daralma, dip, yükselme, patlama gibi aşamalardan geçtiği

ve her aşamanın, bir sonraki aşamayı oluşturacak dinamikleri içerdği ve etkilediği süreç” olarak tanımlanmıştır.

Marx'tan önceki iktisatçılar, iktisadi krizleri üretim fazlası ve sürekli büyüme sürecinde ani bir sekte olarak ele almışken, Marx soruna neden olanın devresel dalgalanmalar olduğuna işaret eder ve krizin, kapitalizmin iç çelişkilerinin yarattığı bir patlama evresi olduğunu savunur. Kapitalizm geliştikçe, krizler de artacaktır (Kazgan, 2009:327). Çelişkilerle neden olan durum, üreticilerin (işçilerin) ürettikleri mallara denk düşecek şekilde tüketim yapmamalarıdır. Yani, üretim ve talep birbirini karşılayamamaktadır. Aşırı üretim, fiyatların ve dolayısı ile karların düşmesine, ardından üretim ve yatırım daralmalarına sebep olur. Buna bağlı olarak satın alım gücü de düşer ve bütün bu etkenlerin birikimi, bunalım dönemlerini doğurur (Görmezöz, 2007:5). Marx'a göre konjonktürlere sebep olan, kapitalizmin kendisidir.

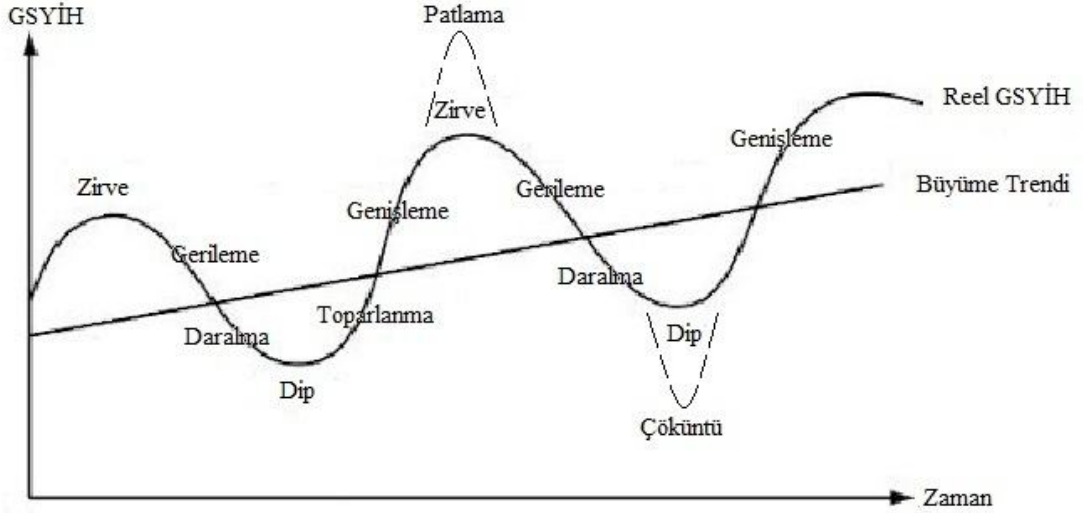
Juglar, devresel dalgalanmaların düzenli aralıklarla yenilenmediğini, sürelerinin farklı olduğunu belirtmiştir (Uygur, 2006:14). Çalışmasında, konjonktürlerin varlığının iktisadi krizden ibaret olmayıp, sistemin bütününe dengesizliğini, gelişme sürecinin istihdam, üretim ve gelirden, iniş ve çıkışlarla belirlendiğini göstermiştir. Böylece sürecin sürekli olduğunu, dalgaların birbirini izlediğini ortaya koymuştur. Krizler, konjonktürün dönüm noktalarıdır. Yatırım ve üretim artışları, talep artışları ile desteklenmedikçe, genişleme sürecinde sert bir kopma olacağını öne sürmüştür. Üretim, fiyatlar, kârlar, ücretlerin satın alma gücü ve buna bağlı olarak talep, düşecektir.

19. yüzyılda kurulan neo-klasiklere göre, sistemin devamını sağlayan devlet müdahaleleri, işçi sendikaları, ücret politikaları gibi uygulamalar aslında iş gücü pazarının çalışmasını engelleyici, serbest piyasa ekonomisi dışı faktörlerdir. İşsizliğin varlığı, ücretler genel düzeyini aşağıya çekerek tam istihdamın olmasını engeller (Yılmaz ve diğerleri, 2005:79). Konjonktür dalgalanmaları başlıca dört evreden oluşmaktadır:

- I. Toparlama (Canlanma)
- II. Genişleme (Refah)
- III. Gerileme (Duraklama)

IV. Daralma (Bunalım)

Şekil 2: Konjktürel Dalgalanma Devirleri



Kaynak: Şimşek, 1998:12

Canlanma evresinde, devletin başarılı müdahaleleri ya da yeni teknolojik gelişmeler, stratejik ögelerdeki değişimler gibi olumlu sonuçlara bağlı olarak, üretim ve istihdam düzeyleri yükselmeye başlar. Ham madde fiyatları artar, ekonominin her yanında bir canlanma, gelişme kendini gösterir. Güven duygusunun varlığı yatırımlarda artışa sebep olur (Şahin, 1997: 486).

Mevcut kapasitenin tam olarak kullanıldığı, istihdam ve milli hasılanın en yüksek seviyeye ulaştığı evre, genişleme evresidir. Bu evre içindeki en yüksek nokta, zirve noktasıdır. Milli gelir ve istihdam seviyesinin yükselmesi, fiyatlarda yükselmeyi ve spekülasyonu da beraberinde getirir. Fiyat ve üretim artışını, kar artışları takip eder. Yeni yatırımlar kredi taleplerini arttıracığından, faiz oranları da yükselir. Beceri ve uzmanlık isteyen kalifiye işgücünün artması sonucu doğan işgücü kıtlığı, ücret artışlarını doğurur. Böylece refah, dalga dalga bütün ekonomiye yayılır (Şahin, 1997: 486).

Gerileme evresinde, kredilerde görülen artış, faiz oranlarını oldukça yükseltmiştir, bu nedenle yatırımlarda azalmalar başlar. Tüketim düzeyindeki düşme, fiyat artışlarını durdurur, üretimin azaltılmasıyla atıl üretim kapasitesi ortaya çıkar.

Karlar azalır, kısmi bunalımlar başlar. Bu gelişmeler, güven ortamını da yok edeceğinden ekonomik hayata girişler azalır (Şahin, 1997: 486).

Ekonomide, karların azalmasını zararlar, zararları da iflaslar izlediği evre, daralma evresidir. İşsizliğin artması ve gelir düzeylerinin düşmesi ile bunalım son noktasına gelir. Dip noktasında GSYİH, konjonktür döneminde en düşük düzeydedir. Ekonomik dibi sosyal çöküş izler. Toplum psikolojisinde umutsuzluk yaygındır. Bu dönemdeki zorluklar, yenilikleri özendirici de olabilir, içinde fırsatları da barındırabilirler. Bu evrenin uzunluğu, bunalımın nedenlerine ve devlet müdahalelerinin başarısına bağlıdır (Şahin, 1997: 486).

Durgunluk, bunalım ve buhran kelimeleri birbiri yerine kullanılsa da, aralarında farklılıklar bulunmaktadır. Durgunluk, ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması anlamına gelir. Büyümenin yavaşlaması, üretimin düşmesidir. Durgunluğa uğrayan kesimin ekonomideki ağırlığı fazla ise bunalım yaratabilir. Bunalım ise, arz-talep dengesinin bozularak ekonomik faaliyetlerinin tümünün etkilemesi ve düşme eğilimi yaratmasıdır. Belirtileri, fiyat ve üretimin düşmesi, işsizliğin artmasıdır (Parasız, 2000:232).

Buhran, piyasalarda genel bir durgunluğun başgöstermesi ve yükselişin daha fazla korunamaması anlamına gelir. Buhran, her konjonktür devrinde görülebilir. Sadece darlık değil, bolluk buhranları da vardır. Darlık buhranlarında aşırı fiyat yükselişleri görülür ve tüketici etkilenir. Bolluk buhranlarında ise etkilenen kesim, aşırı fiyat düşüşleri nedeniyle üreticiler olmaktadır.

Kriz, darboğaz, depresyon ve resesyon da eşanlamlı olarak kullanılmaktadır. Oysa bunlar da birbirlerinden ayrılması gereken kavramlardır. Kriz kavramı, duraklamanın şiddetlenerek uzadığı, bu nedenle öneminin arttığı durumlar içindir (Aren, 1960:70).

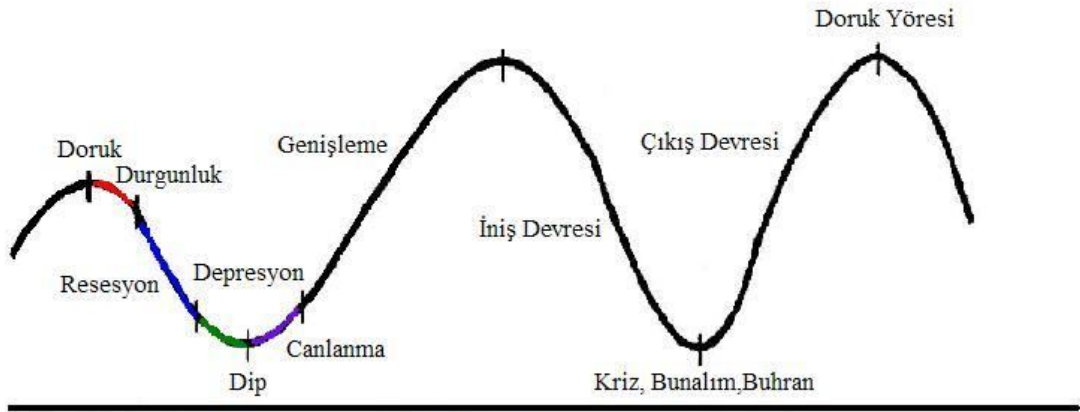
Depresyon, piyasa faaliyetlerindeki durgunluğun uzadığı, işsizliğin giderek tırmandığı, fiyatların düşme eğilimi gösterdiği ve satın alma gücünün düştüğü bir konjonktür aşamasını ifade eder. Kısaca, piyasada çöküntü olarak tanımlanabilir. İşsizlik oranları, satın alma gücü yetersizliği gibi, daralma olarak tanımlanabilecek durumlar uzadığı takdirde depresyon yaratabilir (Parasız, 2000:233).

Darboğaz, piyasa faktörlerinden birinin, değişen duruma ayak uyduramamasından doğar, geçicidir ve bütün piyasayı etkilemez. Döviz yetersizliği,

iş bulmada sıkıntılar, kredilerin ihtiyaçları karşılayamadığı durumlar, darboğaza örnek olarak verilebilir. Darboğazlara refah dönemlerinde rastlanır (Parasız, 2000:233).

Daralma veya resesyon, iktisadi faaliyetlerin durgunlaştığı düşüşlerdir. Talebin satınalma gücünün azaldığı, zayıfladığı durumları ifade eder. Daralma, konjonktür döneminin belli bir aşamasında değil, genel olarak ekonomide değişikliğe yol açtığından, darboğazdan farklı bir karakter taşımaktadır. Daralma ve depresyon, şiddet ve uzunluk açısından farklıdır adlandırılır (Parasız, 2000:233). Bir ekonomide daralma yeteri kadar şiddetli ise resesyon meydana gelir. Bu kavram, ekonomik faaliyetlerde aşağı doğru bir gidişi ifade eder. Konjonktür devrelerindeki çok derin dipler, depresyon ya da slump olarak adlandırılır (Parasız, 2000:234). Bütün bu tanımların grafik üzerinde gösterimi şekilde yer almaktadır.

Şekil 3: Dalgalanma Evreleri



Kaynak: Parasız ve Bildirci, 2006:10

Kindleberger ve Aliber, “Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises(2005)” isimli kitaplarında, konjonktür hareketlerinin açıklamasını şu şekilde yaparlar: Konjonktürün “Cinnet” aşamasında, yatırımcılar nakitten kaçarak ya da borçlanarak finansal varlıklara yatırım yaparlar. “Panik” aşamasında ise, ters hareket oluşarak bu sefer, borç ödeme amacıyla, yatırımlar nakite çevrilmeye çalışılır. En son aşama olan “Kırılma” aşaması, elde tutulan bütün finansal ve reel varlıkların fiyatlarında düşüş ile sonuçlanır (Kindleberger ve Aliber, 2005:21-24).

Kindleberger'e göre krizler, konjonktürün tepe noktasında reel ve finansal varlıkların değerlenmesi nedeniyle, bireylerin bu varlıklara yatırım yapması ile başlar, cinnet gibi artan talep sebebiyle aşırı kazanan varlıkların bir balon oluşturması ile devam eder, balonu fark eden ve borçlarından kurtulmak isteyen bireylerin, panikle finansal ve reel varlıklarını likite çevirmeye çalışmaları ile "kırılma" yaşayarak fiyatlarda aşırı düşmeye sebep olur ve bu aşamada kriz patlak verir.

Konjonktürler, zamana bağlı olarak oluşabilecekleri gibi, değişik şekillerde de ortaya çıkmaktadırlar. Aşağıda dalgalanma çeşitlerine ve tanımlarına yer verilmiştir (Parasız, 1998:218):

- Düzensiz Dalgalanmalar: Önceden tahmin edilmesi mümkün olmayan dışsal etkenler yüzünden meydana gelen dalgalanmalardır. Savaşlar, doğal afetler, kıtlık, moda değişimleri, siyasi karışıklıklar... bu tür dalgalanmalar sebep olabilir. Bu tür dalgalanmaları önceden tahminlemek oldukça zordur.

- Mevsimsel Dalgalanmalar: Her yıl, düzenli olarak ticaret artışında meydana gelen değişimlerdir. Başlıca sebepleri, hava koşulları ve sosyo-kültürel koşullardır. Tarım sektöründe mevsimlik işçiler, Şeker Bayramında tatlı satışlarındaki artış, örnek olarak verilebilir.

- Devresel Dalgalanmalar: Bu tür dalgalar, ekonominin tamamını kapsamakta olup, şiddet bakımından düzenlilik taşırlar. En çok, serbest piyasa ekonomilerinde görülmektedirler.

- Sistemik Dalgalanmalar: Dalgayı meydana getiren herhangi bir kural veya düzen mevcut ise, buna sistemik dalgalanma denmektedir. Eğer hareket hiçbir düzen izlemiyorsa, tesadüfi dalgalanmadır.

- Monotonik ve Çok Yönlü Dalgalanmalar: Dalga tek yönlü ise monotonik, alçalır ve yükselir bir seyir halinde ise çok yönlü dalgalanma adını almaktadır.

- Periyodik Dalgalanmalar: Zamansal olarak düzenli olan dalgalanmalar periyodiktir (Unay, 1985:8).

- Antipasyon Dalgalanmalar: Arz ve talebin, beklentiler nedeniyle belli bir zaman içinde birikmesidir. Fiyat değişmelerinin beklendiği dönemlerde, gelecekte

yapılacak işlemlerin öne alınması ya da daha sonraya bırakılması şeklinde tanımlanmaktadır. Bu da alım satım işlemlerinde yığılmaya neden olmaktadır.

- Uzun Dönem Dalgalanmaları (Trend): Her ekonomik faaliyeti zaman içinde etkileyen çeşitli faktörler bulunmaktadır. Bu faktörler yüzünden seride az ya da çok sapmalar meydana gelse de, uzun dönemde, eğilimler sabit bir durum gösterebilir. İşte bir zaman serisinin uzun dönemde belirli bir yöne doğru gösterdiği ana eğilime “trend” ya da “uzun dönem eğilimi” adı verilir (Güven, 1973:10). Trendlerle ilgili detaylar, üçüncü bölümde açıklanacaktır.

Konjonktür dalgalanmalarının niçin ortaya çıktığı ile ilgili çeşitli görüşler bulunmaktadır. Konjonktür hareketlerini ülke ekonomisine bağlayan teorilere iç, ülke dışı ekonomik ve sosyal sebeplere bağlayan teorilere ise, dış teoriler denmektedir. İklim teorisi ve icatlar teorisi iç, konjonktür teorileri (Aşırı tasarruf, aşırı üretim...) ise dış teorilerdir.

1.4.2. Konjonktürel Dalgalanma Teorileri

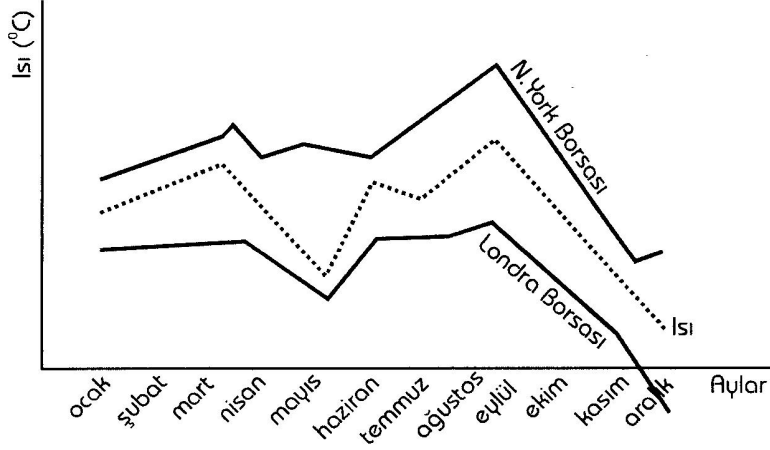
1.4.2.1. İklim Teorisi

Bu teoriye göre, meteoroloji koşullardaki değişimler, tarımsal ürünlerin verimliliğine ve insan psikolojisine etki ederek, ekonomik faaliyetlerde dalgalanmalar yaratmaktadır. Bu teorinin en önemli savunucularından biri Jevons'tur. Jevons'a göre, meteorolojik koşullar üzerinde en etkili olanı, zaman zaman güneşin üzerinde görülen lekelerdir. Bazı iktisatçılara göre bu lekeler, ekonomik devrelerin de sebebi olmaktadır. Bu lekeler 10-11 yıllık düzenli devreler içinde genişleyip daralmaktadır. Bu devrelere “Bruckner Devreleri” adı verilmektedir. Aynı zamanda 33 yılda bir devrimini tamamlayan, uzun dönemli bir hareketi de bulunmaktadır (Peart, 1991:243-265).

İklim teorisine olan ilgi, bazı dönemlerde yeniden canlanmaktadır. İklimlerin, insan davranışlarını, satın alma alışkanlıklarını, buluş geliştirme kapasitelerini, hatta faiz oranlarını etkilediği düşünülmektedir. New York ve Londra borsaları ile hava sıcaklığının paralellik gösterdiğini öne süren yaklaşımlar bulunmaktadır. Şekilde de

1929-1930 yıllarında, sıcaklık değişimi ve borsa endeksleri arasındaki ilişki görülmektedir (Parasız ve Bildirici, 2006:110).

Şekil 4: Hava Sıcaklıkları ile Borsa İlişkileri



Kaynak: Parasız ve Bildirici, 2006:111

1.4.2.2. Aşırı Üretim Teorisi

Tüketim mallarının fiyatlarının yükselmesi, üreticileri yeni yatırımlar yapmaya iter. Üretim kapasitelerini genişletmek isteyen yatırımcılar, yeni yatırım malları talebinde bulunurlar. Ancak bu genişleme, en erken bir sonraki döneme etki edebileceğinden, fiyatlar gittikçe artar. Yükselen fiyatlar, yatırımcıları daha da fazla yatırım yapmaya teşvik eder. Bu sırada ilk yapılan yatırımlardan elde edilen mallar piyasaya sürülünce, tüketim malları arzı yükselir ve fiyatlar düşmeye başlar. Üretim hacmi, tüketim hacminin üzerine çıkmıştır ve bir çevrim süreci meydana gelmiştir (Aren, 1998:80).

1.4.2.3. Eksik Tüketim/Aşırı Tasarruf Teorisi

Bu teoride konjonktürün temel nedeni, gelir dağılımı eşitsizliğidir. Bu eşitsizlik yüzünden toplam gelirin büyük kısmı, tasarruf eğilimi yüksek, harcaması ise düşük olan yüksek gelir gruplarında toplanır. Bu da tüketimin azalmasına neden olacaktır. Dolayısıyla fiyatlar düşecek ve üretim hacmi daralacaktır. Yeni

yatırımların yapılmaması, ekonomide daralmayı ve krizi getirecektir (Aren, 1998:82).

1.4.2.4. İcatlar Teorisi

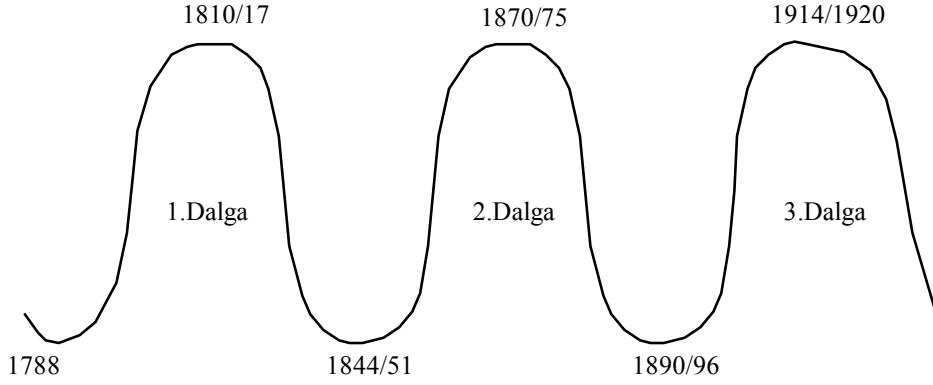
Joseph Schumpeter tarafından geliştirilen bu teoride, varolan icatların, yeni üretim yöntemlerinin uygulanmaya koyulması konjonktürleri doğurur. Belli bir anda bir takım üreticiler yeni buluşları, yeni prosesleri uygulamaya koyarlar. Diğer üreticiler de bunları takip eder. Yatırımlarda ve üretim hacimlerinde genişlemeler olur. Yenilikler bütün piyasayı kapladığında yatırım hacminde duraklama görülür. Böylece ekonomi bunalıma girmiş olur. Yeniliklere ayak uyduramamış girişimciler iflas etmiştir. Bir süre sonra yeni teknolojik gelişmeler veya yeni örgütlenme biçimleri faaliyete geçer böylece konjonktür tekrar başlar (Schumpeter, 1939:84-100). Schumpeter analizinde, Konratieff dalgalarını genel anlamda kabul etmiştir. Uzun dönemli dalgalanmaların, yenilik akımları doğurduğunu savunmuştur.

Konratieff'e göre, çevrimsel dalgalar yaklaşık elli, altmış yıllık süreçleri izler, bu devrimler yalnızca kısa dönem iş çevrimleriyle değil, uzun dönem süper çevrimlerdir, ki bu da teknolojik gelişmelerin yükseliş ve çöküş sürecidir. Konjonktür eğrisi teknolojiler yoğun olarak kullanılmaya başlanıldığında yükselişe geçer, olgunlaşmada zirveye ulaşır, ardından eski teknolojiler eskimeye yüz tuttukça çevrim eğrisi aşağı doğru çekilir. Bu arada yeni teknolojik gelişme, henüz deneme aşamasında olduğu için iki devre arası bir durgunluk dönemi baş gösterir (Yılmaz ve diğerleri, 2005:79). Süreç bu şekilde sürekli bir çevrim içindedir.

Bir Konratieff döngü; ekonomik gelişmeleri izleyen refah döneminde, yeni firmaların piyasaya girmesi ve yoğun rekabetin yaşanması, piyasanın doygunluk noktasında, karların ve fiyatların azalması ve ardından gelen ekonomik durgunluk, durgunluktan çıkmak için, yeni tekniklere dayalı, yeni ekonomik faaliyet alanlarının yaratılması çabaları sürekli devam eden, uzun dönemli bir döngü olarak tanımlanabilir (Konratieff, 1979:5).

Konratieff'in çalışmalarında yer verdiği uzun dalgalar, şekilde gösterilmektedir.

Şekil 5: Kondratieff Dalgaları



Kaynak: Schumpeter, 1939:212

Birinci dalga, 1770-1780 erken mekanizasyon ve 1830-1840 sanayi devrimi nedeniyle oluşmuştur. İkinci dalgayı yaratan, 1830-1890 arası dönemdeki temel gelişme, buhar enerjisinin kullanılması ve demiryollarıdır. 1890-1940 dalgası ise ağır sanayiye geçiş sürecini göstermektedir.

1.4.2.5. Nakdi Teoriler

Bankalar, karşılık oranları, mevduat hacimlerine göre fazlayken, kredi talebini arttırmak için faizleri düşürürler. Girişimcilerin, yatırımlarını arttırması sonucu, ekonomik faaliyet hacmi genişler. Bankalar, kullanabilecekleri kredi miktarını bitirdikten sonra, faiz haddini yeniden yükseltirler, bu da yatırımların tekrar kredi almalarını durdurur. Bu sırada, bankaların faiz oranlarını daha da yükseltmeleri için yeni nedenler ortaya çıkar. İç fiyat düzeylerinin yükselmesi, açığa çıkan para talebini karşılamak ve ödemeler bilançosunun açık vermesi sebepleriyle, bankalar rezervlerini azaltır. Azalan likidite miktarını karşılayabilmek amacıyla, faizler üçüncü kez yükseltilir. Bu da ekonomiyi bunalım sürecine sürükler. Fiyatlar düzelişip ödemeler bilançosu dengelenince, banka rezervleri yerine gelecek, yeni bir konjonktür noktasına geçilecektir (Aren, 1998:85).

1.4.2.6. Aşırı Yatırım Teorileri

Bu teori, üretim malları sanayi ile tüketim malları sanayinin, konjonktürden farklı zamanlarda etkilendiği için krizlerin çıktığını savunur. Tüketimde meydana gelen artış, yeni yatırımların yapılmasına, bu da ekonomide bir genişleme, üretimde ise artma meydana getirir. Ancak, toplumun alım gücü sınırlı olduğundan, bu refah ve genişleme sonsuza kadar süremez. Bir noktadan sonra çöküntü kendini gösterir (Aren, 1998:87).

1.4.2.7. Yatırım Oranlarındaki Eşitsizliğe Bağlı Teoriler

Tasarrufu meydana getiren ve yatırımı yapan kişiler, bu teoriye göre aynı kişiler değildir. Dolayısıyla, tasarruf ile yatırım arasında bir eşitsizlik durumu söz konusudur. Tasarruf, genel olarak kesiksiz ve devamlı yapılırken, yatırımların hayata geçişi için zamana ihtiyaç duyulmaktadır. Konjonktür dalgaları, yatırımların tasarruflardan fazla ya da eksik olduğu durumlarda meydana gelmektedir.

1.4.2.8. Modern Konjonktür Teorileri

Modern konjonktür teorilerini, arz yanlı ve talep yanlı olmak üzere iki grupta incelemek mümkündür. Bu iki grubun dışında, siyasal konjonktür teorisi, modern teorilerin arasında incelenebilir. Talep yanlı konjonktür teorileri Monetarist, Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen, arz yanlı olanlarsa Yeni Klasiklerin Reel Konjonktür Teorisidir.

1.4.2.8.1. Yeni Keynesyen Konjonktür Teorileri

Klasik ekonomistlerin savuduğu, her karar biriminin, kendi çıkarını savunmasıyla, arz-talep dengesinin herhangi bir müdahaleye gerek kalmadan sağlandığı, görüşüne karşı çıkarlar. Söz konusu karar birimlerinin bilgiye ulaşmaları kolay olmadığı gibi, arz-talep dengesinin anında oluşması da mümkün değildir. Bu

nedenle, makroekonomik dengesizliklerin oluşması kaçınılmaz olacaktır (Dinler, 2003:305).

Ekonomiyi ve konjonktürü etkilemek için, para ve maliye politikaları kullanılmalıdır. Öncelik maliye politikasıdır, zira para politikalarının, büyüme üzerinde olumsuz etki yarattığını ve para arzı değişmelerinin nominal milli gelirden dalgalanmalara sebep olduğu düşünülmektedir. Beklenmedik bir talep şoku, tüketim, yatırım veya kamu harcamalarındaki artış, kısa dönemli enflasyona sebebiyet verebilir. Oysa para arzının sabit tutulması bu tür riskleri ortadan kaldırır (Şahin, 1997:578).

1.4.2.8.2. Monetarist Konjonktür Teorisi

Diğer ismiyle parasalcılık teorisi, Keynesyen teoriye eleştiri olarak 1960'lı yıllarda M.Freidman ve A. Schwartz tarafından geliştirilmiştir. Bu teoriye göre, konjonktürün temel sebebi, para talebine bağlı olmayan para arzı, yani parasal değişmelerdir. Üretimi, istihdamı ve fiyatlar genel seviyesini belirleyen temel unsur budur. Para arzının artışı, dolayısıyla fiyat ve enflasyonun artışı, faiz oranlarını düşürür. Bu da yatırımları uyararak, milli gelirden artışa sebep olur (Freidman ve Schwartz, 1963:32-64).

Sistemde, piyasa kendiliğinden dengeye geldiğinden, devlet müdahalesi gereksizdir. Herhangi bir devlet müdahalesi, konjonktür dalgalanmaları oluşturmaktadır. Parasal ücretler, fiyatlardaki değişmeye kolayca uyum sağladığından, ekonomi kendiliğinden tam istihdama ulaşır (Freidman ve Schwartz, 1963:32-64).

Monetaristler, para politikalarının maliye politikalarından güçlü olduğunu ileri sürmüşlerdir. Para talebi istikrarlıdır. Ancak uygulanan para politikalarının sürekli tekrarlanması, enflasyona süreklilik kazandıracağından dikkatli kullanılmalıdır.

1.4.2.8.3. Yeni Klasiklerin Rasyonel Bekleyişler Kuramı

Yeni Klasiklere göre üretim ve istihdam düzeyindeki dalgalanmalar, “Rasyonel Beklentiler” ile açıklanabilir. Monetaristler gibi Yeni Klasikler de, para talebinin istikrarlı olduğunu kabul ederler. Konjonktürlerin nedeni, istikrar sağlanmaya çalışılırken yapılan parasal müdahalelerin, tam bilgiye sahip olmayan yatırımcıların, üretim ve satın alma kararlarında, hatalara sebebiyet vermesidir.

Rasyonel beklentiler kuramına göre, bireyler sürekli olarak aynı hataları yapmazlar. Ekonomik birimler yeni koşullara, hızlı bir biçimde ayak uydurmaktadır. Bu yüzden para ve maliye politikaları, yalnızca enflasyonun yükselmesine sebep olacaktır. Ekonomik konjonktürü, ancak beklenenin dışında iktisat politikaları etkileyebilmektedir. Önemli olan, istikrarlı politikalar uygulamaktır. Para politikalarının düzgün sonuçlar vermesi, ancak şans eseri mümkün olabilir. Büyük sorunlar karşısında bile uygulanacak en iyi politika “laissez-faire” dir (Parasız, 1998:237).

1.4.2.8.4. Yeni Klasiklerin Reel Konjonktür Teorisi

Bu teoriye göre, para arzı ve fiyat düzeyi gibi nominal değişkenler, istihdam ve Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) gibi reel değişkenleri etkilemez. Reel değişkenlerdeki dalgalanmalar, maliye politikaları ve üretim teknolojisi değişiklikleri ile açıklanır. Bu teorideki “reel” sözcüğü de, dalgalanma sebeplerinin açıklanmasında, nominal değişkenlerin dışlanması vurgulamak amacıyla kullanılmaktadır (Parasız, 1998:242).

Konjonktürün sebepleri, parasal şoklardan (veya talep şoklarından) çok reel şoklara (veya arz şoklarına) dayandırılmaktadır. Reel şoklar, teknolojik değişiklikler, yeni örgütlenme sistemleri, hammadde kaynaklarında yeni bir keşif, kötü hava koşulları, nüfus değişimleri...dir. Bu etkilerin içinde en önem olansa teknolojik yeniliklerdir (Parasız, 1998:243).

Reel konjonktür teorisine göre, vergilerdeki, tercihlerdeki ve para politikasındaki değişikliklerin konjonktürler üzerinde etkisi sınırlıdır. Meydana gelen şoklar, üretim sürecinde, emek ve sermaye stoklarını etkileyerek olumlu katkıda

bulunurlar. Çünkü, bu şoklar sayesinde, varolan emek ve sermaye stoku ile geçerli olan fiyat düzeyinde, üretim artacaktır.

Reel konjonktür teorisi, istihdam ve üretimin niçin dalgalanmadığını, emeğin zamanlararası ikamesiyle açıklar. Ekonomide, faiz oranlarının yükselmesine veya ücretin geçici olarak artmasına neden olan şoklar, istihdam seviyesini yükseltmektedir. Bu da üretimi arttıracaktır.

1.4.2.9. Siyasi Konjonktür Dalga Teorisi

Bu teoriye göre konjonktür, siyasetçilerin seçmen kararlarını etkilemek için uyguladıkları ekonomi politikalarından kaynaklanmaktadır.

W. Baumol ve A.Blinder, seçmen davranışlarını incelemiş ve bunların üç temel özelliğine dikkat çekmiştir (Baumol ve Blinder, 2009:293-295):

- Seçmenler ekonomik koşullara çok duyarlıdır.
- Seçmenler bütün ekonomik büyüklüklere aynı önemi vermezler. Reel gelirlerdeki artış, enflasyon ve işsizlikten önce gelir.
- Seçmenlerin hafızaları zayıftır. Dolayısıyla davranışları, seçimlerden bir önceki yılın reel gelirlerindeki değişimlere bağlıdır.

Bu nedenlerle politikacılar, seçimlerden bir yıl kadar önce, genişletici politikalar izlemeye başlarlar. Böylece seçime kadar olan süre içinde reel gelir artar, işsizlik geriler. Enflasyon artışları ise, kendini seçim sonrası dönemde gösterecektir. Bunun üzerine enflasyon düşürücü önlemler alınmaya başlanır. İstikrar önlemleri bu dönemde tehlikesizdir. Yeni seçim döneminde aynı politika tekrarlandığından bu sistem bir konjonktür yaratmaktadır.

Konjonktür dönemi, ekonomik faaliyet hacminin birbirini takip eden en düşük iki noktası arasındaki mesafedir. Ya da reel GSYİH ve diğer makro ekonomik değişkenlerle ölçülen ekonomik faaliyetlerdeki dönemsel ancak düzensiz iniş çıkışlar olarak tanımlanabilir. Konjonktürlerin devreleri, şiddetleri, süreleri, ekonomik değişkenlere etkileri ve coğrafi yayılışları açısından farklıdır, her devrenin kendine has özellikleri bulunmaktadır.

1.4. FİNANSAL KRİZ MODELLERİ

Spekülatif saldırıların para krizlerine neden olduğu kabulü, bu saldırıların mekanizmalarını açıklayan üç farklı modelin doğmasına neden olmuştur. Birinci nesil modeller, sorunu makro ekonomik politikaların yapısal bozukluğu, sürdürülemezliği olarak belirlemiştir. İkinci nesil modeller, para krizini yaratan temel sebebin, beklentilerde meydana gelen ani değişimler olduğunu ileri sürerler. Üçüncü nesil modellerde ise krize sebep olan faktör, ahlaki riske neden olan politikaların izlenmesidir.

1.4.1. Birinci Nesil Modeller

Birinci nesil kriz modeller, 1970-1980'lü yıllarda Amerika'da meydana gelen krizleri açıklamak amacıyla geliştirilmiştir. Temelleri Krugman tarafından atılan modelde krizler, tutarsız ya da sürdürülemez para ve döviz kuru politikalarının ve/veya yapısal dengesizliklerin sonucu olarak çıkarlar (Krugman, 1979:311-325).

Sistem, sabit döviz kuru sistemini benimsemiş bir ülkede, bütçe açıklarının emisyon yoluyla karşılandığı bir ekonomide çalışmaktadır. Bu rejimin sürdürülebilmesi, ihracat gelirlerinin büyüklüğüne bağlıdır.

Sabit kur uygulaması, merkez bankası rezervlerinin erimesine sebep olacaktır. Yerli paraya olan talep, yerini yabancı para, menkul kıymet ya da yerli para cinsinden, faiz getirili finansal varlıklara bırakacak, kredi taleplerindeki artış da yerli paraya olan talep artışından büyük olacaktır. Bu da yerel paranın değer kaybetmesine neden olur.³ Merkez bankası, sabit döviz kuru sistemini sürdürebilmek için, rezervlerini bitirmek pahasına döviz talebini karşılamaya çalışır. Döviz rezervleri kritik bir noktanın altına indiğinde, yatırımcıların sermaye kaybından kaçınma çabalarını, birinci nesil model, spekülatif bir saldırı olarak görmektedir. Spekülatörler, merkez bankasında döviz tükenmeden önce en çok getiriye kazanmak için birbiriyle mücadele girerler, bu da rezerv tüketimini hızlandırır. Bütün rezervini tüketen merkez bankası, döviz kurunu serbest bırakmak zorunda kalır. Kaybettiği

³ Yerel parasal varlıklara talep, fiyatları yükseltirken getirileri azaltacaktır. Getirisi daha yüksek yabancı para varlıklarına doğru kayma başlar.

rezervler, yanlış politika seçimi sonucu ödediği bedel olmuştur (Parasız ve Bildirci, 2006:167).

Spekülatif saldırıyı tetikleyen iki temel sebep bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, piyasada oluşan gelecekle ilgili görüşlerdir. Büyük bir bütçe açığının var olup olmadığı, bu noktada önemli değildir. Şoklar nedeniyle devletin özel ve finansal sektörü desteklemesi gerektiği inancı ve yerel paranın değer kaybedeceği endişesi, spekülatif atağı başlatabilir.

Bir diğer neden, kronikleşen cari açıklardır. Cari açık, bir ülkenin net olarak borçlanıcı olduğunun göstergesidir. Dış ticaret hadlerinde oluşacak olan herhangi bir kötüleşme, yabancı yatırımcıların ülkeye borç vermesine set çekeceğinden, krizin önlenmesi yalnızca paranın devalüe edilerek, ihracattaki rekabet gücünün artırılması ile mümkün olacaktır.

Cari açıkla ilgili bir diğer sorun, cari açığın ne kadar sürdürülebilir olduğudur. Bir ülke, ancak gelecekte dış ticaret fazlası verme potansiyeli taşıyorsa, cari açığını sürdürebilir. Birinci nesil model, özel sektör ve devletin davranışlarının doğrusal olduğunu varsayar. Sabit döviz kuru uygulamasını sürdüren bir ülkede, yurt içi fiyatlar, yurtdışı fiyatlarla paralellik gösterecek, yerel para faiz oranları, yabancı para faiz oranları ile eşitlenecek ve uluslararası rezervin miktarı, para piyasasında dengeyi sağlamak üzere değişecektir. Esnek döviz kuru uygulanan bir sistemde ise, tam tersi olarak rezervler sabit tutulacak, para piyasası dengesi döviz kuru değişimleri üzerinden sağlanacaktır (Parasız ve Bildirci, 2006:168).

Belirsizliğin olmadığı bir ortamda, döviz kuru, yurtdışı fiyatları ve yabancı para faiz oranları sabittir. Açığın finansmanı, yurtiçi kredilerin sabit bir oranda büyümesini gerektirmektedir. Buna karşılık, uluslararası rezervler, aynı oranda azalacaktır. Böyle bir ülkenin uluslararası rezervlerini yitirerek sabit kur sistemini terk etmeleri kaçınılmazdır (Parasız ve Bildirci, 2006:168). Spekülatörler, devletin elindeki rezervleri tüketinceye kadar saldırırlar, devlet de sonunda döviz kurunu serbest bırakmak zorunda kalır. Sabit döviz kuru rejiminin ne zaman çökeceği, rezerv miktarına ve yurtiçi kredi büyüme hızına bağlıdır. Modelde, para arzındaki düşüş, para talebindeki düşüşe eşit kabul edilmiştir.

Yukarıda temel unsurları açıklanan basit tipteki birinci nesil modelde, para otoritelerinin sterilizasyon⁴ yoluna gideceğinin spekülâtorlerce bilinmesi, sabit döviz kuru politikasında kalınmasını imkansız hale getirmektedir. Standart modele sterilizasyon faktörünün yerleştirilmesiyle, modifiye edilmiş birinci nesil modeller geliştirilmiştir.

1.4.4.1. Kanonik Birinci Nesil Modeller

Salant'tın (1970), istikrar programlarının mal piyasalarında yıkıcı spekülasyonlara maruz kalacağı yönündeki yaklaşımını, Krugman, Flood ve Gorver para piyasalarına uygulayarak, kanonik birinci nesil modelleri geliştirmişlerdir. Salant'a göre, spekülâtorlerin bir malı ellerinde tutma nedeni, diğer mallara kıyasla yüksek getiri sağlayacak olmasıdır. Tüklenen kaynak fiyatlandırması olarak adlandırılan bu durumda, fiyatlar faiz oranlarına bağlı olarak artmaktadır. Fiyatın aldığı değer, talebin daha fazla artamayacağı noktada durmaktadır (Parasız ve Bildirci, 2006:170).

Salant'ın analizi, resmi istikrar kurumunun mal fiyatlarını sabitlemesi halinde ne olacağını inceler. Kurum sabitleme yaptığında, spekülâtorler getiri elde edemeyeceklerini düşündüklerinden mallarını satarlar. Kurumun elinde stok birikir. Kurum sabitlemeyi kaldırdığında ise fiyat, kurumun belirleyeceği fiyatın üzerinde olacaktır. Spekülâtorler, karlı olduklarına tekrar karar verdikleri malı toplamaya başlayacaklardır.

Krugman, Flood ve Gorver'in modelinde devlet, sabitlediği kuru devam ettirebilmek için döviz rezervlerini kullanarak alım-satım yapmaktadır. Modelde, küçük bir ülkenin, parasını büyük bir ticaret ortağı ülkenin parasına sabitlediği varsayılır. Döviz kurunu sabitleme yetkisi, ülke içinde para otoritelerindedir. Analiz, yurtiçi para piyasalarında özel ve kamu kesimi faaliyetleriyle gerçekleşir. Kanonik kriz modellerinde, döviz kurulunun gölge fiyatında⁵ yukarı yönde eğilim, hükümetin bütçe açıklarını para basarak finanse ettiği varsayıma dayanmaktadır.

⁴ Sterilizasyon spekülâtif atağı, genellikle para otoritesinin yurt içi kredi hacmini genişletmesi ve ardından bunu devlet iç borçlanma senetleri satmak için kullanması şeklinde gerçekleşmektedir.

⁵ Gölge fiyat, spekülâtif atağı takiben oluşan fiyattır.

Burada spekülâtif ataklar önem taşımaktadır. Spekülâtörler, döviz kurunun yükseleceğini bilmektedirler, elde döviz tutmak getiri sağlayacağından caziptir. Yerli paradan döviz'e yönelme eğilimi, rezervler bittiği noktada, sabit kurun kaldırılmasıyla sonuçlanır. Ya da, döviz kuru, sabit bir orandan, başka bir sabit orana devalüe edilmelidir (Parasız ve Bildirci, 2006:170).

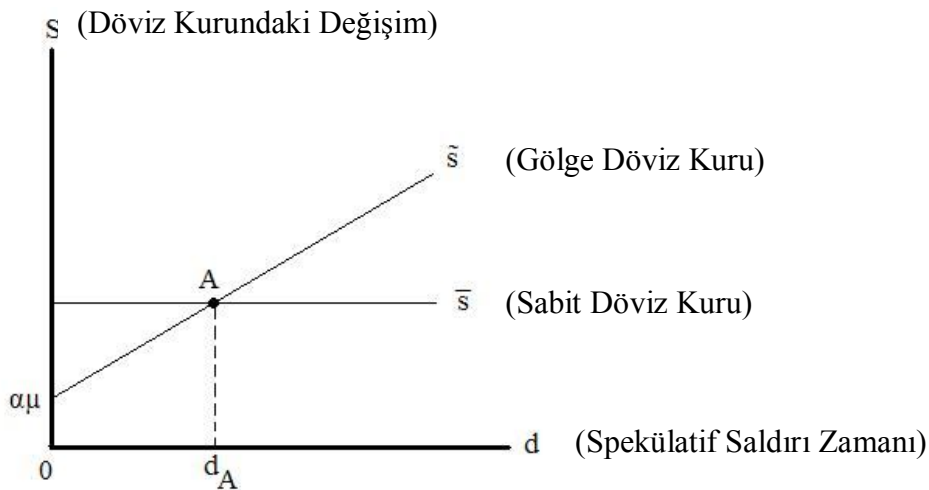
Krugman, Flood ve Gorver, analizi bir adım daha ileri götürerek, "gölge döviz kuru" kavramıyla, spekülâtif saldırı zamanını belirlemede kullanmışlardır. Gölge döviz kuru, kur serbest bırakıldığında oluşacak döviz kurudur.

Şekilde saldırı sonrası döviz kuru ile saldırı öncesi döviz kuru görülmektedir. İki eğeri A noktasında kesişir (Özer, 1999:62-63). Modelde belirsizlik yok sayılmıştır. \tilde{s} gölge döviz kuru, \bar{s} ise sabit döviz kurunu temsil etmektedir. S, döviz kurunda beklenen ve gerçekleşen değişim, d ise spekülâtif saldırı zamanıdır.

$d < d_A$ olduğu bütün durumlarda, spekülâtif saldırılar ülke parasının değerini arttıracığından spekülâtiflerin zararı ile sonuçlanır.

$d > d_A$ durumlarında aynı zamanda olmaktadır, bu koşulu sağlayan bütün noktalarda spekülâtörler hükümetten aldıkları rezervlerden kar etmektedirler. Artan rekabet zaman içinde $d = d_A$ (dolayısıyla) eşitliğini yaratarak dengeyi A noktasında kurar. Döviz kuru sıçramaları spekülâtif rekabet tarafından dışlanır.

Şekil 6: Belirsizliğin Olmadığı Durumda Saldırı Zamanı



Kaynak: Özer, 1999:63

Döviz kuru μ kadar arttığında, faiz paritesi yurtiçi faiz oranının da μ kadar artması gerekir. Bu durum birinci nesil modellerin temel anahtarıdır. Yurtiçi faiz oranı, gelecekteki ulusal paranın değer kaybını yansıtmak üzere artmalıdır. Saldırı esnasında para dengesini ayarlayabilmek için:

- Yüksek güçlü para arzının saldırı boyutu kadar düşmesi
- Yurtiçi faiz oranının gelecekteki ulusal paranın değer kaybını yansıtmak üzere arttığı için yurtiçi para talebinin düşmesi gerekmektedir.

Modelin iki önemli sonucu vardır. Para krizleri, yurtiçi ekonomik politikadaki tutarsızlıktan kaynaklanmaktadır ve kriz esnasında, merkez bankaları önemli bir işleve sahiptir. Modele yöneltile en önemli eleştiri ise, hükümetin bütçe açıklarını monotonize etme ve merkez bankası rezervleri tükeninceye kadar, sabit döviz kurunda ısrar edeceği varsayımlarıdır (Parasız ve Bildirci, 2006:172).

1.4.4.2. Modifiye Edilmiş Birinci Nesil Modeller

Modifiye edilmiş birinci nesil modellerde, döviz rezervlerinde oluşan açıkların, para arzı üzerindeki etkilerini, emisyon yöntemiyle azaltmaya çalışarak sterilizasyona giden hükümetin çabaları göz önüne alınmıştır. Diğer bir deyişle, basit birinci nesil modellere sterilizasyon eklenerek oluşturulmuş modellerdir.

Basit kriz modeli, sabit kurun kalıcı olmadığını, para otoritelerinin uluslararası rezervlere olan saldırıyı sterilize etmeye çalışmalarının spekülörlere anlaşıldığı an çökeceğini göstermektedir. Saldırıyı sterilize etmek, genellikle para otoritelerinin yurtiçi kredileri genişletmesi ve bunlarla yurtiçi menkul kıymetlerin satın alınmasını içermektedir (Flood ve Marion, 1998:7-10).

Flood ve Marion tarafından yapılan analizde ise, rezervlerin fazlalığı ve beklenen döviz kurunun yüksekliğinin, gölge döviz kurunun, beklenen döviz kurundan, her koşulda büyük olacağı sonucunu değiştirmedeği görülmüştür.

1.4.2. İkinci Nesil Modeller

Birinci nesil modeller, hükümetin bütçe açıklarını emisyon yoluyla kapatmaları, merkez bankasının sabit kur sistemini koruyabilmek adına, bütün rezervlerini tükedikleri gibi, çok da gerçekçi olmayan varsayımlar içerdiği için, temellerini Obstfeld'in attığı ikinci nesil modeller geliştirilmiştir. Bu modeller, gelişmiş ülkelerin döviz krizlerine odaklanır ve beklentilerle ekonomi politikalarının çelişmesi durumunda krizlerin çıkacağını öne sürerler. Diğer bir deyişle, bu tür modellerde en önemli nokta, kendi kendini besleyen beklentiler ve bunların sonucunda oluşan çoklu dengelerdir (Parasız ve Bildirci, 2006:175).

Ekonomik birimler, birinci nesil modellerde varsayılanın aksine, her zaman doğrusal davranışta bulunmazlar. Bu nedenle, bir ekonomik probleme birden fazla yaklaşımda bulunulabilir. İkinci nesil modeller, özellikle devletin doğrusal davranış göstermesi sonucu oluşabilecek çoklu dengelere odaklanmıştır.

Bir spekülör, diğer spekülörlerin de sabit döviz kuru rejiminin sürdürülemez olduğunu düşünüyorsa ve spekülasyonun sürdürülme maliyeti çok yüksek değilse, sabit rejim lehine bir tutum sergileyecektir. Spekülörlerin, diğer spekülör davranışlarını tahminleyerek ya da takip ederek, "sürü psikolojisi" tutumuyla karar almaları, krizlerin tetikleyicisi olabilmektedir. Calvo ve Menzo, çalışmalarında, dünya sermaye piyasası genişledikçe sürü davranışlarının arttığını, fon yöneticilerinin sağlıklı bilgi edinmek yerine, portföylerini genişleterek riskten kaçınmaya çalıştıklarını göstermişlerdir (Parasız ve Bildirci, 2006:175).

1.4.3. Üçüncü Nesil Modeller

Üçüncü nesil kriz modelleri, birinci ve ikinci nesil modellerin 1997 Asya krizini açıklamada yetersiz kalmalarından dolayı geliştirilmiştir. Ahlaki risk ve spekülatif saldırı yaklaşımına dayanırlar. "Asya krizi sonrası literatürü" olarak da adlandırılan bu modellerde üç nokta öne çıkmaktadır (Parasız ve Bildirci, 2006:177-178):

- Kurumsal karlılık, Borç/Sermaye oranı gibi mikroekonomik göstergeler, standart makroekonomik göstergelerle karşılaştırıldıklarında, para krizlerini öngörmeye daha başarılı olmaktadır.

- Serbest piyasa sürecine geçişte, finansal sektör düzenleme ve denetimlerine ağırlık verilmelidir. Finansal serbestleşme sebebiyle yurtdışından borçlanmanın artması, dolayısıyla yabancı para ile aşırı borçlanılarak elde edilen fonlar, çok yüksek riskli varlıklara veya düşük gelirli projelere yatırılarak değerlendirilmektedir. Bu gibi hatalar, krizlerin tetikleyici nedenlerine dönüşmektedir.

- Özel sektöre yönelik açıklar veya devlet garantileri, ahlaki risk taşımaktadır. Krugman, finansal sistemin bu gibi uygulamalar nedeniyle aşırı büyüdüğünü, oluşan balonun patlayarak krize neden olduğunu öne sürmüştür.

Üçüncü nesil kriz modelleri, spekülasyon atak ve kendi kendini besleyen karamsarlık üzerine yoğunlaşan birinci/ikinci nesil modellerden unsurlar içermekle beraber, finansal kırılganlıklar üzerine yoğunlaşmıştır (Parasız ve Bildirci, 2006:179).

Günümüzde, spekülasyona yol açan en önemli nedenlerden biri küreselleşmedir. İzleyen bölümde, küreselleşmenin detaylı olarak tanımları yapılmış, ardından küreselleşme kuramlarına değinilmiştir. Dünya’da ve Türkiye’de yaşanan önemli finansal krizlerden sözedilmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL KRİZLER

2.1. KÜRESELLEŞME KAVRAMI VE ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ

2.1.1. Tanım ve Kavramsal Çerçeve

Küreselleşme teriminin ortaya çıkışında, Marshall McLuhan'ın "Global Köy" (1968) adlı eserinde tanımladığı kitabına ismini veren kavramın önemli yeri bulunmaktadır. McLuhan eserinde, Dünya'nın, teknoloji ve iletişimdeki gelişmeler sebebiyle, herkesin birbirinden ve her türlü olaydan haberdar olduğu bir köy haline gelmekte olduğunu öne sürmüştür. Dünyanın küresel bir köy haline geldiği görüşü, ülkeler arasındaki sınırların öneminin giderek azaldığını, yer kürenin uzak köşelerinde yaşayan, farklı insan grupları arasındaki ilişkilerin sınırlara takılmaksızın yoğun ve hızlı bir şekilde gerçekleştiğini hakkında fikirler içermektedir (Tutar, 2000:21).

Thomas L. Friedman "Dünya Düzdür" adlı kitabında küreselleşme olgusunun üçüncü çağını yaşadığını savunmakta ve "Küreselleşme 3.0" adı altında bu sürece nasıl gelindiğini incelemektedir. Berlin duvarının yıkılması, Netscape'in⁶ halka arzı, iş akışı yazılımlarının geliştirilmesi, açık kaynak yazılımları, taşeronluğun uluslararası boyutlara taşınması, offshore işlemlerinin yaygınlaşması, tedarik zincirlerinin oluşturulması, insourcing, bilgiye anında ulaşılmasını sağlayan google, yahoo, msn gibi arama motorlarının varlığı ve taşınabilir cihazların yaygınlaşması (Cep bilgisayarları, tabletler...) adımlarıyla Dünya "düzleşmiştir." (Friedman, 2008:55-160).

Literatürde, küreselleşme yerine pek çok kelime kullanılmaktadır. Evrenselleşme, uluslararasılaşma, globalizasyon, liberalizasyon, batılılaşma, karşılıklı bağımlılık, modernizasyon, global bütünleşme, global entegrasyon, sözcükleriyle eş anlamlı olarak kullanıldığı çalışmalar bulunmaktadır.

⁶ İnternette dolaşımı sağlayan ilk tarayıcıyı piyasaya süren firma. Windows işletim sistemine Internet Explorer'ın entegre edilmesinden sonra doğan rekabete ve Microsoft tarafından açılan tekelleşme davasını kaybetmesi sebebiyle düşüşe geçen firma, 1999 yılında AOL'ye (Amerika Online) satılmıştır. Satımının ardından kaynak kodlarını yayınlayarak, Mozilla Firefox'un doğumuna katkıda bulunmuştur.

Küreselleşme kavramı için çeşitli tanımlar yapılmaktadır. Devlet Planlama Teşkilatı raporunda küreselleşme, “Ülkeler arasındaki iktisadi, siyasi, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi, ideolojik ayırımlara dayalı kutuplaşmaların çözülmesi, farklı toplumsal kültürlerin, inanç ve beklentilerin daha iyi tanınması, ülkeler arasındaki ilişkilerin yoğunlaşması, maddi ve manevi değerlerin ve bu değerler çerçevesinde oluşmuş birikimlerin ulusal sınırları aşarak dünya çapında yayılması” olarak tanımlanmıştır (DPT, 1995:1).

Küreselleşmenin, tarihin akışı içinde ortaya çıkan bir olgu (realite) olduğunu savunan tanıma göre, uluslararası ticaretin yaygınlaşması, emek ve sermaye hareketlerinin artması, ülkeler arasındaki ideolojik kutuplaşmanın sona ermesi, teknolojiadaki hızlı değişim sonucunda ülkelerin gerek ekonomik, gerekse siyasal ve sosyo-kültürel açıdan birbirlerine yakınlaşmaları da, globalizasyonun olağan sonuçlarındandır (Aktan ve Şen, 2001:104).

Başka bir tanıma göre küreselleşme, ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel alanlarda bazı ortak değerlerin yerel ve ulusal sınırları aşarak dünya çapında yayılması olarak verilmiştir (TASAM, 2006:4).

Robertson, küreselleşmenin, modernizasyondan ayılması gerektiğini savunur, ona göre bu iki kavramı bir tutmak doğru değildir. Küreselleşmeyi hem dünyanın küçülmesini simgeleyen, hem de bir bütün olarak dünyanın bilincinin güçlenmesini gönderme yapan bir kavram olarak görmektedir (Robertson, 1999:21).

Küreselleşmenin yeni bir dünya düzeni, kapitalist sermayenin oluşturduğu emperyalizmin gerçek yüzü, ya da 21. yüzyılın en büyük ideolojisi olduğunu öne süren çalışmalar bulunmaktadır. İdeoloji olarak bakıldığında, devletin birey üzerindeki zincirlerinin kırılarak, birlikte iş yapmak isteyen kişileri ayıran sınırların ortadan kaldırılmasını savunmaktadır. Bu bağlamda, küreselleşmenin tanımının, içinde yaşanan toplumun kültür birikimi ve gelir düzeyiyle ilgili olduğu açıktır.

Küreselleşme aynı zamanda, sermaye ve üretimin ulusal sınırlara bağlı kalmadan hareket edebilmesidir. Ulus-devlet gücünün aşılması, serbest piyasa ekonomisinin devreye girmesi, küreselleşmeyle beraber gelen yeniliklerdendir. Bu yenilik, sadece mal ve hizmetle sınırlı kalmamaktadır. Zaman ve mekan kavramlarında, tüketim alışkanlıklarında değişimler küreselleşmenin yarattığı sonuçlardandır.

Bütün bu tanımlara göre küreselleşmenin, iletişim teknolojilerinde ilerleme sebebiyle Dünya'nın küçültmesi, kültürler arası farkları azaltmaya başlaması, sermaye hareketlerinde serbestliğin artması, milletler arası örgütlerin kurulmasında rol oynaması üzerinde büyük etkileri bulunmaktadır.

Gelişmiş ülkeler açısından bakıldığında, ele geçirilecek yeni pazarların meydana gelmesi, daha ucuza üretim gibi olumlu yanları varken, gelişmekte olan ülkeler için daha ağır sonuçlar doğurabilmektedir. Artan işsizlik, gelir dağılımında bozulmalar ve genç demokrasiler için bir tehdit olarak algılanmamaktadır. Küreselleşme olgusu, her yeni gelişme gibi bazı kesimlere refah, bazı kesimlere ise yoksulluk getirdiğinden, değerlendirilmesinde hem olumlu ve hem de olumsuz görüşlerin yer alması doğal karşılanmalıdır.

2.1.2. Küreselleşme Sürecinde Serbest Sermaye Hareketleri

Küreselleşme yeni çıkan bir kavram değildir. Bazı yazarlar küreselleşmenin tarihini, insanlık tarihi ile eşdeğer tutmaktadır. Ancak, kavramın gündeme gelmesi ve insan yaşamında eskisine göre daha büyük bir yer tutmasının, özellikle iletişim teknolojilerindeki gelişimin sonucu olarak patladığı dönem, bilginin, hammaddenin, mal ve hizmetlerin değişim hızının aşırı derecede arttığı 20. yüzyıldır.

1750-1850 dönemlerini kapsayan, İngiltere'de başlayıp Batı Avrupa'ya, Kuzey Amerika'ya ve Japonya'ya sıçrayan sanayi devrimi, küreselleşmenin birinci basamağı sayılabilir (Kazgan, 2009:195). Bu dönemde buhar gücünün üretimde ve ulaşımda kullanılması, demirin eritilerek yeniden şekillendirilmesi, fabrikaların kurulmasına ve bir işçi sınıfının doğmasına neden olmuştur. Taşıma masraflarının düşmesi, üretim ve pazarlama maliyetlerinde düşüş yaratmıştır. Bu da üretimin uluslararasılaşmasında kolaylıklar yaratmıştır. Klasik okulun temsilcilerinden Adam Smith, Ulusların Zenginliği adlı kitabında, serbest piyasadaki rekabet ortamının fiyatların düşük kalmasını ve çok çeşitli mal-hizmet üretimini teşvik ettiğinden genişletilerek devlet kısıtlamalarının kaldırılmasını savunmaktadır (Smith, 2007:27-56). Onun izinden giden David Ricardo da, uluslararası ticarete her türlü müdahaleyi reddetmiştir. Bugün küreselleşmenin getirdiği serbest piyasa kavramının temellerinin, bu dönemde Smith ve Ricardo tarafından atıldığı söylenebilir.

1914-1945 arası dönem, dünya tarihin en çalkantılı dönemlerinden biridir. Bu periyotta iki büyük dünya savaşı ve bütün dünyayı etkileyen bir ekonomik kriz, büyük buhran, yer almaktadır. Bu dönemde olan olaylar, siyasi ve ekonomik tarihi derinden etkileyen sonuçlara neden olmuştur.

İkinci Dünya Savaşı, bugün küresel ekonomide büyük ölçüde rol oynayan uluslararası kuruluşların oluşumuna önayak olması açısından önemlidir. Savaşın ardından, uluslararası fon akımlarında ulusal ve uluslararası düzenlemelere gidilmiştir. Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar oluşturulmuş, yeni bir kur sistemine geçilmiştir. Uluslararası örgütlerin yönetme gücü ve savaşın sonunda kimi ülkelerin öne çıkması, bu dönemi 1914 öncesi dönemden ayırmaktadır (Hirst ve Thompson, 1998:8). Ülkelerin üstünde yer alan, temel görevi, gelişmekte olan ülkelere fon sağlamak olan bu oluşumların kurulması, küreselleşmenin ikinci basamağı olarak kabul edilmektedir.

Küreselleşmenin üçüncü ve bugün için son basamağı, 1980 sonrasında, sermaye hareketlerinin serbestleşmeye başladığı dönemdir. Bu gelişmelere sebep olan olayların başında, hiç kuşkusuz Bretton-Woods sisteminin çökmesi yer almaktadır. Bir diğer önemli gelişme, ikinci dünya savaşının hemen ardından başlayan soğuk savaşın sona ermesidir. Bu döneme kadar süregelen Amerika-Sovyetler Birliği Dengesi, Amerika lehine bozularak dünya liderliğinin Amerika'ya (ve onun desteklediği diğer gelişmiş ülkelere) geçmesine neden olmuştur. Böylece çoğulcu demokrasinin ve serbest piyasanın hüküm süreceği bir dönem başlamıştır (Kazgan, 2009:198).

Sermaye hareketlerinde serbestleşme, gelişmekte olan ülkelerin küreselleşme sürecine uyum sağlaması açısından önemli bir süreçtir. Sermayenin serbestleşmesinin üç değişik boyutundan bahsedilebilir. Bunlardan birincisi, doğrudan yapılan yabancı yatırımlardır. Bu kavram, gittiği yerde fiziksel yatırım yapan, istihdam yaratan, ülkenin üretim kapasitesini genişleten yabancı sermaye için kullanılır ve uzun vadeli sermaye hareketlerini oluşturur. İkincisi, akışkan fonlar halinde hareket eden, genellikle kısa vadeli olan parasal sermayedir. Bunlar, genellikle faiz oranları gibi çekici faktörler nedeniyle, ülke değiştirerek gittiklerinden ve buralarda doğrudan istihdam yaratmadıklarından, kapital finans olarak da adlandırılırlar. Bu iki yabancı yatırım biçimine bir üçüncüsünü eklemek mümkündür.

Yabancılara satılan veya ortaklık şeklinde yapılan özelleştirmeler. KİT'leri satın almak veya senetlerini borsada ele geçirmek biçiminde olan bu özelleştirmeler, her zaman yerel ülke için en seçenek olmayabilir. Çünkü bu gibi özelleştirmelerin bir kısmı, özelleştirilen şirketin batırılarak yerel rekabetin önlenmesi amacıyla yapılmaktadır (Kazgan, 2009:199).

Portföy şeklinde yapılan yatırımlarsa, o ülkede yerli paranın değerlenmesine neden olarak ihracatta azalma ve ithalatta artışa yol açabilmektedir. Ödemeler bilançosu bozulan bu ülkelerde, para otoriteleri yerli para biriminin değer kazanmasını engellemek için piyasaya para sürdüğünde, parasal kontrolü kaybetmektedir. Bunun yanında, sıcak para şeklinde gelen yabancı sermaye, ülkede varlık fiyatlarının artmasına ve varlık sahiplerinin refah düzeylerinin yükselmesine neden olmaktadır ki bu yükseliş, daha sonra yurt içi talebi arttırarak enflasyona, yurt dışı talebi uyararak ise ithalatta artışa neden olmaktadır (Arestis ve Demetriades, 1999:450). Aynı zamanda, sıcak para herhangi bir risk durumunda bulunduğu ülkeden kaçarak, yerel ekonomide krizi tetikleyecek etkiler yaratabilir.

Sermayenin küreselleştirilmesi ile ilgili bir diğer yanılı, bu kavramın teknolojik gelişmelerle bir tutulmasıdır. Oysa elektronik devrim olarak tanımlanabilecek bilgisayar ve internet teknolojilerinden önce de mali sermaye, değişik yöntemlerle olsa da, sınır ötesine hareket edebilmekteydi. Tarihsel olarak, küreselleşmenin bir uzantısı olan finansal küreselleşmeyi de üç döneme ayırmak mümkündür. İlk dönem olan 1870-1945'e bakıldığında, finansal küreselleşmeye katılan ülke ve sektörlerin sayısı kısıtlıdır. Finansal aracılık işlemleri güçlü ailelerin elindedir. Uluslararası finansal kurumlar ve piyasalar henüz oluşmakta olduğundan denetimler yetersizdir. Denetim yetersizliği, 1920'lerde oluşacak krizin zemini hazırlamaktadır. Bu dönemdeki sermaye akımlarının bugünkü gibi çok fazla sorun yaratmaması dört temel nedene bağlanabilir (Adam, 2002:55):

- Sermaye akımları altın standardının bağladığı para üzerinden gerçekleştirildiğinden bu durum nominal faizleri sabitliyordu. Bu da enflasyon beklentilerinin düşük olması anlamına gelmektedir.

- Ana yatırım amacı olan tahvillerin uzun dönem nominal faiz oranları istikrarlıydı.
- Finansal varlıklar son derece sınırlıydı, finansal akımlar belirli bir tipte ve basit bir şekilde yapılıyordu.
- Sermaye hareketleri, çoğu sermaye yoğun alt yapı yatırımlarının finansmanı için kullanıldığından uzun vadeliydi.

Bu dört özelliğinden dolayı sermaye hareketleri günümüzdeki gibi geniş boyutlu sorunlar yaratmamıştır.

Birinci Dünya Savaşı'nın çıkması, ardından Büyük Buhran ve İkinci Dünya Savaşına yol açan istikrarsızlık ve kriz dönemi, sermayenin küreselleşmesini sekteye uğratmıştır. 1930'lu yıllarda ABD'de başlayan depresyonla birlikte borsa çökmüş, birçok banka iflas etmiştir. Bu nedenlerden dolayı bir çok ülkenin sermaye hareketlerini kontrol altına alması, finansal küreselleşme sürecini bir süre için durdurmuştur (Schmukler, 2004:39). Bölümün başında da bahsedildiği gibi, IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşların kurulması da bu döneme rastlamaktadır. Böylece uluslararası kuruluşların aracılığı ile finansal küreselleşmeye yeni bir düzenleme getirilmiştir. Ayrıca bu dönem, Amerika Birleşik Devletlerinin yeni bir güç olarak dünya sahnesine çıktığı dönemdir.

1945-1980 arası döneme, sabit fakat ayarlanabilir döviz kurları, sınırlı sermaye hareketleri ve bağımsız para politikalarıyla Bretton-Woods sistemi hakim olmuştur. Bilindiği gibi, Bretton-Woods 1944-1973 arasında geçerli olan döviz kuru sistemidir. İkinci Dünya Savaşının son döneminde, Amerika'nın Bretton-Woods kasabasında düzenlenen bir konferansta, savaş sonrası istikrarlı büyüme, ekonominin düzenlenmesi ve canlanması sorunlarına yanıt arayışın bir sonucu olarak kabul edilmiştir. Bu toplantı sonucunda Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu (IMF) kurulması kararları alınmıştır.

Yapılan Bretton-Woods anlaşmasına göre, dolar çekirdek para olarak belirlenmiş, diğer ülkeler ulusal paralarının değerini dolar olarak değerlendirmişlerdir. Amerika dışındaki ülkelerin, piyasa döviz kuru ile Bretton-Woods'da belirlenen döviz kuru arasındaki pozitif/negatif fark yüzde birden büyük olunca döviz piyasasına müdahale etmeleri kararlaştırılmıştır, ancak bu müdahale (devalüasyon ve revalüasyon) oranı yüzde onu geçemez. Bu oranı aşmak isteyen ülkelerin, IMF'den

izin almaları gerekir. Buna karşılık, Amerika döviz piyasasına müdahale etmeyecektir (Ünsal, 2005:500).

Ülkelerin Merkez Bankaları, talep etmeleri halinde, ellerinde bulundurdukları doları; $1 \text{ Ons Altın} = 35 \text{ Dolar}$ veya $1 \text{ Dolar} = 0,88867 \text{ gr. altın}$ değişim haddi üzerinden, altına çevirebilirler. Ayrıca, Bretton-Woods'ta merkez bankaların merkez bankası olarak kurulan IMF, döviz piyasasına müdahale eden ülkelere gerekli yabancı paraların temin edilmesi ve temel bir dengesizlikle karşı karşıya olan ülkelerin pariteyi değiştirebilecekleri kararlaştırılmıştır. Bu son madde hesaba katıldığında, Bretton Woods sistemi ayarlanabilir bir sabit döviz kuru sistemi görüntüsünü almaktadır (Ünsal, 2005:500).

Bu sistem ancak 1971 yılına kadar devam etmiştir. Savaşın bittiği 1950'li yıllarda Dünya genelinde görülen dolar kıtlığı, Marshall Yardımları, ABD'nin Japonya ve Avrupa ülkelerine açtığı dış krediler sayesinde dolar bolluğuna dönüşmüştür. Özellikle Vietnam Savaşı sonrası dış açıkları büyüten ABD dolarına olan güvenin sarsılması, dolardan altına kaçış şeklinde gerçekleşmiş, FED'in rezervleri üzerinde baskı yaratmıştır. 1971 yılında Nikson Şoku olarak da bilinen olay gerçekleşmiş, ABD sistemden çıktığını duyurmuştur. 1973 yılında resmi olarak altının dolar karşılığı ortadan kaldırılarak, döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır.

Sermaye akımlarına bakılacak olursa, 1950 ve 1960'lar döneminde tarihi olarak en düşük seviyededir. 1970'lere gelindiğinde, başta Avrupa olmak üzere, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri başlamışsa da, Demir Leydi lakabıyla alınan İngiltere başbakanı Margaret Thatcher ve ABD'de aynı dönem başkanlık yapan Ronald Reagan, neoliberal sistemi oturtana kadar, İngiltere'de yurtdışına çıkarılan mal ve sermayelere çifte kur uygulanırken, Amerika'da da sermaye çıkışlarını vergilendirme politikası izlenmekteydi. Bu politikadaki amaç, sermayenin ve kaynağın ülke sınırları içinde kalarak, istihdama ve büyümeye katkı sağlanmasıydı. Ancak aşırı sendikalaşma sonucu güç kazanmış işçi sınıfının törpülenmesi ve düşen kar hadlerinin önüne geçilmesi amacıyla, iktisadi etkinliğin ağırlık merkezinin finans sektörüne kayması, kapitalist sistemde değişim yaratarak sermayenin küreselleşmesi olgusunu öne çıkarmıştır (Kazgan, 2009:204).

1970'ler uluslararası finansal sistemde yeni bir dönemin başladığı dönemdir. Petrol şokunun ve Bretton-Woods sisteminin çöküşünün bir sonucu olarak, finansal küreselleşmenin yeni bir dalgası başlamıştır. Petrol şoku, uluslararası bankalara, geliştirmekte olan ülkelere yatırım yapabilmek için fon sağlamıştır. Bretton-Woods'un ardından, ülkeler bağımsız para politikalarıyla daha yüksek sermaye hareketliliğine sahip olmuşlardır. Bu dönemde Keynesyen politikaların stagflasyon sorununu çözmemesi, liberal politikalara geçişi hızlandırmıştır.

Finansal piyasalarda serbestleşmenin 1980'lerden sonra hızlanmasının bir diğer sebebi, 1986'da başlayan Uruguay Görüşmelerinin, 1994'te tamamlanmasıdır. Bu süreçte yapılan müzakerelerde finansal hizmetler de ele alınmış, bankacılık ve sigortacılık alanında verilen hizmetlerin uluslararası alana yayılmasına, bu da rekabetin artmasına neden olmuştur. Uruguay görüşmelerinin sonucunda, Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) geliştirilerek Dünya Ticaret Örgütü (WTO) doğmuştur. GATT sadece mal ticaretini kapsarken, WTO mal, hizmetler ve fikri mülkiyet hakları olarak da bilinen fikir ticaretini de kapsamaktadır (Kazgan, 2009:138).

Kopya-taklit konularında önemli maddeler içeren bu anlaşmanın (Telif ve patent hakları, modeller, ticari markalar vb.) geliştirmekte olan ülkelere ne kadar yarar sağladığı tartışmaya açıktır. Bu anlaşmaya kadar, geliştirmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerdeki buluşları taklit yöntemi ve ucuz işgücü avantajı sayesinde üretebildiğinden, gelişmiş ülkelerle bir dereceye kadar rekabet edebiliyordu. Bu süreç, Japonya ve ardından Asya Kaplanları gibi güçleri yaratan, önemli bir adımdır. Yeni düzenlemeler bu adımı ortadan kaldırarak hem geliştirmekte olan ülkelerin maliyet avantajını kullanmasını engellemekte, hem de teknolojik tekelin kırılmasını erteleyerek geliştirmekte olan ülke halklarına yüksek fiyatlı ürünleri kullanmaya mecbur bırakmaktadır (Kazgan, 2009:138-139).

1980 sonrası dönemde finansal küreselleşmenin temel oyuncularını, elbette gelişmiş ülkelerdir. Ancak sürecin tüm dünyaya yayılması geliştirmekte olan ülkelerin de katılımıyla mümkün olacaktır. Türkiye'nin de içinde olduğu bu ülkeler, daha çok yapısal uyum programlarıyla sürece dahil olmaya çalışmaktadırlar. Söz konusu ülkelerin önünde iki temel problem bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, 1970'lerden itibaren daha sık görülmeye başlayan ve etkileri bulaşıcı olan ekonomik ve bunların

tetikleyicisi/tamamlayıcısı olan siyasi krizlerdir. Latin Amerika ÷lkerindeki borç krizleri, ideolojik alanda, Kuba'da otoriter yönetimin iş başına gelmesi, Soveyter Birliğinin dağılması, Mao'nun ölümünden sonra Çin'de yaşanan karşı devrimler bunlara örnek olarak gösterilebilir.

İkinci sorun, gelişmekte olan ÷lkelerin, etkin bir büyüme gerçekleştiremeyen ulusal kalkınma politikalarıdır. Türkiye'de yaşanan krizlerde de inceleneceği üzere, pek çok gelişmekte olan ÷lke benzer sorunlar yaşamaktadır. Oransız vergilendirme, kurların aşırı değer kazanması, devletin kaynak dağılımına müdahale etmesi, kamu işletmelerinde verimsizlik, KİT'lerde gizli işsizlik sorunu, rüşvetin yaygınlaşması bu sorunların başlıca nedenlerindedir (Aydın, 2003:123).

2.1.3. Finansal Serbestleşme (Mc Kinnon-Shaw Yaklaşımı)

Finansal serbestleşmenin, büyüme ve enflasyon gibi makro ekonomik etkilerinin incelenmesini sağlayan teorik yaklaşımların temeli, Mc Kinnon ve Shaw tarafından atılmıştır. Geleneksel yaklaşım olarak da bilinen McKinnon-Shaw yaklaşımı; gelişmekte olan ÷lkelerde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının, tasarrufları arttırarak ekonomik büyüme hızlandıracağını ve enflasyonu aşağı çekeceğini ileri süren, neo-klasik temellere dayanan bir yaklaşımdır (Eser, 1993:84).

McKinnon'un hipotezinde kullandığı temel araç, faiz oranlarıdır. Faiz oranları, ekonomik büyüme üzerinde, tasarrufları ve yatırımları uyarması sebebiyle etkilidir. Finansal baskı altında olan para otoritelerinin belirlediği düşük veya negatif faiz oranları, tasarrufları azaltarak ve kaynak dağılımını bozarak finansal piyasaların bölünmesine ve bankaların kredi verme işlevinin olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Düşük reel faizler tasarruf oranlarını etkileyerek, kredi olarak verilebilecek fon arzını azaltır, ekonomik büyüme oranını düşürür. (Işık ve diğerleri, 2005:37-51). Bu şekilde, finansal baskı altında olan bir ekonomide, faiz oranının otoritelerce piyasa denge düzeyinin altında belirlenmesi, yüksek ölçüde belirsizlik yaratmaktadır. Bu belirsizliğin getirdiği yüksek enflasyon beklentisi ve döviz kurunda devalüasyona gidileceği korkusu tasarrufları azaltmaktadır (Shrestha ve Chowdhury, 2007: 1529–1540). Böylece, büyüme hızı da yavaşlamaktadır.

McKinnon ve Shaw, para ve fiziki sermaye (yatırım) piyasalarının arasında tamamlayıcı bir ilişkinin bulunduğunu öne sürmektedir. Bu ilişkiden hareketle, finansal liberalizasyon politikalarının uygulanması sonucunda faiz oranlarının yükseltilmesi, aradaki dengeyi sağlayarak, tasarruf düzeylerini arttırıcı etkide bulunmaktadır (Hepsağ, 2009:63). Faiz oranlarının tasarruf, yatırım ve büyüme oranları üzerindeki etkileri, üç varsayım çerçevesinde açıklanmaktadır (Odhiambo, 2005:70-72):

- Tüm ekonomik birimler, yatırım kararı alırken, kendi kendilerini finanse etmek durumunda olduklarını göz önüne almaktadırlar.
- Sermaye kısıtlı ve eşit dağılımlı değildir. Piyasada imtiyazlı kredi kullandırmalar mevcuttur.
- Mali sektör, kentsel endüstrilere ve ihracat endüstrilerine kredi verme eğilimindedir.

McKinnon ve Shaw'ın geliştirdiği finansal serbestleştirme teorisine, çeşitli iktisat okullarından eleştiriler gelmiştir. Neo-Keynesyen yaklaşımlar, liberalizasyon politikalarının yatırımlar, tasarruflar ve dolayısıyla ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yaratacağını öne sürmüşlerdir. Bu yaklaşıma göre, piyasada yüksek reel faiz oranlarının varlığı ve piyasada kredi bolluğunun olması, bankacılık sektörünü daha riskli konuma getirerek, finansal kriz riskini arttıracaktır (Hepsağ, 2009:67).

Finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme yaratmayacağı, aksine büyümeyi yavaşlatarak enflasyonu yükselteceğini savunan, alternatif bir yaklaşım, öncülüğünü L. Taylor'un yaptığı yapısalci yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, faiz maliyetlerinin, işletme sermayesi maliyetlerine dahil edilmesi gerekir. Faiz oranlarının finansal liberalizasyon sonucu artması, işletmenin sermaye maliyetlerini de yükseltecektir. Yapısalci yaklaşım, gelişmekte olan ülkelerde, işletmelerin mark-up fiyatlama⁷ yöntemini kullandığını varsayar. Üretim maliyetlerindeki artış, mark-up fiyatlama yoluyla ürün fiyatlarına yansiyarak, enflasyonu hızlandırıcı bir etki yaratır (Eser, 1993:90).

⁷ Mark-Up Fiyatlama: Eksik rekabet piyasalarında, firmanın üretimin ortalama maliyetine belirli bir oranda kâr ekleyerek fiyatı belirlemesine dayanan geliştirilen fiyatlandırma yöntemidir.

Yine yapısalcı yaklaşıma göre, fon talebi, resmi olduğu kadar, gayri resmi fon piyasalarından da karşılanmaktadır. Dolayısı ile tasarruf sahipleri, hem resmi hem de gayri resmi piyasalar aracılığı ile fon sağlamaktadır. Finansal serbestleşme esnasında, faiz oranlarının serbest bırakılması, fon birikim dengesini, resmi kuruluşların lehine bozar. Diğer bir değişle, gayri resmi fon sağlayıcılardan, resmi fon sağlayıcılarına doğru bir akım oluşacaktır. Bu arada, resmi piyasalarda, kanuni karşılık tutma zorunluluğu varken, gayri resmi piyasalarda bu zorunluluğun olmadığı göz önünde tutulmalıdır. Bütün bunların sonucunda, fonların resmi kaynaklara (bankacılık sistemlerine) akışı, her iki sistemde toplanan yatırıma dönüştürülebilir kaynakların azalmasını da beraberinde getirecektir (Eser, 1993:90-91). Bu durumun bir sonucu olarak yatırımlar azalacak ve büyüme hızı düşecektir.

2.2. Dünyada Yaşanan Finansal Krizler

2.2.1. Latin Amerika'da Krizler

1980'li yılların başında, Latin Amerika ülkelerinde meydana gelen finansal krizler, esas itibari ile borç krizleridir. Özellikle Brezilya, Arjantin ve Meksika'da endüstrileşme ve altyapı çalışmalarında kullanılmak üzere alınan dış borçlar, ülkelerin geri ödemeyeceği kadar artmıştır. Genel olarak bakıldığında, borç krizine neden olan olayları tarihsel bir çerçevede içinde irdelemek mümkündür.

1973 Arap – İsrail Savaşında, İsrail ordularına destek veren ABD ve Hollanda'ya karşılık olarak, OPEC ülkeleri, ek olarak Mısır ve Suriye (OAPEC), bu ülkelere petrol ambargosu uygulamıştır. Ayrıca Aralık 1973'te Tahran'da toplanan konferansta, petrol fiyatları %130 oranında arttırılmıştır. Onu izleyen dönemde meydana gelen İran Devrimiyle, petrol fiyatları bir kere daha yükseltilmiştir. Tarihte petrol şoku veya petrol krizi diye adlandırılan bu kararın önemli sonuçlarından biri, Bretten-Woods sisteminin sonunu hazırlamasıdır, aynı zamanda petrol ihraç eden ülkelerde biriken fonların uluslararası sermayeye katılması, Latin Amerika krizinde de önemli rol oynayacaktır.

Petrol fiyatlarını aşırı yükseltmesi sonucu zenginleşen petrol ithal eden ülkeleri, nakit sıkıntısı çeken Latin Amerika ülkelerine, uluslararası bankalar aracılığı ile aşırı yatırım yapmışlardır. 1975'te, Amerika'da ve Avrupa'da faiz oranlarında görülen artış, borçların ödenmesini daha da güçleştirmiştir (Schaeffer, 1997:90). Dolar kurunun gerilemesi sonucu, Latin Amerika ülkelerine yerel para ile borç verilmemesiyle, alım gücü iyice düşen bu ülkelerin, 1981'de dünya ticaretinde meydana gelen daralmayla ihraç ürünlerinin ucuzlaması, borç krizini tetiklemiştir (Bernal, 1991:565-619).

1982 borç krizi, Latin Amerika tarihindeki en önemli krizdir. Bu süreçte enflasyon aşırı derece artmış, gelirler azalmış ve ekonomik büyüme gerilemiştir. Bu krizden dolayı bir çok ülke, ithal ikameci sanayileşme modelini bırakarak, IMF'nin desteklediği sanayileşme stratejisi olan neo-liberal stratejiyi benimsemişlerdir (Bernal, 1991:565-619). Ayrıca bu borç krizinin, Brezilya ve Arjantin'deki iktidarların yıkılmasına yol açan etmenlerden biri olduğu söylenmektedir.

2.2.1.1. Meksika Krizi

Meksika'da pezonun Aralık 1994'te devalüe edilmesinin etkisiyle ortaya çıkan krizdir. Bu krizin Güney Konisi⁸ üzerindeki etkisine, "Tekila Etkisi" denilmiştir.

Meksika, 1980'lere kadar, döviz kuru ABD dolarına sabit, enflasyonun orta düzeyde seyreden, konvertibilite üzerinde herhangi bir kısıtın bulunmadığı ve milli gelirin görece yüksek olduğu bir ekonomiye sahipti. Ancak 1970'lerde petrol fiyatlarındaki artış, ekonomik göstergelerde, özellikle milli gelir üzerinde, sapsmalara neden olmuştu. Artan petrol fiyatları yüzünden oluşan bütçe açıkları, dış borçlanma yoluyla kapatılmıştı. Aynı zamanda uygulanan genişletici para politikaları ve 1980'li yıllardan itibaren görülen yüksek enflasyon krizin tetikleyici unsurlarındandır (Dornbusch ve Werner, 1994:257). Şubat 1981 ve Ağustos 1982'de yapılan devalüasyonlar yurt dışına sermaye kaçışlarına neden olmuştur.

⁸ Güney Amerikanın Brezilya, Paraguay, Arjantin, Uruguay'ı içine alan kısmı

Ağustos 1982'de Meksika moratoryum ilan ederek borçlarını, ana para ve faizlerini, geri ödemeyeceğini açıklamıştır. Bu durum, petrol ihraç eden bir ülke olan Meksika'nın yaşayacağı ekonomik sıkıntıların ise henüz başlangıcıdır. 1985 yılına kadar sıkı para politikaları uygulanmış, bankalar devlet yönetimine geçmiş, ithalat kısıtlanmış ve bütçe açığı azaltılmaya çalışılmışsa da, düşen petrol fiyatlarının tetiklediği, 1986 yılında patlak veren ikinci kriz, politikaların yetersizliğine işaret etmektedir.

Bunun üzerine yeniden politika değişikliğine giden hükümet, para birimini tekrar devalüe ederek ithalat kısıtlamalarını azaltmış, imalat sanayi rekabete açılmış ve özelleştirilme yoluna gidilmiştir. Bu reformlar sürerken, enflasyonda ciddi bir artış yaşanarak, enflasyon üç haneli rakamlara ulaşmıştır (Krueger ve Tornell, 1999, 1-5).

1986'da IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde yeni düzenlemelere gidilmiştir. Dış borçlar yeniden yapılandırılmış, para ve maliye politikalarında sıkılaştırılmaya gidilmiş, döviz kuru tekrar devalüe edilmiş, ticaret serbestleştirilmiş ve özelleştirilme ciddi şekilde arttırılmıştır. Bu sırada yeniden yükselen petrol fiyatlarının da etkisiyle, Meksika büyüme sürecine girmiştir. Ancak yeniden yükselen enflasyon, ödemeler dengesinin fazla vermesiyle oluşan olumlu tabloya gölge düşürmüştür. Rakamsal olarak, Aralık 1985'te %63.75 olan enflasyon, Aralık 1987 yılında %159.17'ye ulaşmıştır.⁹ Meksika Merkez Bankasının pezoya destek vermeyişi, para biriminde aşırı değer kaybına neden olmuştur (Loser ve Kalter, 1992). Bu programın da ekonomik durumda fazla bir iyileştirme sağlamaması, 1988'de yeni bir programın yürürlüğe konmasını gerektirmiştir.

1987-1994 arası döneminde geçerli olacak yeni programın ilk ve temel amacı, enflasyon oranlarının düşürülmesidir. Programın dört ana unsuru vardır (Edwards, 1997:3):

- Ülke ekonomisinin uluslararası rekabete açılması
- Ciddi bir özelleştirme

⁹ Bank of Mexico, <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/estadisticas/graficas-de-coyuntura/inflacion/cpi--headline-core-and-non-co.html> 23.01.2013

- Belirlenmiş bir döviz kuru çapasına dayalı sıkı para ve maliye politikalarının uygunladığı bir istikrar programı

- Hükümet, özel sektör ve sendikaların anlaşmasıyla belirlenecek kur, ücret ve fiyat anlaşması.

Pacto (the Pact for Economic Solidarity) sözleşmesi olarak da bilinen son madde, programın temelini oluşturmaktadır (Edwards, 1997:3). Teoriye göre, dışa açık bir ekonomide ticarete konu olan malların yurt içi fiyatları, döviz kurları tarafından belirlenir. Döviz kurlarının kontrol edilmesiyle enflasyon üzerinde hakimiyet kurmak amaçlanmaktadır. Pacto anlaşmasına sadık kalınarak, asgari ücret, döviz kurları ve temel kamu sektör fiyatları (elektrik, gaz...vb) hükümet, özel sektör ve sendikalar ortak kararıyla belirlenmiştir (Krueger ve Tornell, 1999:6). 1989 yılında Meksika ekonomisi reel büyümeye geçmiş, 1990-1991 Körfez Krizinden kaynaklanan petrol fiyatlarındaki artış, büyümenin sürdürülmesini sağlamıştır.

1994 yılına gelindiğinde Meksika’da herhangi bir kriz beklentisi oluşmamıştır. Aksine 1993 yılı sonu NAFTA’ya girişin onaylanması sonucu yabancı sermaye girişlerinde artış beklentisi hakimdir. Ancak yurtiçindeki olumsuz politik gelişmeler bu beklentiyi boşa çıkarmıştır. Ocak ayında NAFTA’ya karşı Chiapas ayaklanmaları çıkmış, Mart ayında başkan adayı Colosio ve Eylül’de iktidar partisi genel sekreteri Ruiz Massieu suikastları işlenmiştir. Görevi Aralık 1994’te devrelan Ernesto Zedillo döneminde, peso değer kaybetmeye başlamış ve kriz patlamıştır. Bunda, oluşan güvensizlik ortamı sonucu yatırımcıların sermayelerini kaçırmalarının payı oldukça büyüktür. Aynı zamanda, özelleştirilen bir bankanın içinin boşaltıldığı ve yöneticilerin tutuklanması, dikkatleri bu konudaki diğer yolsuzluklar, finans çevrelerinde bankaların güvenilirliğini sorgulamaya başlatmıştır (Mishkin, 1996).

20 Aralık’ta döviz kurunda devalüasyona gidilmesi bile rezerv kaybını durduramamış, 22 Aralık 1994 tarihinde peso dalgalanmaya bırakılarak sabit kur sistemi terkedilmiştir.

Genel olarak bakıldığında, Meksika krizine sebep olan üç temel etmen görülmektedir. Politik istikrarsızlık ortamının yarattığı güvensiz sonucu yabancı sermaye çıkışları, para krizinin bir borç krizine dönüşmesi ve bankaların kredi sorunları.

Başta belirtildiği üzere, Meksika krizinin etkileri Meksika'yla sınırlı kalmamıştır. Özellikle Brezilya ve Arjantin, zarar gören Güney Konisi ülkelerindedir.

2.2.1.2. Arjantin Krizi

Arjantin, 1920'li yılların başında Dünya'nın en büyük on ekonomisi içinde iken, takip eden altmış yıl içinde sürekli gerileyen bir ekonomiye sahiptir. İkinci dünya savaşından sonra Arjantin'in önemli sorunlarından biri, kronik enflasyon artışlarıdır (Çiloğlu, 2002:3). Hükümet, bu sorunu çözmek amacıyla 1991 yılında IMF'nin desteği ile para kurulu¹⁰ uygulamasına geçmiştir. Mart 1991'de göreve gelen yeni ekonomi bakanı Domingo Cavallo, australi¹¹ dolara sabitlemiş ve konvertibl hale getirmiştir. Uygulamaya konan yeni planda endekslemeye son verilmiş, vergi denetimleri başlatılmış, KİT'ler ve bankalar özelleştirilmiş, finans sektöründe yeniden yapılandırmaya gidilmiştir. Bu uygulamalarla enflasyon kontrol altına alınmış, kamu açıkları kapatılmış ve %5 büyüme sağlanmıştır.

Arjantin bu uygulamaların kendisini Meksika krizinden koruyacağını düşünmüştür. Yeni kur politikasıyla, pezo ve doların birebir bağlantısı ayrılarak ve rezerv karşılığı olmasızın pezo arz edilemeyeceği yönünde bir izlenim oluşmuştur. Ancak yaşanan işsizlik artışları sonucu para kurulundan çıkılacağı inancı spekülörlerin Arjantin pezosuna karşı pozisyon almalarını sağlamış, büyük oranda sermaye kaçışları başlayarak devleti yeniden borçlanmaya itmiştir.

Sonuç olarak, bu uygulamalar Arjantin'e pahalıya patlamış, bankacılık sistemi 1994'te krize girmiştir (Özel, 2000:75). Devletin ekonomiye aşırı müdahalesi ve yüksek bütçe açığı ekonominin kötü yönde gidişatının başlıca sebeplerindedir. Arjantin ekonomisinin kötüye gitmesinin diğer bir sebebi, Merkez Bankasının oynadığı ikili roldür. Yeteri kadar rezervi olduğu halde sınırlı borç veren bir oyuncu

¹⁰ Para kurulu, döviz rezervi karşılığı sabit kur üzerinden para çıkaran bir kuruluş olarak tanımlanabilir. Yani, bir ülkenin para arzını döviz rezervlerinin tutarına bağlayan bir sistemdir. Bu sistemde ülkenin döviz rezervleri arttıkça para arzı artmakta, azaldıkça da azalmaktadır. Böylece merkez bankasının para arzını ve dolayısıyla faiz oranlarını belirleme işlevi de ortadan kalkmış olmaktadır.

¹¹ Austral planla yürürlüğe konan yeni para birimi. 1 USD=0.8 Austral ve 1 Austral = 1000 Pezo

olması ve pezo ile dolar arasında tam konvertibilitiyi sağlamasıdır (Caprio, 1996:626-627).

1990'lara güçlü bir ekonomiyle başlayan Arjantin, 2000'li yıllara işsizlik ve yoksulluk sorunlarıyla, müdahale yetkisi olmayan bir merkez bankasıyla girmiştir. 2001 yılının ortalarına doğru Arjantin'de ekonomi politikalarına duyulan güvensizlik, kredi değerlendirme kuruluşlarının Arjantin'in notunu düşürmesiyle doruğa ulaşmış, İpanyol bankalarının piyasalardan çekilmeye başlamasıyla ülkeden kaynak çıkışı oldukça hızlanmıştır. Ülke IMF ile anlaşmak istemiş ancak IMF'nin önerisi olan dalgalı kur sistemine geçmeyi reddettiği için, 13 milyon dolarlık kredisini kullanamamış ve %41 oranında devalüasyona gitmiştir (Yatırım Finansman, 2002:51).

2.2.1.3. Brezilya Krizi

Uzun yıllar yüksek enflasyon probleminin yaşandığı Brezilya'da ekonomik-politik dinamikler sorunun önemli bir kısmını teşkil eder. 20 yılı aşkın askeri diktatörlükle yönetilen ülke, 1980'lerin ilk yarısında demokrasiye geçmiş, 1982 yılında yaşanan borç krizinin hemen ardından yüksek enflasyon sorunu başlamıştır. Toplumsal yapı ve askeri sistemden kalan kurumsal yapı bu sorunu çözmekte başarılı olamamıştır (Yılmaz, 2001:17). Yürürlüğe konan planlardan hiç biri sonuç vermediğinden (1986 yılında Cruzado Planı, 1989 yılında Summer Planı, 1990 yılında Collor Planı ve 1994 yılında Real Planı) 1993-1994'te sorun daha da şiddetlenerek Brezilya hiper-enflasyon sürecine girmiştir.

1990-1994 döneminde kamu sektörünü yeniden yapılandıran, yoğun özelleştirmeye giden ve dış rekabete açılan Brezilya, aynı zamanda borçlarını ödemek için IMF ile görüşmelere başlamıştır. 1993 yılında devreye giren Real Planı sayesinde, enflasyon kontrol altına alınarak 1998'de %2'ye kadar düşürülmüş, %4 büyüme oranı yakalanmıştır (Ferrari-Filho ve Paula, 2003:4).

Real Planı, diğer Latin Amerika ülkelerindeki planlara benzer şekilde, mali ayarlamalar, parasal reformlar ve kuru çapa olarak kullanan politikalara dayanmaktadır. Bu plan uygulamaya başlandıktan sonra ülke yüksek faiz oranlarıyla ödemeler dengesinin ihtiyacından fazla yabancı sermaye çekerek rezervlerin

seviyesini yükseltirken, döviz kuru değerlenmiştir. Ticarete serbestleşmenin de etkisiyle ithalat artışlarıyla ticari dengede açık olmasına neden olmuştur (Ferrari-Filho ve Paula, 2003:4). Kısa dönemli sıcak para akışlarına aşırı bağımlılık, dış finansal kırılma eğilimi arttırmıştır.

1994-1995 yılında Meksika’da Tekila krizinin meydana gelmesi, Brezilya’da mini bir para krizine sebep olmuştur. Tekila etkisinin sonucu olarak, yabancı sermaye girişleri azalmış, düşen rezervler nedeniyle Real değer kaybetmiştir. Faiz oranları yükseltilerek yabancı sermaye yeniden çekilmeye çalışılmıştır. Ancak artan borçlar ve 1998 seçimleriyle bütçe açıklarının iyice artması yüzünden 1999’un başında Real dalgalanmaya bırakılmıştır.

2.2.2. Güneydoğu Asya Krizi

Uzak Doğu, gerek tarihsel gerek kültürel egzotikliği ile her zaman merakla incelenen bir bölge olma özelliğini korumuştur. Ekonomistler için de durum farklı değildir. Bu bölgede yer alan ülkelerin ekonomik büyümeleri/kalkınmaları, Uzak Doğu mucizesi adı altında, pek çok makaleye konu olmuştur.

Ekonomik tarihine kısaca göz atılacak olursa, Uzak Doğu ülkelerinden gelişmişlik sırasında başı çekenin Japonya olduğu görülür. 1997 petrol krizini, alternatif enerji kaynakları kullanarak atlatan Japonya¹², maliyetli olsa da enerji sektörüne bağımlılığını azaltarak üretimini arttırmayı başarmıştır. Mikrodevreler ve elektronik alanlarında yapılan yatırımlar, bilgisayar sanayi gibi yeni endüstri kolları yaratarak bilgiye dayalı bir büyüme süreci yaratmıştır.

Bölgedeki bir diğer önemli gelişme, ASEAN’ın kurulmasıdır. Güneydoğu Asya Uluslar Birliği’nin kısaltması olan ASEAN 1967’de Vietnam Savaşından kaynaklanan komünist genişlemeye karşı olarak Filipinler, Malezya, Tayland, Endonezya ve Singapur arasında kurulan uluslararası örgüttür. Sonradan eklenen üyeleri bulunmakla beraber, ASEAN-5 olarak bilinen bu ülkeler, Güneydoğu Asya krizinden en çok etkilenen ülkeler arasında yer almaktadır.

¹² 1971-1979 yılları arasında altı ayrı birim olarak kurulan Fukuşima Nükleer Santrali dünyadaki yirmi beş büyük santralden biridir. 11 Mart 2011’de depreminde üç birimi zarar görmüşse de, 2013 ve takibi yıllarda yeni birimler hayata geçirilecektir.

Asya Krizinin tetikleyicisi Tayland'ın parası Baht'ı 1997'de devalüe etmesi olsa da çeşitli yazarlarca krizin nedeni, Asya mucizesini gerçekleştiren büyümenin kendisidir (Stiglitz ve Furman, 1998:4). Krugman, gelişimin bir mucize ya da efsane olmadığını, maddi sermaye ve insan kaynakları olmak üzere faktör birikimine dayandığını, faktörlerin ve yüksek oranlı yatırım eğiliminin marjinal verimlilik ilkesi gereğince düşüşe geçeceğini açıklamıştır (Krugman, 1994:7).

Tayland'ın devalüasyon yapmasının ardından, "Genç Kaplanlar" olarak bilinen Malezya, Endonezya ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini koruyabilmek adına aynı yolu izlemişlerdir. Bu da domino etkisine yol açarak krizin yayılmasına sebep olmuştur.

Ancak elbette, krizi oluşturan tek bir etmeden söz etmek olanaksızdır. Tayland ekonomisi, sıcak parayla gittikçe şişen bir balona dönüşmüştür, aynı durum Endonezya ve Malezya için de geçerlidir. Bu ülkelerin kültürel özelliklerinden biri olan "Eş-Dost Kapitalizmi" sorunuyla durum daha da güçleşmiştir (Hughes, 1999:3-10). Süreçte kısa süreli sermaye akışı pahalıdır ve en kısa sürede kar getirmesine odaklanmıştır. Fonlar, gerekli kurumlara değil, iktidara yakın kişiler arasında paylaştırılmaktadır.

1990'lı yılların ortalarında Tayland, Endonezya ve Güney Kore'nin özel cari hesap açıkları çok açılmıştır. Kurların sabit tutulması, dış borçlanmayı teşvik etmekte, finans sektörünü ve kurumsal sektörleri aşırı derece kur riski altına sokmuştur. Bu dönemde durgunluktan çıkan Amerika (Alan Greenspan'ın yönetiminde olan) Merkez Bankası enflasyonu önlemek için faiz oranlarını yükseltmiştir. Sıcak para için Güneydoğu Asya'dan daha cazip hale gelen Amerika'da dolar değerlenmiştir. Asya ülkelerinin ihracatı pahalılaşıyor ve cari açıklar derinleşmiştir. Ayrıca bazı ekonomistler, ASEAN-5'in ihracatının düşmesini, Çin'in gelişen ihracatıyla da ilişkilendirirler. 1990'lı yıllarda yaptığı bir dizi reformun ardından Çin, özellikle diğer Asyalı ülkelerle rekabete başlamıştır.

Bir çok ekonomiste göre Asya Krizinin sebebi, piyasa psikolojisi veya teknolojiye yeni yenilikler değil, alacaklı-borçlu ilişkisindeki teşvikleri değiştiren politikalar. Büyük miktarda kredi alma imkanı ekonomik iklimi ısıtarak mülk fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Ancak fiyatlar nihayet dibe vurduğunda, kişi ve kurumlar borçlarını ödemeyiz duruma gelmişlerdi. Kredi verenler arasında

başlayan panik yayılarak yabancı yatırımcıların da paralarını çekmesine neden olmuştur, iflaslar başlamıştır, kur piyasası krize giren ülkelerin parasıyla dolmuştur. Bu ülkeler paralarının daha fazla değer kaybetmesini önlemek amacıyla yurtiçi faiz oranlarını aşırı düzeye çıkarmış ve döviz rezervleriyle piyasadan sabit kurdan kendi paralarını satın almışlardır. Bu politikaların hiç biri uzun sürede istikrar sağlayıcı olmadığı gibi, sağlıklı bir ekonomiye bile zarar verecek cinstendir. Sermaye çıkışının engellenemez olduğu anlaşılınca kur serbest bırakılmıştır (Balı ve Büyüksalvarcı, 2011:169). Kurların serbest bırakılması para birimlerinin hızla değer kaybederek döviz borçların yerel para biriminden olan karşılıklarının büyük oranda artarak iflasların, dolayısıyla krizin derinleşmesine sebep olmuştur.

Anı şokun muhtemel bir sebebi, Hong Kong'un el değiştirmesi olabilir. Hong Kong, 1839-1842 arasında olan afyon savaşlarının, 1842'de Nanking Anlaşması imzalanarak sona ermesiyle, yüz yıl süreyle İngiliz yönetimine geçmiştir. Bu sürenin bitiş tarihi, 1 Temmuz 1997, krizle aynı zamana denk düşmektedir.

Doğu Hindistan'da üretilen afyonun Çin'e sokulmasından rahatsız olan Çin, 1729 yılında afyon girişlerini yasaklamıştır. Yasağa rağmen ülkeye giren afyonların 1838 yılında denize dökülmesi, İngiltere ve Çin arasında afyon savaşının başlamasına neden olmuştur. Anlaşma sonucunda Çin, İngiltere'ye savaş tazminatı olarak 650 ton gümüş ve altı milyon dolar tazminat vermiş, Hong Kong ve civarındaki adaları doksan dokuz yıllığına İngiliz yönetimine bırakmıştır. İçlerinde Şanghai'nin (Shanghai) da bulunduğu bazı şehirler düşük gümrük tarifeleri ile Birleşik Krallığa açılmıştır (Immanuel, 1999:215-218). 1 Temmuz 1997'de Hong Kong'un yeniden Çin'in egemenliğine geçmesi yüzünden geleceğinin belirsizleşmesi, yatırımcıların Asya'dan çekilmesine sebep olmuş ve Tayland kötüleşen ekonomik koşullar nedeniyle Baht'ın değerini düşürmüştür.

2.2.3. Rusya Krizi

1991 yılının sonunda Sovyetler Birliğinin dağılmasının ardından Rusya'da demokratik yönetime geçiş ve serbest piyasa ekonomisine uyum sağlamaya yönelik hızlı bir süreç başlamıştır. Ruble'nin değeri piyasada belirlenirken, devlete ait işletmeler çoğunlukla özelleştirilmiştir. Uyum sürecinde uluslararası firma ve

kuruluşlardan büyük miktarda sıcak para akışı sağlayan Rusya, bu kredileri kamu açıklarını kapamak için harcamış, yatırım yönünden etkin kullanamayarak borç ödeyici bir çalışma yapmamıştır. Sosyalist düzenden kapitalist düzene geçiş, aşırı derece hızlı, kontrolsüz ve hukuki altyapıya dayandırılmadan yapıldığından, ekonomi üzerinde baskı yaratarak krize sebep olmuştur (Saraçoğlu, 1999:27).

17 Ağustos 1998’de Güneydoğu Asya krizinin etkilerinin uzantısı olan bu kriz “Ruble Krizi” olarak da bilinmektedir. Başta petrol, metal, kereste ve doğal gaz olmak üzere ekonomisi hammadde ihracatına dayanan bir ülke olan Rusya’nın, Güneydoğu Asya krizinden sonra emtia fiyatlarının dünya çapında düşmesi krizi oluşturan sebeplerden biridir.

Kamu açıkları, Sovyetler Birliğinin ardındaki Rusya’nın temel sorunlarından biridir. Vergi toplanamaması, askeri harcamaların büyüklüğü, eski rejimden kalan sosyal güvenlik sistemi ve kayıt dışı ekonomi, kamu açıklarına yol açmıştır (ASO, 1998:5). Rusya bu açıkları kısa vadeli, yüksek faizli fonlarla kapamaya çalışmıştır. IMF ve Dünya Bankasının onayladığı yardım pakediyle, kısa vadeli GKO¹³ fonlarını uzun vadeli Eurobond’a çevirerek reformların desteklenmesi piyasayı bir süre sakinleştirese de krizi engellememiştir. Kriz aynı zamanda siyasi bir çalkalanmaya yol açarak dönemin başbakanlığını yapan Yeltsin’i istifaya çağırmıştır.

Rusya Hükümeti, tutarlı ekonomik reformları gerçekleştiremediği için yatırımcıların güveni büyük ölçüde azalmıştır. Piyasa, bu yatırımcıların satışa çıkardıkları Ruble ve Rus tahvilleri ile dolmuş, Ruble üzerindeki baskı artmıştı. Merkez Bankası Ruble’yi koruma adına döviz rezervlerini harcayarak yatırımcıların güvenini iyice kaybetmiş, Ruble’nin değeri tekrar düşmüştür.

13 Ağustos 1998’de Rusya’nın hisse, bono ve döviz piyasaları çökmüştür. Ruble’nin devalüe edileceği ve iç borçların ödenemeyeceği korkusu hakimdir. 17 Ağustos 1998’te Rusya Hükümeti ve Merkez Bankası bir bildiri yayınlayarak 1 Ruble = 9.5 Dolar olacak şekilde devalüasyon gerçekleştirmiş, vadeli ve vadesiz döviz hesapları da dahil olmak üzere bankaların 90 gün için bazı ödemeleri yapmayacağını ilan etmiştir (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:182).

¹³ GKO: Rusça’da Gosudarstvennoye Kratkosrochnoye Obyazatyelstvo. Hükümetin piyasaya sürdüğü kısa-vadeli fonlar.

Rusya'nın krize girmesi şaşırtıcı olmasa da, toparlanması şaşırtıcı biçimde hızlı gerçekleşmiştir. Bunda 1999-2000 yıllarında yeniden artan petrol fiyatlarının ve gıda işletmesi gibi yerli sektörlerin, ithal gıda fiyatlarını oldukça arttıran devalüasyondan yararlanmış olmalarının payı büyüktür (Stiglitz, 2010:121). Ayrıca Rusya ekonomisi büyük ölçüde para harici araçların değiş-tokuşuna dayandığından, üreticiler krizden bankalara bağımlı olan ekonomilerde görülebileceğinden çok daha az etkilendiler. Ekonomiye akıtılan nakitle şirketler geriye dönük borçlarını ödemiş, tüketicilerin artan talebi sayesinde ekonomi canlanmıştır. İşçi alımlarının yeniden başlaması, kalkınma sürecinde hayati bir rol oynayarak ekonominin kısa sürede toparlanmasına yardım etmiştir.

2.3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ

Türkiye'de finansal serbestleşme süreci, küresel piyasalara entegrasyonun bir parçasıdır. Faizlerin serbest bırakılması, döviz kontrollerinin kaldırılması, milli paranın konvertibiliteye geçmesi, bu aşamada kritik unsurlar olmuştur. Türk işletme finansında küreselleşme, mali serbestleşmeyi, dış ticaretin küresel sistemle entegrasyonu ve sermaye akımlarının yoğunluğunun bir sonucu olarak birlikte değerlendirilir. Bu gelişmelerin sonucunda, finansal yapıda küresel kaynak kullanımda artış ve küresel yatırım stratejilerine yönelmeler artmıştır.

Türkiye, Bretton-Woods sisteminin içinde yer alan bir ülke olmakla beraber, Türkiye'de uygulanan sıkı kambiyo kontrolleri, bu sistemin bir çok yönünü Türkiye için geçersiz kılmıştır. Bu dönemde Türkiye'de yasal bir döviz piyasası henüz oluşturulmamıştır. Türk Lirası konvertibil değildir ve parite, merkez bankasının müdahaleleri ile değil, yasa ve yönetmelikler yolu ile sürdürülmeye çalışılmaktadır. Bretton-Woods sistemi yıkıldıktan sonra ise, Türk Lirası devalüe edilerek yeniden dolara bağlanmıştır (Seyidoğlu, 2001:561). Bu, eskiye göre daha esnek bir uygulama olup, her üç-dört ayda bir Türk Lirasının, Dolar kuruna göre ayarlanması yapılması gereken bir sistemdir ve yalnızca 1974-1981 yılları arasında geçerli olmuştur.

Türkiye Cumhuriyeti'nin ekonomik tarihi incelendiğinde, 24 Ocak 1980 kararlarının, Türkiye'de liberal dış ticarete geçilmek üzere önemli bir adım olduğu görülmektedir.

1 Mayıs 1981’de yeni bir uygulamaya geçilmiş, Merkez Bankası dolar ile birlikte, alım satım konusu olan bütün döviz fiyatlarını her gün yeniden belirleyip yayınlamaya başlamıştır. Günlük ayarlamaların amacı, Türk Lirasının gerçek değerini bulmasına yardımcı olmaktır.

Liberalizasyon konusunda bir diğer önemli adım, Türk Parasının değerini koruma kanunu hakkında 30 sayılı kararla atılmıştır. Bu kararla, Türkiye’deki yerleşik kişilerin, yanlarında döviz bulundurmaları, her türlü döviz alıp satmaları, bankalarda döviz cinsinden hesap açmaları serbest bırakılmıştır. Bu doğrultuda 1987 yılında, banka dışında bazı kurumlara (döviz müesseseleri, döviz büfeleri...) döviz alım satım yapma hakkı tanınmıştır.

1988 Ağustos ayında, Merkez Bankası bünyesinde döviz ve efektif borsaları açılmıştır. Bu borsalar, bankalar, özel finans kurumları, yetkili müesseseler ve Merkez Bankasının katılımıyla oluşur. Bu kuruluşlar arasında döviz kuru, arz ve talebe göre her gün yeniden belirlenir (Seyidoğlu, 2001:562).

Bütün bu gelişmelerin ardından, 22 Mart 1990’da Türkiye, IMF’ye başvurarak serbest döviz piyasasının kurulduğunu ilan etmiş ve Türk Lirasını konvertibil bir para olarak tescil ettirmiştir.

1989 yılı başlarında, Merkez Bankası bünyesinde, döviz karşılığı altın piyasası kurulmuştur. Amaç, kaçak altın ithalatının engellenmesidir. Bu gelişmeye kadar, ihtiyaç duyulan altının, konsinye olarak ithal edilip satılması yolu izlenmiştir. Altın piyasasının kurulması, 1995’te altın borsasının resmen kurulmasına önyak olmuştur. Ardından, altın ithalat-ihracatı serbest bırakılarak, Merkez Bankasının tekeli kaldırılmıştır (Seyidoğlu, 2001:562). Finansal serbestleşme sürecinde diğer önemli gelişmeler, kronolojik olarak aşağıdaki tabloda listelenmiştir.

Tablo 1: Türkiye’de Finansal Yapıdaki Gelişmelerin Kronolojisi:

Yıl	Uygulama
1980	24 Ocak kararları
1980	Vadeli mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılması
1980	“Bankerler” sermaye piyasası kanunu
1982	Sermaye piyasasının kuruluşu
1984	Gelir ortaklığı senetlerinin piyasaya çıkışı
1984	Özel finans kurumları faaliyetleri
1985	Leasing şirketlerinin kurulmasına izin verilmesi
1985	Devlet tahvillerinin satışına başlanması
1986	Banka bonoları ve banka garantili bonolar
1986	Finansman bonolarının piyasaya çıkışı
1986	Bankacılıkta tek düzen hesap planına geçiş
1986	İMKB faaliyetlerinin başlaması
1987	Açık piyasa işlemlerinin başlaması
1988	Bankalar arası TL Piyasasında merkez bankasının işlemlerinin başlaması
1988	Döviz ve efektif piyasalarının kuruluşu
1988	Faiz oranlarının piyasada belirlenmesi
1989	Altın piyasası işlemlerinin başlatılması
1990	Konvertibiliteye geçiş
1994	Tek düzen hesap planına geçiş
1994	Altın borsasının kurulması
1994	Özelleştirme idaresinin kuruluşu
2001	Serbest dalgalı kur politikasına geçiş
2002	Muhasebe standartları kurulunun faaliyete başlaması
2005	İzmir Vadeli İşlemler Borsasının faaliyete başlaması
2005	Katılım bankacılığının başlaması

Kaynak: Yıldırım, 2010:74

Türk Lirasının yeni ve sağlam bir para olması, ekonomideki olumlu gelişmelere bağlıdır. Enflasyon oranının düşüklüğü, sanayi de verimlilik, teknolojik ilerleme hızı, ödemeler dengesinin denklığı gibi faktörlere bağlı olarak, Türk Lirasına iç ve dış piyasalarda duyulan güven de değişmektedir. Güvenin artması Türk Lirasını konvertibl duruma getirecektir. Kambiyo rejiminin liberalleşmesi sonucu Türkiye’de yabancı mali sermaye giriş ve çıkışları üzerindeki kısıtlamalar da kalkmıştır. Özellikle BIST’de hisse senetlerine yönelik yurt dışında çok sayıda yatırım fonu kurulmuştur. Yabancı fonlardaki bu sermayenin, ülke içinde yaşanan gelişmeler nedeniyle toplu olarak ana vatanlarına kaçmaları yeni bir istikrarsız konusudur.

2.4. TÜRKİYE’DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

Türk iktisat tarihi, gerek iç gerek dış dinamiklerden dolayı sayısız krizle doludur. 1990’dan sonra yaşanan krizler (1994, 1999 ve 2001 krizleri) bu tarihten önceki krizlerden farklı karakterlerde olup, iktisadi yazın tarihinde “ikinci kuşak para krizleri” olarak adlandırılırlar (Çakmak, 2007:83).

2001 öncesi krizlerde, bütçe açıklarının Merkez Bankası tarafından basılan parayla kapatılması ve döviz rezervlerinde beklenen azalmanın gerçekleşmemesi, 2001 krizini birinci nesil kriz statüsünden çıkarmaktadır. Ulusal paraya ani saldırının olması, iç ve dış şoklarla ekonomiyi krize götüren şokların varlığı, bu krizin ikinci nesil krizlerin içinde değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Her üç krizde de, net dış sermaye girişlerinde azalma ve çıkışlarından artış, Türk Lirasının aşırı değerlendiği ve yüksek faiz oranlarının yabancı sermayeyi çektiği görülmektedir. Bu bölümde 1994, 1998 ve 2001 krizleri incelenecektir.

2.4.1. 1994 Finansal Krizi

Türkiye’de ilk finansal kriz, 1994 yılında yaşanmıştır. Kimi iktisatçılara göre bu kriz, mini bir Güneydoğu Asya krizidir. Krizi tetikleyen faktör, 1993 yılı sonlarına doğru bozulan ekonomiden dolayı, rating kuruluşu Moody’nin Türkiye’ye düşük not vermesi olup, büyük bir dolara hücum hareketini başlatmıştır.

Türkiye ekonomisi, 1980 sonrası yaşadığı hızlı değişimlere paralel olarak çeşitli sorunlarla karşılaşmıştır. Artan kamu kesimi açıkları, yetersiz vergi gelirleri, iç ve dış borçlanmada hızlı artışlar ve döviz rezervlerinde azalma, bunlardan bazılarıdır. Kamu kesimi borçlarının GSMH’da payı artmış, açığın finansmanında yine borçlanma yolu izlenildiğinden, anapara ve faiz ödemeleri katlanarak yükselmiştir. 1994 yılında ortaya çıkan dış borç baskısı, borç finansmanını içe yönelterek, sürece bir de dış borçların iç borçlara dönüşmesini eklemiştir. İç borç ödemeleri vergi gelirlerini aşmıştır. Bu dönemde kamu otoriteleri, enflasyonu belirli bir düzeyde tutabilmek amacıyla, para arzındaki artışları dövizlerle emme politikası izlediklerinden, döviz arzında artış meydana gelmiş, yabancı para bu nedenle değer kaybetmiştir. 1993 yılı sonunda, Türk Lirası yabancı paralar karşısında değer kazanınca, ödemeler dengesi ithalat lehine değişmiştir. Yüksek faiz oranları, değerli Türk Lirası ortamında, kamu açıklarının kısa vadeli sermaye girişleriyle finansmanının uzun dönemde sürdürülebilirliğini zorlaştırmıştır. Siyasi iktidarın döviz sıkıntısını yok sayarak yeni bir istikrar programını devreye sokmakta geciktirmesi, 1994 krizinin oluşmasına zemin hazırlamıştır (Parasız, 2006:61).

1990’lı yıllarda, Dünya’da yaşanan durgunluğa paralel olarak dünya borsalarındaki gerileme ve durgunluğun aksine BIST’deki yükseliş eğilimi, uluslararası fonların Türkiye’ye çekilmesi açısından önemli bir araç olmakla birlikte dövize hücumu engellememiştir. Döviz fiyatlarının kontrolden çıkmasının ardından, ekonomiyi istikrara kavuşturmak ve enflasyonu düşürmek amacıyla, 5 Nisan istikrar programı devreye sokulmuş, ardından IMF ile 14 aylık bir stand-by anlaşması imzalanmıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2004:379).

Genel olarak, ekonomik istikrarın sağlanmasında iki farklı politika izlenilebilir; aşamalı ya da şok stratejiler. Aşamalı yöntemde enflasyon, her dönem yavaş yavaş düşürülür. Şok stratejisinde ise ekonomi önce bir süre donuklaşır, ardından hızlı bir biçimde tepki vererek kendini toparlar. Şok stratejisinin uygulanabilmesi için bazı ön şartlar bulunmaktadır (Parasız, 2006:65):

- Şoktan sonra izlenecek olan politikanın kredibilitesi ve inandırıcılığı yüksek olmalıdır.
- Kamusal mal ve hizmet fiyatlarında ani bir artış yaratılmadığıdır.

- Kamu harcamalarında kısıtlamaların ve vergide artışların kısa zamanda uygulanmaya konması gerekmektedir.
- Disiplinli bir şekilde hareket etmek gerekmektedir. Kamu otoritelerinin koyacağı kurallara ve takvime uyulmalıdır.

Şok politikasının başarısız olması durumunda fiyat artışları katlanarak hızlanacak, başarılı olması durumunda ise enflasyon oranı önce yükselecek, ardından hızla düşmeye başlayacaktır.

Aşamalı stratejilerde, istikrarın sağlanması ve enflasyonun düşürülmesi zamana yayılır. Nihai amaca ulaşmak için ara amaçlar belirlenerek, uzun vadeli bir planlama yapılır.

5 Nisan programı, iki temel hedefi olan enflasyonu düşürmek ve istikrarı sağlamak özellikleri dışında, güçlü ekonomik reformlar da içermektedir. İçeriği sebebiyle bir şok stratejisi olup, ekonomide kısa süreli stagflasyon yaratmıştır. Alınan önlemler şu şekilde sıralanabilir (Karluk, 2005:414-415):

- Türk Lirası %39 oranında değer kaybetmiştir.
- Hazine bonusu, tahvil ve repo gelirlerinden alınan gelir vergileri kaldırılmıştır.
- Varlığa dayalı menkul kıymet ve döviz hesaplarına %22 oranında disponibiliteler¹⁴ uygulaması gelmiştir.
- Önce çok yüksek faiz oranları uygulanıp daha sonra düşürülerek hazine borçlanması cazip hale getirilmeye çalışılmıştır.
- Bankaların uygulayacakları faiz oranını merkez bankasına bildirme zorunluluğu kaldırılmıştır.
- Kamu gelirlerini arttırabilmek için ek vergiler getirilmiş, ayrıca vergi borcu bulunanlar teşhir edilmeye başlanmıştır.

¹⁴ Mevduat kabul eden bankaların taahhütlerine karşılık olarak nakit veya kolaylıkla nakde çevrilebilir, diğer bir ifadeyle likiditesi yüksek değerler bulundurma zorunluluğu olarak ifade edilmektedir. Bankalardaki mevduat ile bu mevduata karşılık bulundurma zorunda oldukları nakde çevrilebilecek değerler arasındaki ilişkiyi ifade eden disponibiliteler oranı piyasanın likiditesini etkileyen bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır.

- Bütçe kısıtlamaları uygulanmaya başlanmış, ücret artışları enflasyonun altında kalması de dahil kamu harcamaları azaltılmaya başlanmıştır.
- Aylık olarak uygulanan vergi iadesi sistemi, yıllığa çevrilmiştir.
- Serbest döviz kuru uygulamasına geçilmiştir.
- KİT ve TEKEL ürünlerine (%50-%100) rekor oranında zam yapılmıştır.
- Akaryakıt üzerinden alınan kesintilerin oranı arttırılmıştır.
- Kamu kuruluşlarına ait birikimlerin Merkez Bankası veya Ziraat Bankasında tutulma zorunluluğu getirilmiştir.
- Merkez Bankasının hazineye verdiği avanslara sınırlandırma getirilmiştir.
- Bankaların karşılık oranları arttırılarak hazineye kaynak akışı amaçlanmıştır.

5 Nisan kararlarının kapsamı genel olarak incelendiğinde, topluma ağır sonuçlar getireceği açıktır. Kur ve faiz oranları ile ilgili düzenlemelere ağırlık verilmişken, ücrete ilişkin politikalar konu dışı bırakılmıştır. Programın başarıya ulaştığını söylemek güçtür. Öncelik enflasyon hedeflemesiyken, bütçe açıklarındaki artış ve dış ticaret dengesini sağlamaya yönelik kur avantajının ortadan kalkmasıyla enflasyon beklentisi artmıştır (Parasız, 2001:404-409). Şok programlarında olması gereken güvenilirlik, kur ve faizdeki yükseliş dolayısıyla artan kamu borçları yüzünden sağlanamamıştır. Ortaya çıkan talepteki daralma ve elde kalan arz stokları, stagflasyonu tetiklemiştir. 1985'ten beri IMF'den destek görmeyen Türkiye, 1994'te yeniden IMF yardımı almıştır. Bankacılık sektörü krizden etkilenen en büyük sektör olmuştur. İstikrar pakedi, sonuçları itibari ile başarılı olamadığı gibi, bu gibi iktisadi programlara olan güveni de zedelemiştir.

2.4.2. 1998 Ekonomik Krizi

1998 krizi, Asya Krizi'nin Türkiye üzerinde etkilerinin bir sonucu olup, 1998'in ikinci yarısında resesyon sürecini beraberinde getirmiştir. Bunda, 1980 sonrası ekonomik serbestleşme sürecinin etkileri ve Avrupa Birliğinin kurulmasıyla hız kazanan gümrük birliği hareketinin de önemli payı bulunmaktadır.

Asya Krizinin diğer ülkelerle beraber Türkiye'yi de etkilediği konuların başında talep daralması gelmektedir. Büyüme oranları üzerinde olumsuz etkisi, üretim ile yatırım alanında hacimlerin ve eğilimin düşmesine neden olmuştur. Bu dönemde aynı zamanda yabancı sermayenin ülkeden çekildiği görülmektedir. Buna karşın döviz rezervleri üzerinde etkisi görülmemektedir. 1997-1999 yıllarına ait ilgili veriler tablo 2'dedir.

Tablo 2: TCMB Döviz Rezervleri, Sermaye Hareketleri, TEFE ve TÜFE

Yıl	Döviz Rezervi (Milyon \$)	KVSH	TEFE	TÜFE
1997	18 609	-7	91%	99.10%
1998	19 718	1 313	54.30%	6.70%
1999	23 177	1 024	62.90%	68.80%

Kaynak: Merkez Bankası veri tabanından yararlanılarak oluşturulmuştur.

TEFE ve TÜFE değerleri TÜİK'ten alınmıştır. (1987 Taban Yılı)

1998 krizinin nedenlerini sadece dış dünyada olan gelişmelere bağlamak doğru değildir. 1997-1999 süreci Türkiye'de siyasi çalkantıların yaşandığı bir dönemdir. 28 Şubat 1997'de yapılan darbenin ardından kurulan Bülent Ecevit-Mesut Yılmaz hükümetinin izlediği anti-enflasyonist politikalarla enflasyon bir süre için düşürülebilmıştır. 1998 Kasım ayında Türk Ticaret Bankasının özelleştirilmesine karışan yolsuzluk suçlamaları nedeniyle hükümet bir kere daha düşerek yeni bir güvensizlik ortamı oluşturmuştur.

Ardından terör örgütü lideri Abdullah Öcalan'ın yakalanması sonucu rekor yükselişe geçen BİST'in yarattığı olumlu hava, 17 Ağustos 1999 depremiyle sona ermiştir. DPT'nin hazırladığı rapora göre bu depremin ekonomik ve sosyal maliyeti 10 milyon civarındadır. Bütün bu gelişmeler üst üste konduğunda 2000'li yıllara yeni bir ekonomik krizle girilmesi şaşırtıcı olmamıştır.

2.4.3. Kasım 2000 - Şubat 2001 Ekonomik Krizleri

22 Kasım-5 Aralık 2000 ve 19-23 Şubat 2001 tarihleri arasında yaşanan krizler, kısaca Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri olarak anılmaktadır. Bu krizlere ortam hazırlayan kriterler, aşağıdaki gibi özetlenebilir (Keyder, 2001:38):

- Türk Lirasının aşırı değerlenmesi
- Mali sektörün yeterli sermayeye sahip olmayışı
- Banka, reel sektör ve kamu sektöründeki açık pozisyonlar
- Cari işlemler açığı
- Mali sektörün yetersizliğinden kaynaklanan kur ve faiz riski

Kriz ortamını hazırlayan bu maddeler yeni birer sorun değildir. 1980'lerden beri var olan ve çeşitli çözümler üretilen, ancak hiç birinin içsel veya dışsal sorunlar yüzünden uygulamaya geçememesi, 2000'lere girerken yeni bir istikrar programının devreye girmesine neden olmuştur.

1994 döneminde, döviz kurunun çok fazla yükselmesi, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile istikrara kavuşturulmaya çalışılmıştır. Faiz oranı piyasada belirlenirken, borçlanma ihtiyacı iç piyasadaki alınan borçlarla karşılanarak faiz oranlarının yükselmesine sebep olmuştur. 1999 yılına gelindiğinde, iç borçlanmalar yüzünden reel faiz yükü aşırı artmış, iç piyasadaki uzun vadeli borçlanmalar neredeyse imkansız hale gelmiştir (Togay, 2001:80-82).

Türkiye 2000'li yıllara giderken, cari işlemler hesabında fazla sorun olmamasına rağmen, enflasyon, kamu iç borçlanmaları ve bankacılık sektöründe sorunlar hala çözümsüz durumdadır. Aralık 1999'da IMF ile yapılan üç yıllık plan, enflasyonu düşürme hedefli olup sıkı maliye politikalarıyla birlikte uygulanmaya başlanmıştır. Döviz kurunun enflasyondan etkilendiği ülkelerde, döviz kuruna bağlı olarak oluşturulan istikrar programlarının başarısı, kredibilite ile yakından alakalıdır. Bu nedenle IMF desteği, sıkı maliye politikaları ve yapısal reformlarla desteklenmesi, programın en önemli gerekliliklerindedir (Celasun, 2002:15). Uygulamaya konan "Enflasyonu Düşürme Programının" üç yıl süreyle yürürlükte kalması kararlaştırılmıştır.

Eflasyon alışkanlığını tünden kırmayı hedefleyen bu programın ana hatları şu şekildedir (Erçel, 1999:4):

- Sıkı bir maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması
- Enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası
- İlk iki maddenin, enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için, enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikası uygulaması.

Program süresince, döviz kuru politikası iki farklı dönemde, iki farklı kur rejimi altında şekillendirilmiştir. 2000 Ocak-2001 Haziran dönemini kapsayan ilk 18 aylık sürede, “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti”, takip eden dönemde ise “kademeli olarak genişleyen band” çerçevesinde yürütülmüştür. Kur sepeti¹⁵, 1 ABD Doları + 0.77 EURO olarak devam ettirilmiştir.

İkinci dönemde, genişleyen band sisteminde, kurlar 1 Temmuz 2001’den 31 Aralık 2001’e kadar kademeli olarak yüzde 7.5’e, 30 Haziran 2002’ye kadar yüzde 15’e ve 31 Aralık 2002’ye kadar yüzde 22.5’e yükseltilmiştir. “Band” uygulamasında, kurun “band”ın içindeki hareketlerine Merkez Bankası’nın hiç bir müdahalesi olmamıştır. Kurların belirlenmesindeki amaç, döviz kuruna ilişkin belirsizliği ortadan kaldırarak, enflasyonist beklentinin kırılmasıdır.

Döviz kuru sisteminden beklenen diğer bir olumlu sonuç, sermaye girişini hızlandırmasıdır. Zira döviz kurunun önceden belirlenmesi, risk üzerinde düşürücü etki yaparak sermaye girişlerini arttıracaktır. Sermaye artışı faiz oranlarını düşüreceğinden, reel sektörü olumlu yönde etkileyerek ülkede büyüme yaratacağı beklenmektedir.

¹⁵ Döviz sepeti de denir. Bir ülkenin parasının, birden fazla ülke parasına karşı değerini gösteren bir ölçüm biçimidir. Bu sepet en az iki para biriminden oluşturulur. Şu şekilde hesaplanır;

1 Dolar= 1.8250 TL ve 1 Avro = 2.5270 TL
1 Dolar + 1 Avro = 4.3520 TL
4.3520 / 2 = 2.1760 TL → Avro – Dolar Sepeti

Para politikaları incelendiğinde, Merkez Bankasının net iç varlıklarına sınırlama getirildiği görülür. Net iç varlık¹⁶ sınırı 1.2 katrilyon Türk Lirası olarak belirlenmiş ve net iç varlıkların, döviz girişi oranında artırılması kararlaştırılmıştır. Böylece ekonomideki likiditenin döviz karşılığı yaratılması ilkesi benimsenmiştir. Ayrıca bankanın kısa vadeli faizler üzerindeki etkisi de sınırlandırılmıştır (TCMB, 2001:1).

Programda bir takım yapısal reformlardan da söz edilmektedir. Bunlar arasında öne çıkanlar, kamu yönetiminde şeffaflık, vergilendirmede reformlar, sosyal güvenlik ve tarımsal desteklemede yapılacak değişiklikler, sermaye piyasasıyla bankacılık sisteminde yeni denetleme prosedürleri ve özelleştirmelerdir. Bütün iyimser öngörülere rağmen, daha uygulanmaya koymadan eleştirilmeye başlanan programın başarısı tartışmaya açıktır.

Programın uygulanmaya başlanmasıyla faiz oranlarında gerileme yaşanmıştır. %103 seviyelerinde olan devlet borçlanma senetlerinin birleşik faiz oranları, 2000 Kasım krizinden önce %40'lara kadar gerilemiştir. Bu düşüşteki en önemli etmen, uygulanan döviz kuru çıpasıdır. Düşük faizle dış borçlanma imkanı, faiz oranlarının düzenlenmesinde etkili olmuştur.

Ana hedef olan enflasyon oranlarının düşürülmesi gerçekleştirilmişse de, hedefe ulaşılamamıştır. Enflasyon oranları ve döviz kurlarının dengede götürülememesi, Türk Lirasının aşırı değer kazanmasına yol açarak ithalatı arttırmış, ihracatın ise önünü tıkamıştır. Bu da ödemeler bilançosuna yansiyarak 1999 yılında 1.4 milyon dolar açık veren cari işlemler dengesinin, 9.8 milyon dolara ulaşmasına neden olmuştur. Bu rakam GSMH'nin %5.1'idir. 2000 yılında cari işlemler açığı %622 oranında artış göstermiştir (TCMB, 2001:3).

Cari işlemlerde açıklar, hedeflenen özelleşme ve yapısal reformların uygulanmasına da sekte vurmuştur. IMF'nin Ekim ayında vermesi beklenen krediyi ertelemesi, iç piyasalarda tedirginliğe neden olmuştur. Bu dönemde yaşanan Arjantin krizi de Türkiye'ye giren sermayenin yavaşlamasında etkilidir. Sermaye akışında duraklama, faiz oranlarını arttırarak bankaların mali dengesini bozmuştur. Devalüasyon beklentisinde bulunan bankalar döviz talebine girmişlerdir. Piyasalarda

¹⁶ Net İç Varlık kalemi, bu planda, "kamu sektörüne açılan nakit krediler (net)", "fon hesapları", "banka dışı kesimin mevduatı", "bankalara açılan nakit krediler", "açık piyasa işlemleri", "değerleme hesabı", "IMF acil yardım takip hesabı" ve "diğer" kalemlerin toplamından oluşmaktadır.

likitide sıkıntısı başlamıştır. Bu da faiz oranlarında patlama meydana getirmiştir. 22 Kasım'da, bankalar arası piyasalarda ortalama gecelik faiz oranları %210 seviyesine kadar yükselmiştir. Sonuçta Merkez Bankası piyasaya müdahale ederek piyasaya döviz sürmüştür (Acar ve diğerleri, 2001:103).

Bütün bu olanlar incelendiğinde, 2000 Kasım krizine neden olan temel etmenin, finansal piyasalardaki büyük ve ani sermaye çıkışları olduğu söylenebilir. Bu durum para krizine dönüşerek paniğe neden olmuş ve BIST'e yansiyarak borsanın neredeyse %50 düşmesine neden olmuştur.

Kasım ayında başlayan kriz, uygulanan döviz kuru politikasının yetersizliğine işaret etmiştir. Başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin finansal yapısına büyük zararlar vermiştir. Yaşanan bu güvensizlik ortamına 19 Şubat 2001'de siyasal tartışma da eklenince, "Anayasa krizi" olarak da bilinen döviz krizi başlamıştır. Kasım ayında yabancı saldırılara maruz kalan döviz talebine yurtiçinden de yüklenilmesiyle, döviz talebinde aşırı artış meydana gelmiştir. Merkez Bankası da rezervlerini eritmek pahasına piyasaya müdahale etmiş, bu nedenle rezervlerinde yaklaşık 5.5 milyar dolarlık bir azalma meydana gelmiştir. Aynı zamanda, likiditeyi kısma çabası faiz oranlarında muazzam bir artış meydana getirerek gecelik faizlerin %7000 seviyesine kadar yükselmesine neden olmuştur. Yine de döviz talebinde herhangi bir gerileme yaşanmamıştır. Bütün bu gelişmelerden sonra döviz kuru serbest bırakılmıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2001:13).

Kasım kriziyle zor bir döneme giren Türkiye'nin, Şubat krizinin ardından yaşadığı toplam kaybının 25 milyon dolar olduğu tahmin edilmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2001:13). Krizin ortaya çıkmasında IMF politikaları ve yerel ekonomik hedefler büyük ölçüde eleştirilerek sorumlu tutulmuştur.

Krize yol açan en büyük faktörün ne olduğu konusunda iktisatçılar görüş birliği içinde değildir. Oluşan krizin bir likidite krizi olduğu ve nedeninin bankalarda uygulanan yeni düzeltmelerin çok hızlı bir biçimde hayata geçirilmesi olduğunu ileri süren iktisatçılar bulunmaktadır.

Krizde IMF'nin rolünün büyük olduğunu öne süren bir grup iktisatçı, IMF zoruyla dayatılan yanlış ekonomi politikalarının, yanlış zamanda uygulanmaya konduğunu ve yine IMF zoruyla yanlış zamanda kesildiğini savunarak suçun büyük kısmını IMF'ye yüklemektedir. Bu görüşün öncüleri olan iktisatçılar, Merkez

Bankasının piyasaya likidite akıtmaya devam ettiği takdirde krizin bu kadar derinleşmeyeceğini savunmaktadır.

Nihayetinde, hükümetin uyguladığı döviz politikasının tamamen kusurlu olduğu ve yapısal reformların gerçekleştirilmesinde geç kalındığı yönünde görüşler bulunmaktadır. Ülkemizdeki tekelci eğilim nedeniyle oluşan eksik rekabet koşulları, fiyat artışları yaratmakta ve ihracatın önünü kesmektedir.

Nedeni ne olursa olsun kriz, Türkiye ekonomisine ciddi ölçüde zarar vermiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş programıyla, IMF rehberliğinde serbest kur sistemine geçilmiş, Ağustos 2000'de BDDK kurularak bankacılık alanında yeni düzenlemelere gidilmiştir.

Krizlerin analizinde kullanılması gereken yöntemler, temel ve teknik analizlerdir. Teknik analize ilişkin detaylar, izlenen bölümde açıklanacaktır. Teknik analizde en önemli kavram, trend kavramıdır. Bu nedenle üçüncü bölüme, trendin tanımlanmasıyla başlanmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2007-2009 KÜRESEL KRİZİ VE FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ

Tanım olarak piyasa, alıcı ve satıcıların bir araya geldiği herhangi bir ortama verilen isimdir. Finansal piyasalar, finansal sistemin bir parçası olarak fon arz edenlere getiri, fon talep edenlere ise sermaye sağlanan piyasalardır. Finansal piyasaları çeşitli başlıklar altında sınıflandırmak mümkündür.

Kullanım sürelerine göre, para piyasaları ve sermaye piyasaları olarak, kullanılan araçlara göre para piyasası, menkul değerler piyasası, gayrimenkul piyasası, kambiyo piyasası ve kıymetli madenler piyasası, pazar yerlerine göre, organize ve serbest finansal piyasalar, işlemlerine göre birincil ve ikincil piyasalar, teslim şekillerine göre spot ve vadeli piyasalar olarak sınıflandırılabilirler (Akkaya ve Taner, 2009:5).

Bu çalışmada finansal piyasalar ele alınacaktır. Finansal piyasalar, temel analiz ve teknik analiz yöntemleri ile incelenebilir. Bu iki yöntemin birlikte kullanılması, en ideal analiz biçimidir. Literatürde, temel analiz yöntemleri ile ilgili pek çok çalışma bulunmaktadır. Bu nedenle temel analiz, yalnızca uygulamada yer alacaktır. Teknik analiz yöntemlerinin incelenmesi ve uygulanması ise, bu bölümün ana konusunu oluşturmaktadır.

Teknik analizde bilinmesi gereken en önemli kavram, trend kavramıdır. Çalışmada önce trendler ve özellikleri incelenmiş, ardından trendleri oluşturan teorilerden bahsedilmiştir.

3.1. UZUN DÖNEMLİ DALGALANMALAR (TRENDLER)

Trendin tam tanımı, çalışmanın başında konjonktür teorilerinde yapılmıştır. Tekrarlanırsa, bir zaman serisinin uzun dönemde belirli bir yöne doğru gösterdiği ana eğilime “trend” ya da “uzun dönem eğilimi” adı verilir (Güven, 1973:10). Trendler kısaca piyasanın gittiği yön olarak özetlenebilir. Trendsel hareket sırasında fiyat grafikleri destek¹⁷ ve direnç¹⁸ seviyelerinden sapmamaktadır. Her trend, kendisinden önce gelen, daha büyük bir trendin parçası olmaktadır. Orta trend, ana trendin bir

¹⁷ Destek: Düşen fiyatın belli bir düzeyin altına inmemesidir.

¹⁸ Direnç: Yükselen fiyatın belli bir seviyenin üzerine çıkmamasıdır.

düzeltilmesi olup, bu düzeltme, daha kısa vadeli tepe ve dip noktalarının yarattığı dalgalanmalardan oluşabilir.

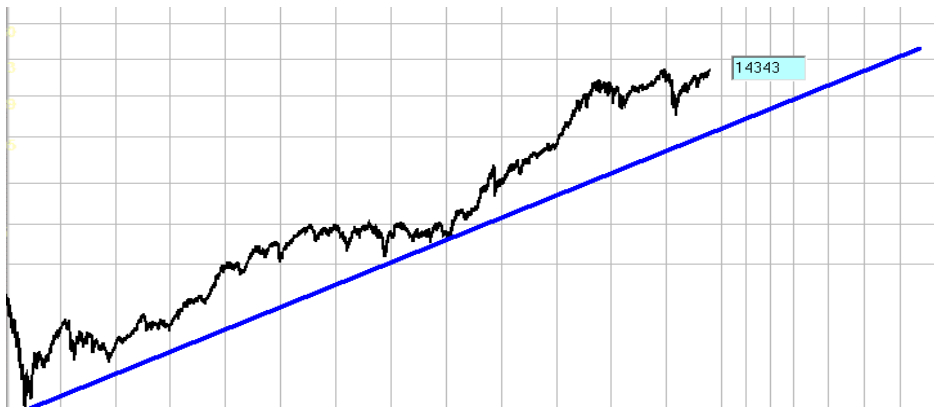
3.1.1. Trendlerin Sınıflandırılması

Trendleri zamana göre, ana trend, orta trend ve kısa trend olarak sınıflandırmak mümkündür. Gerçekte, çok kısa vadeli olarak dakikalardan veya çok uzun vadeli olarak 50-100 yılı bulabilen sonsuz sayıda trend bulunmaktadır. Zamana göre sınıflandırma, teknik analiziye göre farklılık gösterebilir. Örneğin, Dow teorisinde, ana trend bir yıldan uzun süre etkili olan trend, orta trend üç haftadan başlayıp birkaç aya uzanan trend ve kısa trend, iki üç hafta süren trend olarak tanımlanmaktadır (Kabakçı, 2009:62).

Trendler yönlerine göre de sınıflandırılırlar. Talebin arza göre fazla olduğu dönemlerde, fiyatlar yükselme eğilimindedir, bu nedenle piyasada yükselen bir trend mevcuttur. Bu tür piyasalara boğa (bull) piyasası denmektedir. Fiyatların azalma eğiliminde olduğu, alçalan trend ise ayı (bear) piyasasını ifade etmektedir. Arz ve talebin dengede olduğu dönemlerde yatay trendler görülür (Kabakçı, 2009:64).

Yükselen trend, alıcıların hakim olduğu piyasalara işaret etmektedir, bu nedenle, talep baskısını belirleyebilmek adına, fiyat grafiklerinin dip noktaları birleştirilir.

Şekil 7: Yükselen Trend

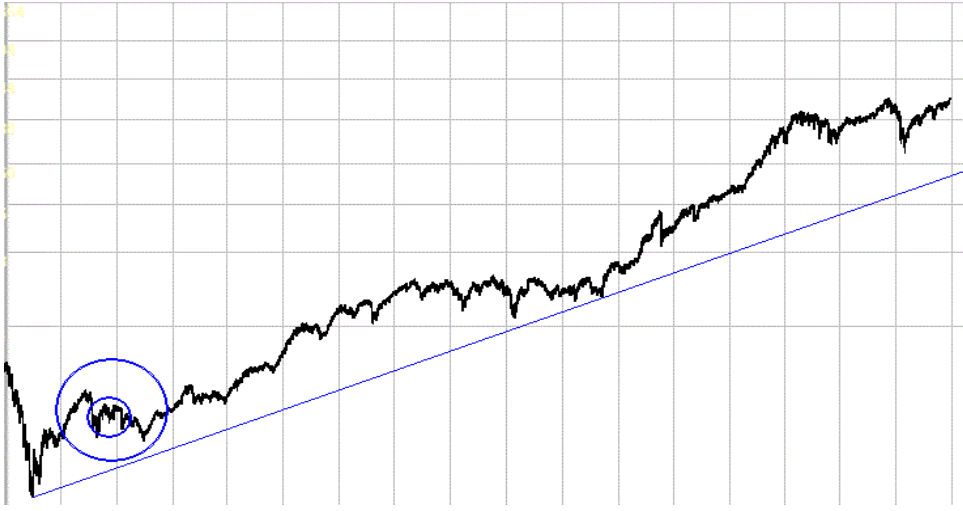


Kaynak: Grafik, 1928-2013 Dow Jones endeksi aylık fiyatlarının, logaritması alınarak

oluşturulmuştur. Veriler yahoo.finanstan alınmıştır.

Aynı prensiple, alçalan trend, satıcıların hakim olduğu piyasalarda oluşacağından, baskının takip edilebilmesi için tepe noktaları birleştirilmelidir. Şekilde, ana yükselen trend içinde, yükseliş ayağında bir düşüş trendi ve düşüş ayağında bir yükseliş trendi görülmektedir.

Şekil 8: Trend İçinde Trendler



Kaynak: Grafik, 1928-2013 Dow Jones endeksi aylık fiyatlarının, logaritması alınarak oluşturulmuştur. Veriler yahoo.finanstan alınmıştır.

Yatay çizgiler, genellikle güç toplama evreleridir. Yüksek seviyelerde oluşan yatay çizgiler, kağıdın güçlü ellerden zayıflara, düşük seviyelerde olması ise zayıf ellerden güçlülere geçtiği anlamına gelir.

Şekil 9: Yatay Trend



Kaynak: Grafik, BIST 100'un, Mart 1993 tarihinden itibaren günlük fiyatlarının logaritması alınarak oluşturulmuştur.

Çizilen trendlerin güvenilirliğini belirleyen üç etmen bulunmaktadır. Bunlar, çizgiye temas eden dip ve tepe noktalarının fazlalığı, çizginin uzunluğu ve çizginin açısının düşük olmasıdır. Bir trendin sona erdiğini anlamak için de, piyasalarda kullanılan üç basit kural vardır; fiyatın çizgiyi kırdıktan sonra, çizgiden en az %35 uzaklaşması beklenir, fiyatın üç gün süreyle ters yönde kalması beklenir, kırılmadan sonra işlem miktarında artış beklenir (Karan, 2001:507). Bunlardan biri gerçekleştiğinde, trend çizgisinin tekrar çizilmesi gerekmektedir.

Trende çizilen destek ve direnç çizgilerinin arasında kalan alan, trend kanalıdır. Çizgiler yükselen kanalda uzaklaşma, alçalan kanalda ise yaklaşma eğilimindedirler (Karan, 2001:507).

3.1.2. Trend Dönüş Formasyonu

Hisse senedi fiyat hareketlerinin birbirine en çok benzeyen formasyonlar (şekiller) oluşturulmasından hareketle, teknik analizde çeşitli formasyonlar kullanılmaktadır. Bu bölümde en çok görülen formasyonlardan örnekler verilecektir.

3.1.2.1. Omuz-Baş-Omuz Formasyonları

Adını, oluşturduğu şeklin insana benzemesinden alan bu formasyon, genellikle uzun yükseliş trendlerinin sonunda görülür. Oluşum süresi bir aydan bir yıla kadar değişir ve trend dönüşünün en önemli sinyallerinden biridir. Sağ ve sol omuzlar simetrik olma eğilimindedir.

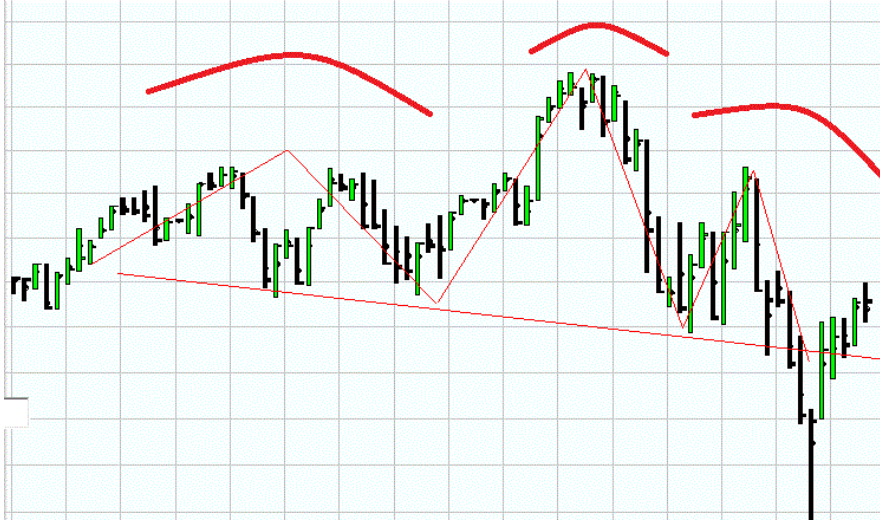
Formasyonun oluşumu dört aşamadan geçmektedir. Yükselen trendin ivme kazanmasıyla hisseye ilgi başlar. Ardından, karını maksimize etmeye çalışan yatırımcıların satışları ve genel olarak talebin azalmasıyla çıkış hızı düşer. Fiyatlar bir süre yatay olarak seyrederek, ardından gerilemenin başlamasıyla “sol omuz” oluşur (Taner ve Akkaya, 2009:200).

Fiyatlar bir süre daha geriledikten sonra, tekrar talep oluşur. Bu talep, ilk yükselişte alış ve önceki tepe fiyatından satış yapamayan yatırımcıların da desteği ile fiyatı ilk tepeden daha da yükseğe taşır. Ancak bu yeni talep geçici ve kısa sürelidir. Çünkü sol omzun oluşumu sırasında yüksek fiyattan alış yapanlar, bu yeni tepede satış yaparak fiyatın çok fazla yükselmesini engellerler. Böylece düşmeye başlayan fiyatlar “baş” kısmını oluşturur. Baş oluşumu, fiyatın sol omuzun zirve fiyatının altına düştüğünde tamamlanmış olur. Sol omuz ile başın sonuçlandığı dipler arasındaki hatta “boyun çizgisi” denir ve bu nokta, bir sonraki aşama için kritik bir destek seviyesidir (Taner ve Akkaya, 2009:200).

Sağ omuzun oluşumu, genelde bir tepki aşaması niteliğindedir. Önceki aşamalara kıyasla çok daha düşük işlem hacmiyle gerçekleşen bu çıkış, genelde sol omuz seviyesine vardığında durur. Hiçbir durumda baş seviyelerine ulaşamayan bu fiyatlar gerilemeye başlar, boyun çizgisine ulaşıncaya kadar durur. Bu hareket “sağ omuz” oluşturur (Taner ve Akkaya, 2009:200).

Boyun çizgisi seviyesine gelen fiyatlar, herhangi yeni bir taleple karşılaşmadıklarında bu seviyeyi aşağı doğru kırarlar. Bu durum “teyit” veya “kırılma” adını alır. Fiyatların, boyun çizgisini %5 aşağı kırmasıyla omuz-baş-omuz formasyonu onaylanmış olur. Talebe bağlı olarak, fiyat çok aşağılara inebilir, atak yaparak yeniden boyun çizgisi hizasına gelebilir ya da boyun çizgisini biraz yukarı çekebilir (Taner ve Akkaya, 2009:200).

Şekil 10: Omuz-Baş-Omuz Formasyonu



Kaynak: Grafik, 1928-2013 Dow Jones endeksi, aylık fiyatlarının logaritması alınarak oluşturulmuştur. Veriler yahoo.finanstan alınmıştır.

Yükselen trendde oluşan omuz baş omuz formasyonları gibi, düşüş trendinin sonunda da “ters omuz-baş-omuz” formasyonları oluşabilir. Adından da anlaşılabilceği gibi bu formasyon, omuz-baş-omuz formasyonunun ters çevrilmiş halidir. Omuz-baş-omuz formasyonunda oluşan üç tepenin aksine, üç adep dip söz konusudur. Oluşan sonuçlar da omuz-baş-omuz formasyonunun tam tersidir. Ancak bu formasyon, çoğunlukla omuz-baş-omuz formasyonuna kıyasla daha uzun sürede oluşmaktadır (Kabakçı, 2009:74).

3.1.2.2. İkili Tepe ve İkili Dip Formasyonları

Trend dönüşlerinde önemli sinyaller alınmasına yardımcı olan değişim formasyonlarıdır. Çift tepe formasyonları “M” harfine benzemektedir. Zirvelerin oluşumunda işlem hacmi, özellikle soldaki ilk tepede çok yoğun iken, aralarda çok düşüktür. Birinci tepe oluşurken, fiyatlarla birlikte işlem hacmi de yükselmekte ve ilk tepenin doruğunda en yüksek seviyeye ulaşmaktadır. İkinci tepede de işlem hacmi yine yüksektir ancak ilk tepenin zirvesine ulaşamamaktadır. İkinci tepenin oluşumunun ardından fiyatlar düşmeye başlar ve ilk dipte destek arar. Eğer bu destek

de kırılırsa, fiyatlar dip noktasından itibaren çıktığı kadar aşağı iner. Çift tepe formasyonları, ana trend değişim formasyonları olduklarından oluşumları iki üç ayı bulmaktadır (Kabakçı, 2009:74).

Şekil 11: İkili Dip



Kaynak: Grafik, 1928-2013 Dow Jones endeksi, aylık fiyatlarının logaritması alınarak oluşturulmuştur.

Çift dip formasyonlarında durum tam tersidir. Şekil olarak “W” harfine benzemektedirler. İşlem hacmi, ilk dibi meydana getiren fiyat düşüşleri nedeniyle artmakta ve dip noktasında en yüksek seviyeye çıkmaktadır. Bu noktadan sonra fiyatlar artsa bile işlem hacmi düşük kalacaktır. İkinci dibin dip noktasında ise işlem hacmi fiyatlarla beraber artmaya başlar. Bu yükseliş, ikinci dip ile destek seviyesi arasında iyice belirgin hale gelmektedir. İkinci dip, genellikle birinci dibin biraz üzerinde oluşsa da, aynı seviyede ya da daha aşağıda olduğu durumlar da bulunmaktadır (Kabakçı, 2009:75).

3.1.3. Sıkıştırma Formasyonları

Trend formasyonları gibi, sıkıştırma formasyonlarının da pek çok çeşidi bulunmaktadır. Sıkıştırma formasyonları fizikte enerjinin sıkışmasına benzetebilir. Sıkışmış enerjiler şiddetli reaksiyonlara neden olabilmektedir. Örneğin fay hatlarında

enerjinin uzun yıllar boyunca birikmesi, şiddetli depremlere yol açabilir. Teknik analizde ise arzın ve talebin dengelenmesi, fiyatı sıkıştırılmaktadır. Arz ve talebin dengesinin bozulması durumunda, alım ve satım konusunda temkinli davranan yatırımcıların birbirlerinden etkilenecek, sürü psikolojisi halinde işlem yapmaları, sert hareketlere neden olmaktadır. Bu bölümde en çok rastlanılan sıkıştırma formasyonları incelenecektir.

3.1.3.1. Üçgen Formasyonları

Sıkıştırma formasyonları içinde en bilineni, üçgen formasyonlarıdır. Devam etmekte olan bir yükseliş veya düşüş esnasındaki duraklamaya işaret ederler. Üç türlü üçgen formasyonu bulunmaktadır. Aşağı eğimli üçgen, yukarı eğimli üçgen ve simetrik üçgen. İsimlerinden de anlaşılacağı gibi, yukarı eğimli üçgen görüldüğünde yükseliş sinyali, aşağı eğimli üçgen ise bir düşüş sinyalidir. Simetrik üçgen formasyonunda fiyatın gideceği yönü önceden bilmek mümkün değildir. Yönün belirlenmesi, ancak üçgen çizgilerinden biri kırıldıktan sonra yapılabilir. Üst çizgi kırılırsa yükseliş, alt çizgi kırılırsa düşüş başlar. Üçgen formasyonları, teşhisi kolay ve doğruluk oranı yüksek formasyonlardır (Karan, 2001:513-515).

Şekil 12: Simetrik Üçgen



Kaynak: Grafik, BIST 100'ün 16.09.2002-07.07.2003 haftalık fiyatlarının logaritması alınarak oluşturulmuştur.

3.1.3.2. Takoz Formasyonları

Bu formasyonların oluşumu, teknik olarak piyasanın zayıfladığını ifade etmektedir. Zira her dalgalanma bir öncekinden daha düşük olmakta, fiyatlar yavaş yavaş yükselse bile talep giderek azalmaktadır (Kabakçı, 2009:77).

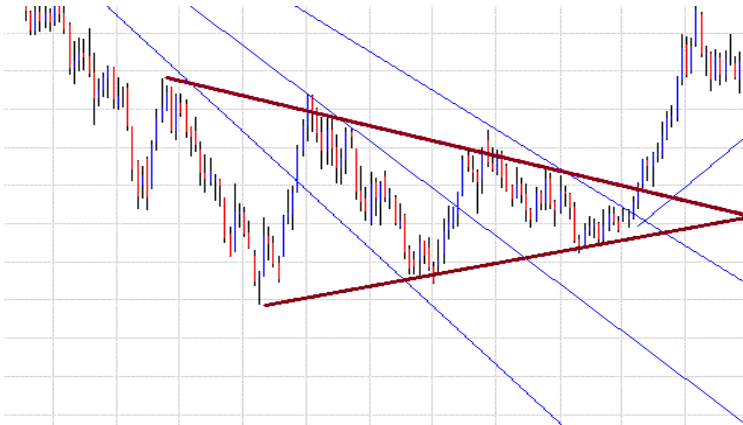
Takozlar belirli bir dönem içerisinde fiyatların nispi olarak gittikçe azalarak hareket ettiği ve sıkıştığı alanı ifade eden bir oluşumdur. Oluşması üçgenlere benzemekle beraber, süreci çok daha uzundur ve daralan her iki sınır çizgisi henüz birleşmeden fiyat kırılır. Takoz formasyonları, yükselen ve alçalan takoz olarak ikiye ayrılabilir. Takozun eğimi takozun yönü olarak takozla ismini verir.

Yükselen takoz formasyonu, çoğunlukla hızlı bir yükselişten sonra, yükselişin uca giden bölgesinde oluşur. Adının aksine, yükseliş trendinin son kısmına işaret eder, bu noktadan sonra trend genellikle düşme eğilimi gösterir (Kabakçı, 2009:78).

Alçalan takoz formasyonlarında, fiyatların kırılmasıyla yükselişler daha yumuşak olmakta, bazen fiyatların bir süre yatay gittikten sonra yükseldiği görülmektedir (Kabakçı, 2009:78).

Bu formasyonlar piyasanın sağlamlaştığını ifade etmekte ve yükselme/düşme dönemlerinde geçici duraklamalar yaratabilmektedir. Grafikte, düşüş trendlerinin arasında yükselen takoz formasyonu görülmektedir.

Şekil 13: Takoz Formasyonu



Kaynak: Grafik, BIST 100'ün 16.09.2002-07.07.2003 haftalık fiyatlarının logaritması alınarak oluşturulmuştur. Veriler BIST'ten alınmıştır.

3.1.3.3. Bayrak ve Flama Formasyonları

Bu formasyon, ismini bayrağa benzemesinden almaktadır. Fiyatların trend sürerken yaptıkları hızlı yükseliş ya da düşüş hareketlerindeki kısa süreli duraklamaları gösterir. Özellikle spekülâtif hareketler gösteren hisselerde görülür (Karan, 2001:515).

Trend yükselirken, işlem hacminin çokluğu fiyatları yüksek seviyelerde tutmaktadır. Bu hareketin yarattığı oluşum, bayrağın direk kısmıdır. Karını realize etmek isteyen bir grup yatırımcı, fiyatların daha da yükselmesini engeller. Fiyatlar yatay seyretmeye başlar. Bu yatay dalgalanmanın oluşturduğu formasyon, paralel kenarı andıran bayrak formasyonunu oluşturur. Bayrak formasyonları, yükselen piyasada hafif aşağı eğimli iken, düşen piyasada hafif yukarı eğilimlidir (Kabakçı, 2009:79).

Yükselen piyasalarda işlem hacmi, formasyonun başında yüksek noktalara ulaşmakta, formasyon esnasında düşmekte ve formasyon kırıldıktan sonra rekor düzeyine yükselmektedir. Alçalan piyasalarda ise işlem hacmi formasyonun oluşumu ile azalmaktadır. Fiyatların yükseliş esnasında işlem hacminin düşmesi, piyasanın zayıflığına işaretler. Alçalan piyasalarda kırılma anında herhangi bir patlama yaşanmaz. Fiyatlarda yükseliş veya düşüşler, kopma/patlama noktasından itibaren, bayrağın direği kadar olmaktadır (Kabakçı, 2009:79).

Bayrak formasyonları 5 gün ile 3-4 hafta arasında oluşurlar. Böylece formasyonun oluşumu, günlük grafiklerde izlenebilmektedir. Fiyatların ne kadar yükseleceği ve ne yönde gideceği hakkında bilgi veren, güvenilir bir formasyondur.

Şekil 14: Bayrak Formasyonu



Kaynak: Grafik, Tüpraş 18.06.2012-27.07.2012 günlük kapanış fiyatlarının logaritması alınarak oluşturulmuştur. Veriler BIST'ten alınmıştır.

Flama formasyonlarının bayrak formasyonlarından farkı, formasyonun paralel kenar şeklinde değil, üçgen şeklinde oluşmasıdır. Bir diğer önemli fark ise flama formasyonu öncesinde sert bir hareketin meydana gelmesidir (Kabakçı, 2009:79).

3.2 TEKNİK ANALİZ TEORİLERİ

Teknik analiz, herhangi bir hisse senedi, endeks, mal, döviz kuru ya da vadeli işlem sözleşmesinin, daha önce piyasada gerçekleşmiş alım-satım fiyatlarının genellikle grafik olarak kayıt edilmesi ve geçmişe ait bu verilerden gelecekteki muhtemel trendi tahmin etme yöntemidir. İncelenen başlıca göstergeler, sözgelimi hisse senedi için, borsadaki verim, piyasa fiyatı ve işlem miktarlardır. Önemli olan, ait olduğu işletmenin kendisi değil, değeri arttırılan hisse senedinin arz ve talebidir (Kabakçı, 2009:55).

Teknik analiz, bir modelleme yöntemi değildir. Fiyatların gitmekte olduğu yönde, yatırımcıların iyimserlik/kötümserlik arasında değişen duygularından hareket ederek tahminlemede bulunur. Bunu yaparken piyasada oluşan fiyat verilerini dikkate alır. Fiyat grafikleri incelenerek, üzerlerinde Dow Teorisine dayanan bir takım istatistik ve çizgi çalışmaları yapılır. Böylece fiyatların gitmekte olduğu yön, fiyat seviyelerindeki yükseliş ve düşüşler, duraklamalar ve dönme olasılıklarının fiyat aralıkları tesbit edilmeye çalışılır.

Teknik analiz dört aşamada yapılmaktadır (Karan, 2001:501):

- Fiyat değişikliklerinin incelenmesi: Fiyatların o gün gördüğü en düşük ve en yüksek değerleri arasındaki farklar, bu değerlerin bir önceki günün değerleriyle, grafikler aracılığı ile kıyaslanmasıdır.
- Zamanın incelenmesi: Kullanılan grafiklerin alt yatay çizgileri, incelenen serinin zaman boyutunu yansıtmaktadır. Bu incelemenin amacı, yatırımcıların davranışlarının hangi sıklıkla değiştiğini tesbit etmek ve bunu kullanarak geleceğe dönük tahminler yapmaktır. Grafikte kullanılan zamanın birimi (yıllık, haftalık, günlük, saatlik...) araştırmanın niteliğine göre belirlenmektedir.

- İşlem miktarının incelenmesi: İşlem miktarları, arz ve talep arasındaki gücün ölçütü olup fiyatların ne kadar şiddetle aşağı veya yukarı hareket ettiğini yansıtmaktadır. Bu hareketler, yatırımcıların hislerinin davranışlara dökümü olduklarından trendleri meydana getirmektedir.

- Pazarın (derinliğin) incelenmesi: Teorik olarak bakıldığında, herkesin pazar hakkında her türlü bilgiye sahip olabilmesi gerekmektedir. Ancak gerek asimetrik bilgi sorunu, gerek diğer kısıtlar, (zaman, kaynak yetersizliği...) herkesin pazar hakkında tam ve güvenilir bilgi sahibi olmasını engellemektedir. Böyle bir ortamda, piyasa hakkında en çok bilgi sahibi olan analizci, en avantajlı olan durumda olacaktır.

Teknik analizin başlangıcı denebilecek teori, Dow Teorisidir. Ardından, Fibonacci'nin çalışmalarından yararlanan Elliott, Dow'un teorilerini bir adım öteye götürerek bugün bile kullanılan analizlerin yolunu açmıştır. Bu bölümde, Dow ve Elliott'un teorileri ile İtalyan matematikçi Fibonacci'nin çalışmaları incelenecektir.

3.2.1. Dow Teorisi

Teknik analizde trendin belirlenmesinde kullanılan en eski yöntem, Dow Teorisidir. Dow teorisinin kurucusu, Dow Jones şirketinin kurucusu ve The Wall Street dergisinin sahibi olan Charles Dow'dur. Dow'un The Wall Street Journal gazetesinde 1900 - 1902 yılları arasında yayınlanan makalelerinden derlenerek ortaya çıkarılan Dow Teorisi, teknik analiz yöntemlerinden, hakkında en çok araştırma yapılmış olanıdır.

Dow teorisine göre, hisse senetlerinden elde edilecek kazanç, yönlendirilmesi imkansız olan denge fiyatlarına bağlıdır. Bilginin asimetrik olması, risk iştahının, iyimserlik/kötümserlik gibi hissiyatların kişiden kişiye farklılaşması gibi durumlar nedeniyle, fiyatlar, denge durumundan sapacak ve dalgalanmalar olacaktır. Ancak bu dalgalanmalar tümüyle düzensiz değildir, zaman içinde bir denge oluşturarak trendi meydana getirecektir. Dow Teorisi altı temel prensipten hareket etmektedir (TSPAKB, 2011:60):

- Birinci ilkesi, piyasanın her şeyi hesaba katmasıdır. Teknik analiz, hisse senedinin piyasa fiyatına etki yapabilecek her şeyin (temel veriler, psikolojik durumlar, ülke politikaları..) hisse senedi fiyatlarına yansıdığını kabul eder. Yatırımcılar, edindikleri bilgileri hemen kararlarına yansıtarak, olumu ya da olumsuz çıkarımlarıyla arz ve talebi etkilerler. Bu nedenle fiyattaki değişimler, incelenmesi gereken tek veri olarak ortaya çıkar. Denge fiyatı arz-talep kanununa göre işlemektedir. Talep arzdan fazla olursa, fiyatlar yükselir, arz talepten fazla ise fiyatlar düşer. Teknik analizci bu kanundan yola çıkarak, fiyatlar yükseliyorsa, özel nedenler ne olursa olsun talep mutlaka arzın üzerine çıkmıştır, temel ekonomik göstergeler yükselme eğilimindedir şeklinde çıkarımlar yapmaktadır.

- Piyasalar trendler halinde dalgalanmaktadır ve üç temel hareket/trend bulunmaktadır. Birincil trend, yükseliş (bull) ya da düşüş (bear) trendini gösteren ana hareket bir yıldan birkaç yıla kadar olan zaman dilimi içerisinde gözlenebilmektedir. Yeni oluşan fiyat, eski fiyata göre yükseliş eğiliminde ise (higher-highs, higher-lows), ana trend yükseliş yönündedir Yeni fiyat eski fiyattan düşük ise (lower-highs, lower-lows) trend düşme eğilimi gösterecektir.

İkincil trendler, yükselen piyasalardaki önemli düşüşleri veya düşen piyasalardaki önemli yükselişleri gösteren, bir aydan bir kaç aya kadar süren hareketlerdir. Bunlar ana trendin ara/düzeltilme tepkilerinden oluşurlar. Genellikle bir önceki ikincil hareketin 1/3 - 2/3 arasında hareket ederler.

Üçüncül/minor trendler, bir günden üç haftaya kadar süren kısa süreli trendlerdir. Birincil ve ikincil trendlerin aksine süreleri nedeniyle manipülasyonlardan etkilenenerek yatırımcıları yanlış yönlendirebilirler.

- Ana trendler üç aşamadan oluşmaktadır. Başka bir deyişle, ana trendin gelişimi ve sonuçlanması üç kademede olmaktadır.

Yükselen (bull) trendin ilk aşaması, iyimser yatırımcıların piyasanın daha iyiye gideceği (ekonomik iyileşme, uzun vadeli büyüme) tahminleriyle yoğun bir alım sürecine girmesiyle başlar. İkinci aşama, piyasanın yükselmekte olduğunu gören diğer yatırımcıların da alımlara başlamasıyla sürer. Üçüncü aşama, oldukça iyi görünen ekonomik koşullardan etkilenen kötümser yatırımcıların da alım sürecine girmesiyle başlar. Piyasadaki yükseliş trendinin sürekli devam edeceği kanısı hakimdir. Bu arada bilinçli olan yatırımcılar düşüş beklentisine girdiklerinden ilk

aşamada almış oldukları hisseleri elden çıkarmaya başlarlar. Bu şekilde karlarını maksimize ederek olası düşüslere karşı önlem almış olurlar.

Düşen (bear) trendinin ilk aşaması ile, kötümser yatırımcıların düşüş beklentisi içinde olduklarından zarar görmemek için ellerindeki hisseleri çıkarmaları ile başlar. İkinci aşamada, ekonomik koşullar kötüleşir, şirket karlarında düşüşler görülür. Buna aşırı arz nedeniyle fiyatların düşmesi de eklenince, çok sayıda yatırımcı hisselerini elden çıkarma sürecini hızlandırır. Son aşamada, kötü piyasa haberini hızla yayılması sonucu, portföy sahipleri panikleyerek hisselerin gerçek değerlerini göz önüne almaksızın satışlarını sürdürürler. Bu arada bilinçli yatırımcılar, düşüşün bir noktada duracağını tahminleyerek, ilk aşamada elden çıkardıkları hisseleri yeniden satın alarak karlarını maksimize ederler.

- Dow teorisinin dördüncü kuralı, endekslerin birbini doğrulaması gerektiği üzerinedir. Zira borsadaki bütün endeksler, trendin değişimini işaret edebilmek için aynı yönde hareket etmek zorundadır.

- Beşinci kural, işlem hacimlerinin trendleri onaylamasıdır. Açıklamak gerekirse, işlem hacmi grafiği ana trend grafiği ile paralellik göstermelidir. Fiyat artarken işlem hacminde aynı oranda artış görülüyor veya fiyat düşerken işlem hacmi artıyorsa, süregelen trendde bir değişim olacağı ihtimali bulunmaktadır.

- Dow teorisinin son kuralı, kesin bir dönüş sinyaline kadar trendin aynı kalmasıdır. Trende etki eden pek çok faktör olduğundan bunların trend üzerinde küçük sapmalar meydana getirmesi beklenebilir. Ancak trendin değişmesi için güçlü bir sinyalin varlığı gerekmektedir.

3.2.2. Fibonacci Çalışmaları ve Elliott Dalgaları

Trend analizlerinin çoğu takipçi bir yapıdadır. Bütün üstünlüklerine rağmen Dow Teorisi sinyalleri, trend ortaya çıktıktan sonra verme eğilimindedir. Elliott Dalgaları ise, Dow Teorisiyle uyum sağlamakla kalmaz, onun ilerisine geçerek bütünsel çevrim içinde piyasanın nerede olduğunu belirlemeye yardımcı olur. Ralph Nelson Elliott'un teorisini oluştururken, Charles Dow gibi denizden etkilenmiştir. Dow, piyasanın ana, orta ve küçük trendlerini okyanusun akıntı, dalga ve çarpıntısına benzetmiştir. Elliott da yazılarında med-cezirden söz eder ve kuramını dalga ilkesi

olarak adlandırır. Dalga prensipleri, kitle davranışlarındaki zıtlıkların sonucu olan karşılıklı etki ve tepkilerle, ileri gidiş ve geri dönüş süreçlerini oluşturduğunu kabul eder. Hiçbir ilerleme kesintisiz değildir, her ileri gidiş, bir geri dönüşle kesintiye uğramaktadır. Tıpkı gel-gitler gibi, denizin alçalıp yükselmesi şeklinde belirli bir ritim içinde dalgalanmaktadır.

Ekonomi literatüründe Elliott Dalgaları, hisse senedi piyasasının beş dalgadan ve bunu takip eden üç geri çekilmeden oluşan sürekli bir ritmi takip ettiğini söylemektedir. Bu ritmi kontrol eden mekanizma ise, “Fibonacci Sayı Serileri” ve “Altın Oran”dır. Bunlar, doğadaki tüm büyüme, genişleme, küçülme ve daralma süreçlerinde etkili oldukları gibi insan etkinliklerinin açıklanmasında da kullanılırlar. Bu bölümde Fibonacci'nin serilerinin ve Elliott dalgalarının hisse senedi fiyatlamalarında kullanımını incelenecektir.

3.2.2.1. Fibonacci Çalışmaları

Fibonacci, 11. yüzyılda kendi ismiyle anılan sayı sistemini geliştirmiş İtalyan bir matematikçidir. Bu sistemde ilk iki sayı 1 olmak üzere, sonraki sayılar bir önceki sayı ile toplanarak belirlenir. 1,1,2,3,5,8,13,21,34,55... diye sonsuza kadar giden bu sayılar arasında ilginç bağlantılar bulunmaktadır. Bu dizinin ileri elemanlarında, bir sonraki sayının bir önceki sayıya oranı, altın oran denilen, yaklaşık olarak 1.618 sayısını vermektedir. Teknik analizde altın oran, fiyat hareketlerini tahmin etmek için kullanılır (Kabakçı, 2009:66).

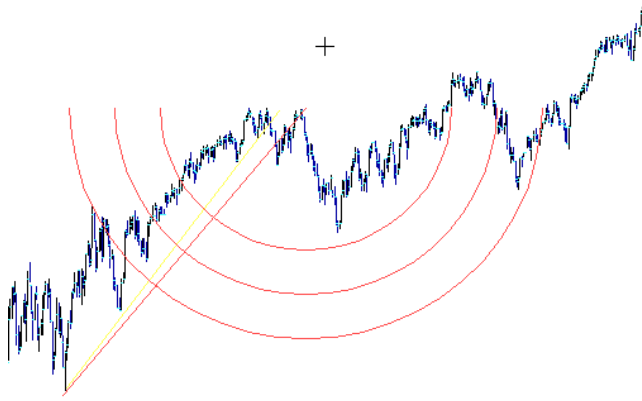
Formüsel ifadesi aşağıdaki gibidir:

$$F_n = \begin{cases} 0 & n = 0 \\ 1 & n = 1 \\ F_{n-1} + F_{n-2} & n > 1 \end{cases}$$

Bu sayı dizisi kullanılarak, Fibonacci zaman bölümleri, Fibonacci yayları, Fibonacci yelpazeleri ve Fibonacci geri dönüş çizgileri elde edilmektedir. Bu araçların yardımıyla, hisse senedi grafiklerine çizilecek destek ve direnç noktalarının yeri yaklaşık olarak belirlenebilir.

Fibonacci yayları, iki uç nokta arasına (örneğin bir dip ve bir tepe) bir trend çizgisi çizerek, sonra da ikinci noktayı merkez alarak %38.2, %50.0 ve %61.8 seviyelerine çizilen yaylardır. Fiyatlar yaylara yaklaştıkça gösterdikleri destek veya direnç artacaktır. Bu yöntem, genellikle Fibonacci fan çizgileri ile beraber kullanılmaktadır (Kabakçı, 2009:66).

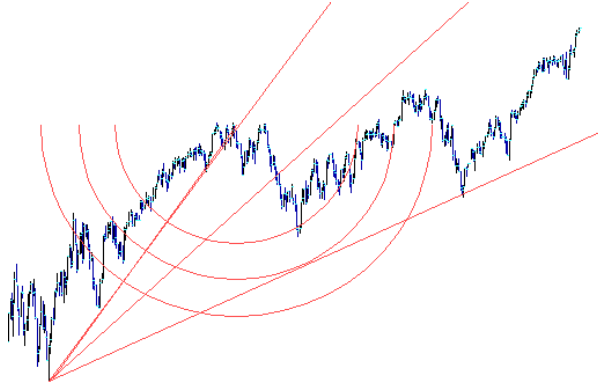
Şekil 15: Fibonacci Yayları



Kaynak: Grafik, 1928-2013 Dow Jones endeksi, aylık fiyatların logaritması alınarak oluşturulmuştur. Çizgiler, MetaStok 4.0 Programı yardımıyla çizilmiştir. Veriler yahoo.finanstan alınmıştır.

Fibonacci fan çizgilerinin oluşturulması için, yine bir dip ve tepe noktası arasına trend çizgisi çekilir. Ardından, ikinci uç noktadan dikey çizgi bir çizilir. Bu dikey çizginin üzerine, başlangıç noktası trend çizgisinin başlangıç noktası olan ve %38.2, %50.0 ve %61.8 seviyelerinden geçen üç yeni trend çizgisinin çizilmesiyle fan çizgileri oluşturulur.

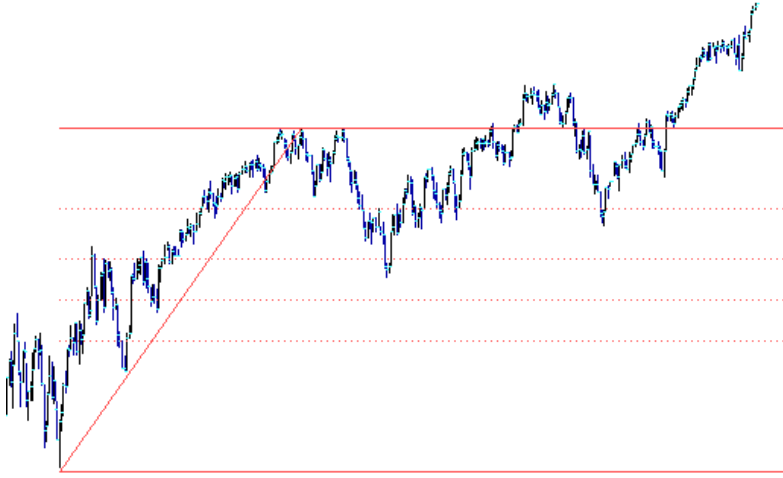
Şekil 16: Fibonacci Yayları ve Fan Çizgileri



Kaynak: Grafik, 1928-2013 Dow Jones endeksi, aylık fiyatlarının logaritması alınarak oluşturulmuştur. Çizgiler, MetaStok 4.0 Programı yardımıyla çizilmiştir. Veriler, yahoo.finanstan alınmıştır.

Fibonacci geri alma çizgileri, bir tepe ve bir dip arasına çizilen trend çizgisinin, 9 ayrı parçaya bölünmesi ile oluşturulur. Bu 9 yatay çizgi, %0.0, %23.6, %38.2, %50, %61.8, %100, %161.8, %261.8 ve %423.6 seviyelerinden geçecek şekilde çizilmelidir. Bu çizgilerden bazılarının skala dışında kalması olasıdır. Aşağı ya da yukarı belirli bir fiyat hareketinin ardından, fiyatlar geri dönerken, Fibonacci çizgileri seviyelerinde destek ya da direnç bulmaktadır.

Şekil 17: Fibonacci Geri Alma Çizgileri



Kaynak: Grafik, 1928-2013 Dow Jones endeksi, aylık fiyatlarının logaritması alınarak

oluşturulmuştur. Çizgiler, MetaStok 4.0 Programı yardımıyla çizilmiştir. Veriler yahoo.finanstan alınmıştır.

3.2.2.2. Elliott Dalgaları

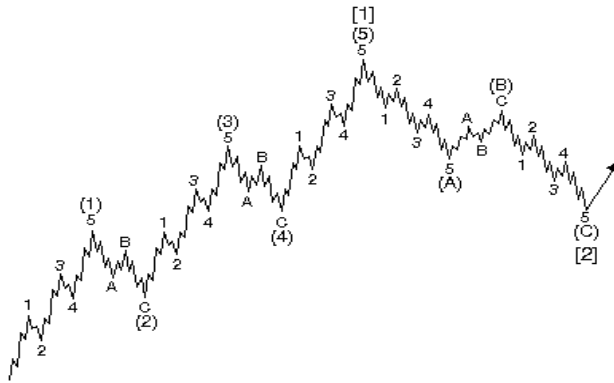
“Elliott Dalgaları Prensibi”ne göre, bu dalgalar toplumun psikolojisinin genel bir grafiğidir. Fiyat hareketleri Elliott’un tarif ettiği dalga modellerinden biri olup, her biri kendine özgündür. Elliott dalgalarının bir piyasaya uygulanabilmesi için bazı temel koşulların bulunması gerekmektedir:

- Fiyatların piyasada serbestçe belirlenebilmesi
- Ölçülebilir parametrelerin olduğu bir piyasanın varlığı
- İstatistiki olarak anlamlı sayıda alıcı ve satıcıya sahip, diğer bir deyişle derinliği olan, teknelci olmayan bir piyasa

Elliott Dalga Prensibinin temel varsayımı piyasanın dengesiz ve verimsiz olduğudur. Fiyat hareketlerini belirleyen, çeşitli duygusal nedenlerle kişilerin kitleleri oluşturduğu sosyolojik davranışlarıdır. Ancak bütün bunlar tamamiyle düzensiz değildir. Dalga prensipleri, Fibonacci sayı serilerinden hareketle insan etkinliklerinin ve sonuçlarının bir dereceye kadar kestirilebilir olduğunu varsayar. Böylece, fiyat hareketlerini düzenleyerek piyasa hakkında tahminlerde bulunur.

Elliott Dalga Kuramına göre, hisse senedi piyasası beş dalga ve bunu takip eden üç düzeltmeden oluşan bir ritimle hareket etmektedir. Çevrimin yukarı doğru olan bölümünde, dalgaların her biri numaralandırılmıştır.

Şekil 18: Elliott Dalgaları



Kaynak: Frost, Prechter, 2005:25

1, 3 ve 5 numaralı dalgalar, yükselen (itici) dalgalar olarak adlandırılır. 2 ve 4 numaralılar yükselen trende karşı dalgalar olup 1. ve 3. dalgalara karşı hareket ettiklerinden, düzeltme dalgaları adını almaktadır. İlk beş dalga hareketi bittikten sonra, üç düzeltme dalgası başlar ve bunlar sırasıyla A,B ve C harfleri ile gösterilir. Bu temel sekiz dalganın her birinin, kendine has özellikleri bulunmaktadır (Frost, Prechter, 2005:66-94):

1. dalga, ilk üç dalganın yaklaşık yarısıdır, ana sürecin bir parçası olmakla birlikte genellikle ilk beş dalganın en kısasıdır. Baskılanmış fiyat hareketlerinden sonraki ilk sıçrama hareketidir. İlk dalgalar, özellikle ana taban formasyonlarından sonra çok dinamik olabilirler.

2. dalgalar, birinci dalganın kazandırdığının çoğunu ya da tamamını geri alan hareketlerdir.

3. dalga genellikle en uzun ve en dinamik dalgadır. Üçüncü dalganın birinci dalgayı geçmesi, Dow Kuramındaki alım sinyalinin ve kopuşların ifadesidir. Diğer bir deyişle bu nokta boğa piyasasına geçişi gösterir. Bu dalga esnasında genellikle işlem hacmi artar, ülkedeki temel göstergeler iyileşmeye başlar. Fiyat boşlukları daha görünür hale gelir. Üçüncü dalga ilk beş dalga arasında hiç bir zaman en kısa olanı olamaz.

4. dalga ikinci dalga gibi bir düzeltme ya da erteleme aşamasıdır ancak yapısı yönüyle ikinci dalgadan ayrılır. Üçgen formasyonları genellikle dördüncü dalga esnasında açığa çıkar. Elliott analizinin önemli kurallarından biri, dördüncü dalga tabanının hiç bir zaman birinci dalga tabanını örtememesidir.

5. dalga çoğunlukla daha az dinamiktir. Bu esnada bir çok teknik göstere fiyat gerileme eğilimindedir. Muhtemel bir tepe noktası uyarıcısı olup, osilatörlerin negatif uyumsuzluk göstermesi bu dönem içindedir.

A dalgası, düzeltme dalgalarının ilki olup, yukarı trend yalnızca bir geri çekilme olarak sık sık yanlış yorumlanır. Bu noktada, bir önceki yukarı harekette osilatörlerde ortaya çıkan uyumsuzluklar ve işlem hacmindeki değişimlere karşı tetikte olunmalıdır, zira yüksek işlem hacmi aşağı düşüş hareketleriyle gerçekleşmektedir.

B dalgası, yeni oluşmaya başlamış aşağı trendden, yukarıya doğru olacak biçimdedir ve genellikle satış yapmak için son noktadır. İşlem hacminde düşüş

sürmektedir. Düzeltmenin tipine bağlı olarak, yukarıya doğru olan bir hareket önceki tepeyi geçebilir.

C dalgası, yukarı trendin sona erdiğini gösteren düzeltmedir. Yine tipine bağlı olarak, A dalgasının tabanından aşağıya gidebilir veya 4. Dalga ve A dalgasının tabanından bir trend çizerek, baş-omuz modelini ortaya çıkarabilir.

3.3 DİĞER TEKNİK ANALİZ YÖNTEMLERİ

Teknik analiz yapmayı kolaylaştıran ve fiyat grafiklerine anlam kazandıran çeşitli teknik analiz yöntemleri bulunmaktadır. Bunlardan bir kısmının hesaplanması, çeşitli bilgisayar programları aracılığı ile yapılmaktadır. Günümüzde kullanılabilecek pek çok program bulunmaktadır. Bu çalışmadaki hesaplamalar, NetDania Financial Charts yardımı ile yapılmıştır.

3.3.1. Boşluklar

Boşluk, hiçbir hisse senedinin el değiştirmedığı fiyat alanı olup günlük grafiklerde, belirli bir hisse senedinde, herhangi bir günde işlem gören en düşük fiyatın, önceki günde işlem gören en yüksek fiyattan daha yüksek olduğu ya da bir günün en yüksek fiyatının, önceki günün en düşük fiyatından daha düşük olduğu zaman meydana gelmektedir (Kabakçı, 2009:80). Haftalık ve aylık boşlukların oluşumu da aynı şekildedir, ancak bunlar günlük boşluklar kadar sık meydana gelmezler. Bir boşluğun oluşmasında etkili olabilecek çeşitli faktörler bulunmaktadır (Kabakçı, 2009:80):

- Bir hisse senedinin, iki veya daha fazla piyasada işlem görmesi. Bu hisse senedinin değişik piyasalardaki fiyatları birbirini etkileyerek boşluklara neden olabilir.
- Bir piyasada işlem gören hisse senedinin, kapanış ile açılış süresi arasında, senedin fiyatını etkileyecek önemli gelişmelerin olması
- Hisse senedi piyasasının ince olması, diğer bir deyişle senedin yeterli derinliğinin olmaması. Bu, hisse senedinin haftada sadece iki veya üç defa işlem

görmesi anlamına gelir. Böyle bir durumda boşlukların oluşumu da kaçınılmaz olacaktır.

Piyasada pek çok boşluk oluşumu gözlemlemek mümkündür. Ancak oluşan bütün boşluklar teknik açıdan herhangi bir öneme sahip olmayabilir. Gelecek için anlam taşıyan boşluklardan bir kısmı, kaçış boşlukları, ölçüm boşlukları, ada dönüşleri ve tükeniş boşlukları, bu çalışmada incelenecek olanlarıdır.

3.3.1.1. Kaçış Boşlukları

Kaçış Boşlukları, belirli bir sıkışma sürecinden sonra, fiyatlar bu sıkışma alanının destek/direnç bölgelerini kırdığında ortaya çıkmaktadırlar. Özellikle üst yükselen üçgen gibi üst çizginin yatay olduğu formasyonların bitiminde oluşmaktadır. Bu boşlukların bir diğer adı da kırılma boşluklarıdır. Boşluğun büyüklüğü, fiyatların hedefleri ve kopuş gücünün kuvveti hakkında önemli ipuçları vermektedir (TSPAKB, 2011:68).

Şekil 19: Kaçış Boşlukları



Kaynak: Grafik, Arçelik 05.06.2007-03.09.2007 günlük fiyatlarının logaritmasının alınması ile oluşturulmuştur.

Kaçış boşluğunun kapanma olasılığının saptanması için, boşluktan önceki ve sonraki işlem hacminin incelenmesi gerekmektedir. Boşluğun meydana geldiği başlangıç fiyatı seviyesinde işlem hacmi yüksek, fakat fiyatlar ileriye hareket ederken işlem hacmi

azalmışsa, boşluğun kapanma şansı bulunmaktadır. Ancak fiyatlar, boşluktan ileri hareket ederken işlem hacmi de artmışsa, boşluğun kısa sürede kapanma şansı azdır (TSPAKB, 2011:68).

3.3.1.2. Ölçüm Boşlukları

Ölçüm boşlukları fiyatların, hızlı ve dik yükseliş veya düşüşlerinin yönünde meydana gelmekte ve bu hızlı hareketin içinde görülen boşluklar, fiyatın yaklaşık olarak daha ne kadar bu yönde gidebileceğini belirlemektedirler. Fiyat, ilk harekete başladığı yerden, boşluğun görüldüğü yere kadar dik olarak ölçülmektedir. Fiyatlar aşağı doğru iniyorsa, ölçülen mesafe kadar daha aşağı inmesi beklenirken, yükselen trendde aynı ölçüm yukarı doğru yapılmaktadır. Bu boşluklar ölçümde kullanıldıklarından dolayı, boşluk türleri içinde en yararlı olanlarıdır.

Ölçüm boşlukları genellikle kaçış boşlukları ile karıştırılır. Kaçış boşlukları fiyatların sindirildiği bölgelerde görülürken; ölçüm boşlukları hızlı hareketlerin ortalarında oluşmaktadır. Bayrak ve flama formasyonlarının sonuçlanması sırasında başladıkları da görülebilir. Kısa sürede kapanma ihtimali çok zayıf olup; boşluğun işlem hacmi ile desteklenmesi trend eğiminin yüksek olacağına işaret etmektedir.

3.3.1.3. Tükeniş Boşlukları

Fiyatların zirve yapmasından sonra görülen bu boşluklar, trendin sonunda meydana gelmektedir. Kaçış boşlukları bir hareketin başladığına, ölçüm boşlukları hareketin devam edeceğine işaret ederken; tükeniş boşlukları hareketin sona ereceği sinyalini vermektedir. Tükeniş Boşlukları kısa sürede, çoğunlukla iki ile beş gün içinde kapanmaktadır.

Grafiklerde tükeniş boşlukları ile ölçüm boşluklarının birbirinden ayrılması oldukça zordur. Bu nedenle bir boşluğun, tükeniş boşluğu olduğunu gösteren bazı göstergeler mevcuttur:

- Boşluğu takiben işlem hacmi olağanüstü bir seviyeye ulaşır, fakat fiyatlardaki yükselme trendi eski momentumunu koruyamazsa, boşluk yüksek ihtimalle bir tükeniş boşluğudur.

- Boşluğun meydana gelmesinden sonraki günün kapanış fiyatı, boşluğun yakınına geri dönerse boşluk yüksek ihtimalle bir tükeniş boşluğudur.
- Boşluktan önceki geri dönüş veya konsolidasyon örneği, fiyat hareketi ile ilgili bütün hedeflere ulaşmışsa, boşluk yüksek ihtimalle bir tükeniş boşluğudur.

3.3.1.4. Ada Dönüşleri

Ada dönüşleri, bir zirve veya bir dip oluşumu sırasında, fiyatların aniden trend yönünde bir boşluk bırakması, sonrasında bu hareketin ters yönünde tekrar boşluk bırakarak trend yönünün değişmesi sırasında ortaya çıkmaktadırlar. Örneğin yükselen bir trendde oluşan tükeniş boşluğundan sonra, fiyat yükselmeye devam ederken, aniden gelen satışlarla gerilemeye başlarsa, bu iniş esnasında oluşacak boşluk, ada dönüşüm boşluğu olacaktır. Burada, fiyatın çevresinde oluşan kopukluk bölgesi şeklen adayı anımsattığından, boşluk da ismini buradan almaktadır.

Trend dönüşleri genelde uzun zaman gerektirirken, ada dönüşleri daha kısa zamanda oluşmaktadır. Bu dönüşler genelde işlem hacmi düşük olan, derinliği olmayan hisse senetlerinde görülmekte, endekslerde ise bu formasyona nadiren rastlanılmaktadır.

3.3.2. Bollinger Bantları

Bollinger Bantları, John Bollinger tarafından 1980'li yıllarda tasarlanmış olup, hareketli ortalamaların¹⁹ yukarı ve aşağı yönde standart sapma değeri kadar kaydırılması ile elde edilir. Hareketli ortalama için varsayılan periyod değeri 20, standart sapma değeri 2'dir. Standart sapma değeri periyodun süresine göre değişebilir, örneğin 40 periyodluk bir ortalama kullanıldığında standart sapma değeri 2.1 olabilir (Kabakçı, 2009:87-88).

¹⁹ Hareketli ortalamanın n gün için hesaplanması, son n günlük fiyatların toplanarak n'ye bölünmesi ile hesaplanır. Formüsel olarak:

$$BHOt = (Pt + Pt - 1 + Pt - 2 + \dots + Pt - n)/n$$

Bollinger bandı kısaca piyasanın oynaklık göstergesidir, piyasanın volatilitesine göre kendini ayarlar. Bu nedenle oynak piyasalarda genişlerken, durgun piyasalarda daralmaktadır. Amacı, düşük ve yüksek fiyatlar için göreceli de olsa bir tanımlama sağlamaktır. Fiyatlar, Bollinger Bantlarının üstüne yakınsa yüksek, alt bandına yakınsa düşüktür. Tanımlamalar olası formasyonların belirlenmesine yardımcı olurken, diğer göstergelerle karşılaştırmalar yapmayı kolaylaştırır.

Bollinger bantlarında temel varsayım, piyasanın alt ve üst limitler içinde kalacağıdır. Fiyatlar bantların dışına çıktığında var olan trendin devam edeceği kabul edilir. Ama; bantların içinde gerçekleşen tepe veya dip noktalarının ardından, bantların dışında oluşacak tepe veya dip noktaları varsa, trendin yön değiştireceğine dair bir işaret olabilir. Bir banttan başlayan hareket, diğer bir banda kadar sürme eğilimi gösterir, bu da fiyatların belirlenmesinde kullanılır. Bollinger Bantlarının hesaplanması şu şekildedir:

Orta Bollinger Bandı = 20 Günlük Hareketli Ortalama

Alt Bollinger Bandı = Orta Bollinger Bandı – 2 Standart Sapma

Üst Bollinger Bandı = Orta Bollinger Bandı + 2 Standart Sapma

Bollinger'in ürettiği bir diğer gösterge, Bant Genişliği göstergesidir. Bant genişliği, alt ve üst bandın hareketli ortalaması olarak hesaplanan orta bandın yüzdesi olarak hesaplanır. Grafiklerde bant genişliği histogram olarak gösterilir. Histogramın tepe ve dip noktalarının belirlenmesi için üzerine hareketli ortalamaların çizilmesi sık kullanılan bir yöntemdir (Kabakçı, 2009:87-88).

3.3.3. CCI (Mal Kanal Endeksi)

Mal kanal endeksi, Amerikalı Donald Lambert tarafından geliştirilen ve yaygın olarak kullanılan indikatörlerden biridir. Aslen emtia için düşünülen ve geliştirilen bu gösterge, rahatlıkla hisse senetleri için de kullanılabilir. Diğer indikatörlerde olduğu gibi, aşırı alım ve satım bölgelerinin hesaplanması için kullanılır. Pratikte, CCI, ADX osilatörü ile beraber kullanıldığında daha kesin sonuçlar vermektedir.

Gösterge hesaplanırken kapanış fiyatları kullanılabilir ancak; en başarılı uygulama, en yüksek, en düşük ve kapanış fiyatlarının ortalaması alınarak hesaplanan, orta fiyatın kullanılmasıdır. Göstergede aşırı alım sınırı +100 ve aşırı satım sınırı -100'dür. Her gün için hesaplanacak sapma değeri aşağıdaki gibi hesaplanır (Kabakçı, 2009:91):

$$\text{Sapma} = | \text{Orta fiyat} - \text{Orta fiyatın hareketli ortalaması} |$$

Bulunan değer negatif işaretliyse bile pozitif olarak kabul edileceğinden formül mutlak değer içine alınmıştır. Sapma ortalamasının hesaplanması da, her gün için hesaplanan sapmaların gün sayısına bölünmesi ile bulunur.

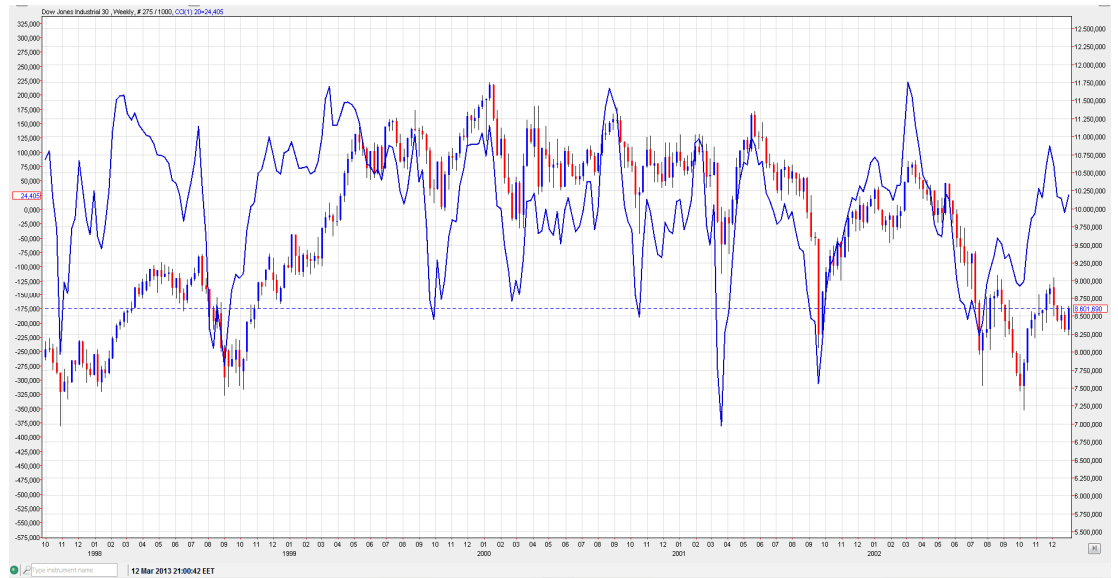
$$\text{Sapma Ortalaması} = \text{Toplam sapmalar} / \text{gün sayısı}$$

Ortalama sapmalardan sonra CCI hesaplanmasına geçilebilir.

$$\text{CCI} = \text{Sapma} / \text{Sapma Ortalaması} \times 0.015$$

0.015 burada sabit bir sayıdır. CCI pozitif veya negatif işaretli olabilir. CCI'nın verdiği sinyali yorumlamanın farklı biçimleri bulunmaktadır.

Şekil 20: CCI



Kaynak: Grafik, NetDania Financial Charts yardımı ile, Dow Jones endeksinin haftalık fiyatları ile çizilmiştir. CCI program yardımıyla yerleştirilmiştir.

CCI'nın düzleştirilmesi için hesaplanan hareketli ortalama, CCI'yı aşağıdan kesiyor ise al sinyali, yukarıdan kestiğinde ise sat sinyali olarak yorumlanır. Burada alımlar satım sinyali ile, satımlar ise alım sinyali ile kapatılır.

CCI'nın üzerine çizilecek olan trend çizgileri, fiyat grafiğinin üreteceği sinyallerden daha çabuk sonuç verdiği için analizde kullanılması yararlıdır. CCI üzerine aşağı trend çizgisi yukarı trend çizgisini kestiğinde alım sinyali, tam tersi olarak yukarı trend çizgisi aşağı trend çizgisini kestiğinde satım sinyali gelmiştir.

3.3.4. Osilatörler

Osilatörler, piyasanın aşırı alım ya da aşırı satım bölgesinde olup olmadığını belirleyen göstergelerdir. Fiyat grafiğinin altına çizilirler. Bir osilatör, yukarı uca eriştiğinde aşırı alım bölgesinde, aşağı uca eriştiğinde aşırı satım bölgesindedir. Fiyatların yapay bir bant içinde dolaştığı, trendlerin henüz oluşmadığı (veya trendlerin iyi sonuç vermediği) piyasalarda kullanımları oldukça yararlıdır. Ancak kullanımları yalnızca bu yatay piyasalarla sınırlı kalmamaktadır. Trend sahibi piyasalarda da fiyat grafikleriyle bağlantılı kullanıldıklarında, kısa dönemde aşırı alım, aşırı satım gibi uç noktaların sinyallerini vermekte ve trendlerin momentum kaybetmeye başladığı zamanlarda bir uyarı niteliği taşımaktadır (Kabakçı, 2009:97).

Teknik analizde kullanılan pek çok osilatör bulunmaktadır. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde, bunlardan en çok kullanılanlardan bazıları incelenecektir. Ancak, bütün osilatörler için genel-geçer denebilecek bazı durumlar bulunmaktadır (Kabakçı, 2009:97-100):

- Genel bir kural olarak, bir osilatörün kendi aşağı veya yukarı sınırına ulaşması, fiyat hareketlerinin çok fazla ilerlemiş olduğunu, bu nedenle bir tür düzeltme ya da ertelemenin geleceğini gösterir.
- Bazı osilatörlerde yatay bir orta değer vardır. Kullanılan formüle bağlı olarak bu orta çizgi sıfır değeri alır. -1 ile +1 arasında ve 0 ile 100 arasında uzanan osilatörler de mevcuttur.
- Bir osilatörü yorumlamanın en kolay yolu, orta değer üreten bir sınır çizgisi kullanmaktır. Bu çizginin üstünde alım, altında ise satım yapılır. Momentum

grafiklerinde en sık kullanılan yöntem budur. Sıfır çizgisi aşağı trendlerde direnç, yukarı trendlerde ise destek rolündedir.

- Osilatör kullanımının diğer bir yolu, ekstrem band analizleri ya da noktalarının belirlenmesidir. Osilatör bantlarının uçları, piyasanın ekstrem noktalarına işaret ederek uyarıcı karakteri kazanmaktadır.

- Osilatör analizinin üçüncü ve en iyi sonuç veren yolu uyumsuzlukları gözlemektir. Bir uyumsuzluk, osilatör çizgisi ve fiyat çizgisinin birbirinden ayrıldığı ve zıt yönlere hareketin başladığı durumu göstermektedir. Uyumsuzluk analizi için önemli bir gereklilik, uyumsuzluğun osilatörün uç değerlerinde ortaya çıkmış olmasıdır.

- Bir yukarı trendde en çok rastlanılan uyumsuzluk, fiyatlarda çıkış mevcutken osilatörün fiyat hareketini izlememesidir ve negatif uyumsuzluk olarak adlandırılır. Bir aşağı trendde ise, osilatör fiyat hareketlerinin oluşturduğu yeni tabanı onaylamaz. Böylece ortaya pozitif bir uyumsuzluk ortaya çıkar ve kısa dönemde yukarıya doğru bir tepki hareketinin ortaya çıkabileceğinin uyarısını vermiş olur. Her iki durumda da osilatörler ikilit tepe veya ikili tabana benzemektedir.

- Osilatörlerin ikinci bir biçimi, osilatör çizgisinin fiyattan önce bir tepe ya da tabanı geçmesidir. Trendin yönüne bağlı olarak osilatörde yukarı veya aşağı doğru bir hareketlenme görünür. Örneğin, osilatör aniden önemli bir tabanın daha da altına düştüğünde bu, trendin aşağı yönde bir eğim kazanacağına göstergesidir. Diğer işaretlerle desteklendiğinde, osilatörler trendlerin değişim noktaları hakkında ipuçları verirler.

3.3.4.1. Stokastik

Bu gösterge, George C. Lane tarafından bulunmuştur. Mühendislik ve istatistikte önemli yer tutan bu kavram, teknik analizcilerce aşırı alım-satım bölgelerinin belirlenmesinde kullanılan, özel bir momentum osilatörüdür. Stokastiğin amacı, seçilmiş bir zaman döneminin fiyat aralığının, en son gerçekleşen kapanış fiyatı ile ilişkisini belirleyebilmektir. Stokastik, fiyatlar artarken kapanış fiyatının işlem aralığının yukarısına doğru kapatma eğiliminde olduğu gözlemine dayanır.

Bunun tersi olarak aşağı-trendlerde kapanış fiyatları, işlem aralığının aşağılarına yakın bir yerde olma eğilimindedir (Kabakçı, 2009:93).

Stokastikte %K ve %D ismi verilen iki değer hesaplanır. %K temel değer, %D ise sinyal olarak kullanılır. Hızlı stokastik ismi verilen yöntemde değerlerin hesaplanması (Karan, 2001:521):

$$\%K = 100 \times \left[\frac{C - L_n}{H_n - L_n} \right]$$

K : Hızlı stokastik değeri
C: Kapanış fiyatı
L_n : Son n periyodun en düşük fiyatı
H_n : Son n periyodun en yüksek fiyatı

%D (hızlı) değeri ise elde edilen %K değerinin 3 periyodluk hareketli ortalaması olarak hesaplanır. %K tipik olarak kesiksiz siyah çizgiyle, %K'nın hareketli ortalaması olan %D ise çoğunlukla kesik bir çizgi ile gösterilir. Hızlı stokastik çok fazla salınma sahip olduğu için, yatırımcılar tarafından fazla tercih edilmez. Bunun yerine, yavaş stokastik adı verilen değer kullanılır. Yavaş stokastiğin hesaplanması (Kabakçı, 2009:93):

$$\%K = \%D \text{ (Hızlı)}$$

$$\%D = \text{Yavaş \%K'nın 3 periyodluk ortalaması}$$

Yavaş stokastik parametre değerleri tipik olarak 14, 3, 3 olarak alınır.

Stokastik osilatörü 0 ile 100 arasındadır. Gösterge üzerine, aşırı alım ve satımı gösteren, biri altta diğeri üstte olacak şekilde iki paralel çizgi yerleştirilir. Teknik analizciler, stokastik osilatörü belli bir sınırın üzerine çıktığında satış, belirli bir sınırın altına indiğinde ise alım yapar. En yaygın kullanılan aşırı alım ve aşırı satım sınırları 80 ve 20'dir. Ancak bu sayılar genel bir kural olmaktan uzaktır. Analizi yapılan farklı finansal varlıkların farklı sınırları mevcuttur.

Aşırı alım ve satım bölgeleri arasında stokastik osilatörün yönüne göre fiyat trendi hakkında tahmin yapılabilir. Stokastik osilatörünün 80 sınırının üzerine çıkması, yukarı trendin hızlanacağı anlamına gelir. Satım sinyali, stokastik eğrisi aşırı alım bölgesinde tepe yaptıktan sonra, aşırı alım sınırını aşağı doğru kırdığı zaman görülür. Gösterge bu seviyeden itibaren, genellikle orta bant olarak kabul edilen 50 değerine yaklaştıktan sonra bir tepki çıkışı verir. Talebin yüksekliği

göstergenin yeniden üst sınırın üstüne çıkmasını sağlar. Bu durumda yeniden alım tavsiye önerilir; ancak yüklenilecek olan risk daha yüksektir (Kabakçı, 2009:94).

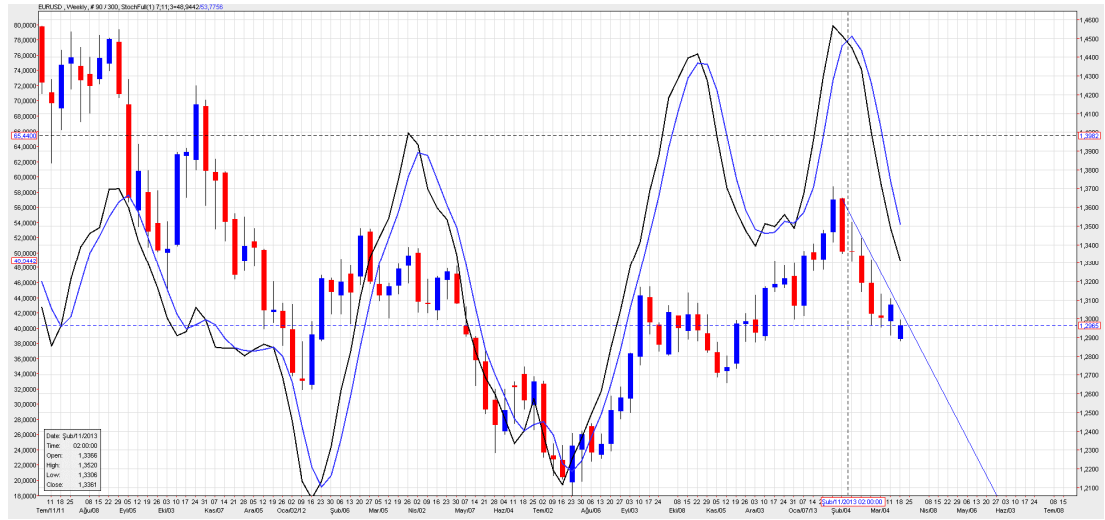
Göstergenin aşırı satım bölgesine girmesi durumunda ise, yukarıdaki kuralların tam tersi geçerlidir. Sınırın 20'nin altına düşmesi, aşağı trendin daha da düşeceği olarak yorumlanır. Alım sinyali, stokastik eğrisi aşırı satım bölgesinden tabanın altına inmesinin ardından, aşırı satım bölgesini de kırdıktan sonra görülür. Gösterge bu seviyeden itibaren, orta bant değerine yaklaştıktan sonra bir tepki inişi verir. Burada yeniden satım yapılmalıdır, ancak risk ilk duruma göre daha yüksek olacaktır.

Alım satım sinyalleri için, bir çok analizci %K ve %D eğrilerinin kesişimini kullanır. Aşırı alım bölgesinde %K'nın, %D'yi üstten kesmesi satım, aşırı satış bölgesinde %K'nın %D'yi alttan kesmesi ise alım sinyali olabilir, ancak grafiklerde kesişme sayısı çok fazla olduğundan, yanıltıcı sinyallerin sayısı da bir o kadar fazla olacaktır. Bu sinyallerin doğruluğu diğer yöntemlerle beraber kullanılarak sağlanmalıdır (Kabakçı, 2009:94).

Bazı analizciler, stokastik osilatörü grafiğinin tepe ve dip noktalarıyla, fiyat grafiğinin tepe ve dip noktalarını karşılaştırarak, gelecekteki fiyatların yönü hakkında tahminlerde bulunurlar.

Stokastik osilatörü ile elde edilen önemli bir uyarı da, stokastik eğrilerin aşırı alım ve aşırı satım bölgelerinde kesişmesinden sonra gelen aykırılıklardır. Bunlar iki şekilde oluşabilir. Birincisi, stokastik eğrilerin (Yavaş %K ve %D) aşırı alım bölgesinde kesişmesinden sonra ortaya çıkan, fiyatların düşeceğine işaret eden olumsuz (negatif) ırsama, diğeri ise aşırı satım bölgesinde görünen ve fiyatların yükselme trendine geçeceğini gösteren olumlu (pozitif) ırsamadır (Kabakçı, 2009:95).

Şekil 21: Stokastik Osilatörü



Kaynak: Grafik, NetDania Financial Charts yardımı ile, Dow Jones endeksinin haftalık fiyatları ile çizilmiştir. CCI program yardımıyla yerleştirilmiştir.

Olumsuz ırsamalarda, fiyat grafiğinde küçük tepeler hep daha yukarıya çıkmakla beraber, stokastik bir önceki tepeyi aşamaz. Bu durum fiyatlardaki yükselişin yakında biteceğini göstermektedir. Aynı durum dip noktaları için de geçerlidir. Olumlu ırsamalarda ise, stokastik grafiği fiyat grafiğine uyum sağlayamamaktadır. Bu, fiyatın gitmekte olduğu yönden döneceği anlamına gelmektedir. Fiyat grafiği aşağı giderken stokastik yukarı dönmesi pozitif ırsama olarak ele alınır ve düşüşün sona ermekte olduğunu, bir yükseliş olasılığını gösterir (Kabakçı, 2009:95).

3.3.4.2. Relatif Güç Endeksi (RSI)

Relatif Güç Endeksi en çok kullanılan osilatörlerden biri olup, J. Welles Wilder tarafından 1978'de ortaya atılmıştır. İki hisse senedinin relatif gücünü değil, tek bir hisse senedinin kendi iç gücünü ifade etmek için kullanıldığından, iç güç endeksi demek belki de daha doğru bir ifade olacaktır. Hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılır (Karan, 2001:520):

$$RSI = 100 - \left[\frac{100}{1 + \frac{U}{D}} \right]$$

U: Yukarı fiyat değişiminin ortalaması
D: Aşağı fiyat değişiminin ortalaması

RSI sinyallerini farklı şekillerde yorumlanabilir. 100'e yaklaştığı bölgeler aşırı alımı, 0'a yaklaştığı bölgeler ise aşırı satımı gösterir. Bu bölgeler aşıldığında, RSI, fiyat grafiklerinden daha önce tepki verdiği için, geri dönüş beklenmelidir. Uygulamada, RSI'nın üst ve alt sınırları, sırasıyla 70 ve 30 olarak kabul edilmiştir. Açıklamak gerekirse, RSI 30 değerini gördüğünde alım sinyali, 70 değerini gördüğünde ise alım sinyali olarak yorumlanır (Kabakçı, 2009:87). RSI'da orta band 50 kabul edilmiştir.

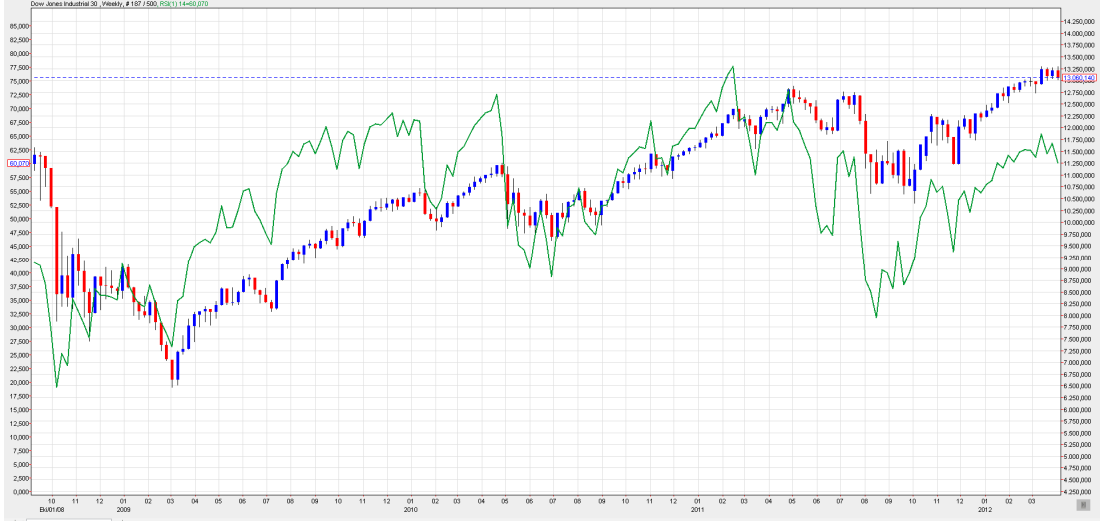
Aşırı alım ve satım bölgelerinde, RSI'nın yönüne göre fiyat trendi hakkında tahminleme yapılabilir. Değerin 70 sınırına ulaşması, yukarı trendin hızının arttığı ve aşırı alım bölgesinde bulunduğu için her an trendin yönünün değişeceği şeklinde algılanır. Satım sinyali, RSI'nın aşırı alım bölgesinde tepe yaptıktan sonra, aşırı alım sınırını aşağı yönde kırdıktan sonra oluşur. Gösterge genellikle orta bant değerine yaklaştıktan sonra bir tepki çıkışı verir. Talep yüksekse, gösterge yeniden üst sınıra yaklaşma eğilimi gösterir. Bu durumda alımlara yeniden başlanması önerilse de, riski ilk duruma göre daha yüksektir (Kabakçı, 2009:87). Göstergenin aşırı satım bölgesindeki yorumu da yukarıdaki açıklamaya paralel yapılır.

RSI'nın fiyat grafikleriyle uyuşmadığı durumlar, uyumsuzluk olarak adlandırılır ve RSI'nın önemli göstergelerinden biridir. Fiyatlar yükselerek yeni zirveler yaparken gösterge önceki zirveleri geçemiyorsa, uyumsuzluk söz konusudur. Bu durum bir güç kaybı ve fiyatlarda muhtemel bir geri dönüş olarak yorumlanır. Aynı şekilde, fiyatlar dip yaparken RSI bunu takip ediyor ancak fiyatlar ikinci kere dibi gördüğünde RSI yeni bir dip yapmıyor, bir önceki dip seviyesinin üzerinde kalıyorsa, ortada bir uyumsuzluk bulunmaktadır. Bu gibi durumlarda yeni bir trendin oluşma olasılığı vardır. RSI indikatöründe uyumsuzlukların oluşumu ve yorumlanması önemli bir yer tutar (Kabakçı, 2009:87).

Bazı teknik analizciler, alım/satım sinyallerini sağlamak amacıyla basit hareketli ortalama kullanılmasını önerirler. Güvenilirlik açısından uzun vadeli fiyatların ortalamalarının kullanılması gerekmektedir. RSI sinyali basit hareketli

ortalamayı aşağıdan yukarıya kestiğinde alım, yukarıdan aşağıya kestiğinde ise satım sinyali olarak algılanır.

Şekil 22: RSI



Kaynak: Grafik, NetDania Financial Charts yardımı ile, Dow Jones endeksinin haftalık fiyatları ile çizilmiştir. RSI, program yardımıyla yerleştirilmiştir.

3.3.4.3. Hareketli Ortalamalar Yakınlaşması-Uzaklaşması

Kısaca MACD olarak bilinen, 1979 yılında Gerald Appel tarafından geliştirilmiş olup, aşırı alım ve aşırı satım durumlarının ve trendin yönünün belirlenmesinde kullanılan bir osilatördür. Göstergenin temelinde biri yavaş, diğeri hızlı olmak üzere iki ayrı üstel hareketli ortalama²⁰ yatar. Göstergenin yaratıcısı Gerard Appel'e göre, 12 günlük üssel hareketli ortalamadan, 26 günlük üssel hareketli ortalamanın çıkarılması ile elde edilir. MACD, hem trend takip edici, hem de indikatör olarak kullanılabilen, güvenilir bir osilatördür.

HÜHO: Hızlı üstel hareketli ortalama

$$MACD = HÜHO(n) - YÜHO(m)$$

YÜHO: Yavaş üstel hareketli ortalama

²⁰ Üstel hareketli ortalamalar, yakın verilere kullanılmasıyla hesaplanır.

m,n: Zaman aralıkları

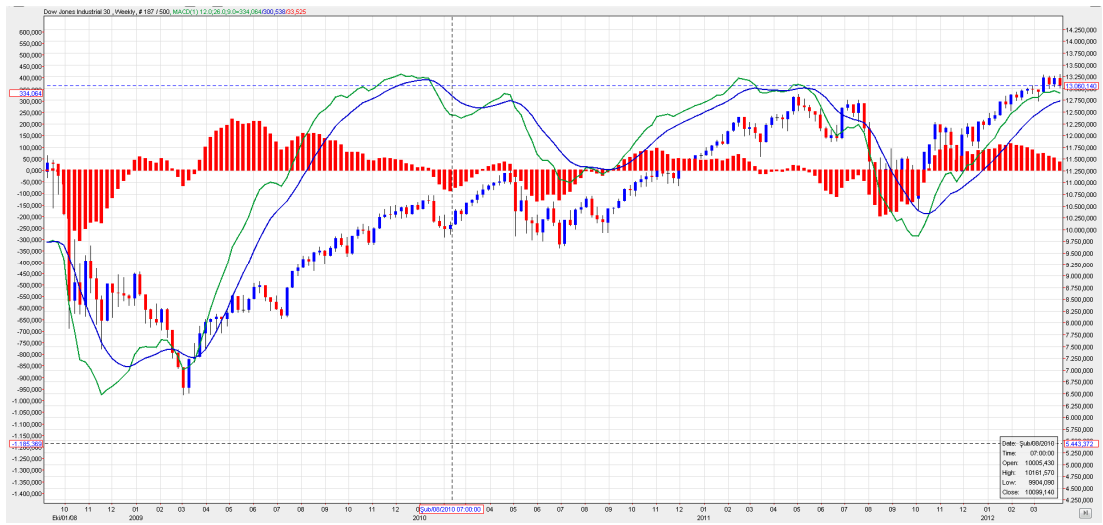
in

$$ÜHO_t = ÜHO_{t-1} + \left[\frac{2}{n+1} x (P_t - ÜHO_{t-1}) \right]$$

MACD değerleri bu formülle elde edildiğinde, ortaya çıkan sonuçlar bir histogram olarak ifade edilir. İki hareketli ortalamanın birbirini kestiği noktalarda MACD değeri sıfırdır. Hızlı ortalama, yavaş ortalamanın üzerinde ise, MACD pozitif değer taşır. Bu durum fiyatların yükseldiğini, yani piyasanın yukarı trend içinde olduğunu göstermektedir. Yavaş ortalama, hızlı ortalamanın üzerinde ise MACD değeri negatiftir, fiyatlar ortalamadan daha hızlı bir biçimde düştüğünden piyasanın aşağı trend içinde olduğunu gösterir (Kabakçı, 2009:84).

MACD pozitif tarafta alçalıyorsa piyasa hala yukarı trenddedir ancak trend kuvvetini yitirmektedir. Aynı şekilde, MACD negatif trendde yükseliyorsa, aşağı trend halen mevcuttur, fakat trend gücünü kaybediyordur. Sıfır çizgisine yakın hareketler piyasanın trendsiz olduğunu gösterir (Karan, 2001:522).

Şekil 23: MACD



Kaynak: Grafik, NetDania Financial Charts yardımı ile, Dow Jones endeksinin haftalık fiyatları ile çizilmiştir. MACD, program yardımıyla yerleştirilmiştir.

Bütün bu yorumlar, trendin yönünün ve şiddetinin MACD'in histogramına bakılarak yapılır. Ancak alım satım sinyalinin zamanlanması için farklı bir hesaplama yapılmalıdır:

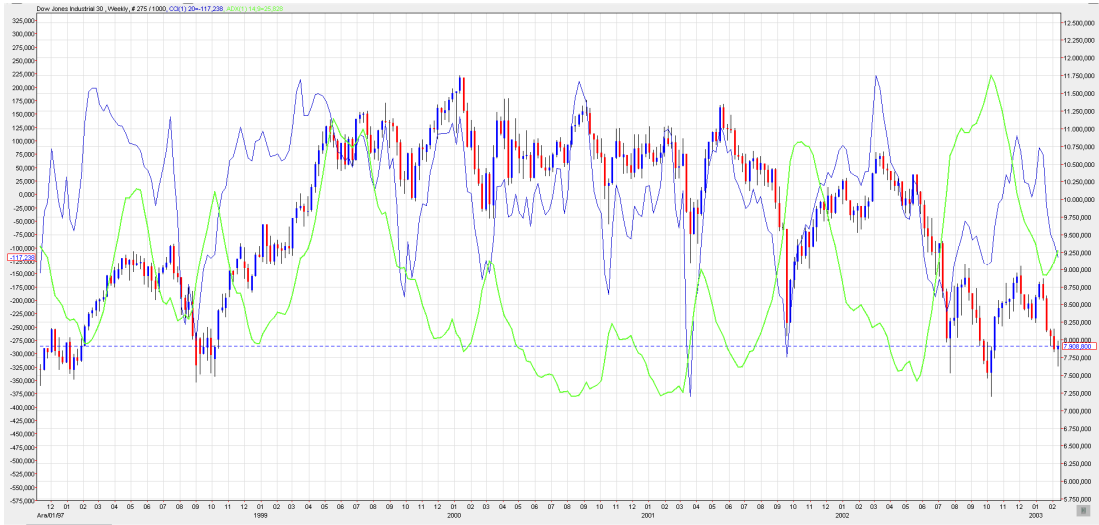
Sinyal = MACD'inn periyodluk üstel hareketli ortalaması

Sinyal çizgisi, MACD'deki dalgaları düzleştirerek MACD'nin tepe yapıp yapmadığını gösterir. İki hareketli ortalamının verdiği histogram sayesinde, alım satım sinyalleri hareketli ortalamadan daha önce oluşur (Kabakçı, 2009:85).

3.3.4.4. Ortalama Yön Endeksi (ADX)

J. Welles Wilder tarafından geliştirilen bu gösterge, yukarı ya da aşağı trendin gücünü ölçmek için kullanılır. Fiyat hareketlerinin belirli bir trend içinde olup olmadığını gösteren en iyi göstergelerden biridir. Diğer teknik analiz yöntemlerine kıyasla fazla kullanılmamasına karşın, yanlış sinyalleri filtrelemesi açısından da önemlidir. (Kabakçı, 2009:96). Daha güvenli kararların verilmesine yardımcıdır.

Şekil 24: CCI ve ADX



Kaynak: Grafik, NetDania Financial Charts yardımı ile, Dow Jones endeksinin haftalık fiyatları ile çizilmiştir. CCI (mavi) ve ADX (yeşil), program yardımıyla yerleştirilmiştir.

ADX, 0 ile 100 arasında gidip gelen bir osilatördür, ancak 60 üstü değer alması nadiren görülmektedir. 20'nin altındaki düşük değerler zayıf bir trende işaret eder. 40'un üstü ise yüksek kabul edildiğinden bu seviyedeki trendler güçlü kabul edilir. Ancak bu göstergenin ayı ya da boğa piyasasına işaret ettiği izlenimine kapılmak yanlış olur. ADX yalnızca, piyasanın bir yön tutup tutmadığı hakkında

bilgi verir, bu osilatöre bakılarak piyasanın hangi yönde hareket edeceği hakkında yorum yapılmaz. ADX değeri ne kadar güçlü ise trend de o kadar güçlüdür. Değerin düşük seviyelerden yükselmesi, yeni bir trendin doğacağı anlamına gelirken, yüksek seviyelerden düşmesi, piyasanın bir süre için konsolidasyon dönemine gireceğine işaretler (Kabakçı, 2009:96).

3.4. KONUT BALONUyla BAŞLAYAN KÜRESEL KRİZ

Piyasalardaki şiddetli büyümenin başlaması, konut balonunu (veya herhangi bir balonu) tetikleyen ilk önemli etken olarak ortaya çıkmaktadır. Spekülatörler gayri menkulleri alıp küçük parçalara bölerek, hisse senedi gibi satış yapıp karlarını kısa sürede arttırmışlardır. Yeni teknolojik gelişmelerin ortaya çıkardığı fırsatların cazibesine katılan halkın Wall Street'te neredeyse kumar sayılabilecek yatırımlar yapması balonu şişiren bir diğer etmendir.

Hükümet ve FED ise spekülatif dalgayı durdurmak yerine, yarattığı yeni kredi olanakları ve finansal araçlarla balonu büyütülmüştür. Ekonomistlerin çoğu, piyasanın kendi kendini düzeltereğini öne sürerek devlet müdahalesine karşı çıkmıştır.

Çöküş gerçekleştiğinde bir sürü köklü firma bir gecede batmış, ülke genelinde yapılan yolsuzluklar, gizli anlaşmalar ortaya çıkmıştır. Borsa çökerken ödenemeyen kredi yığınları da birikmektedir. Tüketiciler taleplerini kısıtıklarından büyük bir durgunluk dönemi başlamıştır. Bu noktada, ABD'de başlayan kriz yayılarak diğer ülkeleri de etkisi altına almaya başlamıştır.

Bütün bunlar 2008'de yaşanan ABD konut krizini anımsatmakla beraber, aslında 1929 yılında gerçekleşmiş Büyük Buhran'daki gelişmelerdir. 2008 krizinde olduğu gibi, Büyük Buhran'da da gayri menkul piyasasındaki ve borsadaki spekülatif balonlar, yetersiz ekonomik düzenlemeler, teknolojik ve finansal sistemdeki yeniliklerin getirdiği coşkunun yarattığı balon patladığı zaman, finansal sistemin çökmesine, reel ekonomide gerilemeye ve dünya çapında bir duraklamaya neden olmuştur (Buluş ve Kabaklarlı, 2010:2-3).

Modern kapitalizmin tarihine bakıldığında, krizlerin istisna değil, standart olduğu görülür. Bu, bütün krizlerin aynı olduğunu söylemek değildir. Borç krizleri,

finansal sektördeki zayıflıklar, uygulanan yanlış ekonomi politikaları ve hatta savaşlar krizlere neden olabilir. Yine de, dikkatle incelendiğinde, çoğu krizin belli aktif varlıkların, fiyatların asıl değerinin çok üzerinde yükseldiği bir balonla başladığı görülür. Bu balonlar, genellikle, yatırımcılar yükselişten pay almak için, gereğinden fazla borca girmeleriyle iyice şişerler. Bu durum, finansal sistemin yeterince sıkı olmayan düzenlemelerinden veya somut teknolojik gelişmelerden (örneğin demiryolunun icadı, internetin bulunuşu gibi) dolayı olabilir.

Yükseliş nasıl başlarsa başlasın, bir varlık grubu, yoğun spekülasyonun odağı haline gelir. Talep gören varlık herhangi bir şey olabilir, ancak hisse senetleri, konut ve gayri menkuller, en yaygın olanlarıdır. Böylesi başlangıçlarda, finansal felaketler öngörülebilir bir yolda ilerler. Krediler ucuzlaşıp bollaştıkça, talep gören varlığın satın alınması da o kadar kolaylaşır. Talep arzın üzerine çıkarak fiyatların yükselmesini sağlar. Ama bu sadece başlangıçtır. Balonun merkezindeki varlıklar, genelde teminat olarak gösterilebilen varlıklardır. Teminlerin fiyatı da balonla beraber yükseldiğinden, her gün daha fazla borçlanılır. Diğer bir değişle, finansal varlığın kaldıraç gücünden yararlanılır (Roubini ve Mihm, 2012:25-27).

Böylesi bir dinamik, ekonomide kısır döngü yaratır. Ekonomi büyüdükçe gelirler artar ve şirketler daha çok kar ederler. Riskler hakkındaki endişeler neredeyse yok olur (Risk alma iştahı artar), borçlanma maliyetleri düşer, hanehalkı harcamaları artar. Bir noktada, balona konu olan varlığın arzının, talebi aştığı noktada, balonun büyümesi durur. Fiyatların yükselmeye devam edeceğine dair inanç azalır ve borçlanmak giderek zorlaşır. Balonlar, devamlı borçlanmaya ve kolay paraya ihtiyaç duyduklarından, bunların eksikliğinde fiyatlar düşmeye başlar, aşırı yükseliş çöküşe dönüşür (Roubini ve Mihm, 2012:25-27).

Balonun kökenindeki varlık fiyatının düşmesi, panikle yapılan teminat tamamlama çağırısını tetikler (margin call), kredi kullananlardan ek teminat ve/veya nakit talep edilir. Bu, kredi kullananları, mal varlıklarını elden çıkarmaya kadar zorlayabilir. Kısa sürede arz talebin çok üstüne çıkar, fiyatlar daha da düşer ve kalan teminatların değeri dibe vurur. Durumdan kurtulabilmek amacıyla herkes daha güvenli ve daha likit varlıklara yönelerek, balonun merkezindeki varlıktan uzak durur. Böylece balon patlayarak paniği başlatır. Balon esnasında asıl fiyatının çok

üzerine çıkan varlık, çöküş sırasında da asıl değerinin oldukça altına iner (Roubini ve Mihm, 2012:25-27).

Bu model 2000'lerden başlayarak ABD ekonomisinde işlemiştir. Konut fiyatları artmaya başladıkça, hanhalkları teminat olarak kendi evlerini göstererek kredi kullanmışlardır. Aldıkları borçlarla ev dekorasyonu, hatta ikinci bir konut gibi balona katkı sağlayan yatırımlar yapmışlardır. Konut fiyatlarındaki artışlar, aynı zamanda inşaat sektörünü tetikleyerek, ihtiyaçtan fazla konut üretilmesine ve kaynakların atıl duruma gelmesine neden olmuştur. Aileler, ödeme olanaklarının çok üzerinde harcama yapmaktadırlar. Bu dönemde, tasarruf oranları neredeyse yok denecek kadar düşmüştür.

2007 ve 2008'de balon patladığında, ev sahipleri ipotekli konut kredilerini ödeyemedikçe, bu kredilerle üretilmiş olan menkul kıymetlerin değerleri hızla düşmeye başlamıştır. Bankalar kredi vermeyi kesmiş, böylece bütün ekonomiye yayılan bir likidite ve kredi krizi sorununu tetiklemişlerdir. Böylece, mevcut kredilerini yenileyemeyen bireyler ve kurumlar, mal ve hizmetlere çok az harcama yaparak, ekonomide küçültme yaratmışlardır. Finansal sektörde başlayan bu kriz, yayılarak reel ekonomiye de yansımıştır (Demir ve diğerleri, 2008:14-15).

Konut kredisi (Mortgage) sistemi, uzun vadeli konut kredilerinin, finansal tekniklerle desteklenmiş bir biçimidir. Taşınmaz malın ipotek altına alınması şartıyla verilen bir tüketici kredisidir. Ödeme tamamlandığında ipotek de ortadan kalkar. Evi satın alan kişi, önceden belirlenmiş bir miktarı, peşin olarak kredi veren kuruluşa öder. Geri kalan kısmı ise, anlaşmaya bağlı olarak 15 ila 30 yıl arasında değişen bir sürede aylık olarak, kira öder gibi geri ödenir. ABD'de 12 trilyon dolarlık bir hacme ulaşan mortgage piyasası, sisteme kredi almak üzere başvuran bireyden, yatırım bankaları ve hedge fonlarla uluslararası finans sistemine uzanan, oldukça karmaşık bir sistemdir.

Süreç, ev sahibi olmak isteyen bireylerin, mortgage brokırına başvurarak, çeşitli alternatifleri değerlendirmeleriyle başlar. Brokırılar, ülke çapında bankalardan teklifleri değerlendirerek, en uygun olanları seçen aracılardır. Aynı zamanda, normal koşullar altında, kredi alması zor veya imkansız olan kişilerin, kredi almasını mümkün haline getirirler. Banka krediyi onayladığında, brokır da belli bir komisyon alır. Bu sistemde, brokırılardan daha fazla kredi alabilmek için, müşterilerinin finansal

durumlarını makyajlamalarına sıkça rastlanmaktadır.

Tablo 3: Kriz Öncesi Konut Kredileri ve Menkul Kıymetleştirme Oranı

Yıllar	Konut Kredileri Milyar \$	Menkulleşme Oranı (%)	Yüksek Riskli Krediler Milyar \$	Yüksek Riskli Kredilerin Oranı (%)	Yüksek Riskli Kredilerin Menkul Kıymetleştirme Oranı (%)
2001	2215	60.7	160	7.2	60
2002	2885	63	200	6.9	61
2003	3945	67.5	310	7.9	65.5
2004	2920	62.6	530	18.2	79.8
2005	3120	67.7	625	20	81.3
2006	2980	67.6	600	20.1	80.5

Kaynak : Birdal, 2003:17-19

ABD’de, bireyler ekonomik durumlarına, daha önce kullandıkları kredilere, bunları geri ödeme performanslarına ve buna benzer kriterlere göre, “çok riskli, riskli ve risksiz” şeklinde sınıflandırmalara tabi tutulur. Bu sınıflandırma, kredi kullanırken ödeyecekleri faiz oranlarını etkilemektedir. Düzenli işi ve mülkü olmayan bireyler, çok riskli grupta olup normal şartlarda kredi kullanamazlar. Ancak bu grubun 2008 krizi öncesinde, yüksek faiz ve komisyon karşılığı kredi alıp kullandığı bilinmektedir.

Mortgage piyasalarının en önemli özelliği, kredi veren kurumların, bu krediler üzerinden belli bir pay aldıktan ve gerekli anlaşmalar imzalandıktan sonra, krediyi ikincil piyasalara satmalarıdır. Menkul kıymetleştirme olarak bilinen bu işlem, bankaların sahip oldukları kredi ve diğer alacakların, bazı kurumlara transfer edilmesi yoluyla, menkul kıymet ihraç edilmesine dayanan bir finansman modelidir.

Krediler, genellikle özel yatırım bankalarına satılır ve buradan da tahvillere dönüştürülerek dünya pazarlarına ihraç edilir (Demir ve diğerleri, 2008:3-10).

Konut krizinde rol oynayan bir diğer yatırım aracı ise, hedge fonlardır. Hedge fonlar; yatırım amaçlı olarak kullanılabilen ve profesyonel yatırım idarecileri tarafından yönetilen özel fonlardır (Warsh, 2007:2). Hedge fon şirketleri, genelde bir portföy oluşturarak yatırımlarda bulunurlar ve portföylerini piyasalarda meydana gelecek konjonktürleri etkisiz kılacak şekilde oluştururlar. Genellikle offshore²¹ merkezlerinde kurulmaktadır. Bunun nedeni, yerine getirilmesi gereken hükümlülüklerin daha az olmasıdır, yatırım portföylerini daha geniş bir alana yayabilirler.

Hedge fonların yatırım stratejileri değişiklik göstermektedir. Risk/getiri profilini yükseltmek için açığa satış, türev ürünlerin alım satımı ve kaldıraç (borçlanma) kullanmak gibi pozisyonlar alırlar. Bu özellikleri ile hedge fonlar oldukça özel, değişken ve açık uçlu bir yatırım ortaklığı olarak da tanımlanabilmektedir (Chambers, 2008:5).

Hedge fonların başarısı, elde ettikleri pozitif getiri ile ölçülürken, geleneksel yatırım fonlarının başarısı, belirlenmiş bir göstergeyle karşılaştırıldığında elde edilen getiriyle ölçülmektedir. Bir hedge fon yöneticisinin kazancı, yönetim ve performans ücretlerine bağlıdır (Chambers, 2008:6). Farklı yatırımcıların tercih edebileceği çeşitli hedge fon türleri bulunmaktadır.

Bu fonların, finansal piyasalarda arbitraj imkanı sayesinde yanlış fiyatlamanın önüne geçilmesini sağlaması, önemli birer likidite kaynağı olmaları gibi olumlu özellikleri bulunmaktadır (Terzi, 2009:75).

Hedge fonlara hem kurumsal, hem de bireysel yatırımcılar yatırımda bulunabilirler. Kurumsal yatırımcılar, sigorta şirketleri, üniversiteler, vakıflar, emeklilik fonları ve bankalar gibi kurumlardır. Aşağıdaki tabloda, küresel çapta hedge fon sayısı, değerleri ve coğrafi dağılımları verilmiştir.

²¹ Kıyı bankacılığı. Ülke dışında sağlanan fonların, yine ülke dışında kullanılmasını amaçlayan ve sektörle ilgili her türlü yasa ve yönetmeliklerin dışında kalan serbest bankacılık, olarak tanımlanabilir.

Tablo 4: Hedge Fonlar

Yıllar	Hedge Fon Sayısı	Varlık Değerleri Milyon \$	Coğrafi Dağılım(%)			
			Asya	Amerika	Avrupa	Diğer
2000	4800	408	-	-	-	-
2001	400	564	-	-	-	-
2002	5700	600	5	82	12	1
2003	7000	850	5	77	16	2
2004	8050	1050	6	72	21	2
2005	8500	1350	8	67	23	3
2006	9800	1750	7	66	24	3
2007	10500	2150	7	67	22	4
2008	9600	1500	6	68	23	3
2009	9600	1700	6	68	23	3

Kaynak: ISDA İstatistikleri

Hedge fonların çeşitli faydalarının olduğu inkar edilemese de, önemli birer risk kaynağı oldukları göz ardı edilmemelidir. Bu fonların saldırgan yatırım stratejileri ve önemli oranda yüksek getirili-yüksek riskli yatırımları tercih etmeleri, krizlerin tetikleyicisi olabilmektedir. Krugman, hedge fonların genel kanının aksine, dalgalanmalardan kar elde ettikleri için çok riskli olduklarını ileri sürmüştür. Riskli pozisyonlardaki yüksek getiri ihtimali, Krugman'a göre, yatırımcıların olması gerekenden yüz kat fazla pozisyon almalarına neden olmaktadır (Krugman, 2010:128-129).

Joseph E. Stiglitz'e göre, Amerika'da meydana gelen 2008 krizi şaşırtıcı olmaktan çok uzaktır. Likidite ve düşük faiz oranları içinde boğulmuş, kısıtlamalarından kurtulmuş bir piyasa, küresel bir gayrimenkul balonu ve fırlamış oranlarla riskli subprime kredilendirme ve yaygın olarak kullanılan hedge fonlar, çok tehlikeli bir birleşimdir. Buna ABD bütçe açığı ve Çin'deki büyük dolar rezervleri eklendiğinde, sonucun korkunç derecede çarpık olacağı açıktır (Stiglitz, 2012:39).

Stiglitz, küresel krizin anlaşılabilmesi için, konut balonundan daha önceye, 2000’lerde patlayan Nokta.com (Dot.com) teknoloji balonuna dönülmesi gerektiğini söylemektedir. Bu balon, 1995-2000 arasında gerçekleşen spekülasyon bir balondur. Şirketlerin, öz değerlerini yeni internet teknolojilerini kullanarak arttırabilecekleri düşüncesinden dolayı şişmiştir. İnternet teknolojileri yoluyla oluşturulacak yeni marka bilincinin, gelecekte daha çok kar getireceği umuluyordu. Zarar edilen dönemde masrafları karşılamak için de, değerleri borsada gittikçe şişen hisse senetlerine güvenilmekteydi. Bu da her an patlamaya hazır bir borsa balonu yaratmıştır (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:159-163).

Balonun patlamasıyla, ileri teknoloji yatırımlarının çoğu durma noktasına gelmiştir. Mart 2001’de Amerika resesyon dönemine girmiştir. Bu dönemde başkanlık yapan Bush ve Merkez Bankası Alan Greenspan’ın vergi indirimleri politikası, Stiglitz’e göre hatalı bir uygulamadır.

Bu zaman aralığında gerçekleşen 11 Eylül saldırısı ve ardından yapılan Afganistan ve Irak müdahaleleri, harcamalarını karşılamak amacıyla emisyon daha önce görülmemiş boyutlara ulaşmıştır. Ekonomiyi düzenlemek istihdamda artışın sağlanması ve uygulanan düşük faizler, zaten likidite içinde yüzen piyasayı konut satın almaya iten çılgınlığa sürüklemiştir (Stiglitz, 2012:46).

Ekonomik krizin etkileri, ekonomik alanın önüne geçerek, değişik alanlarda doğrudan ya da dolaylı etkiler doğurmuştur. ABD’de işsizliğin yaygınlaşmasıyla dışlamalar öne çıkmış, göçmen ve göçmen asıllı yabancıların varlığına, düşmanca yaklaşıma bir zemin hazırlamıştır. Kriz yoksulluğu, yetersiz beslenmeyi ve açlık sorununu da beraberinde getirmiştir. Türkiye de Dünya’yı derinden sarsan bu krizden hiç etkilenmeden çıkamamıştır. Bir sonraki bölümde, krizin Türkiye ekonomisine, özellikle finansal piyasalarına olan etkisi incelenecektir.

3.4.1. Küresel Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri

Amerika’da konut kriziyle başlayan ve bütün Dünya’yı etkileyen küresel krizin, Türkiye ekonomisinde neden olduğu etkiler, diğer ülkelerden oldukça farklılık göstermektedir. Bunun nedeni, ABD, AB ve diğer ülkelerde krize neden olan türev araçların, 2008 yılının ortalarından önce Türkiye’de varlık göstermemesidir. Hedge

fonlarla ilgili yasal düzenlemeler, ilk kez 2006 yılında yapılmasına rağmen, fonların piyasada satışa çıkarılması, Haziran 2008'i bulmuştur. Ancak hedge fonlarla ilgili bilgi düzeyinin finansal çevrelerde yetersiz olması, bu fonlara farklı bir yatırım sınıfıymışçasına bakılması ve çok riskliymiş gibi algılanması, hedge fon talebinin çok az olmasının nedenleri olarak sayılabilir (Çağıl ve Hosseini, 2011:10). Ayrıca, 2001 krizinin ardından alınan önlemlerin, 2008 krizinin etkilerini hafiflettiği söylenebilir. Güçlü ekonomiye geçiş programıyla gelen, özellikle bankacılık alanındaki iyileştirmeler, krizin etkilerini bir ölçü de olsa azaltmıştır.

Bütün bunlara rağmen, Türkiye 2008 krizinden tamamen zarar görmeden kurtulamamıştır. 2007'den itibaren görülmeye başlanan durgunluk, bu dönemde yaşanan genel seçimler, anayasal yargı sürecindeki sıkıntılar, cumhurbaşkanlığı seçimleri gibi siyasal hareketlerle ilişkilendirilmekteyse de, iktisadi nedenleri görmezden gelinemez.

2008 krizinin Türk ekonomisine etkisi, Türkiye'nin yüksek dış borçlanma oranları nedeniyledir. Artan belirsizlik ortamında, risk algılamalarının bozulmasının ve güven kaybının etkisiyle, kredi piyasasında kaynak akışının durması, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımı olmaksızın, iktisadi faaliyetlerde keskin bir yavaşlama yaşanmasına neden olmuştur (Yörükoğlu, 2009:1).

Orta Vadeli Programa (2010-2012) uygun olarak hazırlanan 2009 yılı Katılım Öncesi Ekonomik Programı, küresel krizin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin ve geleceğe ilişkin belirsizliğin sürdüğü bir dönemde hazırlanmış olup, Türkiye ekonomisini, dış ticaret, finansman ve beklenti kanalları açısından etkilediğini vurgulamaktadır (DPT KEP, 2009:1).

Bu bölümde, krizin Türkiye ekonomisine olan etkileri, temel ekonomik göstergelerden, BIST 100 endeksi ve GSYH'da yaşanan değişim, işsizlik, enflasyon ve faiz oranları, dış ticaret göstergeleri, tüketici ve reel kesim güven endeksi, imalat sanayi kapasite kullanım oranı ile, iç ve dış borç rakamlarında yaşanan gelişmeler çerçevesinde, daha detaylı olarak ele alınacaktır. Krizin küreselleşerek Türkiye'nin finansal piyasalarına etkisinin teknik analizle incelenmesi, bir sonraki bölümde yapılacaktır.

Küresel krizin ilk kez ABD finansal piyasalarında başlayıp, buradan dünyaya yayıldığı göz önüne alınarak, öncelikle BIST 100 endeksinin aylar itibari ile değişimi

üzerinde durulacaktır. Aynı endeksin teknik analiz yardımıyla incelenmesine, bir sonraki bölümde yer verilecektir. Tablo 5'te 2000-2012 döneminde, BIST 100 endeksinin aylık kapanış fiyatları yer almaktadır.

2000'li yılların başında durağan seyir izleyen borsa, Kasım 2000 krizinin etkisiyle düşerek yılı 9 139 değeriyle kapatmıştır. 2001 Ocak itibari ile biraz artış görülse de, 2001 Şubat kriziyle, yıl içinde 8 396 değerine kadar gerilemiştir. Ekonomiye yapılan müdahaleler sayesinde, 2003 yılının özellikle Ağustos ayından sonra ekonomi toparlanmış ve bu dönemden sonra borsa, yükseliş trendine girmiştir. 2004 yılı Aralık ayında 23 714 olan borsa endeksinin, dünya ekonomisinde genişleme döneminin yaşandığı yıllarda yükselerek, 2007 yılında en yüksek 56 177 değerine çıktığı tabloda görülmektedir. Küresel krizin yaşandığı 2008 yılı ayları itibariyle incelendiğinde, endeks değeri dalgalı bir seyir izlediği görülür. 2008 yılma 48 744 kapanış fiyatıyla başlayan endeks, krizin de etkisiyle önemli ölçüde değer kaybederek, Aralık ayının sonunda 25 716 seviyesine düşmüştür. Düşüş eğilimi 2009 yılının Nisan ayına kadar devam etmiş, daha sonra toparlanma sürecine girmiş ve izleyen aylarda sürekli artış göstererek yılı 50 275 endeks değeri ile kapatmıştır. 2010 yılında da genel olarak artış eğilimi sürmüştür ve Nisan, Ağustos ve Ekim aylarında borsa yeniden yükselmeye başlamıştır. 2011 ve 2012 yıllarında genel eğilime bakıldığında, ekonominin toparlanma sürecinde olduğu görülmekle birlikte, endeksteeki yükseliş ve düşüşler, kriz öncesi yükseliş döneminin kapanmış olduğuna işaret etmektedir.

Değerleri

bat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül
514	17114	17155	17173	15411	13792	13266	1326
38	8434	9263	12041	11364	9874	9700	8396
729	11326	11899	11188	9599	9624	10000	9211
282	10083	10897	10876	10937	10584	11590	1275
129	19743	19276	17063	17291	18663	19314	2137
549	26208	24795	24716	26244	28409	29298	3276
321	44007	43690	40947	34839	35290	36922	3749
879	41838	45982	45567	45664	51606	48674	5132
700	41465	42174	41583	38342	36722	41236	3715
990	21081	28166	33901	35266	38271	45434	4652
967	53649	58461	55608	55567	58108	59220	6309
399	62909	68079	65724	62556	62407	54632	5726
235	61069	60884	57268	58505	62680	65310	6755

almıştır.

Krizin, Avrupa Birliği ülkelerini ciddi bir şekilde etkilediği göz önünde tutulduğunda, ihracatın yaklaşık yarısını bu ülkelerin oluşturduğu Türkiye'nin de olumsuz etkilendiği kaçınılmaz bir sonuç olmaktadır. Tabloda, Türkiye'nin 2007-2011 aralığında, ihracat yaptığı ülkeler ve pay oranları görülmektedir.

Tablo 6: Ülke Gruplarına Göre Dış Ticaret (Milyon Dolar)

Yıllar	Mal İhracatı	AB-27	Diğer Ülkeler	Serbest Bölgeler	Mal İthalatı	AB-27	Diğer Ülkeler	Serbest Bölgeler
2007	107.3	60.4	43.9	2.9	170.1	68.6	100.2	1.2
2008	132	63.4	65.6	3	202	74.8	125.8	1.3
2009	102.1	47	53.2	2	140.9	56.6	83.4	1
2010	113.9	52.7	59.1	2.1	185.5	72.2	112.5	0.9
2011	134.9	62.3	70	2.5	240.8	91.1	148.7	1

2007 (%)	100	56.3	41	2.7	100	40.3	58.9	0.7
2008(%)	100	48	49.7	2.3	100	37	62.3	0.7
2009(%)	100	46	52.1	1.9	100	40.1	59.2	0.7
2010(%)	100	46.3	51.9	1.8	100	38.9	60.6	0.5
2011(%)	100	46.2	51.9	1.9	100	37.8	61.7	0.4

Kaynak: Veriler TÜİK'ten alınmıştır.

AB ülkelerinden yapılan ithalatın toplam ithalat içerisindeki payında son yıllarda gözlenen dalgalanmada, Türkiye'nin AB dışı ülkelere ithal ettiği enerji hammadde fiyatlarında gözlenen hareketler etkili olmuştur (DPT KEP, 2009:19). 2011'in özellikle son çeyreğinden itibaren, ana ticaret ortağı olan AB ekonomisindeki sorunlar artmasına rağmen, Türkiye'nin ihracat performansının aynı düzeyde kalmasının temel sebebi, ihracat pazarlarında çeşitlendirmeye yönelik politikaların başarıyla uygulanmasıdır (DPT KEP, 2012:17).

Benzer şekilde 2007-2008 döneminde krizde olan AB-27 ülkelerinden yapılan ithalat verileri incelendiğinde, toplam ithalat içindeki payının 3,3 puan azalarak yüzde 37'ye gerilediği görülmektedir. 2009 yılında, AB ülkelere yapılan ihracatın, toplam ihracat içindeki payı yüzde 46, AB ülkelerinden yapılan ithalatın, toplam ithalat içindeki payı ise yüzde 40.1 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılı ve izleyen yıllarda, ihracat rakamları krizin bozucu etkisinden kurtularak, düzelme eğilimine girmiştir.

AB ülkelerinden yapılan ithalatın toplam ithalat içerisindeki payında son yıllarda gözlenen dalgalanmada, Türkiye'nin AB dışı ülkelere ithal ettiği enerji hammadde fiyatlarında gözlenen hareketler etkili olmuştur. (DPT KEP, 2009:19) 2011'in özellikle son çeyreğinden itibaren, ana ticaret ortağı olan AB ekonomisindeki sorunlar artmasına rağmen, Türkiye'nin ihracat performansının aynı düzeyde kalmasının temel sebebi, ihracat pazarlarında çeşitlendirmeye yönelik politikaların başarıyla uygulanmasıdır (DPT KEP, 2012:17).

Tablo 7: Seçilmiş Temel Göstergeler

Yıllar	Büyüme Hızı (%)	Enflasyon	İthalat (Milyon \$)	İhracat (Milyon \$)	Net Dış Ticaret (Milyon \$)	İhracat / İthalat (%)
2002	6.2	29.75	51.554	36.059	-15.495	69.9
2003	5.3	18.36	69.34	47.253	-22.087	68.1
2004	9.4	9.32	97.54	63.167	-34.373	64.8
2005	8.4	7.72	116.774	73.476	-43.298	62.9
2006	6.9	9.65	139.576	85.535	-54.041	61.3
2007	4.7	8.39	170.063	107.272	-62.791	63.1
2008	0,9	10.06	201.964	132.027	-69.937	65.4
2009	-4.7	6.5	134.401	109.679	-24.729	72.5
2010	8.9	6.4	185.5	113.9	-71.661	61.4
2011	8.8	10.4	240.8	143.4	-105.934	56
2012	2.2	6.15	152.4	236.5	-84.056	64.5

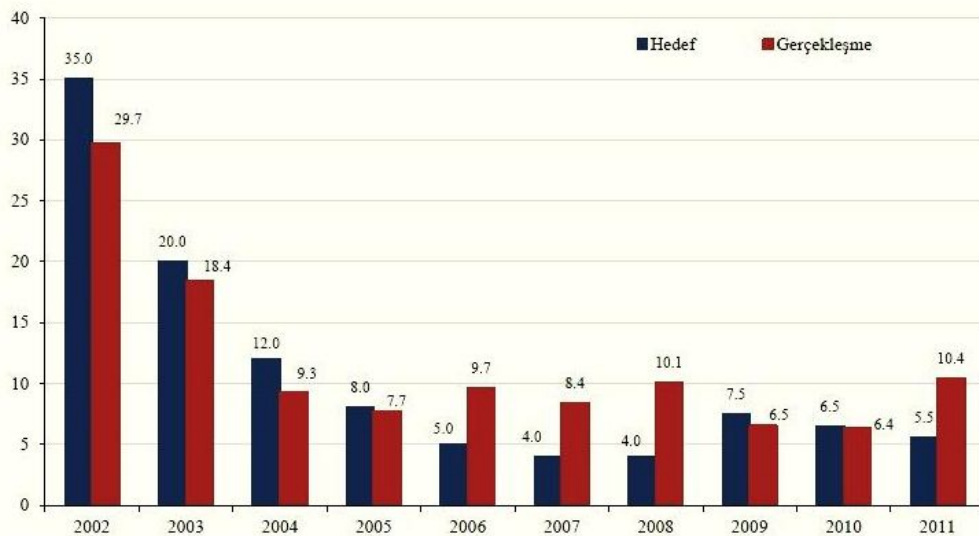
Kaynak: Veriler TÜİK'ten alınmıştır.

Daralan dünya ekonomisi ortamında, Türkiye'nin dış ticaret hacmi önemli oranda düşmüştür. Krizden AB ülkelerinin de ciddi şekilde etkilendiği ve Türkiye'nin ihracatının büyük bölümünü AB piyasalarına gerçekleştirdiği yukarıda ayrıntıları ile açıklandığından, bu durum şaşırtıcı olmamaktadır. Tabloda, 132 milyon dolar olan 2008 yılı ihracat değerinin, 2009 yılında 109.6 milyon dolara gerilediği görülmektedir. Başka bir şekilde söylemek gerekirse, ihracat 22 348 milyon dolar azalmıştır. Aynı dönemde ithalat, 202 milyon dolardan, 134.4 milyon dolara düşmüştür. Diğer taraftan, ithalatın ihracattan daha hızlı düşmesi sebebiyle, 2008 yılında %65 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2009 yılında %72.5'e yükselmiştir. Avrupa Birliği ülkelerinin Türkiye'ye ithalatının azalması, bunda en büyük etkidir. İhraç edebilmek için ithal etmek zorunda olan Türkiye ekonomisi, bu daralmanın etkisiyle 2009 yılında %4.7 oranında küçülmüştür (Işık ve Duman, 2012:92). Aynı zamanda bu oran, son on yılda görülen en kötü değer olmaktadır.

Kriz esnasında, net sermaye çıkışlarının yaşanması, reel sektörün finansman ihtiyacını karşılamasını zorlaştırmıştır. Bütün krizlerin en önemli özelliklerinden biri olan belirsizliğin artması, ileriye dönük beklentilerin bozulmasına yol açarak, tüketim ve yatırım kararlarını etkilemiş, bu durumun doğal sonucu olarak ekonomide daralma yaşanmıştır (Işık ve Duman, 2012:89-90).

Enflasyon rakamları ele alındığında, 2002 yılında yaklaşık %30 düzeyinde olan enflasyon oranı, 2005 yılında %7.72 seviyesine kadar gerilemiştir. Bu aralıkta izlenen düşük enflasyon politikalarının, bir dereceye kadar etkili olduğu söylenebilir. Ardından gelen yıllarda ise enflasyon, inişli-çıkışlı bir seyir izlemiştir. 2007 yılında %8.39 olan oran, kriz yılında %10.06 seviyesine çıkmış, ekonomide yaşanan durgunluğun da etkisiyle, krizi takip eden 2009 yılında %6.53 seviyesine gerilemiştir. 2010 yılı oranı %6.40 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı zamanda, krize yaklaştıkça ve kriz yılı olan 2008'de belirlenen enflasyon hedefleri oldukça sapmalıdır. Şekil 25'te de görüleceği üzere, 2008 yılı için hedeflenen enflasyon değeri %4.0'dır. Bu da gerçekleşen değer 6 puan altındadır.

Şekil 25: Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon (TÜFE %)



Kaynak: TCMB, TÜİK

Enflasyonda görülen bu hızlı yükelişin nedeni, küresel çapta risk almada meydana gelen düşüşle Türk Lirasında oluşan değer kaybı ve 2008 yılının son çeyreğinde ürünlerin fiyatında yapılan ayarlamalar olmuştur (TCMB, 2012:6).

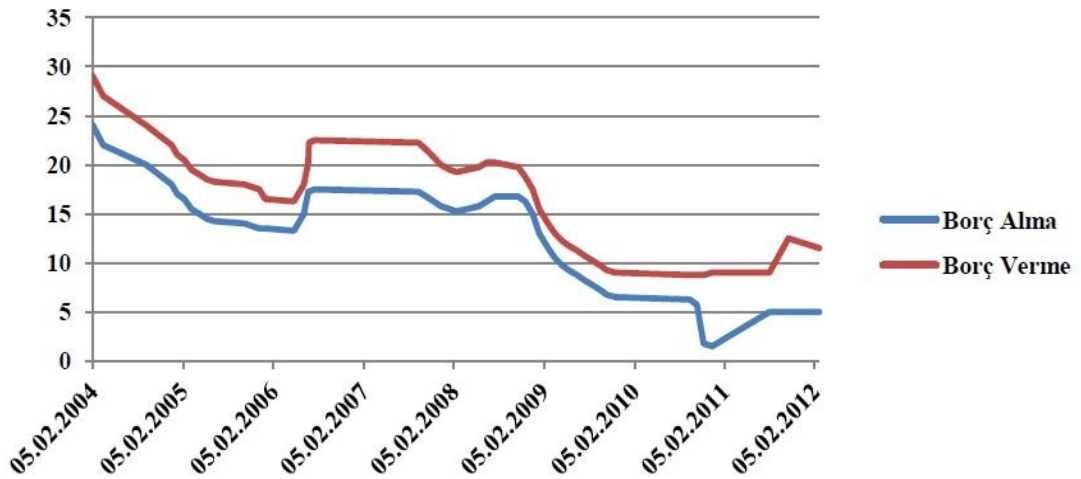
Ekonomideki olumsuzlukları doğrudan yansıtan bir diğer gösterge, TCMB gecelik faiz oranlarıdır. Lehman Brothers'ın batmasıyla, yeni bir dönemin habercisi olan küresel kriz, bu gelişmenin öncesinde, çoğu gelişmekte olan ülkenin merkez bankacılığı politikası olan, fiyat istikrarını koruma eğilimiyle izlenen enflasyon hedeflemesi rejimini temellerinden sarsmıştır. Son yıllarda, kriz öncesinde uygulanan geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminin tek aracı olan kısa vadeli faiz oranlarıyla, hem enflasyon hedeflerinin tutturulmasının, hem de kriz ile birlikte ortaya çıkan finansal riskler ile mücadele edilmesinin mümkün olamayacağı görüşü ağırlık kazanmıştır. Gelişmekte olan ülke merkez bankaları, bu risklerin başında gelen sermaye akımlarındaki oynaklığın olumsuz sonuçlarıyla mücadele etmek için, sermaye kontrolleri ve makro-finansal riskleri azaltıcı tedbirler gibi araçları kullanmıştır. Bazen çok kuvvetli, bazen de çok zayıf olan sermaye akımlarına karşı, merkez bankaları tarafından yapılan döviz alım satımlarının ideal araç olmadığı görüldükten sonra, bu araçlara alternatif olarak, kısa vadeli faiz oranlarının öngörülebilirlik derecesinin değiştirilmesiyle, sermaye akımlarının dengelenebileceği fikri ortaya atılmıştır (TCMB, 2012:3).

Avrupa borç kriziyle derinleşen küresel krizle birlikte, merkez bankaları, esnek enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanan ve fiyat istikrarının yanında, finansal istikrarı da gözetilen yeni bir yaklaşım benimsemiştir. 2010'un son çeyreğinden beri uygulanan bu sistemde, TCMB ortalama fonlama faizi, günlük likidite yönetimi araçları kullanılarak, gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki fark olan faiz koridoru aralığında herhangi bir noktada oluşturulabilmektedir. Politika duruşu, Para Politikası Kurulunun bir sonraki toplantısı beklenmeden, günlük olarak yeniden düzenlenebilmekte, bu da TCMB'ye büyük esneklik kazandırmaktadır (TCMB, 2012:4).

TCMB, küresel krizin ardından sermaye akımlarının arttığı dönemlerde faiz koridorunun genişliğini değiştirerek, politika öngörülebilirliğinin derecesini belirleme imkânına sahip olmuştur. Faiz koridorunun geniş tutulması, kısa vadeli faiz oranlarında dalgalanmaya izin vererek döviz kurlarındaki dalgalanmayı azaltmaktadır (TCMB, 2012:4).

Şeki 26'da, bu yeni uygulama öncesi TCMB gecelik borç alma/borç verme faiz oranlarının gelişimi yer almaktadır. Göstergeye göre, 2004 Şubat ayında %24 seviyesinde olan borç alma faiz oranı, 2006 Nisan ayına kadar sürekli gerileyerek, %13.25 seviyesine inmiştir. Daha sonraki dönemde ise, dünya ekonomisinde yaşanan sarsıntılardan sonra, Türkiye'de faiz oranları artmaya başlamış ve 2006 Temmuz'unda %17.5 düzeyine kadar yükselmiştir. Şubat 2008'de %15.25'e gerilese de, Eylül ayında Lehman Brothers'ın batmasıyla şiddetlenen krizin etkisiyle Ekim ayında tekrar %16.75'e çıkmıştır.

Şekil 26: TCMB Faiz Oranları



Kaynak: TCMB, 2012:6

İzleyen dönemde, daralan ekonomilerin canlanması için birçok ülkede olduğu gibi, Türkiye’de de faiz oranları ciddi ölçüde indirilmiş ve Ekim 2009’da %6.75 düzeyine gerilemiştir. Şubat 2012 itibariyle söz konusu oran %5 düzeyindedir. Şekilden de izlenebileceği gibi, borç alma faiz oranında yaşanan duruma benzer bir eğilim, borç verme faiz oranları için de mevcuttur.

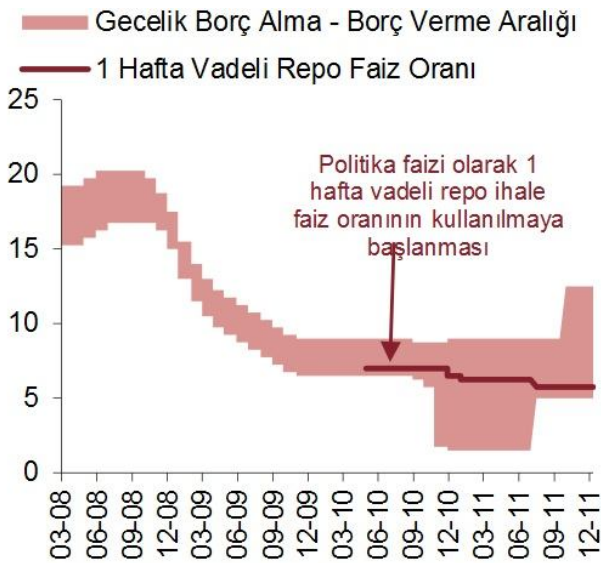
TCMB, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren uygulamaya başladığı yeni strateji çerçevesinde, söz konusu dönemde enflasyon oranlarının da olumlu düzeyde olmasının sağladığı imkân dâhilinde, makro finansal risklerin azaltılabilmesine yönelik politikalar geliştirmiştir. Bu doğrultuda, geleneksel politika aracı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak, zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve diğer likidite politikaları aktif bir şekilde kullanıma sokulmuştur. Bu yeni politika çerçevesinde, Kasım 2010’dan, Avrupa’da ekonomik belirsizliğin yoğunlaştığı Ağustos 2011 arası dönemde, bir yandan kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlanması ve döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önlenmesini hedeflemiş, diğer yandan da yurt içinde krediler ve talebin daha kontrollü biçimde büyümesinin sağlanmasıyla, iç ve dış talebin dengelenmesine odaklanmıştır (TCBM, 2011:3).

Bu dönemde, risk iştahının güçlü olması ve sermaye akımlarının kısa vadede yoğunlaşması nedeniyle, Merkez Bankası faiz koridorunu aşağı doğru genişletmiştir. Böylelikle, gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek, gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ve çok kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması mümkün olmuştur. Diğer taraftan, aynı dönemde aşırı kredi genişlemesini engellemek ve iç talebi kontrol altında tutabilmek amacıyla, zorunlu karşılık oranlarında güçlü bir artışa gidilmiştir. Ayrıca, bu dönemde açılan düzenli döviz alım ihaleleriyle, kısa vadeli sermaye akımlarının mümkün olduğunca Merkez Bankası rezervlerinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılması hedeflenmiştir. Alınan bu tedbirler Türk lirası üzerindeki aşırı değerlenme baskısının giderilmesini sağlamıştır. Başta Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu olmak üzere, diğer kurumların aldığı tedbirlerin de katkısıyla, kredilerde 2011 yılının ortasından itibaren belirgin bir yavaşlama

gözenmiştir. Sonuç olarak, talep kompozisyonu ve sermaye akımları arzu edilen yönde değişmeye başlamış ve ekonomideki dengelenme süreci 2011 yılının ortalarından itibaren başlamıştır (TCMB, 2011:4).

2011 yılı Ağustos ayına gelindiğinde, Avrupa’da büyüyen kamu borç sorunu nedeniyle risk alma iştahının oldukça düştüğü görülmektedir. Risk iştahındaki oynaklık, tarihsel anlamda en yüksek seviyesindedir. Bu sorun nedeniyle gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine, Merkez Bankası gecelik borç alma faizi yükseltilerek faiz koridoru daraltılmış ve bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını azaltmaya yönelik olarak, Türk lirası zorunlu karşılıklarda bazı düzenlemeler yapılmıştır. Döviz kurlarında dalgalanmaların önüne geçilmesi amacıyla da bir takım likidite tedbiri alınmıştır. Küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurtiçi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak için de politika faizinde²² ölçülü bir indirime gidilmiştir (TCMB, 2011:6).

Şekil 27: TCMB Faiz Oranları (%)



²² Politika Faizi: Merkez Bankası'nın ilan ettiği gecelik, haftalık ve aylık bazda bankalara borç verirken (repo fonlaması) tutturmaya çalıştığı faizdir.

Kaynak: TCMB, 2011:6

Reel kesim ve tüketici güven endeksleri, krizin etkisini görebilmek açısından önemli göstergelerdir. Reel kesime yönelik anketler, konjonktürel gelişmelerdeki ana eğilimleri ortaya çıkarmak ve ekonomideki büyüme ve daralma faaliyetleri hakkında önceden bilgi sahibi olmak amacıyla kullanılmaktadır. Güven endeksleri ise, üst düzey yöneticilerin bugünkü durumlarını ve geleceğe yönelik beklentilerini yansıtır. Bu anketler, bir çok ülkede farklı yöntemler kullanılarak hazırlanmaktadır. Türkiye’de kullanılan yöntem, İktisadi Yönelim Anketi (İYA)’nın seçilmiş bazı sorularına verilen yanıtları değerlendirerek hesaplanmasıdır (Işık ve Duman, 2012:93). Bu kapsamda, krizin etkilerinin tam olarak izlenebileceği Eylül 2009 yılından, toparlanma sürecine geçildiği Nisan 2010 arasındaki değerler, tabloda verilmiştir. Endeksin, anketin kapsadığı reel kesim temsilcileri tarafından yapılan değerlendirmelere göre, ekonomik faaliyetlere ilişkin 100 değeri alması istikrarı, 100’den küçük değer alması, güvenin azaldığını (kötümserliği), 100’den büyük değer alması ise güvenin arttığı (iyimser) durumlara işaret etmektedir.

Tablo 8: Reel Güven Endeksi

	Eylül 2009	Ekim 2009	Kasım 2009	Aralık 2009	Ocak 2010	Şubat 2010	Mart 2010	Nisan 2010
Reel Kesim Güven Endeksi	97.8	94	91.2	92.2	102	105.4	110.6	118.8
Toplam Sipariş Miktarı (Mevcut Durum)	64.9	61	63.9	64.7	64.9	67.8	71.4	85.1
Mamul Mal Stok Miktarı (Mevcut Durum)	103.2	108.5	105.7	107.8	106	99.8	104.1	101.1
Üretim Hacmi (Gelecek 3 Ay)	110	98.7	89.3	91.3	114.4	131.2	140.9	146.1
Toplam İstihdam (Gelecek 3 Ay)	99.2	93.9	90.4	90	99.2	105.6	107.9	116
Toplam Sipariş Miktarı (Son 3 Ay)	105.8	98.1	94.2	94.5	98	97.4	101.7	129.1
İhracat Sipariş Miktarı (Gelecek 3 Ay)	112.5	99.4	98.2	99.7	118.7	132.8	136	136.4
Sabit Sermaye Yatırım Harcaması	77.6	85.9	89.2	90.1	107.7	101	107.5	111.8
Genel Gidişat	109.2	106.6	98.9	99.1	106.9	107.6	115.4	125.1

Kaynak: TCMB

Tablo 8'den de takip edilebileceği gibi, reel kesim güven endeksi kalemi, 2009'da 97.8 iken, giderek düşerek yılı 91.2 değeri ile kapatmıştır. İzleyen Şubat-Nisan aylarında ise sırasıyla, 102, 105.4, 110.6 değerlerini görerek, yıl sonunda 118.8 değerine ulaşmıştır. Bu artışın nedeni, tüketicilerin mevcut ve gelecek dönem satın alma gücü, gelecek dönemde genel ekonomik durumda beklenen iyileşme, gelecek dönem için daha iyi iş bulma olanakları ve mevcut dönemin, dayanıklı tüketim malları satın almak için uygunluğuna yönelik izlenimlerin iyileştirmesinden kaynaklanmaktadır (Işık ve Duman, 2012:95).

İmalat sanayi kapasite kullanım oranı (KKO), imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren işyerlerinin, anket döneminde, mevcut fiziki kapasitelerine göre fiilen gerçekleşen kapasite kullanımlarının alınmasını amaçlamaktadır (TCMB,

2013:3). Tablo 9’da, 2007-2012 yılları arasında oluşmuş aylık bazda imalat sanayi kapasite kullanım oranları görülmektedir.

Tablo 9: İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları

Aylar/Yıllar	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ocak	78.5	78.7	63.1	70.0	75.5	75.5
Şubat	78.9	79.4	62.3	69.5	74.4	74.4
Mart	81.9	79.4	61.2	69.8	75.0	74.5
Nisan	81.6	79.5	60.1	73.2	75.4	75.2
Mayıs	81.3	79.1	63.5	73.2	75.3	74.7
Haziran	80.7	79.4	66.1	72.7	76.3	74.2
Temmuz	80.8	78.7	66.4	73.6	74.9	74.3
Ağustos	78.3	78.9	67.4	71.9	75.2	73.8
Eylül	80.3	76.4	67.4	72.7	75.5	73.5
Ekim	80.3	74.5	67.3	74.0	76.0	74.2
Kasım	80.0	71.1	69.2	75.0	76.2	73.2
Aralık	79.3	65.8	68.5	75.6	75.6	73.6

Kaynak: TCMB, 2007 baz yılı, mevsimsellikten arındırılmış rakamlar

2007 sonu itibariyle %79.3 olan oran, özellikle 2008’in son çeyreğinde, küresel krizin etkisinin şiddetlenmesiyle, 2008 yılı sonunda %64.9 seviyesine kadar gerilemiştir. Düşüş eğilimi 2009’un ilk yarısında da devam etmiş, Mart ayında %58.7 düzeyine inen söz konusu oran, izleyen aylarda artış eğilimine girmiş ve 2009 yılını %67.7 değeriyle kapatmıştır. Ekonomideki toparlanma süreciyle paralel olarak, 2010 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yükselmeye başlayan imalat sanayii kapasite kullanım oranı 2010 sonunda kriz öncesi seviyelerine tekrar dönmüştür.

Kriz döneminde, iç ve dış borçlarındaki artış, izlenmesi gereken önemli göstergelerden biridir. Küresel krizin ardından, hükümetlerin krize karşı aldıkları tedbirler kapsamında, hükümetlerin ve merkez bankalarının uyguladığı politikalar yeni risklerin doğmasına, dış dengesizliklerin devam etmesine, krizin merkez

ülkelerinde kamu maliyesinin bozulmasına ve yeni bir yapıya neden olmuştur. 2011 yılının başından itibaren küresel ölçekte bir yavaşlama gözlenmiştir. ABD ekonomisinin toparlanma hızı, özel tüketim ve sabit yatırımlarda görülen artışa bakılarak yorumlandığında, Avro bölgesi ve Japonya'ya kıyasla daha hızlı olmaktadır (Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2012:13).

Aynı dönemde, özellikle Avro bölgesinde derinleşen borç krizi ise, küresel ekonomik görünümün bozulmasında önemli etkenlerden biridir. Borç krizi nedeniyle oluşan güven kaybı ve finansal piyasalarda yaşanan tedirginlik, reel sektör faaliyetlerini olumsuz yönde etkilemiştir. Bozulan kamu mali dengelerini düzeltmek amacıyla uygulanan mali sıkılaştırma tedbirleri, büyümeyi sınırlandırıcı etki yapmaktadır. Yunanistan'a sağlanan ikinci finansal yardım paketi, Avro bölgesinde denk bütçe uygulaması getiren mali anlaşmanın imzalanması, krizdeki ekonomilere yapılan desteklerin büyüklüğünün artırılması gibi kararların yanı sıra, Avrupa Merkez Bankası tarafından bankalara sağlanan yüksek miktarda uzun vadeli likidite, bölgedeki krizin daha da derinleşmesini engellemiştir. (Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2012:14-15).

Uzak doğu ülkelerinde de durum benzerdir. Japonya ekonomisinde, 2011 yılında yaşanan deprem, Tayland'daki sel felaketinin etkileri ve Avro bölgesindeki sorunların küresel ticaret hacmine olumsuz yönde yansımalarına bağlı olarak, toparlanma süreci sektöre uğramış ve 2011 yılında sınırlı bir daralma kaydedilmiştir. (Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2012:14-15).

Tablo 10: Dış Borç Dağılımı (Milyon Dolar)

Yıllar	Kamu	TCMB	Özel	Toplam Dış Borç	Dış Borç/GSYH (%)
2002	64 533	22 003	43 056	129 592	56.2
2003	70 844	24 373	48 870	144 087	47.3
2004	75,668	21 410	63 928	161 006	41.2
2005	70 411	15 425	84 666	170 502	35.4
2006	71 587	15 678	121 072	208 337	39.6
2007	73 525	15 801	161 002	250 328	38.6
2008	78 288	14 066	188 691	281 045	37.9

2009	83 464	13 377	172 383	269 223	43.7
2010	89 076	11 949	190 899	291 924	39.9
2011	94 306	9 871	200 030	304 207	39.3
2012	103 117	7 724	226 022	336 863	42.9

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı

2002-2012 dönem arasında Türkiye'nin dış borç tablosuna bakıldığında, kamu ve özel kesimde dış borçların sürekli artış halindeyken, Merkez Bankası 2004 yılından itibaren borçları azalma eğilimindedir. Kriz dönemimde, uluslararası likidite daralmasının da etkisiyle, 2009 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık %5 azalarak, 172 milyon dolara gerilemiştir. Bu değer, 2007 yılına kıyasla, yaklaşık %15 oranında bir artış olduğunu vurgulamak gerekir. 2003-2008 arasında kamunun dış borcu ise yaklaşık olarak 70 ile 80 milyon dolar arasında değişmektedir. 2009'da borçlanma konusunda sorun yaşayan özel sektörün aksine, kamu dış borcu yaklaşık 5 milyon dolar artarak yaklaşık 83 milyon dolara çıkmıştır.

Dış borçlanma, iç borçlanmayla karşılaştırıldığında, 2004-2008 arası dönemde dış borç artış oranlarının daha yüksek olduğu izlenebilir. Bunun nedeni, küresel piyasalardaki likidite bolluğu nedeniyle, düşük maliyetse borçlanmanın daha kolay olmasındandır (Işık ve Duman, 2012:98).

Dış borçların değerlendirilmesinde bir diğer önemli oran, GSMH'ya oranıdır. Bu oran, genellikle bir ülkenin kredibilitesinin ölçülmesinde kullanıldığı gibi, risk ve borç yükü analizlerinde de genel bir ölçüt olarak değerlendirilmektedir. Bu rasyonun değerlendirilmesinde, Dünya Bankası ve IMF tarafından da kabul edilen bazı eşikler bulunmaktadır. Oran %30-%50 arasında ise ülke orta derece borçlu, %50'nin üzerinde ise aşırı borçlu kabul edilir (Adıyaman, 2006:31).

2002'den önceki yıllarda dış borç oranları %70 civarındayken, 2002 sonrasında istikrar programının devreye sokulması ve bunun diğer bir olumlu etkisi olan GSMH'nin da artmasıyla, 2002 yılında %56.2'ye, 2003 yılında %47.3'e indirilmiş, 2004 sonunda ise %41.2 olarak gerçekleşmiştir (Kocaoğlu, 2005:70). Bu oran, 2005 yılında düşüşe geçerek %35.3'e inmiş, 2006'da %39.4, 2007'de %38.4, 2008'de %37.4 ve 2010 yılında %39.5 değerlerini görmüştür. 2011 yılında ise hemen hemen aynı oranda devam etmiştir. Bu rasyonun %50 ve üstü değerlere sahip olması, aşırı dış borçluluk göstergesi olarak değerlendirildiğinden, 2012'de görülen %42 oranı, borçların sürdürülebilirliği açısından, dış borçlar konusunda ciddi önlemlerin alınması gerektiğini göstermektedir. Bununla birlikte, 2000'li yılların başına kıyasla görülen düşüş eğilimi, olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilir.

İç borçlanma rakamları ele alındığında, 2009 yılındaki borçlanmalar büyük ölçüde planlandığı gibi gerçekleşmiş olmakla birlikte, 2008 yılının ikinci yarısında başlayan küresel krizin etkisiyle, borçlanma dışı kaynakların beklenenin altında olması, toplam borçlanmayı öngörülenin üzerine çıkartmış olup, %77.8 olarak programlanan toplam iç borç çevirme oranı²³ %103.5 değerini almıştır (Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2009:36). Bu değer, Hazine'nin piyasaya ödediği her 100 TL için, piyasadaki yaklaşık 103 TL borç aldığı olarak yorumlanır ve Hazine'nin ödediğinden fazlasını borçlandığını göstermektedir. Borç stoku, nominal olarak artış eğilimindedir.

2008 küresel ekonomik krizin başlamasından itibaren, merkez bankalarının ekonomiye destek vermek amacıyla gevşek para politikaları uygulanmıştır. Kriz döneminde uygulanan gevşek para politikalarıyla oluşan likidite bolluğu ve sermaye girişleri, özellikle 2010 yılında Hazine borçlanma imkânlarını iyileştirmiştir. Bu dönemde, borçlanma faizleri düşerken borçlanmanın ortalama vadesi uzatılmıştır. Bu doğrultuda, 2010 yılında ilk defa 10 yıl vadeli sabit faizli TL cinsi senet ile iç piyasadaki borçlanma yapılmıştır (Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2012:23).

Öte yandan, kriz döneminde izlenen politikaların, ekonomilerde yeni dengesizliklere yol açmaması için, TCMB 2010 yılı sonunda ve 2011 yılı boyunca, ekonomide meydana gelen gelişmeleri değerlendirerek, ilgili dönemdeki ihtiyaca

²³ İç borç çevirme oranı= İç borçlanma / İç borç ödemeleri

göre, zorunlu karşılıkları ve faiz koridorunun sağladığı esneklikleri kullanarak, para politikasında değişikliğe gitmiştir. Bu politika kararları, piyasadaki likidite koşullarının ve kısa vadeli faiz oranlarının değişmesi kanallarıyla, Hazine ihalelerine gelen teklif miktarını ve ihalelerde oluşan faiz oranlarını etkilemiştir. Diğer taraftan, uygulanan politikayı desteklemek amacıyla, para politikasıyla koordinasyonlu bir borçlanma politikası izlenmiştir (Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2012:23).

2010 yılı son çeyreğinde artan sermaye girişleri, hızlı kredi genişlemesi ve uyarılan ithalat talebi, cari dengede bozulmaya yol açmış, istikrara ilişkin riskleri gündeme getirmiştir. Bu durumun düzeltilmesi amacıyla TCMB, kısa vadeli sermaye girişlerinin önüne geçmek için, 2011 yılının ilk yarısında, gecelik borç alma faiz oranlarını düşürerek, uygulamış olduğu faiz koridorunu politika faizinin altına doğru genişletmiştir. Böylece, kısa vadeli faizlerdeki belirsizliği artırarak, kısa vadeli sermaye girişlerinin önüne geçmiştir. Öte yandan, zorunlu karşılık oranları artırılarak piyasadaki likidite koşulları sıkılaştırılmış ve hızlı kredi genişlemesi önlenmeye çalışılmıştır. Bu politikaların, sıkılaştırıcı yönde etkileri olmuştur (Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2012:23).

Bu dönemde iç borçlanmada, piyasa borç çevirme oranı yüksek tutularak, TCMB'nin sıkılaştırıcı politikaları desteklenmiştir. Diğer taraftan, TCMB'nin politika faizini yükseltmeden zorunlu karşılıklar yoluyla sıkılaştırmaya gitmesi, uzun vadeli faizlerin daha fazla artmasına sebebiyet vermiştir. 2011 yılı son çeyreğinde ise, kısa vadeli enflasyon görünümünün bozulması ve yurt dışındaki olumsuz gelişmelerin Türk lirasında aşırı değer kaybına yol açması, TCMB'nin borç verme faiz oranını yükselterek politika faizinin üzerinde bir faiz koridoru oluşmasına sebep olmuştur. Söz konusu gelişme, sermaye çıkışlarını yavaşlatarak, döviz kurundaki oynaklığın diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha sınırlı kalmasını sağlamıştır (Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, 2012:23).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının, 2008 krizinden sonra uygulamaya koyduğu politikalardan biri de, son dönemde sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın, makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki etkilerini düzenlemek, TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirmek ve bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlama amacıyla, uygulamaya konan “Rezerv Opsiyonu

Mekanizması”dır. Bu mekanizma, bankaların Türk lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini, yabancı para (dolar ve/veya avro) ve altın cinsinden tutabilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. Otomatik bir dengeleyici gibi çalışması gereken ROM’un, sermaye akımlarının yurt içi kur üzerinde yarattığı oynaklığı düşürmesi ve faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltması beklenmektedir. Bu yeni mekanizmanın faydaları geniş olarak şu şekilde sıralanabilir (Alper ve diğerleri, 2012:1):

- Kısa vadeli sermaye akımlarının yaratabileceği oynaklığı azaltmaktadır.
- TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirmektedir.
- Bankalara likidite yönetimlerinde esneklik sağlamaktadır.
- Kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığını azaltmaktadır.
- Her bankaya kendi likidite optimizasyonunu yapabilme olanağı sağlamaktadır.
- Diğer politika araçlarına duyulan ihtiyacı azaltmaktadır.

Karşılık oranlarının hangi ölçüde döviz veya altın olarak tutulabileceğine dair üst limitler “Rezerv Opsiyonu Oranı” (ROO) ile belirlenmektedir. Türk lirası zorunlu karşılıkların her birimi için tesis edilebilecek yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise “Rezerv Opsiyonu Katsayısı” (ROK) olarak tanımlanmıştır. Bankaların bu imkândan hangi ölçüde yararlanacakları (optimal kullanım oranı), bankaların sağlayabildiği yabancı para kaynak miktarına ve imkânı diğer fonlama araçlarıyla kayıtsız bırakan marjinal ROK değerine (eşik ROK) bağlı olarak değişecektir. Eşik ROK ise, temel olarak yabancı para ve Türk Lirası kaynakların göreceli maliyetlerine bağlıdır (Alper ve diğerleri, 2012:3).

Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde, genellikle yabancı para kaynakların maliyeti, Türk lirası kaynakların maliyetine göre düşmektedir. Bu durumda, eşik ROK artmakta ve bankalar, Türk Lirası zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını, yabancı para cinsinden tutma eğiliminde olmaktadır. Böylelikle, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalarca Türk Lirası zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere, TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktarılarak piyasadan çekilmekte ve bu şekilde Türk lirası üzerindeki değerlenme baskısı

sınırlanmış olacağı gibi, ülkeye giren dövizin krediye dönüşüm oranı da azalmaktadır. Söz konusu dönemlerde, borçlanma kısıtlarının gevşemesine bağlı olarak artan sermaye akımları, ROM imkânının daha fazla kullanılmasına, dolayısıyla artan döviz likiditesinin belirli bir kısmının, yine bu mekanizma aracılığıyla piyasadan çekilmesine neden olmaktadır (Alper ve diğerleri, 2012:5-6).

Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise, yabancı para kaynaklarının maliyeti, Türk Lirası kaynaklarının maliyetine göre artmakta ve yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bu durumda, bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin bir kısmını ROM kullanımlarını azaltmak suretiyle elde etme yoluna gitmektedir. Sermaye girişlerinin yavaşlamasının, borçlanma kısıtlarını daha da bağlayıcı hale getirmesi nedeniyle de, bankalar rezerv opsiyonu kullanımlarını azaltmaktadır. Bu durum, Türk Lirası üzerindeki değer kaybetme yönlü baskıyı hafifletirken, Türk Lirası likidite talebini arttırmaktadır. Sonuç olarak ROM, hem döviz kurunun, hem de piyasa likiditesinin oynaklığını sınırlama potansiyeli taşımaktadır. Ayrıca, ROM kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığını da azaltabilmektedir (Alper ve diğerleri, 2012:5-6).

3.4.2. Dünya ve Türkiye Piyasalarının Teknik Analizi

2008 krizi, Türkiye'ye finansal piyasalar yoluyla sıçramış olup, süreç çalışmanın diğer bölümlerinde ayrıntılarıyla incelenmiştir. İncelemelerin tam olarak bir anlam ifade etmesi açısından, temel analizi yapılmış verilerin, aynı zamanda teknik analiz yardımıyla da yorumlanması gerekmektedir.

Krizin finansal piyasalara etkisini, teknik analiz yardımıyla inceleyebilmek için, çalışmada küresel çapta Dow Jones, Dax endeksleri, emtia fiyatlarına örnek olarak altın dolar, Avro-Dolar paritesinin grafikleri ve Baltık Dry Endeksi kullanılmıştır. Kriz esnasında Dünya'da belli başlı finansal piyasalardaki durumun incelenmesi, krizin Türkiye piyasalarına yansımalarını açıklamaya yardımcı olacaktır.

Emtia fiyatlarına örnek olarak, altın(ons) dolar endeksi seçilmiştir. 2008 krizinin etkisiyle yatırımcılar, döviz ve hisse senedi borsalarından çıkarak emtia mallarına yönelmişlerdir. Altın, diğer emtialar içinde (bakır, kakao, kahve, gümüş, platinyum...) güvenilir ve veri bulma kolaylığı açısından, literatürde en çok

kullanılan endekslerden biridir. 1982'den beri düşüş trendinde olan altının, Mart 2002 tarihinden itibaren bu trendden çıkması ve yükseliş trendine geçmesi, piyasalardaki likidite bolluğunun, o tarihten itibaren başlaması olarak yorumlanabilir. Grafik, altının, ons-dolar fiyatının logaritması alınarak oluşturulmuştur.

Şekil 28: Altın Ons-Dolar Grafiği



Kaynak: Veriler, BIST'nin veri bankasından aylık olarak alınmıştır.

Altının ons-dolar grafiğinde, altın piyasanın üst noktasından çizilen yükselen trend çizgisi, aynı zamanda bir direnç olup, altın fiyatlarının bu trend içinde çizgiyi aşmadığı görülmüştür. Destek çizgisinin arasında kalan trend kanalı, 2008 krizinde ihlal edilmiş olup, sonrasında tekrar altın fiyatlarının yükseliş kanalının içine girmesiyle, bu kanal geçerliliğini korumaktadır. Yükseliş trendinin sona erdiğini söylemek, bu esnada mümkün değildir.

Ancak Şubat 2013 tarihinde, yükselen kanalın destek çizgisinin kırılmasıyla, altın fiyatları çok şiddetli bir düşüş yaşamıştır. Bu tamamen teknik olup, altın fiyatlarının, kanalın altına düşmesi nedeniyle, altın piyasası aktörlerinin satışa geçtiği görülmüştür. Bu kanalın kırılması, teknik analiz kuralları uyarısında beklenen bir

olaydır. Çünkü üst direnç kanalı dört defa test edilmesine rağmen aşılamamış ve 2001 senesinden beri, %600'e yakın değer kazanan bir emtada (burada altında), kaçınılmaz bir kar realizasyonu beklemek rasyoneldir. Bu da, altın fiyatlarındaki çok ciddi düşüşün en görünen nedenidir.

Yine, teknik analiz kurallarına göre, 2011 ve 2012 yıllarında altın fiyatlarının üst noktalarından çizilen direnç çizgisi geçilmeden, altın fiyatlarında yeni bir yükselişten bahsetmek mümkün değildir. Bundan böyle, altının 2001 senesinden beri yapmış olduğu yükselişin, Fibonacci ve diğer metotlarla öngörülen düzeltme miktarı, yani yeni dip oluşumu beklenmelidir.

Baltık Dry Endeksi, ekonominin öncü göstergelerinden biridir. Temel olarak, hammadde taşıyan gemicilik maliyetleri ile ilgilidir. Demir, çelik, kömür, çimento, bakır, kum, gübre ve benzeri yük taşımacılığının göstergesidir. 26 farklı rotadan, çeşitli malların taşıma fiyatları, alıcı ve satıcıdan sağlandıktan sonra, bu bilgiler tek bir endeks haline getirilir. Bu endeksin diğer endekslere üstünlüğü, spekülasyon imkanının olmaması, herhangi bir revizyon yapılamaması, manipüle edilememesi ve endeksin gerçek zamanlı olarak güncellenmesidir. Mamul madde ve konteynır taşımacılığı hariç tutulmaktadır.

Endeks, hammadde taşıma maliyetlerini izlediğinden, direk olarak üretim miktarları hakkında fikir sağlamaktadır. Yukarıda sözü edilen hammaddeler, reel sektörün ve endüstrinin en önemli ham maddeleri olup, küresel ekonomi ve sanayi üretiminde önemli rol oynamaktadırlar. Baltık Dry Endeksi (BDE) ile borsa endeksleri arasında bir ilişkinin olduğu da, aynı nedenden dolayı ileri sürülebilir. Hammaddelere talep olunca taşıma talebi de artmakta, gemi arzı ve talebine göre taşıma ücretleri yükselmekte, bu da BDE'yi artırmaktadır. BDE'deki yükselme ise, sermaye piyasasındaki hisse değerlerinin artışı, emtia fiyatlarındaki artış, tüm bunlara bağlı olarak küresel ekonomideki yükseliş, fazla mal satın alınması ve taşınması nedeni ile bunun finansmanı için kredi ihtiyacı ve buna bağlı olarak faizlerdeki artış için de iyi bir gösterge olmaktadır. BDE'deki düşüşler tam tersi bir duruma işaret etmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasası endeksleri ile BDE arasında bir korelasyon olduğu ileri sürülmektedir (Şişmanyazıcı, 2011:2).

Bu nedenle küresel ticaretteki düşüş, üretimde bir duraksama olduğuna, durgunluğun derinleşeceğine işaret eden, öncü bir gösterge olarak ele alınabilir.

Yükselişler ise, aktif olarak üretim yapıldığından, ekonomide bir canlanma olduğu şeklinde yorumlanabilir. Baltık dry endeksi, genel olarak ana trendi gösteren bir gösterge olarak kullanılabilir.

Şekil 29: Baltık Dry Endeksi



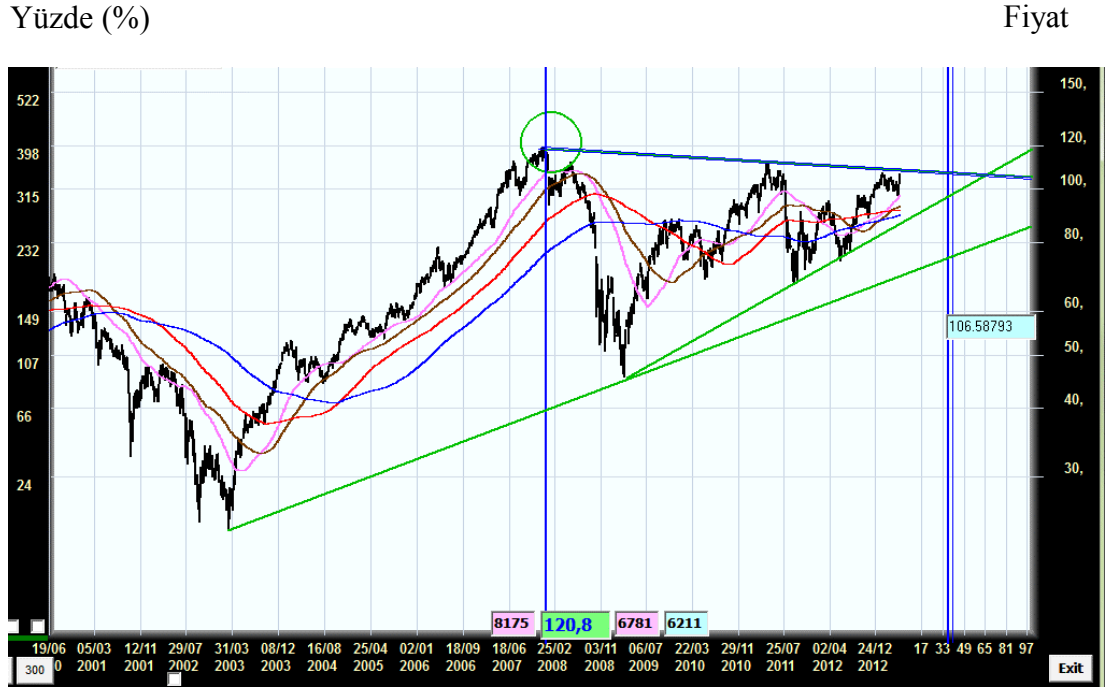
Kaynak: Grafik Findata.comdan alınmıştır.

Şekil 29’da, 2006-2008 yılları arasında yükseliş eğiminde olan BDE, krizden önce piyasanın likitide bolluğunda olduğu, üretim ve ticaretin doruk yıllarını göstermektedir. 2008 yılındaki ani çöküş, küresel krizin birinci ayağıdır. 2008-2009 yılları arasındaki yükselme, bu aralıkta devletlerin çeşitli yardım paketleriyle üreticileri koruması nedeniyle oluşan bir yükseliştir. 2008’in ikinci yarısında ise, piyasada oluşan balon patladığından, sert bir düşüşe neden olarak üretimde ve dolayısıyla piyasalarda oluşan durgunluğa neden olmuştur.

DAX Endeksi (Deutscher Aktienindex) ya da Alman Birleşik Borsa Endeksi, Frankfurt Borsasında işlem gören otuz büyük Alman şirketinin, üçer aylık performanslarını yansıtan, Almanya’nın en önemli hisse senedi endeksidir. Aynı zamanda, Avrupa’da türev ürünlerin işlem gördüğü en önemli ve büyük piyasalardan biri olduğundan, çalışmada göstergelerden biri olarak DAX’a da yer verilmiştir. Alman ekonomisi, Avrupa Birliğinin motor gücü konumundadır. 2008 krizinin Alman piyasalarına etkisi, diğer Avrupa ülkelerindeki kadar etkili olmamıştır. Bunun etkili nedenlerinden birinin, kriz öncesinde de istikrarlı bir ekonomik program

izleyen Almanya'nın, aynı zamanda, para basma politikasına karşı takındığı negatif tutum olduğunu söyleyen iktisatçılar bulunmaktadır.

Şekil 30: Dax/Dolar Endeksi



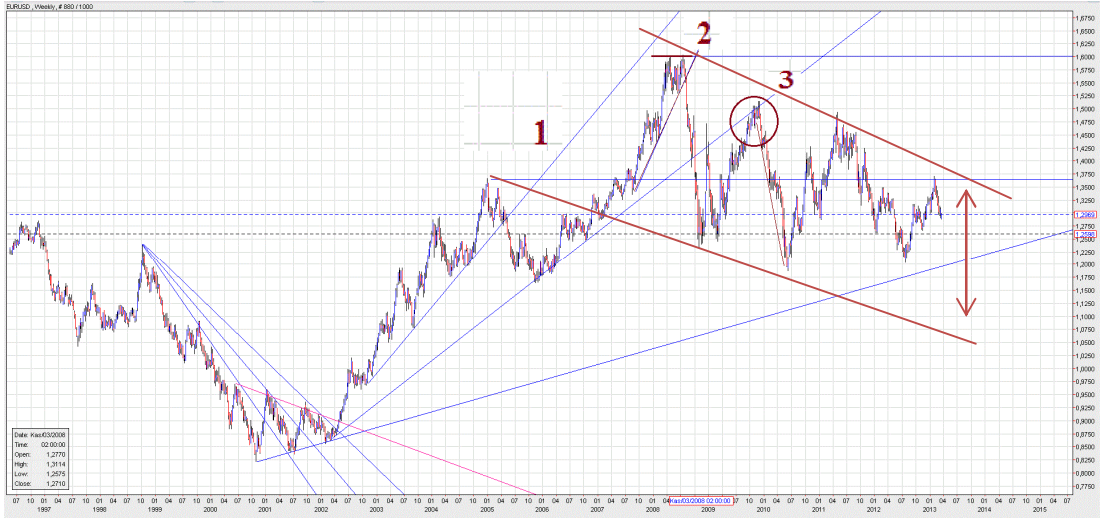
Kaynak: Grafik, 2001-2012 haftalık fiyatlarının logaritması alınarak oluşturulmuştur. Veriler yahoo.finanstan alınmıştır.

2008 krizinde, 2300'lü rakamlardan 8000'e dört senede gelen DAX endeksinin, alternatif kazanç imkanlarına göre (faiz oranları, devlet tahvilleri, sanayi hisselerinin temettü getirileri vb.) oldukça karlı olması, bir balonun oluştuğu izlenimiyle piyasa aktörleri tarafından gibi satışlarla değerlendirilmiş, zincirleme reaksiyonlarla, dünyadaki krizden kurtulamadığı şeklinde açıklamalar getirilmiştir.

DAX endeksinin dolar bazlı grafiği incelendiğinde, 2008 krizinden sonra oluşan kurt kapanında (Endekste oluşan üçgen formasyonu kırıldığında) fiyatın aşağı veya yukarı hangi yönde hareket edeceği, ancak 2014'ün ilk aylarında belli olacaktır. Hareketli ortalamaların, apeks civarında iyice daralarak sarmala girmesi, trend çizgileri ile desteklendiğinde, beklenen hareketin tarihinin tahmin edilmesini mümkün kılmaktadır.

Avro-Dolar paritesi, bu iki para birimi arasındaki ilişkiyi gösteren bir endekstir. Avro-Dolar grafiğinde ilk duraklama sinyali 2005 yılında, birinci fan çizgisinin kırılmasıyla alınmıştır. 2007 yılının 3. çeyreğinden sonra, parite grafindeki sert yükselişe rağmen, 2008'in son günlerinde, parite grafiğindeki ikili tepe ve sert yükseliş trendi kırılmıştır. 2002'den gelen üç numaralı trend çizgisinin de kırılması ve 2005 tepesinin de altına düşmesiyle bir krize dönüşmüştür. Teknik analizin kurallarından, 2. trend çizgisinin üstünde kaldığı mesafe kadar altına düşüşü, krizin grafik üzerinde belirlenmesini sağlamaktadır.

Şekil 31: Avro-Dolar Paritesi



Kaynak: Çizgiler, NetDania Financial Charts yardımıyla çizilmiştir.

Şekil 31'de görülen çift uçlu kırmızı ok, Avro/Dolar değerleri için, 1.10 ile 1.40 kur değerleri arasında oldukça geniş bir hareket alanıdır. Bu da, güncel olan kur savaşları konusunu hatırlatmaktadır.

2000 senesinde, Dow Jones endeksinin tepe noktalarında tutunamaması, Dow Jones'taki düşüşün bir krize dönüşmesine neden olmuştur. Bunun en büyük sebebi, Amerika'da internet teknolojilerine yatırım yapan risk sermayesi şirketlerinin, yatırımlarının geri dönüşünü sağlayamamaları sonucunda bu sektörlerden çekilmelerinin ardından, hisselerinde yaşanan aşırı değer kaybıdır.

Nokta.com krizinin hemen ardından 11 Eylül 2001'deki terör olaylarının ekonomi üzerinde yarattığı ikinci duraklama, bu dönemde başkanlık yapan Bush ve Merkez Bankası başkanı Greenspan tarafından, piyasaya likidite sürme planıyla aşılmış, böylece 2003 senesinde ekonomi kendini toparlamaya başlamıştır.

Şekil 32: Dow-Jones Endeksi



Kaynak: Grafik, 1928-2013 Dow Jones endeksi, aylık fiyatlarının logaritması alınarak oluşturulmuştur. Veriler yahoo.finanstan alınmıştır.

2007'nin sonuna gelindiğinde, Dow Jones ve diğer piyasalardaki yükseliş, balon olarak tanımlanan noktalara ulaşmıştır. Teknik analizde, 2003 senesinde ters baş omuz, 2006 senesinden itibaren tepkisi kadar yukarı yükselmiş ve formasyonu icabı, piyasalardaki likidite doygunluğuna işaret etmiştir. Balonun patlaması, balona konu olan (türev piyasalarda gizlenen zehirli varlıklar, düşük kalite mortgage ipoteklerini taşıyan şirketler...) varlıkların gerçek değerlerine dönmelerine neden olmuş, bu da Dow Jones'da büyük bir düşüş yaratmıştır. Neticede, bu piyasadaki kriz dalga dalga tüm dünya piyasalarına yayılmış, o esnada yükseliş trendinde olduğu ve bünyesinde türev araç bulundurmadığından; 8 aylık faz farkıyla Türkiye'ye yansımıştır.

3.4.3. Türkiye Finansal Piyasaları Üzerinde Görülen Etkileri

Bir yatırımcının, riski dağıtmak üzere kullanacağı çeşitli portföy teorileri bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan çalışmada kullanılmak üzere, Leland B. Hevner'in savunduğu teori, The Perfect Portfolio kitabında detaylı olarak incelediği gibi, portföyü çekirdek ve hedef piyasalar olmak üzere iki ayrı sınıflandırmaya tabi tutmaktır. Çekirdek piyasalar, yerli ve yabancı hisse senetleri, nakit para-döviz, yerli ve yabancı fonlardan, hedef piyasalar ise, tarım, enerji, altın ve gayri menkullerden oluşmaktadır. Hedef piyasalara, tıpkı birer finansal piyasaymış gibi yatırım yapılarak risk dağıtılmaktadır (Hevner, 2009:31). Aynı teori, ülkelerin portföy yönetimlerine de uygulanabilir. Bir hükümet, yukarıda adı geçen piyasalara yatırım yaparak elindeki nakdi değerlendirebilir.

Bu teoriden yola çıkılarak, önce Türkiye'nin, BIST 100 endeksi üzerinden, krize bağlı BIST'teki oynaklığı, Elliott kuramı çerçevesinde incelenmiştir. Ardından Türk Lirası ve doların değerindeki değişmeye bakılmış, Türkiye ve ABD tahvil piyasaları birbirine oranlanarak faiz getirileri arasında bir kıyaslama yapılmıştır.

Bir sonraki aşamada, Türkiye'nin en çok ithal ettiği, petrol, kömür ve doğal gaz ithalatı üzerinden enerji, hububat ve şeker ithalat rakamları üzerinden ise tarım sektörleri değerlendirilmiştir. Altın ise, 2008 krizinden çok, özellikle Rusya, Çin gibi devletlerin tekrarlanan, yüksek alımlarına bağlı olarak hareketlendiğinden, krizle ilgili bağlantısı konu dışı bırakılmıştır.

BIST 100'ün, 2003'te başlayan yükseliş ayağı, krizin etkisiyle 2008 senesinin başında tamamlanmıştır. Yükseliş ayağının, Elliott Dalgalarından biri olduğu grafikte de net olarak görülebilir. Küresel kriz, Türkiye'de bir dönemi kapatmıştır. 2003-2008 arasında yaşadığı yükseliş konjonktürünü bitirmiştir.

Şekil 33: BIST 100'ün Elliott ile Analizi

Yüzde (%)

Fiyat



Kaynak: Grafik, 31.01.2000 tarihinden 2013 Mart ayına kadar olan BIST haftalık fiyatlarının logaritması alınarak oluşturulmuştur. Veriler BIST'ten alınmıştır.

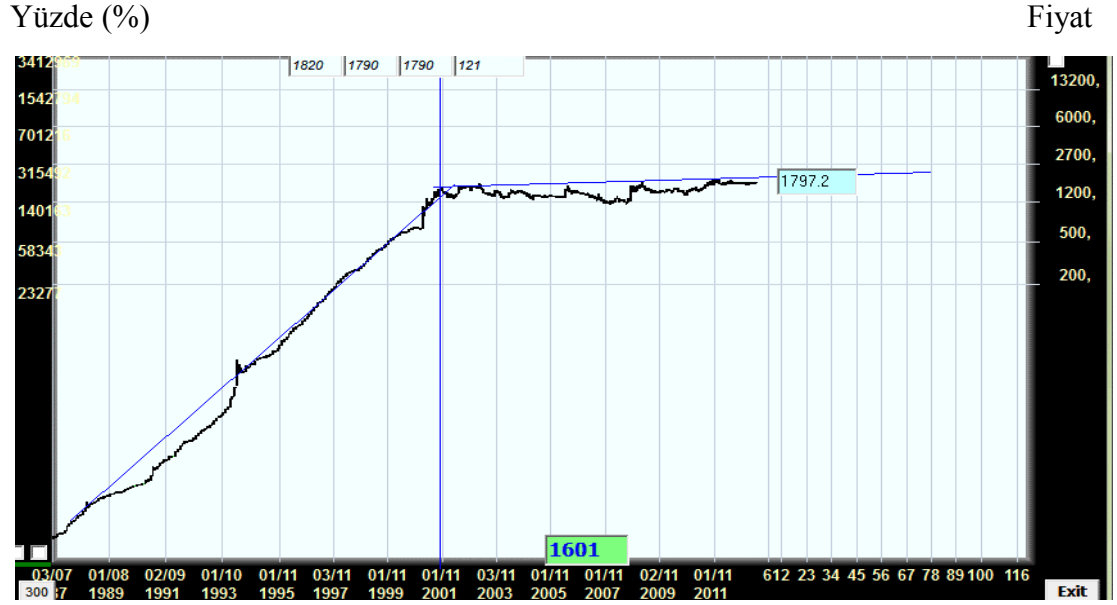
2001 senesi ekonomik krizinden sonra, çeşitli düzenlemeler geçiren BIST, son zigzagını, Elliott dalgalarının birinci yükseliş ayağı (mal toplama fazı) olarak, belli belirsiz geçiştirmiştir. (1 numaralı çizgi.)

İkinci Körfez Krizinden (Irak Savaşından), Türkiye'nin fazla zarar görmeyeceği piyasa tarafından anlaşılmasının ardından ve Dünya'da oluşan ekstra likiditenin ülkeye çekilmesiyle, BIST ikinci yükseliş fazını başlatmıştır. (2-3 numaralı çizgilerin arasındaki dönem.) 2006 yılında, 2001 senesindeki tepenin (çatal tepe) görülmesi ile, teknik bir düzeltme yaşanmış, ikinci yükseliş fazı sona ermiştir. Dünya'da bu düşüşü destekleyecek bir finansal kötüleşme olmadığından, BIST üçüncü yükseliş fazına girmiştir. (4-5 numaralı çizgilerin oluşturduğu kanal.)

Dünya'da mortgage ile başlayan, (kimilerine göre, Merkez Bankalarının kötü yönetilmesi nedeniyle) mortgage krizini fazlası ile aşan durum, tüm dünya borsaları ve zaten üçüncü yükseliş fazını tamamlanmakta olan BIST için bir dönüm noktası olmuştur. Bunun nedeni, küresel sermayenin çok hızlı bir biçimde geldiği ülkeye dönerken, içinden çıktığı ülkenin ekonomik şartlarını dikkate almamasıdır. Bu dönemde, döviz fiyatlarındaki (paritedeki) hareket dikkat çekicidir. Türkiye'nin bu krizden IMF yardımlarına başvurmadan çıkması da değinilmesi gereken diğer bir önemli noktadır.

2001 krizinin ardından yapılan, bankalar ve diğer kanunlarda yapılan düzenlemeler sayesinde, döviz fiyatları 2001 öncesine göre oldukça stabil hale gelmiş, merkezi olarak yatay bir trende geçmiştir. Şekil 34’te, son 13 senedir, döviz (dolar) fiyatlarının üst limitinin aşılmadığı görülmektedir.

Şekil 34: Türk Lirası/Dolar



Kaynak: Veriler Merkez Bankasından alınmıştır.

Ancak, döviz fiyatlarındaki stabilite, ülkede, yabancı sermayeye verilen reel faizi göstermemektedir. Türkiye’deki uzun vadeli devlet tahvillerinin kümülatif getirisinin, Amerikan doları için, 10 senelik ABD tahvillerinin kümülatif getirisine oranı, döviz fiyatlarındaki bu sabitliğin, yüksek faizle sermaye çekme politikasının bir sonucu olduğuna işaret eder. Ziraat Bankası Likit Fonu, devlet tahvillerinin getirisi olarak kabul edilmiştir.

Şekil 35: T.C Faizin Dolar Cinsinden Getirisi/ABD Tahvillerinin Getirisi

Yüzde (%)

Fiyat



Kaynak: Veriler BIST'ten alınmıştır.

Şekil 35, bir yatırımcının elindeki nakdi, Türk veya ABD tahvillerine yatırması durumunda elde edeceği getiriyi göstermektedir. Grafiğin yükselen bir trendi izlemesi, Türk tahvillerinin getirisinin (verdiği faizin) ABD tahvillerinin getirisinden (verdiği faizden) yüksek olduğuna işaret etmektedir. Grafikteki yatay trendler, aradaki oranın bire eşit olduğu, her iki tahvil arasında getiri açısından bir farklılık olmadığı durumlarıdır. Düşüş trendleri ise, yatırımcının elindeki nakdi ABD tahvillerine yatırmasının daha karlı olduğu, ABD tahvil getirilerinin Türkiye'nin faizlerinden daha karlı olduğu durumlara işaret etmektedir.

Grafiğe dayanarak, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde, Türkiye'den çıkan yüklü miktardaki sermayenin tekrar ülkeye döndürülmesi için ödenen bedelin, 2008 yılına kadar anaparaya verilen %280'e kadar çıkan faiz ödemeleri olduğu, yükselen trend çizgisiyle net olarak görülmektedir. Ancak, yabancı sermayeye ödenen faiz miktarı, 2008 senesinden sonra her geçen gün azalmaktadır. Krizden sonra, türev piyasalara ve Amerikan hisselerine olan güvenin azalması, yabancı parayı piyasaya çekmek için gereken yüksek faiz oranlarını aşağıya çekmiştir. Bu düşüşün başka bir yorumu da, Türkiye'de sıcak paraya olan bağımlılığın azalmaya başlaması olabilir. Nitekim ülkemiz 2008 senesinde IMF ile yapılması istenen stand-by anlaşmasını

yapmayarak ve IMF'ye olan tüm borçlarımızın da ödenmesiyle doğrulanmaktadır. Tablo 11'de, ödemeler bilançosu kalemlerinden portföy yatırımları yer almaktadır.

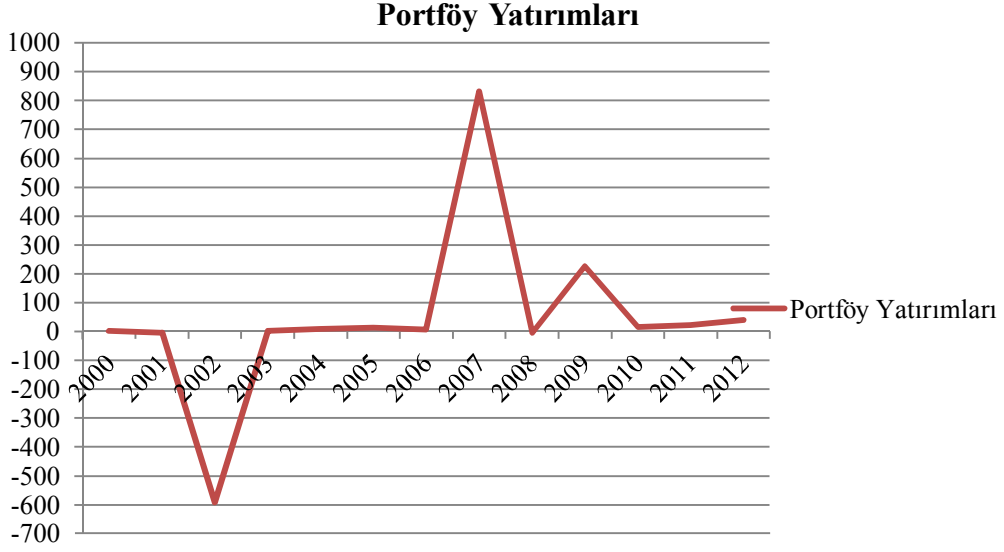
Tablo 11: Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)

Yıllar	Portföy Yatırımları
2000	1.022
2001	-4.515
2002	-593
2003	2.465
2004	8.023
2005	13.437
2006	7.415
2007	833
2008	-5.014
2009	227
2010	16.093
2011	21.986
2012	40.780

Kaynak: Veriler TCM'dan alınmıştır.

Tablo 11 grafiğe dönüştürüldüğünde, şekil 35'in zaman açısından sadeleştirilmiş bir biçimi (Şekil 36) elde edilmektedir. Bu da, Türkiye ve ABD faiz oranları arasındaki ilişkinin, ödemeler bilançosu sermaye hesabında yer alan portföy yatırımları üzerindeki etkisini göstermektedir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle ülkeden çıkan sermayenin, 2006 ve 2007 yılında uygulanan yüksek faiz politikalarıyla geri kazanıldığı görülmektedir. Kriz yılı 2008'de ise, büyük bir çıkış yaşanarak portföy yatırımları, yeniden 2001 yılı seviyesine inmiştir. İzleyen senelerde, sermayenin eski hızıyla Türkiye'ye girmemesi, uygulanan faiz politikalarının bir sonucudur.

Şekil 36: Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)



Kaynak: Veriler Merkez Bankasından alınmıştır.

Türkiye'nin ödemeler bilançosunda dengesizliğin en önemli nedenlerinden biri, ithalat ve ihracat oranları arasındaki aşırı farktır. Bu farkın bir kısmının nedeni ise, Türkiye'nin enerjiye olan ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Tablo 12'te, enerji ithalatının, toplam ithalat içindeki payı yer almaktadır.

Tablo 12'den de görülebileceği gibi, 2000 sonrasında enerji ithalatının toplam ithalat içindeki payı genel olarak %20 civarındadır. Özellikle kriz yılları olan 2007 ve 2008'de, enerji fiyatlarındaki düşüşten yararlanmak isteyen Türkiye, bu yıllarda enerji ithalatını %2-%4 oranında arttırmıştır.

Tablo 12: Enerji İthalatının Toplam İthalat İçindeki Payı

Yıllar	Toplam İthalat	Enerji İthalatı	Enerji/Toplam
2002	51.55	9.2	0.18
2003	69.34	11.58	0.17
2004	97.54	14.41	0.15
2005	116.77	21.26	0.18
2006	139.58	28.86	0.21
2007	170.06	33.88	0.20
2008	201.96	48.28	0.24
2009	134.40	29.91	0.22
2010	185.50	38.91	0.21
2011	240.80	54.1	0.22

Kaynak: Veriler TÜİK'ten alınmıştır.

Daha detaylı incelenecek olursa, Türkiye'de en çok ithal edilen enerji hammaddelerinin, doğal gaz, kömür ve petrol olduğu görülür. Türkiye'nin, 2000-2011 yılları arasında gaz, kömür ve petrol ithalatı, tablo 13'te dolar cinsinden verilmiştir. İthalat miktarları, 2002 yılında çıkan kanunla artık halka açıklanmadığından, bu verilere ulaşmak mümkün değildir.

2000-2006 yılları arasında ithalat genel olarak çok değişmezken, 2008 yılında, fiyatlardaki aşırı düşüşlerden yararlanılarak, ülkeye hammadde stokları yapıldığı yorumu yapılmaktadır. Ancak, yukarıda da belirtildiği gibi, ithalat verilerine ulaşmak mümkün olmadığından, bu yorum ancak mantık çerçevesiyle sınırlı kalmaktadır.

Tablo 13: Türkiye'nin Gaz, Kömür ve Petrol İthalatı (Milyon Dolar)

Yıl	Doğal ve Mamul Gaz	Kömür	Petrol ve Ürünleri
2000	3 078 658	676 254	5 642 685
2001	3 153 781	348 089	4 675 071
2002	809 703	397 748	5 410 836
2003	6 578 868	289 758	6 578 868
2004	1 164 601	359 319	8 635 900
2005	1 646 662	618 696	12 412 477
2006	1 664 207	690 178	16 608 314
2007	1 857 002	832 070	7 555 155
2008	2 349 684	1 362 628	11 395 507
2009	1 640 130	1 193 560	8 756 448
2010	2 366 471	1 216 230	11 390 607
2011	1 418 402	2 973 590	15 245 939
2012	2 945 722	1 264 901	16 179 248

Kaynak: Veriler TÜİK'ten alınmıştır.

Dünya genelinde, krizden dolayı düşen hammadde fiyatlarından doğal gaz, kömür ve petrol endekslerine yer verilmiş, bu endekslerde izlenen fiyat düşüşleri ile Türkiye'nin ithalatındaki artışlar karşılaştırılmıştır.

Şekil 37: Avro/Dolar Ton Başına Petrol Fiyatları



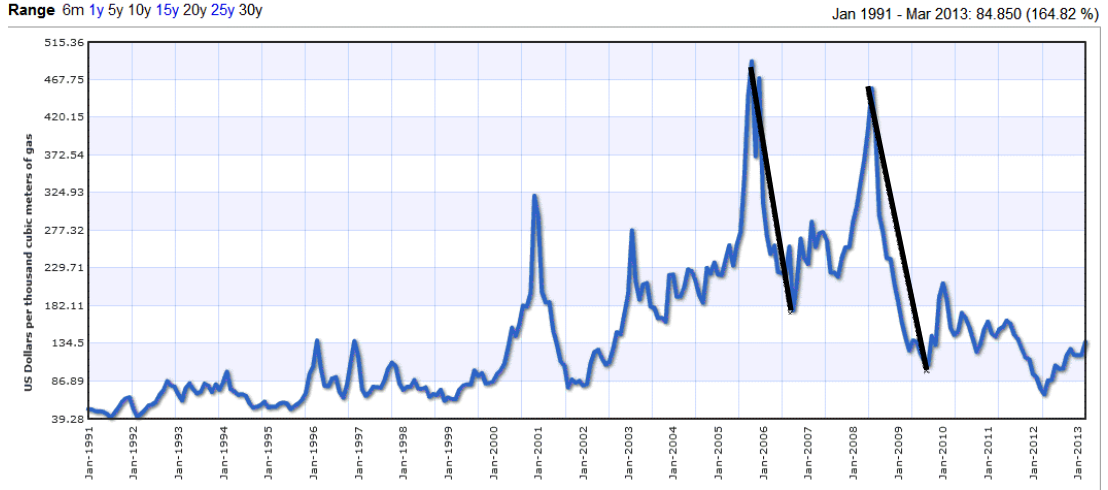
Kaynak: Grafik yahoo.finanstan alınmıştır.

2008 krizinde, petrol fiyatlarının 140 dolardan, 40 dolar civarında düşmesi, petrol ihraç eden ülkelerde, (Rusya, Brezilya...) büyük ekonomik çöktüşlere neden olurken, enerji hammaddelerine çok bağımlı olan Türkiye gibi ülkelerin lehine bir durum yaratmıştır. Zira, Türkiye'nin ödemeler dengesinin yapısında daha da büyük bozulmalara neden olmamıştır. Ancak petrol fiyatlarındaki düşüşün ve petrol ithalatındaki artışın, dolayısıyla ülkedeki petrol miktarındaki olası artışın, talep kanunu gereği son kullanıcıya, fiyatlar bazında yansımaması, ancak hükümet politikalarıyla açıklanabilir. Nitekim Türkiye, Dünya'daki en pahalı benzini kullanan ülkelerden biri olmaya devam etmektedir.

Türkiye'de doğal gaz kullanımı, Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO) tarafından, 1970 yılında Hamitabat ve Kumrular doğal gaz sahalarında keşfedilen doğal gazın 1976 yılında Pınarhisar Çimento fabrikasında kullanılmasıyla başlamıştır (EPDK, 2011:26). Nüfus artışı ve sanayileşmeye bağılı olarak artan enerji ihtiyacını karşılamak amacıyla, 1984 ve 1986 tarihlerinde, Türkiye ile SSCB arasında imzalanan iki anlaşmanın ardından, 1986 yılında inşaatına başlanan 842 km uzunluğundaki Rusya Federasyonu-Türkiye Doğal Gaz Boru Hattı, Bulgaristan sınırındaki Malkoçlar mevkiinden Türkiye'ye girerek, Ağustos 1988'de Ankara'ya ulaşmıştır (EPDK, 2011:27). 1970'lerde kullanımına başlanan ve özellikle hava

kirliliğine yol açmaması nedeniyle, kullanım oranı ve alanları gittikçe artan doğal gazın kullanımının karşılanmasında yurt içi rezerv ve üretim miktarlarının oldukça sınırlı düzeylerde kalması, Türkiye için doğal gaz ithalatını zorunlu hale getirmiştir.

Şekil 38: Dolar Cinsinden Yıllık Gaz Fiyatları



Kaynak: Grafik yahoo.finanstan alınmıştır.

Dünyada 1991 yılından başlayarak dolar cinsinden aylık doğal gaz fiyatları incelendiğinde, doğal gaz fiyatlarındaki ilk düşüşün 2006-2007 aralığında olduğu görülür. Ancak bu durumu gerileyen dünya ekonomisine bağlamak çok gerçekçi olmayacaktır. Aynı dönemde Ukrayna ile Rusya arasında yaşanan doğal gaz anlaşmazlıkları ile İran'da yaşanan teknik aksaklıklar ve iç talebin karşılanmasında sorunların yaşanması, bu dönemdeki düşüş nedeni olmaktadır (EPDK, 2011:34). 2007-2008 yıllarında yeniden eski fiyatına dönen doğal gaz, 2008 yılında krizin etkisiyle neredeyse 400 dolar düşerek metrekübü 90 dolar civarından satılmaya başlanmıştır. Türkiye'nin doğal gaz ithalat tablosu incelendiğinde, 2008 yılında, bir yıl öncesine kıyasla ithalatını neredeyse ikiye katladığı görülmektedir. Pay olaraksa, enerji ithalatının toplam ithalat içinde çok büyük bir artış göstermemesi, Türkiye'nin düşük fiyattan büyük bir miktarda alımla stoklarını doldurduğuna işaret etmektedir.

Türkiye'nin kömür ithalatı, üç tür kömürü içermektedir, taş kömürü, kok kömürü ve linyit. Kendi içindeki paylara bakıldığında, en büyük pay linyite ait olsa da, çalışmada kullanılan kömür kelimesi, her üç kömür türünü de kapsamaktadır.

Şekil 39: Dolar Cinsinden Aylık Kömür Fiyatları



Kaynak: Grafik yahoo.finanstan alınmıştır.

Tıpkı, petrol ve doğal gazda olduğu gibi, kömürdeki fiyat düşüşleri de, Türkiye'nin kömür alımlarını arttırarak, stoklarında artışa neden olmuştur.

Enerji maliyetlerinin ucuzlamasının bir diğer etkisi, üretim maliyetlerine olacaktır. Daha ucuza üretilen malların, imalat sanayi başta olmak üzere, aile ekonomisine kadar, ekonominin her alanında bir ferahlama etkisi yaratması beklenmektedir. Ancak, bir önceki bölümde incelenen imalat sanayi kapasite kullanım verileri incelendiğinde, 2007-2009 aralığında herhangi bir artıştan söz edilemeyeceği gibi, aksine, gerileme yaşanmıştır. Bunun nedeni, aynı dönemde özellikle doğal gaz kullanımına ilişkin vergi artışlarıdır. Bir diğer neden, Türkiye'nin doğal gazı, petrol fiyatına dayalı anlaşmalara dayalı fiyatlardan almakta olmasıdır (Kazgan, 2013:20). Ayrıca küresel krizin, beklentiler üzerindeki olumsuz etkisi de göz önünde tutulmalıdır.

Enerji sektörünün yanında, tarıma yönelik yapılan yatırımların da incelenmesi gerekmektedir. Bu nedenle, tablo 14'te, Türkiye'nin en çok ithal ettiği

maddelerden şeker, hububat ve aynı zamanda teksile de örnek olabilecek pamuk ithalat rakamlarına yer verilmiştir.

Tablo 14: Türkiye'nin Hububat, Şeker ve Pamuk İthalatı (Milyon Dolar)

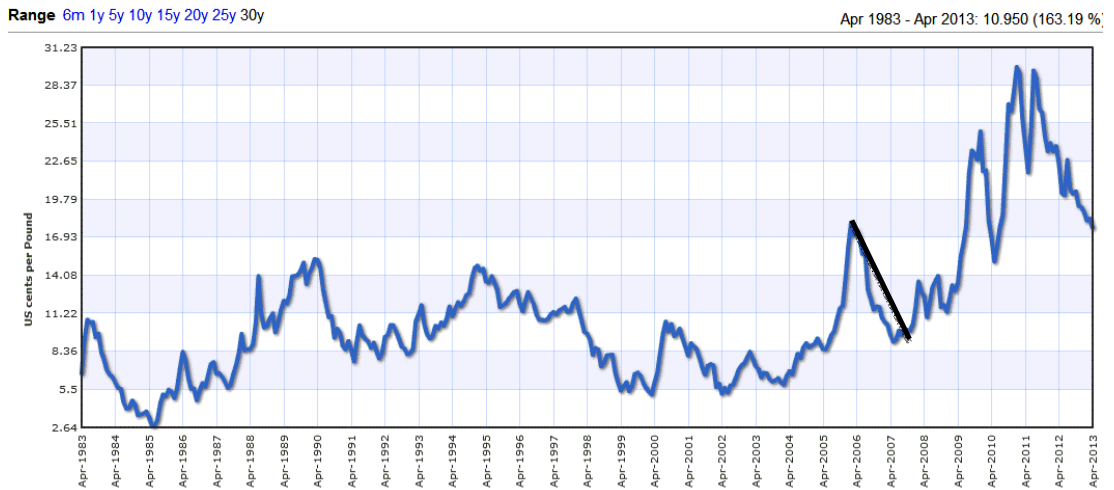
Yıl	Şeker ve Ürünleri	Hububat	Pamuk
2000	15 604	408 267	1 079 791
2001	12 305	192 503	950 070
2002	20 451	392 020	1 293 241
2003	35 539	721 548	1 641 454
2004	38 579	557 634	1 982 197
2005	45 987	226 296	2 079 291
2006	40 361	211 783	2 090 189
2007	57 186	1 023 694	2 829 539
2008	92 129	2 207 585	2 331 906
2009	56 751	1 284 854	2 098 707
2010	52 891	1 169 797	3 385 753
2011	63 956	2 059 771	3 608 860
2012	97 604	1 638 320	2 377 567

Kaynak: Veriler TÜİK'ten alınmıştır.

Türkiye'nin 1980'li yıllara kadar izlediği dış finansman politikalarının içinde, tarım ürünlerinde net ihracatçı olması yer almaktadır. Ancak, ABD ve AB politikalarının baskısıyla, bu uygulamadan vazgeçilmek zorunda kalınmıştır. Doğrudan Gelir Desteği (DGD) adıyla bilenen bu politika sonucunda, pek çok tarım ülkesi, tarım sektörüne verilen önemi azaltarak sanayileşme yoluna girmiştir. Örneğin, bu politikaya geçiş, IMF'den borç alma şartlarından biri olarak pek çok tarım ihracat fazlası veren ülkenin önüne sürülmüştür (Kazgan, 2013:23). 1998-2008 yılları arasında uygulanan bu politika yüzünden, ayrıca aynı dönemde TL'nin aşırı değerli hale gelmesiyle ihracattaki avantajını iyice kaybeden, net tarım ihracatçısı olan Türkiye, net ithalatçı duruma gelmiştir (Kazgan, 2013:23).

Günümüzde, ABD'ye olan borçların neredeyse bitmesi nedeniyle DGD uygulamasının kullanımı yavaş yavaş kalkmakta olsa da, halen ithalatçı durumunda olduğundan, bu alandaki fiyat düşüşlerinden yararlanmak, cari açık açısından önemlidir.

Şekil 40: Dolar Cinsinden Şeker Yıllık Fiyatları



Kaynak: Veriler yahoo.finanstan alınmıştır.

Dünya şeker fiyatlarına bakıldığında, enerji fiyatlarında olduğu gibi keskin düşüşler görülme de, krizin etkisi hakkında yorum yapılabilir. Endeks üzerindeki siyah çizgi, 2006-2008 yılları arasında şeker fiyatlarındaki düşüşü göstermektedir. Aynı dönemde, Türkiye'nin şeker ithalatı da 40 361 milyon dolardan, 2008 yılı sonunda 92 129 milyona ulaşmıştır.

Hububat dendiğinde, içinde sayılan ürünler olarak, buğday, arpa ve mısır anlaşılmalıdır. Türkiye'de hububat üretimi, yüksek oranda devlet politikalarına bağlıdır. Hükümet, fiyatlara müdahale ederek, gübreleme ve yakıt maliyetlerine sübvansiyonlar uygulayarak hububat üretimine destek olmaktadır. Her ne kadar Türkiye hububat alanında önemli bir üretici olsa da, hektar başına 1.95 ton buğday verimliliğiyle, hektar başına 5.66 ton olan AB-27 ortalamasının gerisinde kalmayı sürdürmektedir (Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı, 2010:7).

Türkiye'nin hububat alımları incelendiğinde, 2007 yılına kadar büyük bir yükseliş görülmezken, 2007 yılında aniden yedi haneli rakamlara ulaşıldığı izlenmektedir. Bunun nedeni, 2007 yılında görülen kuraklık nedeniyle, hububat üretimdeki düşüştür.

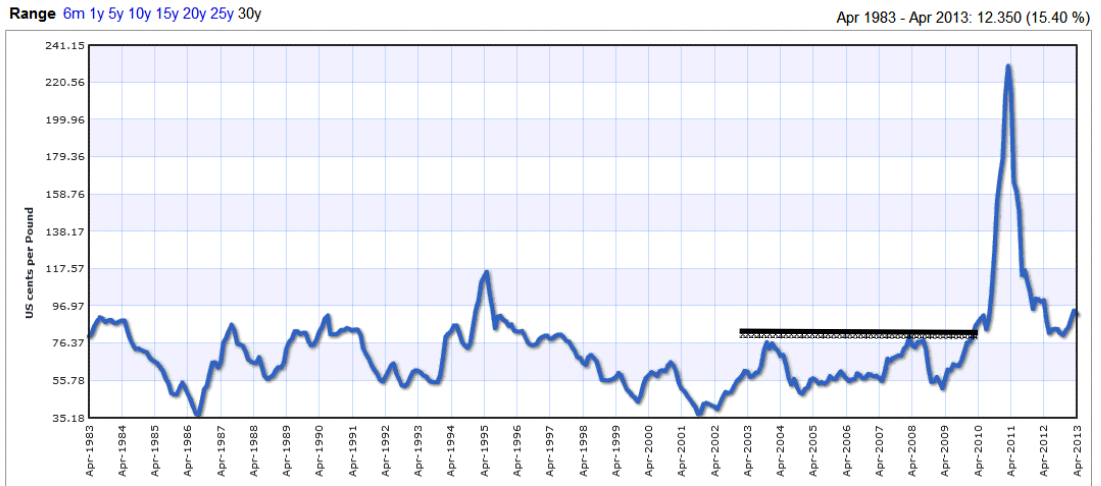
Şekil 41: Dolar Cinsinden Hububat Fiyatları



Kaynak: Grafik yahoo.finanstan alınmıştır.

2008 yılındaki, 2007 yılına kıyasla neredeyse iki katındaki ithalat artışı ve izleyen senelerde bu artışın korunması ise, hububat fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanmaktadır. Türkiye, tıpkı enerjide olduğu gibi, bu alanda da stoklarını yüksek tutmaktadır.

Şekil 42: Dolar Cinsinden Pamuk Fiyatları



Kaynak: Grafik yahoo.finanstan alınmıştır.

Dünya pamuk fiyat endeksine bakıldığında, küresel krizde pamuk fiyatlarının yatay bir trend izlediği görülebilir. Türkiye'nin pamuk ithalat rakamları incelendiğinde de büyük bir değişimin olmadığı izlenebilir. Ancak burada üzerinde durulması gereken nokta, Türkiye'nin, pamuk ithalat eden ülkeler arasında Çin'den sonra, ikinci sıradaki ülke olmasıdır. Pamukta dışa bağımlılık oldukça yüksektir. Çünkü dünya pamuk endeksi, 1983'ten beri görülen en yüksek fiyata ulaşmasına rağmen, Türkiye'de pamuk ithalatında bir düşüşe rastlanmamıştır.

Pamuk ithalatının diğer bir yorumlaması, tekstil sektörü üzerinedir. Bilindiği gibi pamuk, bu sektörün ana maddesini oluşturmaktadır. Fiyattaki artışların, aynı zamanda üretim malları fiyatlarında artışlara neden olacağı ve ekonomi üzerinde enflasyonist bir baskı yaratacağı olasılığından dolayı, pamuk üretimi Türkiye için günümüzde bir sorun teşkil etmektedir.

Genel olarak bakıldığında, Türkiye'de büyük özelleşmeler ağırlıklı olarak 2005-2008 aralığında yapılarak, 2008 krizine portföyün nakit tarafı güçlü girilmiştir. Bu gücün özellikle hammadde alımlara yansıdığı görülmektedir. Portföyün aktiflerinin, gıda ve enerji gibi Türkiye'nin net ithalatçı olduğu maddelerde karşılık bulunduğu tablolardan anlaşılmaktadır.

Türkiye'de emlak, son on senedir daha ziyade TOKİ eliyle yönetilmekte olduğundan, özel sektör ve yabancı yatırımların bu sektörde marjinal kalması, ana kalem olan çimentonun ülke içinde üretilmesi nedenleriyle, dünya krizinden büyük

çapta bir etkilenmeye tabi olmamıştır. Çünkü çimento, üretimden çok taşıma maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle, ihracat ya da ithalata yüksek oranda konu olan bir madde değildir.

Altın, uluslararası para birimlerine karşılık olmaktan çıktığı günden itibaren, önce bir çıkış trendine uğramış, 80'li yılların başında, onsu 40 dolardan 800 dolara yükselmiştir. (Bu konu hakkındaki detaylı açıklama, çalışmanın önceki bölümlerinde yapılmıştır.) Daha sonra, üretimde etken bir madde olmadığından, daha çok tamamlayıcı bir madde ve süs eşyalarının yapımında kullanıldığından, fiyatı 2003 senesine kadar 240 dolar seviyesine kadar düşmüştür. ABD'de 2001 yılında yaşanan İkiz Kuleler faciasından sonra, FED'in piyasaları rahatlatmak adına aşırı miktarlarda para basması nedeniyle, dolara olan güvenin azalarak tekrar altına önem verilmeye başlanmıştır. 2008 krizinden sonra, büyük miktarlarda döviz fazlası veren Çin gibi ülkelerin, altını alternatif bir yatırım aracı olarak görmeleri dolayısıyla, büyük miktarlarda sürekli olarak altın talep etmeleri, altın fiyatlarını 2000 dolar civarına yükseltmiştir.

Türkiye'de altına yapılan yatırımlar, genel olarak yastık altı olarak tabir edilen, stok yatırımlarıdır. Altın fiyatlarının yükselmesi sırasında, fiyatın daha da yükseleceğini öngören bireyler altın almaya yönelirken, diğerleri ise bu fırsatı değerlendirerek, altınlarını nakte çevirmişlerdir. Genel olarak Türkiye, altını ham olarak alır, işler ve piyasaya mamul ürün olarak sunar. Altın fiyatının 1800 doların üzerinde olduğu günlerde ise, İran'a olan doğal gaz ve petrol alımlarının karşılığı altınla ödenmiştir (Ekonomi Milliyet, 08.07.2012). Merkez Bankası rezervleri incelendiğinde ise, özellikle 2010'dan sonra, daha önceki bölümde bahsedildiği gibi, uygulamaya konan yeni karşılık politikalarının da etkisiyle, bahsi geçen rezervde büyük artış oranlarına rastlanmaktadır.

Genel olarak değerlendirildiğinde, küresel krizden finansal piyasalar aracılığıyla etkilenen Türkiye'nin, ödemeler bilançosunda ciddi bir değişim meydana gelmemiştir. Oluşan cari açığın daha fazla derinleşmemesinin temel sebebi, enerji fiyatlarındaki düşüşlerden kaynaklanmaktadır. Zira enerji ithalatı, Türkiye'nin toplam ithalatının %20'sini oluşturmaktadır. Bu dönemde enerji stokları arttırılarak krizden faydalanılmıştır. Ayrı durum, pamuk dışarıda tutulmak üzere, tarım sektörü için de geçerlidir.

Krizin etkisiyle fon bulma olanakları kısıtlanan Türkiye’de, aynı zamanda beklentilerin de olumsuz yönde değişmesiyle, BIST’te 5. yükseliş ayağını sona erdirmiştir. Ancak, 2008 krizinin, genel olarak yükseliş trendini bozduğunu söylemek güçtür. Çünkü Türkiye iki sene gibi kısa bir sürede, Avrupa Ülkeleri gibi bir borç krizine girmeden, krizden çıkmayı başarmış ve IMF’ye olan borçlarını neredeyse kapatmış bulunmaktadır.

2008 yılına kadar, Türkiye’de izlenen temel politika, sıcak parayı ülkeye çekmek için kullanılan yüksek faiz uygulamasıdır. Aynı zamanda bu politika yardımıyla, dövizde stabilite de sağlanmaktadır. Ancak 2008 yılından sonra Türkiye, bu politikasını değiştirerek faiz oranlarını düşürme yoluna gitmiştir. Ödemeler bilançosundaki portföy yatırımları kalemi, bu değişimin etkilerini yansıtmaktadır. Küresel kriz, büyümeyi bir süre için azaltmış, işsizlik oranlarını ve cari açığını arttırmış olsa da, Türkiye, krizin yarattığı fırsatlardan yararlanarak ekonomisini kısa bir süre içinde toparlayabilmiştir.

SONUÇ

İktisat tarihinde kriz kavramı önemli bir yer tutmaktadır. Her dönemde, iktisat okulları kriz süreçlerini değerlendirmiş, elde edilen bulgular doğrultusunda krizlerin neden ve sonuçlarına dair çeşitli görüşler öne sürmüşlerdir. Klasik okul, krizleri, iş çevrimlerine bağlayarak, sistemin sorunlarına işaret eden, yararlı kırılmalar olarak görmektedir. Marksist kuramsa bu görüşü reddederek, krizlerin varolan sistemin yarattığı, sisteme de zarar verdiğini savunmaktadır. Keynes krizlerin oluşumunun tüketim eğiliminin, likidite tercihinin, sermayenin marjinal etkinliği üzerindeki etkisine değinerek, krizlerde, sermayenin marjinal etkinliğinin rolünü tartışmıştır. Son dönemde öne çıkan sebepler arasında en önemliler, asimetrik bilgi sorunu ve ahlaki risklerdir. Ahlaki risk sebebiyle oluşan finansal krizleri açıklamak amacıyla, üçüncü nesil kriz modelleri geliştirilmiştir.

Krizlerin ortaya çıkmasında genel olarak kabul edilen görüş, konjonktür dalgalanmalarının varlığıdır. Konjonktürlerin ortaya çıkışıyla ilgili ise, pek çok farklı görüş bulunmaktadır. İklimsel teoriler ve güneş lekeleri kuramı, konjonktürleri sözü geçen ögelere bağlamaktadır. Literatürde, çevrimlerin ortaya çıkışını, aşırı üretim, eksik tüketim, aşırı yatırım ile açıklayan teoriler bulunmaktadır. Bunların arasında, dalgalanmaları teknolojik gelişmelere bağlayan icatlar teorisi dikkat çekicidir. Bu teori, çevrimleri, 50-60 yıllık, uzun dönem süper çevrimler olarak ele alır. Her dalga, bir diğerini, ortaya çıkan yeni teknoloji yüzünden geride bırakmaktadır. Dolayısıyla, erken mekanizasyon devri, buhar gücünün bulunmasıyla sona ermiş, buhar gücünden ağır sanayileşmeye geçilmesi ise yeni bir dalgayı başlatmıştır.

Diğer konjonktür teorilerinin arasından yeni klasiklerin reel konjonktür teorisi de icatlar teorisini desteklemektedir. Bu teoriye göre, ekonomiyi etkileyen esas faktörler, (teoriye de adını veren reel şoklar) hammadde kaynaklarında yeni keşifler, teknolojik gelişmeler, yeni örgütlenme sistemler gibi yenilik tabanlıdır. Aynı zamanda siyasi olayların da konjonktürü etkilediği üzerine görüşler bulunmaktadır.

Bir konjonktür dört ana devreden meydana gelmektedir. Bunlar; canlanma, genişleme, duraklama ve daralma evreleridir. Canlanma devresi, başarılı devlet müdahalesi, uygulamaya konan yeni bir teknolojik gelişme gibi etkenlerle başlar. Ekonomide bir uyanma, üretim ve istihdam düzeyinde yükselişlerle ekonomide genişleme görülür. Bu yükselişin tepe noktasında, reel ve finansal varlıkların aşırı değerlendirilmesi sonucu bir balon oluşabilir. Devlet kontrolü, bu aşamada oldukça

önemlidir. Yükselme aşamasını, piyasanın doymasıyla önce duraklama, ardından gerileme izleyecektir. Kredilerde görülen artış, faiz oranlarını yükselttiğinden yatırımlarda azalmalar başlar. Bu aşamada, piyasada eğer bir balon oluşmuş ise, balona konu olan varlığın sahipleri ellerindeki varlıkları elden çıkarmaya başlayarak bir kırılma yaratırlar. Böylece ekonomide daralma evresine girilmiştir. Ekonomide, karların azalmasını zararlar, zararları da iflaslar izlemektedir. Bu evrenin uzunluğu, bunalımın nedenlerine ve devlet müdahalelerinin başarısına bağlıdır. Konjontür kökenli krizlerin temel süreci bu şekilde işlemektedir.

Günümüzde, bir ekonomide meydana gelen kriz, ortaya çıkığı ülke ile sınırlı kalmamakta, finansal piyasalar aracılığıyla dünyaya yayılmaktadır. Bunun nedeni, kavramın kendisi insanlık tarihiyle yaşıt olmakla birlikte, iletişim teknolojilerindeki gelişmelerden sonra önem kazanmış olan küreselleşmedir. Küreselleşme ile ilgili yapılan tanımların ortak özellikleri, iletişim teknoloji yardımıyla dünyanın çeşitli yerlerindeki insanların iletişime geçerek, birbirlerini kültürel, siyasi, ideolojik ve elbette ekonomik olarak etkilemesidir. Küreselleşme sayesinde milletler arası örgütlerin kurulması hızlanmış, sermaye hareketleri serbestleşmiştir.

Bu sürece gelişmiş, gelişmekte olan ve gelişmemiş ülkeler açısından ayrı ayrı bakıldığında, küreselleşmenin insanlığa katkıları da tartışmaya açık hale gelmektedir. Gelişmekte ve gelişmemiş ülkeler açısından bakıldığında, hakim kültürlerin diğer kültürler üzerine asimile edici etkileri bulunmaktadır. Ulusal lisanlar, dünyada baskın olan lisandan etkilenerek değişmektedir. Genç demokrasiler etki altında kalmaktadır. Dünya sermayesinin dağılımı hızla bozulmaktadır. Gelişmiş ülkelerde de, iş gücü maliyetlerinin gelişmekte olan ve gelişmemiş ülkelerde daha ucuz olması nedeniyle işsizlik sorununu doğurmaktadır.

Yukarıda sayılan bütün olumsuzluklarına rağmen, finansal küreselleşme doğru araçlarla değerlendirilir ise, sermayenin aktığı ülkelerde ekonomik büyüme yaratmaktadır. Sermaye, bir ülkeye doğrudan veya dolaylı yatırım olarak girmektedir. Doğrudan yatırımlar, teknolojik gelişmeleri ve yeni üretim sistemlerini beraberinde getirdiğinden, yerel ülke için büyük bir avantaj sağlamaktadır. Aynı zamanda, yine yerel ülkede yeni istihdam kanalları yaratacaktır. Dolaylı yatırımların ise, devlet tarafından doğru yönlendirilmesi, ülkeye giren sermayenin yeni yatırım için bir araç olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

Türkiye de, bu yeni finansal sermayeden pay alabilmek adına bir finansal serbestleşme sürecine girmiştir. Bu süreçte faizlerin serbest bırakılması, döviz kontrollerinin kaldırılması, dalgalı kur sistemine geçiş, milli paranın konvertibiliteye geçmesi, altın ve menkul kıymetler borsasının kurulması kritik unsurlardır. Ancak bu geçiş, sancılı bir süreçtir. Bütün bu yenilikleri iki finansal kriz, 1994 ve 1998 krizleri izlemiştir. Ardından meydana gelen Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile, özellikle bankacılık alanında ciddi düzenlemelere gidilmiştir.

Hangi nedenlerle oluşursa oluşsun, bir finansal krizin sonuçlarının değerlendirilmesi, temel ve teknik analiz yöntemlerinin birlikte kullanılmasını gerektirmektedir. Temel analiz, temel ekonomik göstergelerin incelenmesi ile yapılırken, teknik analiz trendler yardımıyla değerlendirilir. Trend, ekonomiyi etkileyen her türlü faktörün uzun dönemde oluşturduğu eğilimi gösteren, özünde bir konjonktür dalgasıdır. Fiyat endekslerine çizilen trendlerin yorumlanmasıyla yapılan analizin kökleri, Dow Teorisine dayanmaktadır. Dow Teorisi, Elliott tarafından, Fibonacci çalışmaları yardımıyla bir adım daha ileri götürülmüştür. Böylece Elliott, Dow'un aksine trendler yardımıyla geleceğe yönelik tahminler de yapılabilen Elliott Dalgaları teorisini ortaya koymuştur. Her iki teorisinin de deniz dalgalarından ve gelgitlerden ilham almış olması ilginçtir.

Elliott Dalgaları, hisse senedi piyasasının beş dalgadan ve bunu takip eden üç geri çekilmeden oluşan sürekli bir ritmi takip ettiğini açıklamaktadır. Bu ritmi kontrol eden mekanizma ise Fibonacci Sayı Serileri'dir. Tıpkı denizlerdeki gelgitlerin bu sayı dizisi arasındaki oranlarla paralel gitmesi gibi, insan etkinlikleri de Fibonacci Sayılarından elde edilen altın oranla açıklanabilmektedir. Böylece Elliott, altın oranı fiyat hareketlerini tahmin etmek için kullanır. Teknik analizle tahminleme, günümüzde bilgisayar programları yardımıyla yapılabilmektedir. Fibonacci sayı dizisi dışında kullanılacak, Bollinger Bantları, ADX, CCI, MACD gibi pek çok değişik osilatör bulunmaktadır.

2008 krizi, Amerika'da konut balonunun patlamasıyla başlamıştır. Spekülatörlerin gayri menkulleri alıp küçük parçalara bölerek, hisse senedi gibi satış yapmaları, bu krizin Büyük Buhran'la kıyaslanmasına neden olmuştur. Çoğu kriz gibi 2008 krizi de, belli aktif varlıkların (2008 krizi için konutların), fiyatların asıl değerinin çok üzerinde yükseldiği bir balonla başlamıştır. Üstelik, bu sefer, krize

konu olan varlıklar, teminat olarak da kullanıldığından, kriz aynı zamanda ciddi anlamda likitide sorunu yaratmıştır. Finansal sektörde başlayan kriz, yayılarak reel sektörü de etkilemiştir.

Mortgage piyasalarının en önemli özelliği, kredi veren kurumların, bu krediler üzerinden belli bir pay aldıktan ve gerekli anlaşmalar imzalandıktan sonra, krediyi ikincil piyasalara satmalarıdır. Krediler, genellikle özel yatırım bankalarına satılır ve buradan da tahvillere dönüştürülerek dünya pazarlarına ihraç edilir. Böylece, yüksek riskli borçlarla üretilen tahviller, finansal piyasalar aracılığı ile dünyaya yayılır.

Küresel krizin, Türkiye ekonomisinde neden olduğu etkiler, diğer ülkelerden oldukça farklıdır. Bunun nedeni, ABD, AB ve diğer ülkelerde krize neden olan türev araçların, 2008 yılının ortalarından önce Türkiye’de varlık göstermemesidir. Hedge fonların Türkiye’de piyasaya çıkışı 2008 yılının Haziran ayıdır. Bu varlıkların aşırı riskli gibi algılanması nedeniyle piyasada talebinin olmaması, Türkiye’nin küresel krizden etkilenmemesinin önemli bir sebebidir. Aynı zamanda 2001 krizi sonucu özellikle bankalara getirilen sıkı denetimlerin, krizin etkilerinin hafifletilmesinde bir etken olduğu söylenebilir. Bütün bu nedenler dolayısıyla, kriz Türkiye’ye bir dönem geç yansımıştır.

Ancak Türkiye’nin krizden etkilenmeden kurtulduğunu söylemek mümkün değildir. 2008 krizinin Türk ekonomisine etkisi, Türkiye’nin yüksek dış borçlanma oranları nedeniyledir. Belirsizliğin arttığı bir ortamda, kredi piyasasında kaynak akımının durması, iktisadi faaliyetlerde bir yavaşlama meydana getirmiştir. 2008 yılına 48 744 kapanış fiyatıyla başlayan BIST endeksi, krizin etkisiyle önemli ölçüde değer kaybederek, Aralık ayının sonunda 25 716 seviyesine düşmüştür. 2009 yılında, Türkiye’nin reel mal ve hizmet ihracatının %5.3, ithalatının ise %14.3 oranında daraldığı görülmektedir. Türkiye ekonomisi, bu daralmanın etkisiyle 2009 yılında %4.7 oranında küçülmüştür. Bu olumsuz koşullar altında, yurtiçi talepteki daralma %7.2 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon oranları kriz yılında %10.06 seviyesine çıkmıştır. Bu oran beklenenin altı puan üzerindedir. Gecelik faiz oranları, Lehman Brother’sın batmasıyla %16.75’a yükselmiştir. Reel kesim güven endeksi kalemi, 2009’da 97.8 iken, giderek düşerek yılı 91.2 değeri ile kapatmıştır.

BIST'in endeks değerleri teknik analizle incelendiğinde, 2003'te başlayan yükseliş ayağının, krizin etkisiyle 2008'de bittiği görülebilir. Krize kadar yükseliş kanalında giden endeks, krizle birlikte destek çizgisini kırarak, Elliott Dalgasının beşinci ayağına dönüşmüştür.

2008 krizi, Merkez Bankalarının uyguladıkları politikaları gözden geçirmelerine neden olan, önemli bir uyarıcı olmuştur. TCMB, esnek enflasyon hedeflemesinin yanı sıra, finansal istikrarı da korumaya yönelik yeni bir yaklaşım benimsemiştir. 2010'un son çeyreğinden beri faiz koridoru adı altında yeni bir uygulamaya geçmiştir. Faiz koridoru TCMB ortalama fonlama faizi, günlük likidite yönetimi araçları kullanılarak, gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki fark olarak tanımladığında, faiz oranları faiz koridoru arasında herhangi bir noktada oluşabilmektedir. Bu uygulama, TCMB'na esneklik sağlayan, yararlı bir uygulamadır. Faiz koridoru sayesinde döviz oranlarındaki dalgalanmanın önüne geçilebilmektedir.

2008 küresel ekonomik krizin başlamasından itibaren, merkez bankalarınca ekonomiye destek vermek amacıyla gevşek para politikaları uygulanmıştır. Kriz döneminde uygulanan gevşek para politikalarıyla oluşan likidite bolluğu ve sermaye girişleri, özellikle 2010 yılında Hazine borçlanma imkânlarını iyileştirmiştir.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının, 2008 krizinden sonra uygulamaya koyduğu politikalardan biri de, kısaca ROM olarak bahsedilen Rezerv Opsiyon Mekanizmasıdır. Bu uygulama sayesinde, bankalar Türk Lirası karşılıklarının bir kısmını altın veya yabancı para (dolar/avro) cinsinden tutabileceklerdir. Bu düzenlemenin nedeni, sermaye hareketlerindeki aşırı hareketliliğin finansal istikrarı etkilemesini önlemek ve bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlayabilmektir. Bu uygulamanın aynı zamanda faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltılacağı düşünülmektedir.

Her iki uygulama da, Türkiye'nin en çok etkilendiği, ani sermaye giriş-çıkışlarını önlemeye yöneliktir. Ancak burada temel sorun, çekilen sermayenin hangi yönde kullanılacağıdır. Doğrudan yatırıma dönüşemeyen sermaye, ödenen faizlerle, ödemeler bilançosundaki dengesizliği arttırmaktadır. Bu nedenle, gelen sermayenin katma değeri yüksek sektör yatırımlarına yönlendirilmesi gerekmektedir. Türkiye,

genç nüfusunda işsizlik sorunu olan bir ülkedir. Yapılan yatırımlarla aynı zamanda bu alana da bir çözüm getirilecektir.

Bütün olumsuzluklarına rağmen, Türkiye küresel krizden diğer ülkelere oranla daha az etkilenmiş ve iki üç sene gibi kısa bir sürede yeniden istikrarı sağlamıştır. Avrupa küresel krizin ardından ciddi işsizlik ve borç krizleri yaşarken, Türkiye'nin IMF'den borç almadan bu süreçten çıkması ekonomik yapısının ve devlet kontrollerinin sözü edilen ülkelere kıyasla daha güçlü olduğuna işaret etmektedir.

KAYNAKÇA

Acar, M., Dönek, E., Doğanlar, M. ve Açıkgöz, Ö. (2001). *Küreselleşen Türkiye Ekonomisi, Serbest Piyasa Ekonomisinin Serüveni*. Ankara: Siyasal Kitabevi.

Adams, J. (2002). Financial Globalization: Is It A Threat to Key Central Bank Functions? The Case of Mauritius. *Journal of Financial Regulation and Compliance*. 11(1):55-63.

Adıyaman, A.T. (2006). Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri. *T.C Sayıştay Dergisi*. Temmuz-Eylül 2006 (62): 21-45.

Akkaya, C.G. ve Taner, B. (2009). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Aktan, C.C ve Şen, H. (1999). *Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye*. Ankara:TOSYÖV Yayınları.

Allen, F. ve Gale, D. (2007). *Understanding Financial Crises*. New York:Oxford University Press.

Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). Rezerv Opsiyonu Mekanizması. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Ekonomi Notları*. 2012(28):1-14.

Ankara Sanayi Odası (ASO). (1998). Rusya'daki Ekonomik Kriz ve Türkiye'ye Etkileri. *Ankara Sanayi Odası Yayınları*. 44:5-8.

Aren, S. (1998). *İstihdam, Para ve İktisadi Politika*. Ankara: Savaş Yayınevi.

Arestis, P. ve Demetriades P. (1999). Financial Liberalization: The Experience of Developing Countries. *Eastern Economic Journal*. 25(4):441-457.

Aydın, M. K. (2003). *Sermayenin Küreselleşmesi*. İstanbul:Değişim Yayınları.

Balı, S. ve Büyüksalvarcı, A. (2011). *1630'dan 2010'a Finansal Krizler Tarihi*. İstanbul:Çatı Kitapları.

Baumol, W.J. ve Blinder, A.S. (2009). *Economics:Principles and Policy*. USA South Western: Cengage Learning.

Bernal, M.C.G. (1991). Iberoamerica: Evoluion de una Economia Dependiente: Historia de las Americas. *Madrid/Sevilla: Alhambra Longman/Universidad de Sevilla*. 4: 565-619.

Botucoğlu, E. ve Ekinci, A. (2009). Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası. *Maliye Dergisi*. 157:66-82.

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*. 10(19):1-21.

Caprio, G. Jr. (1996). The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board: The Case of Argentina. *Open Economies Review*. 7(1): 625-650.

Celasun, M. (2002). 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası, Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme. *ERC/METU*. i053:1-56.

Chambers, N. (2008). Hedge Fonlar. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*. 1(1):5-13.

Çağıl, G. ve Hosseini, S.R. (2011). Türkiye'de Kurulan Hedge Fonlar ve Performans Analizi Uygulaması. *Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü E-Dergisi*. 1(1):43-48.

Çağlar, Ü. (1997). İstikrar Politikalarında Nominal Çapa seçimi ve Para İkamesi. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*. 11:33-38.

Çiloğlu, B. (2002). Arjantin Ekonomisi. *Stratejik Analiz Dergisi*. 2(22):3-10.

Davis, E. P. (1995). *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk, Revised and Expanded Edition*. New York: Oxford University Press.

Dekle, R. ve Kletzer, K.M. (2001). *Domestic Bank Regulation and Financial Crises: Theory and Empirical Evidence From East Asia*. NBER Working Paper Series. No:8322.

Delice, G. (2003). Finansal Krizler:Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 20: 57-81.

Demir, F., Ermişoğlu, E., Karabıyık, A. ve Küçük, A. (2008). ABD Mortgage Krizi. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu Çalışma Tebliği*. Sayı 3/Ağustos 2008.

Dinler, Z. (2003). *İktisada Giriş*. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.

Dornbusch, R. ve Werner, A. (1994). Mexico: Stabilization, Reform and No Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1994(1): 253-315.

Devlet Planlama Teşkilatı. (2009). *2009 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik Programı*. <http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FCEA21373D51A71518> (14.05.2013).

Devlet Planlama Teşkilatı. (2011). *Katılım Öncesi Ekonomik Programı 2011-2013*. www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/11010/KEP_2010.pdf (14.05.2013).

Devlet Planlama Teşkilatı. (2011). *Katılım Öncesi Ekonomik Programı 2012-2014*. <http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC79200BE3FAB7387F> (14.05.2013).

Devlet Planlama Teşkilatı. (2012). *Katılım Öncesi Ekonomik Programı 2013-2015*. <http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FC2F3425E615DABCCC> (14.05.2013).

Duman, E. ve Işık, N. (2012). 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi'nin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 2(1): 73-101.

Edwards, S. (1997). The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?. *NBER Working Paper Series*. No:6334.

Eğilmez, M ve Kumcu E. (2001). *Krizleri Nasıl Çıkardık*. İstanbul: Creative Yayıncılık.

Eğilmez, M ve Kumcu E. (2004). *Ekonomi Politikaları ve Türkiye Uygulaması*. İstanbul:Remzi Kitabevi.

Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu. (2011). *Doğal Gaz Piyasası, 2011Yılı Sektör Raporu*.

http://www.epdk.gov.tr/documents/dogalgaz/rapor_yayin/Dpd_Rapor_Yayin_Sektor_Raporu_2011_YML4K810nps7.pdf (28.05.2013).

Erçel, G. (1999). 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması. *TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Merkez Bankası Sunuşu*. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2001/tbmm/PBKsunu.html> (14.05.2013).

Eser, K. (1993). (14 Mayıs 2013). Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği. *Ekonomik Yaklaşım*. 4(10):83:101.

Ersoy, A. (1986). *İktisadi Düşünceler Tarihi*. İzmir:Akyol Matbaacılık.

Ferrari-Filho, F. ve Fernando De Paula, L. (2003). The Legacy of the Real Plan And An Alternative Agenda For The Brazilian Economy. *Investigación Económica*. LXII(244):57-92.

Freidman, T.L. (2008). *Yirmi Birinci Yüzyılın Kısa Tarihi:Dünya Düzdür*. İstanbul:Boyner Yayınları.

Freidman M. ve Schwartz, A.J. (1963). Money and Business Cycles. *The Review of Economics and Statistics*. 45(1): 32-64.

Flood, R.P ve Marion, N.P. (1998). Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. *IMF Working Papers*. 98/130.

Gerek, S. (1999). Finansal Küreselleşme ve Türkiye. *Anadolu Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Yayınlar*. 1095(149):96-106.

Görmezöz, G. (2007). *Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Dalgalanmaların İstihdam Üzerindeki Etkisi ve Olumsuz Etkilerin Azaltılmasına Yönelik Önlemler*. (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi). Ankara:Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı.

Güven, Ö. (1973). *Ekonomide Konjktür Olayları ve Etkileri*. İzmir: İstiklal Matbaası.

Hepsağ, S. (2009). Finansal Liberalizasyon Politikalarının Geçerliliğinin McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*. 3(1):63-80.

Hevner, L.B. (2009). *The Perfect Portfolio*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Hirst, P. ve Thompson, G. (1998). *Küreselleşme Sorguluyor*. Ankara:Dost Kitabevi.

Hughs, H. (1999). Crony Capitalism and The East Asian Currency Financial Crises. *Policy*.15(3) s:3-10.

Immanuel, C.Y. (1999). *Rise of Modern China*. USA: Oxford University Press.

Işık, S. (2004). *Para, Finans ve Kriz*. İstanbul: Akçağ Kitabevi.

Işık, S., Doğan, H. ve Kadılar, C.. (2005). Ekonomik Büyümede Para ve Fiziki Sermaye: McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi'nin Türkiye için Testi. *İktisat, İşletme ve Finans*. 233: 37–51.

Kabakçı, A. (2009). *Portföy Yönetimi*. İzmir:İlkem Ofset.

Karabulut, G.(2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*. İstanbul:Der Yayınları.

Karluk, R. (2005). *Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm*. İstanbul:Beta Yayınları.

Karan, M.B. (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara:Gazi Kitabevi.

Kazgan, G. (2009). *Küreselleşme ve Ulus-Devlet*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Kazgan, G. (2013). 2008 Krizi Üsselleşirken Türkiye'nin Sürdürülemez Büyüme Modeli. *Türkiye Ekonomi Kurulu Tartışma Metni 2013/4*. <http://www.tek.org.tr/dosyalar/42-KAZGAN.pdf>(28.05.2013).

Keyder, N. (2001). Türkiye'de 2000 ve 2001 Krizleri ve İstikrar Programları. *İktisat, İşletme ve Finans*. 183:37-53.

Keynes, J.M. (2008). *İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi*. İstanbul:Kalkedon.

Kibritçioğlu, A. (2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler. *Yeni Türkiye Dergisi*. Ekonomik Kriz Özel Sayısı 1(41). 174-182.

Kindleberger C.P. ve Aliber R.Z. (2005). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Palgrave MacMillian Ltd.

Kocaoğlu, F. (2005). *1990 Sonrası Türkiye'de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borç Yönetimi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kondratieff, N.D. (1979). The Long Waves in Economic Life. *Review (Fernand Braudel Center)*. 2(4): 519-562.

Krueger, A. ve Tornell, A. (1999). The Role of Bank Restructuring in Recovering From Crises: Mexico 1995-98. *NBER Working Paper Series*. No:7042.

Krugman, P. (1979). A Model of Balance of Payment Crises. *Journal of Money Credit and Banking*. 11(3): 311-325.

Krugman, P. (1994). The Myth of Asia's Miracle. *Foreign Affairs*. 73(6):62-89.

Krugman, P. (2010). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Loser, C. ve Kalter, E. (1992). Mexico: The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth. *IMF Occasional Paper*. No:99.

Milliyet Gazetesi. (07 Temmuz 2012). İran'a Gönderilen 60 Ton Altının Sırrı. *Ekonomi Milliyet*. <http://ekonomi.milliyet.com.tr/iran-a-gonderilen-60-ton-altinin-sirri/ekonomi/ekonomidetay/08.07.2012/1564398/default.htm> (26.06.2013).

Minsky, H. (1993). Finance and Stability. *Jerome Levy Economics Institute of Bard College*. Working Paper No:93.

Mishkin, F.S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. *Nber Working Paper Series*. No:5600.

Mishkin, F.S. (2001). Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. *NBER Working Paper Series*. No:8087.

Odhiambo, N. M.. (2004). Money and Physical Capital are Complementary in Kenya. *International Economic Journal*. 18: 65-78.

Oktar, S. ve Dalyancı, L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*. 29(2):1-22.

Özateşler, M. (2000). *Ekonomi Bilimi I*. İzmir:İlkem Ofset.

Özateşler, M. (2006). *Ekonomi Bilimi-II Makro Ekonomi*. İzmir:Dokuz Eylül Üniversitesi İktisat Bölümü Masaüstü Yayıncılık Birimi.

Özel, S. (2000). *Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*. İstanbul:Alkım Yayıncılık.

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

Özsoylu, A.F., Ünlükaplan, İ. ve Gedik, M. (2010). *Küresel Kriz ve Türkiye*. Adana:Karahan Kitabevi.

Peart, Sandra J. Sunspots and Expectations: W. S. Jevons's Theory of Economic Fluctuations. *Cambridge Journals*. 13(2): 243-265.

Parasız, İ. (1998). *Makro Ekonomi: Teori ve Politika*. Bursa:Ezgi Kitabevi Yayınları.

Parasız, İ. (2001). *Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

Parasız İ. ve Bildirci, M. (2006). *Modern Konjonktür Teorileri*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

Prechter Jr., R.R. ve Frost, A.J. (2001). *Elliott Wave Principle: Key to Market Behavior*. USA: New Classics Library.

Robertson, R. (1999). *Globalization; Social Theory And Global Culture*. Ankara: Bilim ve Sanat Yayınları.

Roubini, N. ve Mihm, S. (2012) *Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*. İstanbul: Pegasus.

Saraçoğlu, B. (1999). Küresel Krizler ve Türkiye İhracatının Geleceği. *İGEME'den Bakış Dergisi*. İGEME: Nisan-Haziran: 23-32.

Savaş, V.F. (1997). *İktisadın Tarihi*. İstanbul: Liberal Düşünce Topluluğu Yayınları.

Schaeffer, R.K. (1997). *Understanding Globalization*. Lanham: Rowman & Littlefield Publishers INC.

Schmukler Sergio, L. (2004). Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta, Second Quarter*. 89(2): 39-66.

Schumpeter, J.A. (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York, Toronto, London : McGraw-Hill Book Company.

Seyidoğlu, H. (2001). *Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama*. İstanbul:Kurtiş Matbaacılık.

Shrestha, M. B. ve Chowdhury, K. (2007). Testing Financial Liberalization Hypothesis with ARDL Modelling Approach. *Applied Financial Economics*. 17:1529–1540.

Smith, A. (2007). *Ulusların Zenginliği 2. Cilt*. Ankara: Palme Yayıncılık.

Stiglitz, J.E. (2012) *Serbest Düşüş: Amerika, Serbest Piyasalar ve Dünya Ekonomisinin Çöküşü*. İstanbul:Gündoğan Yayınları.

Stiglitz, J.E. ve Furman, J. (1998). Economic Crisis, Evidence and Insight from East Asia. *Brooking Papers on Economic Activity*. 2:1998.

Sundararajan, V. ve Balino J. JT. (1998). *Banking Crises: Cases and Issues*. Washington DC: IMF.

Şahin, H. (1997). *İktisada Giriş*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

Şimşek, N. (1998). *Fiyatların Konjonktürel Davranışına İlişkin Bir araştırma (1963-1995 Türkiye Örneği)*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Şişmanyazıcı, H. (2011). Baltic Dry Bulk Endeksi ile Küresel Ekonomideki Dalgalanmalar Arasındaki Etkileşim. *Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu*. 11(8):1-10.

Türk Asya Stratejik Araştırmalar Merkezi (TASAM). (2006). Küreselleşme Sürecinin Medya ve Kültür Üzerindeki Etkileri. *TASAM Stratejik Rapor*. No:15.

Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu (TBB). (2000). Bankacılık Sisteminde Mali Bünye Sorunları ve Yeniden Yapılandırılmada Ülke Uygulamaları. *Bankacılar Dergisi*. 32:37-81.

Tekeoğlu, M. (1993). *İktisadi Düşünceler Tarihi*. Adana:Çukurova Üniversitesi Matbaası.

Terzi, N. (2009). *Hedge Fonlar-Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları*. İstanbul:Beta Basım Yayım Dağıtım.

Togay, S. (2001). Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Üzerine Bir Not. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*. 16(182): 68-83.

Tutar, H. (2000). *Küreselleşme Sürecinde İşletme Yönetimi*. İstanbul: Hayat Yayınları.

Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2012). *Kamu Borç Yönetimi Raporu*.

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=BKsmUPQeFbnBXCDahrXm1A==H7deC+LxBI8=&mid=614&cid=22&nm=40#> (14.05.2013).

Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı. (2009). *2009 Yılı Faaliyet Raporu*.

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=BKsmUPQeFbnBXCDahrXm1A==H7deC+LxBI8=&mid=251&cid=25&nm=39#> (14.05.2013).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü (2010). *İmalat Sanayinde Kapasite Kullanım Oranı'na İlişkin Açıklama Notu*. <http://www.tcmb.gov.tr/imalat/KKO-Aciklama.pdf> (14.05.2013).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (2001). *2002 Yılı Para Politikası Raporu*.
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/ppr-kasim2001.pdf> (14.05.2013).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (27 Aralık 2011). *2012 Yılında Para ve Kur Politikası*.
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2011/Baskan_ParaPol12.pdf (14.05.2013).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. (25 Aralık 2012). *2013 Yılında Para ve Kur Politikası*.
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2012/Baskan_ParaPol13.pdf (14.05.2013).

Türk Dil Kurumu (TDK). (1988). *Türkçe Sözlük*. Ankara:Türk Dil Kurumu Basımevi.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB). (2011). *Analiz Yöntemleri*.
http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/0/ETM_KILAVUZLAR/ETM_kilavuzlar_ileri_analiz_yontemleri_EKIM_2011.pdf (14.05.2013).

Unay, C. (1996). *Ekonomik Konjonktür*. Bursa:Ekin Kitabevi.

Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. *Türkiye Ekonomi Kurulu Tartışma Metni*. 2001:1.

Uygur, E. (2006) Ekonominin Gelişimi:İktisadın Bilim Olma Çabası. *Türkiye Ekonomi Kurulu Tartışma Metni*. 2006:8.

Ünsal, E. (2005). *Makro İktisat, Gözden Geçirilmiş 6. Baskı*. Ankara:İmaj Yayıncılık.

Ünsal, E. (2005). *Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadi*. Ankara:İmaj Yayıncılık.

Yatırım Finansman, (2002). Gelişmekte Olan Ülkelerde Kriz Sürecinde Borç Sarmalı: Arjantin(2). *Ekonomi ve Finans Bülteni*. 4(45):51.

Yıldıran, M. (2010). *İşletme Finansının Küreselleşmesi*. İstanbul:Hiperlik Yayınları.

Yılmaz, K. (2001). Yüksek Enflasyon Sürecinde Siyasi Elitlerin Rolü: Arjantin, Brezilya, İsrail ve Türkiye Deneyimlerinin Karşılaştırmalı Analizi. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*. 16(183):15-36.

Yılmaz, Ö., Kızıltan, A. ve Kaya, V. (2005). İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 24: 77-96.

Yörükoğlu, M. (26 Şubat 2009). *Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisi*. http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Yorukoglu_ActiveAcademy.pdf (14.05.2013).

Warsh, K.M. (2007). Hedge Fonds. *BIS Review*. No:80.