

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

FİNANSAL KRİZLER VE TÜREV ÜRÜNLER

Yüksek Lisans Tezi

SEHER KADIOĞLU

İSTANBUL, 2012

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

FİNANSAL KRİZLER VE TÜREV ÜRÜNLER

Yüksek Lisans Tezi

SEHER KADIOĞLU

DANIŞMAN: PROF. DR. NURGÜL CHAMBERS

İSTANBUL, 2012



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAY BELGESİ

İŞLETME Anabilim Dalı MUHASEBE FİNANSMAN Bilim Dalı TEZLİ YÜKSEK LİSANS öğrencisi SEHER KADIOĞLU'nun FİNANSAL KRİZLER VE TÜREV ÜRÜNLER adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 17.10.2012 tarih ve 2012-31/13 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği oy çokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi 5.11.2012

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

| | | |
|------------------|----------------------------|--|
| 1. Tez Danışmanı | Prof. Dr. NURGÜL CHAMBERS | |
| 2. Jüri Üyesi | Prof. Dr. CANAN ÇETİN | |
| 3. Jüri Üyesi | Doç. Dr. RAHMİ DENİZ ÖZBAY | |

ÖZET

Globalleşmiş dünyada meydana gelen krizler ülkeleri derinden etkilemektedir. Günümüzde teknolojik gelişmelerin sonucu olarak ülkeler arasında sınırlar kalkmıştır. Bu çalışmada küresel finansal kriz incelenmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler aynı oranda etkilenmiş midir sorusuna cevap bulmaya çalışmaktadır. Krizin ülkeleri aynı ölçüde mi yoksa gelişmekte olan ülkelerle gelişmiş ülkeleri farklı düzeyde mi etkilediği araştırılmıştır. Türev ürünlerin global krizde ülkeleri nasıl etkilediğini bu çalışmada incelendi. Bu araştırma için proje beş gelişmiş ve beş gelişmekte olan ülkelerin ve onların ekonomik, politik yapısı ve türev piyasalarının karşılaştırılması üzerine yoğunlaşmıştır.

Anahtar Kelimeler

Finansal Kriz, ABD, Mortgage Krizi, Türev Ürünler, CDS, İspanya, Portekiz, Yunanistan, İtalya, Meksika, Türkiye, Çin

ABSTRACT

Crisis that have been occurred due to globalized world are deeply effects countries. As a result of the, technological developments, disappeared the borders between countries. Global financial crisis is investigated in this project and this Project try to solve this question which does crisis effect the developing and developed countries in the same amount. Within this work were examined that, how crisis effect the countries and the influence of derivative products on the global financial crisis. For This investigation project focus on comparison five developing countries and five developed countries with their economies, political structures and derivatives market.

Key Words

Financial Crisis, The U.S. Mortgage Crisis, Derivatives, CDS, Spain, Portugal, Greece, Italy, Mexico, Turkey, China,

ÖNSÖZ

Küreselleşme ile ülkeler arasındaki sınırlar kalkmış, para ve sermaye hiçbir engel olmaksızın ülkeler arasında rahatça hareket edebilir konuma gelmiştir. Bu durumda teknolojik gelişmelerin de büyük bir etkisi vardır. ABD’de 2007 yılında başlayan kriz, ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilere bağlı olarak kısa süre içerisinde ülkeleri derinden etkilemiştir. Etkilenen ülkelerde genel olarak ekonomik göstergelerin yıllar içerisinde fazla iyimser olmadığı ve bu ülkelerin türev piyasalarının daha fazla geliştiği gözlenmiştir. Bu çalışmada küresel ekonomik krizden yola çıkarak öncelikle krizin ne olduğu tam bir şekilde özümsemeye çalışılmış, ardından krizlerle türev ürünlerin bir ilişkisinin var olup olmadığı ya da ne ölçüde türev ürünlerin krizde etkili olduğu gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler karşılaştırılarak incelenmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmayı hazırlarken ve hayatım boyunca bana karşı her türlü desteği esirgemeyen sevgili annem Hamdiye KADIOĞLU ve babam Tahir KADIOĞLU’na sonsuz teşekkürlerimi borç bilirim. Ayrıca tezimin her aşamasında bilgi ve deneyimleri ile bana sürekli yol gösteren değerli hocam Prof. Dr. Nurgül CHAMBERS’a çok teşekkür eder, tüm ilgililere faydalı olmasını dilerim.

İstanbul, 2012

Seher KADIOĞLU

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

| | |
|-----------------------|------|
| ÖZET..... | i |
| ABSTRACT..... | ii |
| ÖNSÖZ..... | iii |
| İÇİNDEKİLER..... | iv |
| TABLolar LİSTESİ..... | viii |
| ŞEKİLLER LİSTESİ..... | x |
| GRAFİK LİSTESİ..... | xi |
| | |
| GİRİŞ..... | 1 |

I. FİNANSAL KRİZLER

| | |
|--|----|
| 1.1. FİNANSAL KRİZ KAVRAMI | 4 |
| 1.1.1. Finansal Krizin Tanımı | 5 |
| 1.1.2. Finansal Krizin Nedenleri | 7 |
| 1.1.3. Finansal Krizin Göstergeleri | 9 |
| 1.2. FİNANSAL KRİZİN TÜRLERİ | 11 |
| 1.2.1. Para-Döviz Krizleri..... | 11 |
| 1.2.2. Bankacılık Krizleri | 13 |
| 1.2.3. Dış Borç Krizleri | 15 |
| 1.3. YAKIN GEÇMİŞTE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER | 16 |
| 1.3.1. 1929 Dünya Ekonomik Buhranı..... | 16 |
| 1.3.2. 1973 Petrol Krizi | 20 |
| 1.3.3. 1997 Asya Krizi..... | 23 |
| 1.3.4. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi | 28 |
| 1.3.4.1.Kasım 2000 Krizi | 29 |
| 1.3.4.2.Şubat 2001 Krizi | 33 |

2. FİNANSAL SİSTEM İÇERİSİNDE TÜREV ÜRÜNLER

| | | |
|----------|---|----|
| 2.1. | FİNANSAL SİSTEM KAVRAMI..... | 35 |
| 2.1.1. | Finansal Sistemin Tanımı | 35 |
| 2.1.2. | Finansal Sistemin İşlevleri | 37 |
| 2.1.3. | Finansal Sistemdeki Gelişmeler | 37 |
| 2.2. | TÜREV PİYASALAR | 40 |
| 2.2.1. | Türev Piyasaların Tanım..... | 40 |
| 2.2.2. | Türev Piyasalarının Tarihçesi..... | 41 |
| 2.2.3. | Türev Piyasalarının Yararları | 43 |
| 2.3. | TÜREV ÜRÜNLER..... | 44 |
| 2.3.1. | Futures Sözleşmeleri..... | 45 |
| 2.3.1.1. | <i>Döviz Futures Sözleşmeleri</i> | 48 |
| 2.3.1.2. | <i>Faiz Futures Sözleşmesi</i> | 48 |
| 2.3.1.3. | <i>Endeks Futures Sözleşmeleri</i> | 49 |
| 2.3.1.4. | <i>Emtia Futures Sözleşmeleri</i> | 50 |
| 2.3.2. | Forward Sözleşmeleri | 50 |
| 2.3.3. | Futures ve Forward Kontratların Karşılaştırılması..... | 52 |
| 2.3.4. | Opsiyon Sözleşmeleri | 54 |
| 2.3.4.1. | <i>Alım Opsiyonu(Call Option)</i> | 56 |
| 2.3.4.2. | <i>Satım Opsiyonu(Put Option)</i> | 57 |
| 2.3.5. | Swap Sözleşmeleri..... | 58 |
| 2.3.5.1. | <i>Faiz Swapı</i> | 59 |
| 2.3.5.2. | <i>Döviz Swapı</i> | 60 |
| 2.3.5.3. | <i>Kredi Temerrüt Swapı (CDS) ve Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (CDO)</i> | 61 |
| 2.4. | TÜREV ÜRÜNLERİN KENDİ İÇERİSİNDE KARŞILAŞTIRILMASI. | 62 |

3. 2007-2012 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİNDE TÜREV ÜRÜNLERİN ETKİLERİ

| | |
|--|----|
| 3.1. TÜREV ÜRÜNLERİN FİNANSAL SİSTEME ETKİLERİ | 63 |
| 3.1.1. Türev Ürünlerin Taşıdığı Riskler | 64 |
| 3.1.1.1. <i>Kredi riski (Default Risk)</i> | 64 |
| 3.1.1.2. <i>Pozisyon riski (Position Risk)</i> | 64 |
| 3.1.1.3. <i>Faiz oranı riski (Interest Rate Risk)</i> | 64 |
| 3.1.1.4. <i>Döviz kuru riski (Foreign Exchange Risk)</i> | 64 |
| 3.1.1.5. <i>Likidite riski (Liquidity Risk)</i> | 65 |
| 3.1.1.6. <i>Piyasa riski (Market Risk)</i> | 65 |
| 3.1.1.7. <i>Hukuki ispat riski (Legal Proof Risk)</i> | 65 |
| 3.1.1.8. <i>Teslim riski (Settlement/Delivery Risk)</i> | 65 |
| 3.1.1.9. <i>Taraf bulamama riski (Matching Risk)</i> | 65 |
| 3.1.1.10. <i>Yanlış fiyatlandırma riski (Model Risk)</i> | 65 |
| 3.1.2. Türev Piyasaların Finansal Krizlerdeki Rolü | 66 |
| 3.2. KRİZ ÖNCESİ VE KRİZ SONRASI TÜREV ÜRÜN KULLANIMI | 67 |
| 3.2.1. Dünyada Türev Ürünlerin Kullanımı | 67 |
| 3.2.1.1. <i>Asya'da Türev Ürünler</i> | 72 |
| 3.2.1.2. <i>Avrupa'da Türev Ürünler</i> | 74 |
| 3.2.1.3. <i>ABD'de Türev Ürünler</i> | 76 |
| 3.3. TÜREV ÜRÜNLER VE 2007-2012 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİ ... | 81 |
| 3.3.1. 2007-2012 Küresel Ekonomik Krizinin Nedenleri | 83 |
| 3.3.1.1. <i>Likidite bolluğu ve özensiz krediler</i> | 83 |
| 3.3.1.2. <i>Menkul kıymetleştirme</i> | 86 |
| 3.3.1.3. <i>Derecelendirme kuruluşları</i> | 87 |
| 3.3.2. Krizin Ortaya Çıkışı | 88 |
| 3.3.3. Krizin Etkileri | 90 |
| 3.3.3.1. <i>Yunanistan Krizi</i> | 91 |
| 3.3.3.2. <i>İrlanda Krizi</i> | 93 |
| 3.3.3.3. <i>İtalya Krizi</i> | 97 |

| | |
|----------------------------|-----|
| 3.3.3.4.İspanya Krizi..... | 100 |
|----------------------------|-----|

4. KRİZ ÖNCESİ VE KRİZ SONRASI GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE TÜREV ÜRÜN KULLANIMLARININ KARŞILAŞTIRILMASI VE KRİZ ÜZERİNE ETKİSİ

| | |
|--|------------|
| 4.1. GELİŞMİŞ ÜLKELER | 103 |
| 4.1.1. İspanya | 103 |
| 4.1.2. Amerika Birleşik Devletleri | 107 |
| 4.2.3. Portekiz | 110 |
| 4.2.4. İrlanda | 112 |
| 4.2.5. Yunanistan | 115 |
| 4.2 GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | 119 |
| 4.2.1 Türkiye..... | 119 |
| 4.2.2. Rusya Federasyonu | 123 |
| 4.2.3. Çin | 126 |
| 4.2.4. Meksika..... | 127 |
| 4.2.5. Bulgaristan | 129 |
| SONUÇ..... | 133 |
| EKLER..... | 139 |
| KAYNAKÇA..... | 147 |

TABLULAR LİSTESİ

| | |
|------------------|--|
| Tablo 1.1 | : Kriz Göstergeleri |
| Tablo 1.2 | : Para ve Bankacılık Krizleri: En İyi Göstergeler |
| Tablo 1.3 | : 1929 Yılında Başlıca Sanayileşmiş Ülkelerin Genel Görünümü |
| Tablo 1.4 | : Petrol Tüketiminin Toplam Enerji Tüketimindeki Payı |
| Tablo 1.5 | : Doğu Asya Ülkelerine Yabancı Sermaye Girişleri |
| Tablo 1.6 | : Doğu Asya Ülkelerinin Kısa Dönem Borç Düzeyi ve Rezervler |
| Tablo 1.7 | : Doğu Asya Ülkeleri-Bankaların Özel Sektöre Açtığı Krediler |
| Tablo 1.8 | : 1990-2001 Yılları Arasındaki Oranlar |
| Tablo 1.9 | : Batık Kredilerin Toplam Kredilere Oranı |
| Tablo 2.1 | : Spot ve Vadeli Piyasaların Karşılaştırılması |
| Tablo 2.2 | : Futures ve Forward Kontratların Karşılaştırılması |
| Tablo 2.3 | : Türev Ürünlerin Karşılaştırılması |
| Tablo 3.1 | : Dünyada Tezgahüstü Türev Ürünler Pazarı |
| Tablo 3.2 | : Asya'nın Makroekonomik Göstergeleri |
| Tablo 3.3 | : 1998-2011 yıllarında Asya'da Türev Ürün Kullanımı |
| Tablo 3.3 | : 1998-2011 yıllarında Avrupa'da Türev Ürün Kullanımı |
| Tablo 3.4 | : Avrupa'nın Makroekonomik Göstergeleri |
| Tablo 3.5 | : ABD'de Türev Ürün Kullanımı |

| | |
|-------------------|---|
| Tablo 3.6 | : Önde Gelen Beş Bankanın Türev Kontrat Çeşitlerini Kullanım Durumu |
| Tablo 3.7 | : Faiz Oranı ve Yabancı Paraya Dayalı Kontratlar da Vade Yapısı |
| Tablo 3.8 | : Çeşitli Ülke ve Bölgelerdeki Ekonomik Büyüme Oranları |
| Tablo 3.9 | : ABD Gayrimenkul Piyasalarında İpotek Kredilerinin Dağılımı |
| Tablo 3.10 | : Prime, Alt-A ve Subprime İpotekli Konut Kredilerinin Hacmi |
| Tablo 3.11 | : ABD Mortgage Piyasası Temel Göstergeler |
| Tablo 3.12 | : 2007-2012 Krizinin Gelişimi |
| Tablo 3.13 | : Temel Makroekonomik Göstergeler-Yunanistan |
| Tablo 3.14 | : İrlanda'nın Genel İhracatında Belli Başlı Ülkeler |
| Tablo 3.15 | : İrlanda'nın Genel İthalatında Başlıca Ülkeler |
| Tablo 4.1 | : İspanya Türev Ürün Kullanımı |
| Tablo 4.2 | : Temel Ekonomik Göstergeler |
| Tablo 4.3 | : Portekiz Ekonomik Göstergeleri |
| Tablo 4.4 | : İrlanda Ekonomik Göstergeleri |
| Tablo 4.5 | : Yunanistan Ekonomik Göstergeleri |
| Tablo 4.6 | : Rusya Dış Ticaret Rakamları |
| Tablo 4.7 | : Meksika Ekonomik Göstergeleri |
| Tablo 4.8 | : Bulgaristan Ekonomik Göstergeleri |

ŞEKİLLER LİSTESİ

- Şekil 1.1** : 2001 Krizi Süreci
- Şekil 2.1** : Finansal Sistemin Öğeleri
- Şekil 2.2** : Call ve Put Opsiyonlarda hak ve yükümlülükler
- Şekil 2.3** : Alım Opsiyonu (Call Option)
- Şekil 2.4** : Satım Opsiyonu (Put Option)
- Şekil 3.1** : ABD'deki Finans Krizinin Başlıca Ekonomik Etkileri

GRAFİK LİSTESİ

- Grafik 1.1** : 01/01/1929-12/31/1930 Arası DJIA Günlük Kapanış Fiyatı Değer Endeksi
- Grafik 1.2** : ABD Ham Petrol ve Petrol Ürünleri İthalatı
- Grafik 3.1** : Dünyanın 500 Büyük Şirketinin Türev Ürün Tercihi
- Grafik 3.2** : 2000-2011 Yılları Arasında Dünyada Türev Ürün Kullanımı
- Grafik 3.3** : Dünyada 2011 Yılı Türev Ürünler Dağılımı
- Grafik 3.4** : Yunanistan'da Kamu Borcunun Ekonomiye Oranı
- Grafik 3.5** : İtalya Borç Stoku/GSMH Oranı
- Grafik 3.6** : İspanya Makroekonomik Göstergeleri
- Grafik 4.1** : İspanya'da İşsizlik Oranları
- Grafik 4.2** : İspanya GSMH'sı (SAGP Doları Cinsinden)
- Grafik 4.3** : Portekizde 2008-2012 yılları arasında CDS kullanımı
- Grafik 4.4** : İrlanda'da 2008-2012 yılları arasında CDS kullanımı
- Grafik 4.5** : Seçilmiş Ülkelerin Kredi Temerrüt Oranları (CDS, baz puan)
- Grafik 4.6** : İşlem Hacminin Aylık Gelişimi (Adet)
- Grafik 4.7** : 2005-2010 İşlem Hacmi (TL)
- Grafik 4.8** : Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacminin (Adet) Yüzdesele Dağılımı(2010)
- Grafik 4.9** : Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacminin (Adet) Yüzdesele Dağılımı (2011)

- Grafik 4.10** : Türkiye’de Aylık İşsizlik Oranları
- Grafik 4.11** : Rusya’da CDS Kullanımı
- Grafik 4.12** : Döviz Piyasasında Türev Ürünlerin Dağılımı (Nisan Ayındaki Günlük Ortalama Ciro Milyon USA Doları)

KISALTMALAR

| | |
|---------------|--------------------------------------|
| a.g.e. | Adı geçen eser |
| ABD | Amerika Birleşik Devletleri |
| BIS | Bank For International Settlements |
| BOE | Bank of England |
| BSE | Bulgaristan Menkul Kıymetler Borsası |
| BVLP | Bolsa de Valores de Lisboa e Porto |
| CBOT | Chicago Board Of Trade |
| CBT | Chicago Board of Trade |
| CCX | Chicago İklim Borsası |
| CDO | Collateralized Debt Obligation |
| CDS | Kredi temerrüt swapı |
| CME | Chicago Mercantile Exchange |
| CNY | Çin RMB |
| DİBS | Devlet İç Borçlanma Senedi |
| DM | Alman Markı |
| DYY | Doğrudan Yabancı Yatırım |
| FED | Federal Reserve |
| FORTS | Futures and Options on RTS |
| G7 | Dünyada GSMH'sı En Yüksek 7 Ülke |
| GBP | İngiliz Sterlini |
| GSMH | Gayrisafi milli hasıla |
| GSYİH | Gayrisafi yurtiçi hasıla |
| ICE | International Stock Exchange |

| | |
|---------------|--|
| IEA | Uluslar arası Enerji Ajansı |
| IMF | International Monetary Fund |
| ISDA | International Swaps and Derivatives |
| Iseq | İrlanda Borsası |
| IZVOB | İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası |
| İMKB | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| KCBT | Kansas Borsası |
| LIFFE | London International Financial Futures Exchange |
| LİBOR | London Interbank Offered Rate |
| M.Ö. | Milattan önce |
| M2 | Kısa vadeli mevduatlarla her türlü tasarruf mevduatı |
| Meff | İspanya Finansal Vadeli İşlemler Piyasası |
| MEXDER | Meksika Vadeli İşlemler Borsası |
| MOFEX | Madrid Finansal Opsiyon Borsası |
| NADEX | Kuzey Amerika Türev Borsası |
| NATO | Kuzey Atlantik Antlaşması Örgütü |
| NI | Nikkei İneks |
| NYFE | New York Futures Exchange |
| NYME | New York Mercantile Exchange |
| OAPEC | Petrol İhraç Eden Arap Ülkeleri Örgütü |
| OPEC | Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü |
| OTC | Tezgah üstü Piyasalar |
| RTS | Russian Trading System |
| s. | Sayfa |
| SIMEX | Singapore International Monetary Exchange |

| | |
|-------------|------------------------------------|
| T.C. | Türkiye Cumhuriyeti |
| TCMB | Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası |
| TEFE | Toptan Eşya Fiyat Endeksi |
| TL | Türk Lirası |
| TMSF | Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu |
| TÜFE | Tüketici Fiyat Endeksi |
| US | United States |
| v.b. | Ve benzeri |
| VLI | Value Line İndeks |
| VOB | Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası |

GİRİŞ

Küreselleşme ile beraber ülkeler arası sınırlar kalkmış, sermaye akımları hiçbir kısıt olmaksızın dünya üzerinde rahatça hareket edebilir hale gelmiştir. Kriz öncesi oluşan iyimser hava ile beraber spekülatif yatırımlarda büyük bir artış gözlenmekte, talep artışına bağlı olarak fiyatları aşırı şişen mallar kredilere teminat olarak gösterilmekte, ekonominin daraldığı dönemlerde talepteki artışa bağlı olarak fiyatı artan malların fiyatları, talep daralmasına bağlı olarak ani düşüşe geçmektedir. Bu şekilde de alınan krediler geri ödenemez hale gelir ve bankaların çöküşüne neden olur.

2007 yılında Amerika Birleşik Devletleri konut piyasasında ortaya çıkan, kısa sürede önce tüm ABD finansal sistemini ve sonra da diğer ülke ekonomilerini olumsuz etkileyen ve dünya finans tarihinin en büyük krizlerinden biri olarak kabul edilen kriz, 21. yüzyılın küresel ölçekte yaşanan ilk finansal krizidir. 2007 yılının ikinci yarısı küresel ekonomik krizin damgasını vurduğu yıl olarak tarihe geçmiştir. Kriz, boyutları itibariyle 1929 yılından sonra yaşanan en büyük kriz olarak nitelendirilmektedir. Dilimize tutsak olarak da çevrilen “mortgage,” aslen ülkemizde ve Kıta Avrupa’sında kullanılan ipotek kelimesinin Anglo-Saxon’lardaki karşılığıdır. Özellikle ABD’de son yıllarda mortgage sistemi ile konut üretimindeki fazlalık yaratılan borçlanma olanakları ile eritmeye çalışılmıştır. Ancak bu sistem de yaratılan sermayenin (paranın) yeniden üretime dönüşmemesi nedeniyle kriz yaşanmıştır. Dünyada 2006 yılında Amerikan mortgage (tutsak) piyasasındaki geri ödeme sorunları şeklinde başlayan kriz 2007 ve 2008 yıllarında küresel bir likidite ve kredi krizine dönüşerek piyasalardaki “güven” unsuruna zarar vermiştir. Yaşanan küresel ekonomik krizde dev finans şirketleri iflas etmiş, borsalarda dramatik düşüşler ve kurlarda ciddi yükselişler görülmüştür. Kriz 2008 yılı itibari ile şiddetini arttırarak tüm dünyaya yayılmıştır. Küresel reel üretimin ağırlığı Çin’e doğru kayarken, ABD ekonomisindeki türev piyasa işlemleri de giderek artıyordu. Krizin etkenleri arasında türev piyasalardaki sanal fiyatların artmasının yanı sıra; mortgage kredilerinin yapısının bozulması, konut fiyatlarındaki büyük artışlar, menkul kıymetlerin fonlanmasında yaşanan sıkışıklık, kredi türev piyasalarının genişlemesi gibi etkenler sayılabilmektedir

Yaşanan küresel finansal kriz, ABD gayrimenkul piyasasında başlayan sorunların zaman içerisinde giderek büyümesi ve gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ekonomilere doğru yayılarak küresel bir boyut kazanması ile gerçekleşen krizdir. Gelişmekte olan ülkelerde birinci ve ikinci el ipotek piyasalarının az gelişmiş olması ya da hiç gelişmemiş olması bu ülkelerin başlangıçta göreceli olarak daha az etkilenmelerine neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin 1990'lı yıllarla birlikte yaşadıkları kriz deneyimleri ve devamında finans piyasaları ile bankacılık sektöründe gerçekleştirdikleri reformlar, bu ülkelerin krize daha sağlam bir makroekonomik yapı ile girmelerine katkıda bulunmuştur. 2008 krizi bu sebeple öncelikle gelişmiş ülkeleri etkilemiştir.

ABD'deki bu finansal kriz, özellikle güçlü finansal ilişkiler nedeniyle dünyanın diğer gelişmiş ekonomilerine (özellikle AB ülkelerine) de bulaşmıştır. Bu süreçte, gelişmekte olan ülkelerin ABD'deki krizden gelişmiş ekonomilere kıyasla göreceli olarak daha az etkilendiği görülmüştür. Krizin etkileri kısa sürede tüm dünyaya yayılarak küresel boyutta bir mali ve reel sektör krizine dönüşmüş ve krizin olumsuz etkileri Avrupa Birliği'nde de ciddi boyutlarda hissedilmiştir. Yaşanan küresel kriz, Avrupa Birliği ülkelerinde kamu açıklarının ve borç stoklarının önemli ölçüde artmasına ve birçok üye ülkede kamu maliyesinin sürdürülebilirliğinin tehlikeye girmesine sebep olmuştur. 2010 yılının ikinci çeyreğinde Yunanistan'da patlak veren borç krizi, kısa sürede diğer Avro alanı ülkelerini de etkilemiştir.

Bu çalışmanın amacı öncelikle her kesimden insanın dilinden düşürmediği kriz kavramını tanımlamak krizin nedenlerini, oluşum süreçlerini ve çeşitlerini ortaya koymak, ardından 2007 yılında ABD'de başlayan ve 1929 ekonomik buhranından sonra dünyanın yüzleştiği en derin kriz olan global krizini ayrıntıları ile incelemek, yaşanan krizde türev ürünlerin rolünü ortaya koymaktır. Bu bağlamda türev ürünlerin yoğun olarak kullanıldığı gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkeler büyüme, enflasyon, işsizlik, dış ticaret, kamu borç stoku ve bütçe dengesi gibi ekonominin genel durumunu gösteren makroekonomik veriler ve türev ürünlerin kullanım oranları ışığında karşılaştırılmıştır. Kullanılan verilerin birincil kaynaktan alınmasına özen gösterilmiştir. Kullanılan veriler, Eurastat, World Bank, IMF, BIS, TCMB ve karşılaştırma yapılan

Ülkelerin Vadeli İşlem Borsalarından (VOB) elde edilmiştir. Konunun güncelliği nedeniyle verilerin de güncel olması için özellikle son bölümde yoğun olarak internet kaynakları kullanılmıştır.

Birinci bölümde öncelikle finansal kriz kavramı üzerinde durulmuş; krizin tanımı yapılmış ardından finansal krizin tanımı yapılmış, nedenleri, çeşitleri ve göstergeleri açıklanmıştır. Ardından yakın geçmişte yaşanan finansal krizler anlatılmıştır.

İkinci bölümde finansal sistem içerisinde türev ürünler incelenmiştir. Öncelikle finansal sistem kavramının tanımı yapılmış, finansal sistemin işlevleri ve gelişimi üzerinde durulmuş ve 1971 yılında Bretton Woods anlaşmasının bozulması ile karşı karşıya kalınan risklerden korunmak amacıyla yeni geliştirilen türev piyasalar ve türev ürünler incelenmiştir.

Üçüncü bölümde 2007 yılında ABD’de başlayan ve 2010-2011 yıllarında gelişmiş ülkeleri derinden sarsan küresel finansal krizde türev ürünlerin etkileri incelenmeye çalışılmıştır.

Dördüncü bölümde ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapıları, vadeli işlem borsaları karşılaştırılmış ve türev piyasaları gelişmiş olan ülkelerle onlara nazaran gelişmemiş ülkeler ya da az gelişmiş ülkelerin krizden ne ölçüde etkilendikleri incelenmeye çalışılmıştır.

1. KRİZLER

1.1. FİNANSAL KRİZ KAVRAMI

Kriz, çeşitli bilim dallarında ve aynı zamanda günlük konuşma dilinde çok yaygın olarak kullanılan bir kavramdır. Etimolojik kökeni Yunanca "krisis" kelimesine dayalı olan kriz sözcüğü, sosyal bilimler alanında çoğu kez "buhran" ve "bunalım" kelimeleri ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Sosyal bilimler açısından kriz kavramının genel bir tanımı yapılamamaktadır¹. Kriz kelimesi bünyesinde pek çok anlam barındırmaktadır. Meydan Larousse ansiklopedisinde krizin bir anlamı; "birdenbire beliren hastalık nöbeti" olarak yer almakta, diğer bir anlamı ise "ruhsal dengesizlik" olarak ifade edilmektedir². Kriz kavramı çeşitli anlamlar içermekle beraber içinde bulunulan durumun ya da karşı karşıya kalınan olayların ne ölçüde "kriz" olduğu kişiden kişiye değişebilmektedir. Herhangi bir durumu kriz olarak nitelendirebilmek için krizin temel unsurlarının ya da özelliklerinin bilinmesi gerekmektedir³;

- Kriz, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen bazı gelişmelerin; makro düzeyde devlet; mikro düzeyde ise işletmeleri ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır. Aniden ve beklenmedik bir anda ortaya çıkan olumsuz gelişmeler kriz olarak adlandırılabilir. Normal süreç içerisinde ortaya çıkan her problem kriz olarak nitelendirilmemektedir.
- Krizin en önemli özelliği önceden tahmin edilememesidir. Beklenmedik bir anda ortaya çıkmasıdır.
- " Krizin, kişiler ve kurumlar için bir yandan tehlike ve tehdit oluşturmakta, öte yandan yeni fırsatlar yaratmaktadır.
- Krizler, kısa ya da uzun vadeli olabilmektedir. Krizlerin işletmeler üzerinde yarattığı etkinin kısa ya da uzun vadeli olması, işletmelerin krize karşı

¹ Turgut, Ahmet, "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **TUHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, , Cilt No:20, Sayı:4-5 Kasım 2006-Şubat 2007, s. 35.

² Gürbüz; Ali Kemal .**Ekonomik Krizlerin Genel Teorisi**, Balıkesir, Alem Basım Yayım, 1999, s.10.

³ Aktan, Coşkun Can ve Hüseyin Şen, "Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri", **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı 1, 2002, s. 1, http://www.scribd.com/doc/53058964/EKONOM%C4%B0K-KR%C4%B0Z-NEDENLER-ve-COZUM-ONER%C4%B0LER%C4%B0#outer_page_1

koyabilecek tedbirleri zamanında alıp almamasına ve bu tedbirleri uygulamasına bağlıdır.

- Krizler, bulaşıcı bir hastalık gibi yayılma etkisi göstermektedir. Herhangi bir işletmede ya da ülkede ortaya çıkan kriz çok kısa bir süre içerisinde diğer işletmelere ve ülkelere sıçrayabilmektedir.

Günümüzde krizler sık sık tekrar edebilmekte ve çok kısa bir süre içerisinde meydana gelebilmektedir. Bunun en önemli sebebi, krizlerin bankacılık ve finansal alandaki karmaşadan ötürü gerçekleşiyor olmasıdır. Çünkü ekonomilerde para ve sermaye piyasaları her türlü gelişmeye anında tepki gösterebilmektedir. Bu tepkinin boyutları gelişmekte olan ülkelerde piyasaların spekülatif hareketlere açık olması nedeniyle daha da yıpratıcı olabilmektedir. Dünyada denetim dışı hareket eden yaklaşık olarak günlük 1,5-2 trilyon \$'lık seyyal fon bulunmaktadır. Bu kaynakların gelişmekte olan piyasalara ani girişleri halinde piyasalar bir anda, olması gerekenin üzerinde olumlu tepki vermekte, ani çıkışları halinde ise, piyasalar üzerinde şok etkisi yaratabilmekte ve beraberinde finansal krize dönüşmektedir⁴. Bu sebeple sıcak para piyasalar için ilk başta taze kan gibi görünse de aslında çok büyük bir tehlike oluşturmaktadır.

1.1.1. Finansal Krizin Tanımı

Kriz bir çöküştür. Krizin gerçekleştiği bir ortam ve kendine ait göstergeleri vardır. Fakat krizin tam olarak ne zaman ve nerede olacağını tahmin etmek mümkün değildir. Kriz ancak patladığı zaman görülebilir. Krizin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğini önceden tahmin etmek imkansızdır. Zaten krizin kesin olarak olacağı önceden tahmin edilebilse gerekli önlemler alınabilir ve kriz önlenmiş olur. Ayrıca, kriz panik ve güvensizlikten kaynaklanmaktadır⁵. Çünkü genelde piyasa da bir belirsizlik yaşandığında yatırımcılar önünü göremediği için panik içerisinde ani hareketlerde bulunmakta ve ellerindeki menkul kıymeti ya da malları çok hızlı bir

⁴ Eemirkadı, Ömer. "Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlemeler" , **Sosyo Ekonomi Dergisi**, Sayı 2, 2005, Ankara, s. 37.

⁵ Krizin Tanımı ve Türleri, <http://www.ekodialog.com/Konular/finansal-kriz-nedir.html> (13.10.2011)

şekilde nakde çevirmeye çalışmaktadırlar ve bu şekilde belirsizlik bir anda krize dönüşmektedir.

Finansal sistemi insan vücuduna benzetirsek, kriz bir kalp krizidir. Kalp vücudun merkezidir ve krizle birlikte organlar düzensiz çalışmaya başlamakta; ileri vakalarda işlevini tamamen yitirmektedir. Kalpteki kasılma vücudun geri kalan kısmına yayılmakta(duruma göre kan veya kredi yoluyla) ve diğer organlara yerleşerek onları da risk altına sokmaktadır. Eğer nöbet hafif şiddette ve hasta sağlıklı ise durum tamamen düzelebilmektedir. Hasta yaşam tarzını değiştirerek daha fazla diyet, daha fazla egzersiz ve düzenli doktor kontrolüyle(Ekonomi literatüründe; daha dengeli para ve maliye politikasıyla, daha dinamik, ihtiyatlı gözetim ve düzenlemelerle, ve daha sık uluslararası finansal kuruluşlara başvurarak). Fakat çok daha fazla zarar veren durumlarda iyileşmek için stent takılabilir ya da by-pass yapılabilir.(Finansal vakalarda para devalüe edilebilmekte ya da borç sınırlandırması getirilebilmektedir)⁶. İnsan vücudu için kalp krizi ne kadar önemli bir rahatsızlık ise finansal sistem açısından da kriz çok büyük bir problemdir ve dikkatli olunup gereken önlemler zamanında alınmazsa bütün olarak ekonomiyi alt üst edebilmekte ve çok hızlı bir şekilde yayılabilmektedir.

Teorik olarak kriz, beklenmeyen ve önceden sezilmeyen, hızlı bir şekilde cevaplandırılması ve yönetilmesi gereken, işletmelerin önleme ve uyum mekanizmalarını yetersiz hale getirerek, mevcut değerlerini, amaç ve varsayımlarını tehdit eden “gerilim durumu” olarak ifade edilebilmektedir⁷.

Ekonomik anlamda kriz, herhangi bir ekonomide reel piyasalar ya da finansal piyasalarda ortaya çıkan, fiyat veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişim sınırının üzerinde gerçekleşen dalgalanmalardır⁸.Ancak bu dalgalanma süreklilik arz ediyorsa kriz olarak nitelendirilemez.

Keynes, ekonomide döngüsel (konjonktürel) olarak tanımladığı dönemsel hareketlerin olduğunu, bu hareketlerin yukarı doğru çıkış, aşağı doğru iniş ve ilerleme evreleri şeklinde ortaya çıktığını söylemektedir. Keynes’e göre kriz, aşağı doğru bir

⁶Eichengreen, Barry. **Financial Crises**, USA, Oxford University Press, 2002, s. 13.

⁷Kriz Nedir?,http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/02061001/20892, (11.10.2011)

⁸ Afşar, Muharrem. **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Eskişehir, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004, s.77.

hareketten yukarı doğru bir harekete geçiş sırasında çoğunlukla görülemeyen ve yukarı doğru olan bir evrimden aşağı doğru bir evrime geçerken, çoğu kez şiddetli ve ani bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Finansal krizler, sadece konjonktürel dalgalanmalarda zirvelerle beraber görüldüklerinde kriz olarak nitelendirilebilmektedirler. Eğer krizler izole edilmişlerse yani diğer ülkelere sıçramıyorlarsa, global ekonomik sistemde bir etkiye neden olmuyorlarsa kriz olarak nitelendirilemezler. Kriz bazı göstergelerin ya da bir grup göstergenin önceden tahmin edilemeyen, keskin hareketleridir. Bu göstergeler; kısa dönemli faiz haddi, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatları gibi değerler ile mali kuruluşların iflası şeklinde sıralanmaktadır⁹.

Finansal kriz, finans piyasalarındaki bilgi akışının bozulması ve finans piyasalarının görevini yerine getirememesi olarak ifade edilmektedir¹⁰. Başka bir ifade ile, çeşitli faktörlere bağlı olarak finansal piyasalarda ortaya çıkan dalgalanmalar ve bu dalgalanmalara bağlı olarak finansal piyasaların kendinden beklenen fonksiyonları yerine getirememesi olarak tanımlanabilmektedir¹¹.

1.1.2. Finansal Krizin Nedenleri

Finansal kriz; finansal sektör faaliyetlerinin işleyişini, beklenmedik ve önemli ölçüde olumsuz etkileyecek durumların ortaya çıkmasıdır. İktisadi birimler arasında, yüksek kazanç elde etme hırsıyla yüksek risklerin üstlenilmesi, ahlaki sapmaların, manipülasyonların, ve spekülasyonların oluşması v.b. faktörlerin ortaya çıkması finansal sektörün işleyiş mekanizmalarını olumsuz yönde etkileyerek finansal sistemde krizlere neden olabilmektedir¹². Günümüzde yaşanan küreselleşme hareketlerine bağlı olarak piyasalar daha da genişlemekte ve yatırımcılar, spekülâtörler uluslararası düzeyde işlem yapabilmektedir. Özellikle ülkelere giriş yapan sıcak para hareketleri en ufak bir belirsizlik durumunda durmakta ve likidite noksanlığını beraberinde getirmektedir.

⁹Özer, H. Gül. **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2006, s. 77-78.

¹⁰ Kabaş, Tolga. **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizleri Belirleyen Faktörler ve Uluslararası Finans Sistemi**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları, 2005, s. 25.

¹¹ Afşar, Muharrem. **a.g.e.**, s. 77.

¹² Oktar, Suat. "Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, , 2. Sayı, 2010, s.3.

Finansal kriz, uygulanmakta olan döviz politikası, banka iflasları ve piyasadaki ödeme gücü yetersizlikleri gibi nedenlerden ortaya çıkmaktadır¹³. Bir ülkede sabit kur politikası uygulanmakta ise Merkez Bankasının görevi kuru sabit tutmaktır. Merkez bankası kuru sabit tutmak amacıyla piyasaya döviz vermektedir. Merkez Bankası kuru sabit tutmak için piyasaya döviz vererek riski bir anlamda üstlenmektedir. Çünkü piyasada dövizin artması yerli paranın değerlenmesine neden olmakta bu da ihracatı düşürmektedir. İhracatın düşmesine bağlı olarak da cari işlem açığı oluşmaktadır. Hükümet bu noktada cari işlem açığını kapatmak için devalüasyon yapma baskısı ile karşı karşıya kalmaktadır. Cari işlem açığını kapatmak için devlet kısa vadeli dış borç alımı yapmaktadır. Dış borç alımıyla da bankaların açık pozisyonları artmaktadır. Açık pozisyonu artan bankalar kur riskini minimize etmek için döviz cinsinden olan borçlarına karşılık, döviz cinsinden kredi vermektedir. Böylelikle de riski işletmelere yüklemektedirler. Oluşan devalüasyon baskısı, kısa vadeli borçlardaki artış, şirketlerin çok ağır şartlarda borçlarını yenilemek için anlaşma yapmaya zorlamakta, borsada hızlı değer düşüşleri görülebilmekte, faizler yükselmekte, şirketler ödeme gücü yetersizliği içine girebilmekte ve bu karmaşık durumda bankalar yeni kredi verme yanlısı olmamaktadır. Bu durumda da önce çok büyük firmalar batmaktadır. Bunu banka iflasları izlemektedir ve bu şekilde büyük bir kriz yaşanabilmektedir.

Küreselleşme ile beraber ülkeler arası sınırlar kalkmış, sermaye ve emtia hiçbir kısıt olmaksızın dünya üzerinde rahatça hareket edebilir hale gelmiştir. Kriz öncesi oluşan iyimser hava ile beraber spekülatif yatırımlarda büyük bir artış gözlenmektedir. Talep artışına bağlı olarak fiyatları aşırı şişen mallar kredilere teminat olarak gösterilmektedir. Ekonominin daraldığı dönemlerde talepteki artışa bağlı olarak fiyatı artan malların fiyatları, talep daralmasına bağlı olarak ani düşüşe geçer. Bu şekilde de alınan krediler geri ödenemez hale gelir ve bankaların çöküşüne neden olur. Yaşanan krizlerin en önemli nedeni yetersiz kanuni düzenlemeler ve denetim eksikliğidir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin temel nedenleri dışsal etkenlerdir. Özellikle sanayileşmiş ülkelerde yaşanan önemli ekonomik değişimler (dış ticaret hadlerinde, faiz oranlarında ve döviz kurlarındaki kaymalar), yatırımların

¹³ Balı, Selçuk ve Ahmet Büyükşalvarcı, **1630'dan 2010'a Finansal Krizler Tarihi**, İstanbul, Çatı Kitapları, 2011, s. 7.

globalleşmesi ve sermaye piyasalarının bütünleşmesi krizi tetikleyen etkenler arasındadır¹⁴.

1.1.3. Finansal Krizin Göstergeleri

Finansal krizler ekonomide sorunlar yaratmakta ve ekonomiye yüksek maliyetler yüklemektedir. Bu sebeple finansal krizlerin önceden tahmin edilebilmesi, sorun ve maliyetlerin azaltılmasında önemli rol oynamaktadır. Mevcut teori ve modeller, krizlerin nedenlerini tam olarak açıklayamamasalar da, potansiyel bir krizin olası belirtilerinin ne olduğunu göstermeye yaramaktadır¹⁵. Genel olarak krize ilişkin göstergeleri şu şekilde sıralayabiliriz;

Tablo 1.1
Kriz Göstergeleri

| | |
|---|--|
| <u>I Makroekonomik Göstergeler</u> <ul style="list-style-type: none">• -Enflasyon• -Kamu açıkları/GSMH• -Yatırım/GSMH• -Yatırım artış oranı/GSMH• -Reel GSMH artış oranı• -ABD faiz oranlarına göre fark• -sermaye kontrolleri• -Bölgesel yayılma göstergeleri | <u>III- Finansal Göstergeler</u> <ul style="list-style-type: none">• İç kredilerin artış oranı• Özel sektöre açılan kredi artışı/GSMH artışı• Bankalara verilen MB kredileri/GSMH• Para çarpanındaki değişimler• M2 / Uluslararası rezerv• M2 /GSMH• Uluslararası rezervler/İthalat• Faiz oranlarındaki değişimler• Özel sektör yükümlülüklerinin |
| <u>II- Cari Hesaplar ve Borçlarla İlgili Göstergeler</u> <ul style="list-style-type: none">• Dış Ticaret dengesi• Dış ticaret hadleri• Cari hesap açığı/GSMH• İhracat artış oranı• İhracat/GSMH• İthalat/GSMH• İhracat+İthalat/GSMH• Reel döviz kuru değerlendirme oranı• Toplam borç/GSMH | <u>IV- Mikroekonomik Göstergeler</u> <p>A-Bankaların ödeme kabiliyetini yansıtan göstergeler:</p> <ul style="list-style-type: none">• Geri dönmeyen borçlar/toplam borç• Toplam borç/Aktif• Sermaye/Aktif <p>B- Karlılıkla İlgili Göstergeler:</p> <ul style="list-style-type: none">• Faiz gelirleri/Aktifler• İşlem harcamaları/Aktifler• Karlar/Aktifler |

¹⁴ Yay, Turan Gülşün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2010, s. 28.

¹⁵ Yay, Gülşün Gürkan. "1900'lü Yıllarda Krizler ve Türkiye Krizi", **Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II**, 2001 s. 10.

| | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Borç servisi/GSMH • Kısa vadeli borç/Toplam borç • Kısa vadeli dış borç/Uluslararası rezerv • Toplam borç/Uluslararası rezerv • Toplam borç/İhracat • Borç servisi/İhracat • Faiz ödemeleri/İhracat • -Kamu borcu/Toplam borç • -Yabancı doğrudan yatırımlar/Toplam borç | |
|--|--|

Kaynak: Gülşün Gürkan Yay; 1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi, Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, 2001, s. 11.

Bu göstergeler arasında, geçmiş krizlerin öngörülmesinde tutarlı sonuçlar vermiş olan ve bu nedenle ağırlıklı olarak kullanılan göstergeler; reel döviz kuru, yurtiçi kredi genişlemesi ve M2/uluslararası rezerv oranıdır. Krizler üzerine yapılan çalışmalarda genel olarak para ve bankacılık krizleri için belirlenen en iyi göstergeler Tablo 2'de gösterilmektedir;

Tablo 1.2

Para ve Bankacılık Krizleri: En İyi Göstergeler

| PARA KRİZLERİ | BANKACILIK KRİZLERİ |
|---|--|
| Yüksek Frekanslı Göstergeler | |
| <ul style="list-style-type: none"> - Reel Döviz Kuru - Bankacılık Krizi - Hisse Senedi Fiyatları - İhracat - M2/Uluslararası Rezervler | <ul style="list-style-type: none"> - Reel Döviz Kuru - Hisse Senedi Fiyatları - M2 Çarpanı - Üretim (GSYİH) - İhracat |
| Düşük Frekanslı Göstergeler | |
| <ul style="list-style-type: none"> - Cari İşlemler Açığı / GSYİH - Cari İşlemler Açığı / Yatırımlar | <ul style="list-style-type: none"> - Kısa Vadeli Sermaye - Sermaye Girişleri / GSYİH - Cari İşlemler Açığı / Yatırımlar |

Kaynak: Mert Ural, "Finansal Krizler ve Türkiye", D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi Cilt:18 Sayı:1, Yıl:2003, s. 23

1.2. FİNANSAL KRİZİN TÜRLERİ

Dünyada bugüne kadar yaşanan krizler incelendiğinde yaşanan krizler arasında pek çok ortak özelliğın olduğu ancak yaşanan hiçbir krizin bir diğeri ile birebir aynı olmadığı görölmektedir. Son yıllarda ortaya çıkan finansal krizlerin dikkat çeken özelliğı hem gelişmekte olan ölkelerde hem de gelişmiş ölkelerde etkisinin hissedilebilir olmasıdır¹⁶. Bunda globalleşmenin ve ölkeler arasında sermaye akımının serbest hale gelmesinin büyük etkisi vardır. 1990'lı yılların başlarında Avrupa Birliğı ölkelerinde ortaya çıkan ve bir para krizi olarak adlandırılan ERM krizi (1992-1993), gelişmiş ölkelerde çıkan krizlere örnek olarak gösterilebilir. Bunun dışında Meksika krizi (1994-1995) bir aşırı tüketim krizi iken, Asya krizi ise (1997-1998) bir aşırı yatırım krizi olma özelliğini taşımaktadır. İlk bakışta birbirinden farklı gibi görünen bu krizler aslında birbirinden çokta farklı değillerdir ve çeşitli ortak özellikleri bulunmaktadır. Yukarıda ismi geçen her üç kriz de, temel makro ekonomik değişkenlerdeki sorunlardan değil, daha çok sabit, yarı-sabit ve ortak bir para birimine bağılı döviz kuru sistemlerinden, reel döviz kurundaki aşırı değerlenmeden, uluslar arası likidite yetersizliğinden ve yoğun sermaye giriş/çıkışlarından kaynaklanmaktadır. Fakat etkenlerin şiddetleri ve ortaya çıkış biçimleri birbirinden oldukça farklıdır.

Finansal kriz, finans kesiminin alt sektörlerinde para, bankacılık ve dış borç ile ilgili olarak ortaya çıkan ani ve büyük ölçekli sorunları nitelendirmekte kullanılan bir kavramdır. Finansal krizler, bankaların ve diğeri mali kuruluşların ödeme zorluğu içine düşmesi, menkul kıymet borsalarında yaşanan büyük ölçekli çöküntüler ve ekonomik faaliyetlerdeki belirsizliğin artması şeklinde ortaya çıkmakta ve üretimi, istihdamı ve ulusal paranın değerini olumsuz yönde etkilemektedir¹⁷. Finansal krizleri; para, bankacılık ve dış borç krizi olarak sınıflandırılabilir.

1.2.1. Para-Döviz Krizleri

Para krizinin ne olduğu tam olarak tanımlanamamaktadır. Ancak para krizi yaşandığı zaman kolayca anlaşılabilir. Para krizinin kilit unsuru, yatırımcıların

¹⁶Öztürk, Serdar ve Bekir Gövdere, "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Katkıları", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 1, 2010, s. 379.

¹⁷Basti, Eyüp. **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi: Krizin Finans Sektörünün Verimliliğine ve Etkinliğine Etkileri**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2006, s. 7.

devalüasyonun gerçekleşmesinden korkarak para biriminden kaçması ve elindeki parayı dövize çevirmesidir¹⁸. Para Krizi, ülke parasına yapılan spekülative hareketlere bağlı olarak, devletin devalüasyona gitmek zorunda kaldığı veya ülke parasının önemli ölçüde değer kaybettiği veya ülkenin büyük ölçekli uluslararası rezervleri ile veya faizlerde keskin bir artışla parasını savunmaya çalıştığı krizlerdir¹⁹. Para krizleri 1970'lerde Bretton Woods Sisteminin çökmesinin ardından savaş dönemindeki ekonomik çalkantılarda önemli bir rol oynamıştır. Bretton Woods Sisteminin çökmesinin ardından sabit kur sisteminden serbest kur sistemine geçilmiştir. Ancak piyasalar bu değişikliği kaldıramamış ve 1980'lerde Latin Amerika krizi yaşanmıştır.

Para krizi, ulusal paranın nominal değer yitirme oranının %25 olması ve bu oranın bir önceki döneme göre en az %10 artış göstermesidir. Burada yer alan %10'luk düzey, özellikle yüksek enflasyon oranı ile karşı karşıya olan ülkelerdeki para krizlerini tanımlamada kullanılmaktadır²⁰.

Özellikle sabit döviz kuru sistemlerinde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden yerel para ile sabitleştirilmiş aktiflerden yabancı paralı aktiflere kaydırmaları sonucu, merkez bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. Bir ülke parasının üzerindeki spekülative saldırı bir devalüasyonla veya şiddetli değer kaybıyla sonuçlanırsa veya merkez bankası büyük miktarlarda rezerv satmak veya faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmek yoluyla parayı korumaya zorlanırsa bir döviz veya para krizi oluşmaktadır²¹. Tarihsel süreç içerisinde yaşanan Para-Döviz krizleri Ek 1'de yer almaktadır.

Bir ülkenin reel kurları tarihin en yüksek seviyesine ulaşmışsa, ülkede cari açık çok yüksek oranlarda ise ve büyüme kanadında zorlanmalar yaşanıyorsa o ülkenin ekonomisinde dengesizliklerin olduğu anlaşılabilir²². Çoğunlukla, para krizleri sabit döviz kuru sistemini uygulayan ülkelerin dışsal dengesizliklerinin ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açmasıyla meydana gelmektedir. Bu krizlerin söz konusu

¹⁸Krugman, Paul, **Currency Crises**, Chicago, IL, USA: University of Chicago Press, 2000, s. 1.

¹⁹ Suat Oktar; a.g.e., s. 5.

²⁰ Çeviş, İsmail. **Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 2005, s.

9.

²¹ Delice, Güven. "Finansal Krizler; Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003, S. 59.

²² Erdinç, Yaşar. **Para Harekatı**, İstanbul, Scala Yayıncılık, 7. Baskı, 2011, s. 213.

olduğu ülke ile mal ve sermaye piyasaları kapsamında bağlantısı olan veya olmayan diğer ülkelere de bulaştığı gözlenmektedir. Ancak krizin diğer ülkelere yayılabilmesi için krizin etkisi altına alacağı ülkelerde makroekonomik göstergelerin kötüleşmesi veya özel sektör beklentilerinde değişiklik olması gerekmektedir. IMF (1998), para krizlerine neden olan temel faktörlerin geçici etkiler (monsoonal), dağılma (spillover) etkileri ve yayılma (contagion) etkileri olduğunu iddia etmektedir. Buna göre, geçici etkiler, sanayileşmiş ülkelerde meydana gelen ekonomik faaliyetlerdeki kaymaları veya politika değişikliklerini kapsayan ve gelişmekte olan ülkelerde para krizinin çıkmasına neden olan etkilerdir. Örneğin, 1995-1997 seneleri arasında doların yen karşısında değer kazanması, bazı Asya ülkelerinin dış ticaret sektörünü zayıflatmıştır. Ayrıca, bu ülkelerdeki finansal sistemin kırılganlığı, sabit döviz kuru sistemi ve verimli olmayan alanları finanse eden borçlanma politikası gibi olumsuz yurtiçi ekonomik koşullar ile birleştiği zaman para krizi ortaya çıkmaktadır. Dağılma etkileri ise, bir ülkede ortaya çıkan para krizinin diğer ülkelerin makroekonomik dengelerini etkilemesidir. Bu etkileme iki şekilde olabilmektedir. Birinci olarak, ülkeler arasında ticaretin gelişmesi ve ülkelerin birbirine bağımlı hale gelmesi, ikinci olarak ise kreditorlerin portföylerinin birbirine bağımlı olmasıdır. Bankalar topladıkları paraları güvenli gördükleri ülkelerde devlet tahvili olarak ya da o ülkelerin finansal kuruluşlarına mevduatları yatırarak değerlendirmesi sonucu ülkeler birbirine bağımlı hale gelmektedir.

1.2.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizi, mali güvenin kaybolmasına bağlı olarak tasarruf sahiplerinin mevduatlarını çekmek için bankalara başvurmalarından kaynaklanmaktadır²³. Bankacılık krizi, bir banka paniği nedeniyle bankaların yükümlülüklerini yerine getiremez duruma gelmeleri ve hükümetin bankalara büyük çaplı kaynak aktarmak zorunda kalmasıdır²⁴.

Ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılmaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri ve arkasından iflas etmeleri durumunu ifade eder. Bankacılık

²³ Özer, H. Gül. **a.g.e.**, s. 78.

²⁴ Bastı, Eyüp. **a.g.e.**, s. 8.

krizleri fiili veya potansiyel banka mevduat çekilmeleri; bankaların yükümlülüklerini ertelemeleri veya hükümetin büyük ölçekli finansal destekler sağlamak suretiyle bunu önlemeye zorlanmasının teşvik ettiği banka iflasları olduğunda ortaya çıkar. Bankacılık krizleri para krizlerinden daha uzun süreli olma eğilimi taşırlar ve ekonomik faaliyet hacmi üzerinde daha şiddetli etkiler doğururlar . Sermaye işlemleri üzerindeki kontroller ve diğer finansal kısıtlamalar nedeniyle bankacılık krizleri 1950'ler ve 1960'larda yaygın değildi. Fakat 1970'lerden bu yana sıklıkla ve para krizleriyle ard arda ortaya çıkmaya başladılar. 1970'lerden 1990'lara uzanan dönemde yapılan araştırmaların sonuçları, 1970-85 arasında daha çok para krizleri olduğunu, 1980'lerin ortalarından itibaren de bankacılık krizlerinin arttığını göstermektedir²⁵.

Bankacılık krizleri genellikle ekonomik faaliyetlerde bir gerileme ve ekonomik büyümede bir gerilemeyle eş zamanlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle banka krizleri ile üretim arasındaki nedensellik ilişkisini tespit etmek ve banka krizlerinin reel etkisini ayırtmak kolay değildir. Bankacılık krizleri iki kanalla üretim ve milli geliri etkilemektedir. Birincisi, bankacılık krizi para stokunda beklenmedik bir daralma yaratarak ekonomik bir durgunluğa yol açmaktadır. İkinci olarak da zayıflayan bankacılık sisteminin, hem bazı bankalar piyasadan çekildiği için hem de mevcut bankalar sermaye baskısı altında kaldıkları için, kredi arzı azalır. Kredi arzının daralması hane halklarının ve işletmelerin harcamalarının azalmasına dolayısıyla da üretimin daralmasına yol açmaktadır. Büyüme dönemlerinde banka kredileri artarken, küçülme dönemlerinde de banka kredileri azalmaktadır. Bankaların asli işlevlerini yapamaz hale gelmeleri veya topladıkları mevduatları reel sektör yerine menkul kıymet veya kamu kağıtlarında değerlendirmesi sonucu yaşanan herhangi bir olumsuz durumda, olası mevduat çekiliş taleplerine cevap verebilmek ve karşılayabilmek için sahip oldukları varlıkları elden çıkarmayı istemektedirler. Yeni mevduat alabilmek için daha yüksek faiz oranı uygulanması maliyetlere yansımaktadır. Mevduat sahiplerinin paralarını çekemeyecekleri korkusuna kapılarak bankalara hücum etmeleri sonucunda, bankacılık krizleri yaşanmaktadır²⁶.

²⁵ Delice, Güven. **a.g.e.**, s. 61.

²⁶ Çinko, Levent ve Rengin Ak, "Küreselleşen Ekonomilerde Yaşanan Bankacılık Krizlerinin Anatomisi", **Maliye Finans Yazıları**, İstanbul, 2009, Sayı 83, s. 63.

Bankacılık krizlerinin temel nedenleri arasında; bankaların bilançolarının varlık kalemlerinde ortaya çıkan kalite kötüleşmeleri, bankaların portföylerinde bulunan fonların büyük bir çoğunluğunun verimli olmaması, varlık fiyatlarında meydana gelen ani dalgalanmalar, batan firma sayılarının artışı ile politik ve ekonomik koşullardaki değişimler sonucunda bankalardan ani ve önemli miktarlarda mevduat sahiplerinin mevduatlarını geri çekmeyi istemeleri gibi faktörler yer almaktadır. Bankacılık krizlerinin en önemli nedenlerinden biri; bankacılık sektörüne olan güvenin kaybolmasıdır. Yaşanan bankacılık krizlerine bakıldığında özellikle gelişmekte olan ülkelerde banka krizlerinin para krizlerinden önce ortaya çıktığı görülmektedir²⁷.

Uluslararası rezervler, faiz oranları ve döviz kurlarında meydana gelen ani değişimlerle belirlenen para krizlerinin aksine, bankacılık krizlerini belirlemede kullanılacak değişkenleri bulmak oldukça güçtür. Finansal kuruluşların devlet tarafından kontrol altına alınması ve bankaların iflas etmesi gibi olaylar ancak banka krizinin başladığını göstermektedir²⁸.

1.2.3. Dış Borç Krizleri

Ülkeler, yatırım faaliyetlerini ve harcamalarını devam ettirebilmek için bazen ülke içinde kaynak bulamayabilmektedir ya da bulunan kaynakların şartları ağır olabilmektedir. Bu durumlarda yatırım ve harcamaları dış borç ile finanse etmek daha cazip hale gelmektedir. Dış borçlanma kamu ya da özel sektör kaynaklı olabilmektedir. Ülkelerin içerde sıkıntılı olduğu dönemlerde sistemi devam ettirebilmek için dış borçlanma yoluyla kaynak elde etmeye ağırlık verdiği görülmektedir. Ancak alınan borçların likidite sıkışıklığı ya da rezervlerin erimesinden çekinilmesi gibi sebeplerden ötürü ödenememesi, dış borç krizlerinin oluşmasına neden olmaktadır.

Dış borç krizleri, ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik durum sonucu kamu ve özel sektöre ait dış borç ve faizlerini ödenememesi durumu olarak tanımlanmaktadır.²⁹ Dış borç krizinin ortaya çıkması halinde ülke içi finansal piyasalar da olumsuz yönde etkilenmektedir. Ülkeler dış borç krizi yaşadıkları dönemlerde borçlu oldukları kurum

²⁷ Derviş, İsmail. **a.g.e.**, s. 11.

²⁸ Afşar, Muharrem. **a.g.e.**, s. 86.

²⁹ Öztürk, Serdar. **a.g.e.**, s. 380.

ya da ülkelere bu durumu bildirerek yeni antlaşmalar yapmaktadır. Antlaşmaların ve ikili ilişkilerin yönüne göre borçlar uzatılabilmekte ya da silinebilmektedir. Günümüzde pek çok ülke bu şekilde World Bank ve IMF'ye borçlanmakta ve çeşitli zamanlarda yeni antlaşmalar yaparak borçlarını ötelemekte ya da sildirmektedir.

1.3. YAKIN GEÇMİŞTE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

1.3.1. 1929 Dünya Ekonomik Buhranı

1929 yılında yaşanan dünya ekonomik krizi, iktisatçılar tarafından dünya tarihinin en önemli krizlerinden biri olarak nitelendirilmektedir³⁰. Birinci Dünya Savaşı'na girilirken pek çok ülke altın standardına dayanan para sistemine sahipti. Altın standardına dayalı para sisteminde kağıt para altın karşılığı olarak basılmakta ve dolayısıyla döviz kuru da altın kuru üzerinden oluşmaktaydı. Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra paraya şiddetle ihtiyaç duyan Avrupa ülkeleri altın standardını terk ederek karşılıksız para basmaya başlamıştır. Karşılıksız para basımı enflasyona neden olmuştur. Avrupa ülkelerinin paralarının karşılıksız kalması ve enflasyonun hızlanması yabancıların paralarını ve altınlarını, altın karşılığı para basmayı sürdüren ABD'nin bankalarına yollamalarına ve bu gelişmeler de New York'un dünya finans merkezi unvanını Londra'nın elinden almasına neden olmuştur. Bu dönemde dünyadaki altın servetinin yaklaşık olarak yüzde 40'ı ABD'de toplanmıştır³¹. ABD ekonomik açıdan yükselirken, Avrupa eş zamanlı olarak gerilemekteydi.

Birinci dünya savaşını topraklarında yaşamayan ABD'de likidite sürekli olarak artmakta ve buna bağlı olarak da ABD üretimde motor güç haline gelmekteydi. 20. Yüzyıl'a dünyanın en büyük iç pazarı olarak giren ABD'de 1920'ler emlak ve toprak yatırımlarını dolayısıyla bu alandaki iç kredileri korkunç boyutlarda arttırmıştır³². Bu dönemde teknolojik gelişmeler hızla artarken otomotivden enerjiye kadar pek çok alanda buluşlar gerçekleşmiştir. Elde edilen kârlar yeni teknolojilere yatırılmıştır. Ücretler ve tüketim artışına paralel olarak borsadaki hisse senetlerinin değerleri ve getirileri artış göstermiştir. Otomobil üretimi gelişen teknoloji ile artmış ve demiryolu üretiminin

³⁰ Açıkgöz, Ömer ve Bülent Özkan; "1929 Dünya Ekonomik Buhranı ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", **Mevzuat Dergisi**, Nisan 2009, İstanbul, <http://www.mevzuatdergisi.com/2009/04a/01.htm>, (15.12.2011).

³¹ Eğilmez, Mahfi. **Küresel Finans Krizi**, İstanbul, Remzi Kitapevi, 2011, s. 57.

³² Şişman, Mehmet. **Uluslar arası Paranın Ekonomi Politikası ve Kriz**, İstanbul, Kalkedon Yayınları, 2011, s. 80.

yerini almıştır. Özellikle kârlılığını kaybeden demiryolu şirketlerinin hisse senetlerinin değerinin yükselmesi borsadaki spekülasyonun göstergesidir³³. Aşağıdaki tabloda başlıca sanayileşmiş ülkelerin kriz öncesindeki genel görünümü yer almaktadır.

Tablo 1.3

1929 Yılında Başlıca Sanayileşmiş Ülkelerin Genel Görünümü

| İthalat | GSYİH (%) | Altın Rezervlerinin GSYİH içindeki Payı (%) | İhracatın GSYİH içindeki Yeri (%) | İthalatın GSYİH içindeki Yeri (%) | Altın Rezervleri (%) |
|-----------|-----------|---|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------|
| ABD | 100.0 | 4.1 | 5.0 | 4.0 | 102.5 |
| İngiltere | 23.6 | 2.7 | 14.7 | 22.4 | 12.0 |
| Fransa | 17.3 | 10.5 | 11.1 | 12.8 | 82.0 |
| Almanya | 18.5 | 3.6 | 17.0 | 16.9 | 21.3 |

Kaynak:Abdulkadir Buluş; Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Selçuk Üniversitesi İ.İ.B.F., 2010, Cilt 103, Sayı 19, s. 4

Bu dönemde 2008 krizi öncesinde yaşanan ipotek çılgınlığına benzer olarak kredi taleplerinde aşırı bir artış gözlenmiştir. Florida topraklarına olan ilgi örneğin ayrı ve yüksek düzeyde bir parasal talebi gündeme getirmiştir. Florida'ya yapılan yatırımlar karşılığı kredilere ödenen yüksek faizlerin eyaletten elde edilecek turizm gelirleri sayesinde kolaylıkla ödenebileceği varsayıldı³⁴. Ancak olağanüstü doğa olayları bu noktada göz ardı edilmiş oldu. 1926 yılında Florida'da iki büyük kasırga yaşandı ve yaşanan bu doğal afette 400 kişi öldü ve binaların önemli bir bölümü yıkıldı. Yaşanan bu olay Florida emlak piyasalarında, buna bağlı olarakta ABD'de çöküşe neden oldu.

1928 yılı sonunda bankaların ve diğer finansal kurumların aracı kurumlara verdiği krediler belirli bir marj ile hisse senedi alımında kullanılmaya başlandı. ABD merkez bankası "FED", bankalara %6'dan fon temin ederken ticari bankalar hisse senedi alan aracı kurumlara bunu %12'den veriyorlardı. Aracı kurumlar almış oldukları

³³ Buluş, Abdulkadir. "1929 Ekonomik Buhranı İle Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması", **Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Selçuk Üniversitesi İ.İ.B.F., 2010, Cilt 103, Sayı 19, s. 3.

³⁴ Şişman, Mehmet. **a.g.e.**, s. 80.

hisse senetlerini teminat olarak göstererek bankalarda daha yüksek miktarlarda fon sağladılar. Borsada yer alan hisse senetlerinin piyasa değeri temettü kazançlarından çok daha fazla artmasına bağlı olarak sistem borsa alım satımı ile kar getirmekte idi. Borsanın düşmesi durumunda firmaların ellerindeki kağıtları satışa geçmesi ile hisse senetlerinin fiyatlarının değer kaybedecek ve ödenmeyen kredi riski de beraberinde gelecekti³⁵.

FED 1929 yılında spekülatif hisse senedi alımına giden bu ikili yapıyı durdurabilmek için 2 enstrümanı elinde tutuyordu;

1. Açık piyasa işlemleri ile FED devlet tahvillerini piyasaya sürerek parayı merkez bankasına çekmeyi istedi. Böylece FED parayı kendine alacak ve daha sonra kontrollü olarak parayı bankalara verecekti. Ancak işlem için elinde 228 milyon dolarlık hazine bonusu bulunduğundan bu piyasa etkinliği açısından yetersiz kalmaktaydı.

2. FED bankalara kabuller karşılığında(acceptance) para kullanarak spekülatif olmayan işlemleri canlandırmayı istiyordu. Çünkü işlem yapanlar ticari bankaların hisse senetlerine spekülatif olarak yatırdıkları parayı geri çekmeyi istiyorlardı. 14 Şubat 1929'da FED faiz oranlarını %5'ten %6'ya yükseltti. Faiz oranlarının yükselmesi ile yalnızca spekülatörler kazanç sağladı. Çünkü finansal olmayan şirketler de hisse senedi satarak elde ettikleri paraları tekrar borsaya yatırıyorlardı. 1929 yılı sonunda bu şirketlerin broker fonlamaları bankaların aracılara kredi için verdikleri miktarı aşmıştı. Bu sebeple FED'in bu politikası yıl içinde etkili olamamıştı. 1929 yılının Ocak ayında, aracılardan müşterilere yönelik belirledikleri komisyon %75 oranında arttırıldı. Bu durum da daha sonra kişilerin satışa geçmelerinde önemli bir rol oynamıştır. 1934'te çıkan bir kanunla FED, marjın şartlarını oluşturarak kişilerin alım-satım için aracılara verdikleri komisyon ve peşinat miktarını belirlemeye başladı.

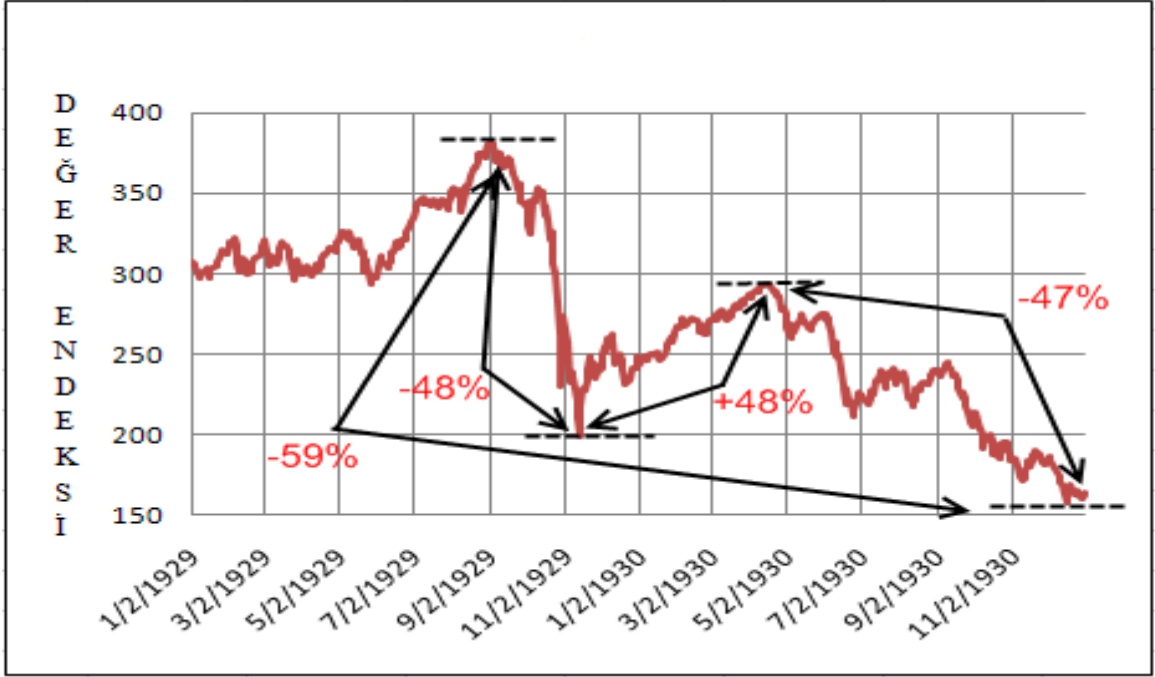
³⁵ Apak, Sudi ve Ayhan Aytac, **Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**, İstanbul, Avcıol Basım Yayım, 2009, s. 4.

25 Mart 1929'da marj ve komisyon oranlarındaki artışlar sebebi ile hisse senedi piyasasında satış eğilimi oluştu ve bazı kağıtlar %10-12 oranında değer kaybetti. Bu noktada aracı kuruluşların bankalardan talep ettikleri kredi faiz oranları %14'e çıktı.

26 Mart 1929 tarihinde borsada 8.3 milyon adet hisse senedi satıldı. O güne kadar günlük işlem hacmi adedi ortalama 3.5 milyondur. Bu gelişmenin ardından hisse senetleri gün içerisinde %20 ile %30 arasında değer kaybetmiş ve aracılar daha çok marj talep etmeye başlamışlardır. Bankaların aracı kuruluşlara vermiş oldukları kredilerin faiz oranları %20'ye çıktı.

1929 buhranı 24 Ekim 1929 perşembe günü borsanın çöküşü ile başlamıştır. Tarihte bu gün "Kara Perşembe" olarak da adlandırılır. İnsanlar hisse senetlerini bir an önce ellerinden çıkarmak için birbirleriyle yarış haline girerken, oluşan panik borsanın daha da fazla düşmesine neden olmuştur. Kara Perşembeyi daha sonra Kara Pazartesi, Salı... şeklinde diğer günler izlemiştir. İki yıl içinde borsa %90 oranında değer yitirmiştir. 1929 buhranı temel nedenlerinden biri, hisse senedi fiyatlarının yükselmesi ile ekonomik faaliyetlerdeki gelişmenin paralel gitmemesi ve bu farkın giderek açılması olmuştur. Borsa krizi birçok banka, ticari ve sanayi işletmelerini de yanında sürükleyerek iflasları üst düzeylere çıkarmıştır. 1929 krizi, ülkeler arasındaki sermaye bağlantısı, ticaret kanallarıyla çok kısa sürede İngiltere, Fransa ve Almanya gibi ülkelere yayılmıştır³⁶.

³⁶ Buluş, Abdulkadir. a.g.e. s. 5.



Grafik 1.1: 01/01/1929-12/31/1930 Arası DJIA Günlük Kapanış

Fiyatı Değer Endeksi

Kaynak: Online StockTrading Guide, <http://www.online-stock-trading-guide.com/1929-1930-stock-charts.html> , Erişim Tarihi: [28.11.2011]

13 Kasım'da Dow Jones geçici olarak dibe vurmuş ve günü 198.60'dan kapatmıştır. Bu noktadan sonra piyasa çok yavaşta olsa aylarca toparlanmaya devam etmiştir. 17 Nisan 1930 günü de tavan yaparak 294.07 ile kapanmıştır. Bu tarihten itibaren borsa sürekli bir iniş trendine girmiş ve bu trend 1932 yılının ortalarına kadar sürmüştür. 8 Temmuz 1932'de 41.22 ile kapanmıştır. Bu değer 20. yüzyılın en düşük değeridir ve borsa Kasım 1954'e kadar 1929 öncesi değerlerini yakalayamamıştır³⁷.

1.3.2. 1973 Petrol Krizi

Dünyada 1900 yılında enerjinin %71'i kömürden sağlanırken, yüzde 2'si petrolden sağlanmaktaydı. Fakat gerek içten yanmalı motorların benimsenmesi ve otomobil kullanımının yaygınlaşması, gerekse kömüre oranla petrolün daha düşük üretim maliyetlerine sahip olması ve kömürden daha geniş kullanım alanlarının bulunması gibi nedenlerle petrol talep edilen bir enerji kaynağı haline gelmiştir. 20.

³⁷ Balı, Selçuk ve Ahmet Büyükşalvarcı, a.g.e., s. 104.

yüzyılın ortasında petrol, bir önceki yüzyılın hakim enerji kaynağı kömürün yerini almaya başlamıştır. Bu dönemde dünya enerji tüketiminde kömürün payı %37'ye gerilerken petrolün payı %36 düzeyine ulaşmıştır. 1950'li 1960'lı yıllarda petrolün ucuz bir enerji kaynağı olması sayesinde yüksek ekonomik büyüme oranlarına ulaşılmıştır. Özellikle 60'lı yıllarda endüstrileşen ülkelerde petrole olan bağımlılık büyük bir artış göstermiştir. 1965'ten sonra petrol üretiminde görülen artışlar sonucunda petrol arzı talebe göre artış göstermiş; bu sebeple piyasada ortaya çıkan düşük ve istikrarlı petrol fiyatları petrolün endüstriden ulaştırmaya pek çok sektörde kullanılmasını teşvik etmiştir. 1961-1970 yılları arasında sosyalist blok dışı dünya petrol tüketimi %97'nin üzerine çıkmıştır. Böylece petrol, krizin hemen öncesinde ekonomik büyümenin en önemli kaynağı haline gelmiştir. 1972 yılında petrolün dünya enerji tüketimindeki payı %46'ya krizin başlangıç yılı olan 1973'te ise %53'e çıkmıştır³⁸. Bu dönemde özellikle Batı Avrupa ve Japonya petrole bağımlı hale gelmiştir.

Tablo 1.4
Petrol Tüketiminin Toplam Enerji Tüketimindeki Payı

| | ABD | BATI AVRUPA | JAPONYA |
|-----------|--------|-------------|---------|
| 1955-1960 | 47.75% | 29.75% | 32.75% |
| 1965 | 44.1% | 51.5% | 71.9% |
| 1970 | 44.6% | 61.2% | 74.1% |
| 1973 | 47.2% | 63.9% | 80.3% |

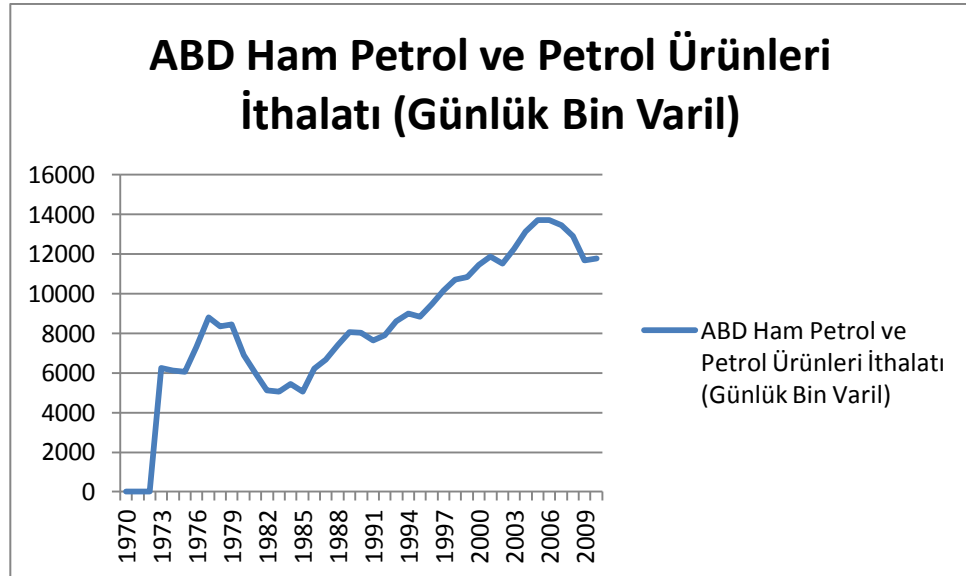
Kaynak: Cenk Pala; Uluslararası Enerji Ajansı (IEA)'nın Kökenleri, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Sayı 9, 1993, s. 71

Tablo 1.4'e bakılarak ABD'nin petrol ithalatına Batı Avrupa ve Japonya'dan daha az gereksinim duyduğu görülmektedir. ABD daha az miktarda enerji tüketmekte, Japonya ve Batı Avrupa'ya oranla daha az petrol ithal etmekteydi. ABD'nin daha az petrol ithal etmesinin nedeni yeterli oranda içsel enerji kaynaklarına sahip olmasıdır. ABD 1970'te petrol üretiminin %22'sini ithalat yoluyla karşılarırken bu oran 1973'te

³⁸ Pala, Cenk. "Uluslararası Enerji Ajansı (IEA)'nın Kökenleri", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Sayı 9, 1993, s. 70.

%35'e çıkmıştır. Batı Avrupa ve Japonya ise gerek 1970'de gerekse 1973'de petrol tüketimlerinin %100'ünü ithalatla karşılamaktadır³⁹. ABD, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'ya diğer ülkelere göre daha az bağımlı olduğu için daha avantajlı bir durumdaydı.

Ekim 1973'te OAPEC üyeleri, ABD'nin Yom Kippur Savaşı'nda İsrail'e askeri yardım kararını protesto etmek amacıyla koyulan petrol ambargosudur⁴⁰. Bu dönemde Sudi Arabistan, Mısır, Libya ve diğer petrol üreten Arap ülkeleri ABD'nde içinde bulunduğu batılı ülkelere petrol ihraç etmeyi durdurmuş ve buna bağlı olarak petrol fiyatları ABD'de önemli ölçüde yükselmiş ve pek çok petrol istasyonu kapanmıştır⁴¹.



Grafik 1.2: ABD Ham Petrol ve Petrol Ürünleri İthalatı

Kaynak: <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=MTTI MUS2&f=A> ,[Erişim Tarihi: 28.11.2011]

ABD'ye karşı koyulan ambargo dolayısıyla petrol fiyatlarının artması, petrol tedarikinin kesilmesi ve uzun süreli gerileme olasılığı sonucu NATO'da bir anlaşmazlık çıktı. Avrupa ülkeleri ve Japonya, ABD'nin Ortadoğu politikasına verdiği desteği

³⁹ Pala, Cenk. **a.g.e.**, s. 71.

⁴⁰ Balı, Selçuk ve Ahmet Büyükşalvarcı, **a.g.e.**, s. 127.

⁴¹ Grabill, Adam. **The 1973 Oil Crisis**, <http://www7.vmi.edu/assets/0/16/48/74/76/4105/4109/05E2AA67-5F0B-4628-B86F-6AADA5AD626A.pdf>, (28.10.2011).

kesmesini istiyordu. Arap petrol üreticileri de, ambargoya son vermek için ABD'nin Ortadoğu'da barış girişiminde bulunmasını istiyordu ve bu durumda problem daha da artıyordu. Tüm bu gelişmeler karşısında, Cumhuriyetçi Başkan Richard M. Nixon'ın yönetimi ambargoya son vermek amacıyla Arap petrol üreticileriyle ve paralel olarak, savaş bittikten sonra İsrail'in Sina ve Golan Tepeleri'nden nasıl çekileceğini kararlaştırmak üzere Mısır, Suriye ve İsrail'le müzakereler başlattı. 18 Ocak 1974'te Dışişleri Bakanı Henry Kissinger, İsrail birliklerinin Sina'nın bir bölümünden çekileceğine dair söz aldı. İsrail ve Suriye arasında uzlaşma vadeden bu durum, OPEC'in Arap üyelerini ambargoyu kaldırmasına ikna etmiştir ve Mart 1974'te ambargo kalkmıştır. Aynı yılın Mayıs ayına gelindiğinde ise İsrail Golan Tepelerinden çekilmeyi kabul etmiştir⁴².

1.3.3.1997 Asya Krizi

1997 yılına kadar Doğu Asya ülkeleri göstermiş oldukları ekonomik performansla sürekli takdir topluyor ve dışarıdan sürekli bu ülkelere yabancı sermaye akışı gerçekleşiyordu. Ancak 1997 yılına gelindiğinde bu ihtişamlı ekonomi bir anda yerle bir olmuş ve çok büyük bir bankacılık krizi yaşanmıştır. Asya krizinin başlamasına ve yayılmasına etkili olan nedenler şu şekilde sıralanabilmektedir;

- Krizden etkilenen ülkelerdeki pek çok finansal kurum ve şirketler yeterli oranda önlem almaksızın döviz borcu altına girmiştir.
- Varlıklar uzun dönemli olmasına karşın, borçların çoğu kısa dönemliydi. Bu noktada bankadan büyük ölçüde para çekilmesi halinde likidite problemi yaratmaktaydı.
- Bu ülkelerdeki menkul kıymet ve gayrimenkul piyasalarındaki fiyatlar krizden önce çok yükselmiş, bu da emtia fiyatlarında şiddetli bir deflasyon olasılığını arttırmıştı.

⁴² Balı, Selçuk ve Ahmet Büyükşalvarcı, **a.g.e.**, s. 128.

- Özensiz kredi tahsis edilmesi; Yeterli inceleme yapılmaksızın verilen kredilerin daha sonra tahsil edilmesi olanaksız hale gelmiş ve bu da krize neden olmuştur⁴³.

1993 yılında, Hong Kong ve Japonya dışındaki tüm Asya ülkeleri sabit kur sistemini uygulamıştır. Asya ülkelerindeki faiz oranlarının diğer ülkelere göre daha yüksek olması bu ülkelere sermaye girişini hızlandırmıştır⁴⁴. Bu dönemde Malezya, Endonezya ve Tayland dış finansman yağmuruna tutulmuşlardır. Endonezya’da 1983-1988 dönemi yıllık ortalamasında gayrisafi yurtiçi hasılanın %1.5’i seviyesinde olan yabancı özel sermaye transferi 1995 yılında gayrisafi yurtiçi hasılanın %6.2’sine çıkmıştır. Aynı sene bu oran Malezya’da %8.8 ve Tayland’da %12.7’idi⁴⁵.

Aşağıdaki tabloda 1983 yılı ile 1995 yılı arasında Doğu Asya ülkelerine gerçekleşen sermaye girişleri özetlenmiştir;

⁴³Lane, Timothy D. “Asya Krizi Ne Öğrendik”, **D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, Lale Alkinoğlu (Çev.). İzmir, Cilt 15, Sayı 1, 2000, s. 68.

⁴⁴Kansu, Aydan. **1994 ve 2001 Türkiye Krizleri**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004, s. 144.

⁴⁵İlyas, Atilla İmrahor. **Asya Krizi Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 1998, s.20.

Tablo 1.5
Doğu Asya Ülkelerine Yabancı Sermaye Girişleri
(Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Göre Yüzde Olarak Büyüklük)

| | 1983-1988 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1989-1995 |
|----------------------------|-----------|------|------|------|------|------|-----------|
| MALEZYA | | | | | | | |
| Özel Sermaye Transferleri | 3.1 | 1.2 | 5.1 | 7.4 | 1.5 | 8.8 | 8.8 |
| Resmi Sermaye Transferleri | 0.3 | 0.4 | -0.1 | -0.6 | 0.2 | -0.1 | - |
| ENDONEZYA | | | | | | | |
| Özel Sermaye Transferleri | 1.5 | 4.6 | 2.5 | 3.1 | 3.9 | 6.2 | 4.2 |
| Resmi Sermaye Transferleri | 2.4 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.1 | -0.2 | 0.8 |
| TAYLAND | | | | | | | |
| Özel Sermaye Transferleri | 3.1 | 10.7 | 8.7 | 8.4 | 8.6 | 12.7 | 10.2 |
| Resmi Sermaye Transferleri | 0.7 | 1.1 | 0.1 | 2.0 | 0.1 | 0.7 | - |
| GÜNEY KORE | | | | | | | |
| Özel Sermaye Transferleri | -1.1 | 2.2 | 2.4 | 1.6 | 3.1 | 3.9 | 2.1 |
| Resmi Sermaye Transferleri | - | 0.1 | -0.2 | -0.6 | -0.1 | -0.1 | -0.3 |
| TAYVAN | | | | | | | |
| Özel Sermaye Transferleri | 0.2 | 1.2 | 3.2 | 2.1 | 0.6 | 3.6 | 0.4 |
| Resmi Sermaye Transferleri | -0.3 | - | - | - | - | - | - |
| ÇİN | | | | | | | |
| Özel Sermaye Transferleri | 1.2 | 1.7 | -0.9 | 4.5 | 5.6 | 5.2 | 2.5 |
| Resmi Sermaye Transferleri | 0.3 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 0.4 | 0.3 | 0.5 |
| SİNGAPUR | | | | | | | |
| Özel Sermaye Transferleri | 5.0 | 1.7 | -2.7 | 9.4 | 2.5 | 1.3 | 3.8 |
| Resmi Sermaye Transferleri | - | | | | | | - |

Kaynak: Atilla İmrahor İlyas; Asya Krizi Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 1998, s.2

Doğu Asya krizi, 2 Temmuz 1997 tarihinde Tayland bahtının devalüe edilmesiyle başlamıştır. Tayland'da başlayan kriz Filipinler, Malezya, Endonezya ve Güney Kore'ye yayılarak bölgesel bir krize dönüşmüştür. Eickgreen (1999), Tayland'da

başlayan ve diğer Doğu Asya ülkelerine yayılan krizden önce uygun zamanda daha esnek kur sistemine geçilmesinin getireceği faydaları ve bu geçişin doğru yapılması durumunda olumlu sonuçlar ortaya çıkaracağını belirtmiştir. Tayland'da kriz başlamadan bir sene önce IMF daha esnek kur sistemine geçilmesini önermesine karşın, Tayland otoritesi devalüasyon yapılması durumunda bu kararın başkanlık seçimleri sırasında kendilerine oy kaybettireceğini düşünerek hükümet bu öneriyi uygulamaya koymamıştır. Seçimler haricinde, devalüasyon yapılmasının zayıf finansal kurumların bilançolarını olumsuz etkileyeceği düşüncesi de bu önerinin reddedilmesinde etkili olmuştur. Fakat, sabit kur sisteminin sürmesi ve yüksek faiz politikası, sermaye girişini hızlandırarak banka bilançolarının zayıflamasına neden olmuştur. Sonuçta, hükümetin sabit kuru sürdürmesi, ve ardından terk etmek zorunda kalmasının ekonomiye maliyeti yüksek olmuştur⁴⁶.

Doğu Asya krizini diğer krizlerden farklı yapan etken uluslararası likiditenin olmamasıdır. Uluslararası bankalardan alınan kısa vadeli borçlarla daha çok uzun vadeli yatırımlar yapılması krizin en temel nedenini oluşturmaktadır. Alınan kısa vadeli borçları rezervler karşılayamamaktadır.

⁴⁶Kansu, Aydan. **a.g.e.**, s. 145.

Tablo 1.6
Doğu Asya Ülkelerinin Kısa Dönem Borç Düzeyi ve Rezervler

| Kısa Dönem Borç (Milyon \$) | | | | | | |
|------------------------------------|------------------|-------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|
| | Endonezya | Kore | Malezya | Filipinler | Tayland | Toplam |
| Haziran 1990 | 10.360 | 5.528 | 1.761 | 3.019 | 7.026 | 37.694 |
| Haziran 1994 | 18.882 | 4.908 | 8.203 | 2.646 | 27.151 | 91.790 |
| Haziran 1997 | 34.661 | 0.182 | 16.268 | 8.293 | 45.567 | 74.971 |

| Uluslar arası Rezervler(Milyon \$) | | | | | | |
|---|------------------|-------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|
| | Endonezya | Kore | Malezya | Filipinler | Tayland | Toplam |
| Haziran 1990 | 4.693 | 4.642 | 8.114 | 948 | 11.882 | 40.279 |
| Haziran 1994 | 10.915 | 1.684 | 2.608 | 6.527 | 27.375 | 99.109 |
| Haziran 1997 | 20.336 | 4.069 | 26.586 | 9.781 | 31.361 | 22.133 |

| Borç/Rezervler(Milyon \$) | | | | | | |
|----------------------------------|------------------|-------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|
| | Endonezya | Kore | Malezya | Filipinler | Tayland | Toplam |
| Haziran 1990 | 2.208 | 1.061 | 0.217 | 3.185 | 0.591 | 0.936 |
| Haziran 1994 | 1.730 | 1.610 | 0.252 | 0.405 | 0.992 | 0.926 |
| Haziran 1997 | 1.704 | 2.060 | 0.612 | 0.848 | 1.453 | 1.433 |

Kaynak: Kansu;Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri, Derin Yayınları, İstanbul, 2004, S. 148

Bu dönemde pek çok gayrimenkul yatırımları kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmekteydi. Tayland Banka Sisteminde güçlü karşılığı olmayan kredi stoğu 40

milyar dolara ulaşmıştı⁴⁷. Beş Asya ülkesinde bankaların özel sektöre açmış olduğu krediler 1990-1997 yılları arasında sürekli artış göstermiştir.

Tablo 1.7
Doğu Asya Ülkeleri-Bankaların Özel Sektöre Açtığı Krediler

| Ülkeler | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Endonezya | 9.67 | 0.32 | 9.45 | 8.90 | 51.38 | 53.48 | 55.42 | 69.23 |
| Kore | 52.54 | 52.81 | 53.34 | 54.21 | 56.84 | 57.04 | 61.81 | 69.79 |
| Malezya | 71.36 | 75.29 | 74.72 | 74.06 | 74.61 | 84.80 | 93.39 | 106.91 |
| Filipinler | 19.17 | 17.76 | 20.44 | 26.37 | 29.06 | 37.52 | 48.98 | 56.53 |
| Tayland | 64.30 | 67.70 | 72.24 | 80.01 | 91.00 | 97.62 | 101.94 | 116.33 |

Kaynak: Kansu;Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri, Derin Yayınları, İstanbul, 2004, S. 151

Hükümetin örtük garanti vermesi bu kredilerin artışında büyük rol oynamıştır. Bankaların da hükümetin desteğine güvenerek verdiği aşırı krediler, şirketleri daha fazla borç alarak daha fazla yatırım yapmaya yönlendirmiştir. Yapılan yatırımlardan kar elde edilememesi ve şirketlerin buna bağlı olarak aldıkları kredileri geriye ödeyememesi sonucu şirketler iflas etmiş, buna paralel olarakta vermiş oldukları kredileri geri alamayan bankacılık sektörü de krize girmiştir.

1.3.4. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi

2000 yılı Kasım ayı içerisinde yaşanan bankacılık krizinin hemen ardından 2001 yılı Şubat ayının sonunda Türkiye’de bankacılık sektörü eşi benzeri görülmemiş bir kaos içine girmiştir. Bankacılık sisteminde başlayıp zincirleme olarak gelişen kriz, Başbakan Bülent Ecevit ile Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer arasında yaşanan siyasi gerilim ile daha da büyümüştür. Bankacılık sisteminde oluşan kriz, ilk olarak borsayı etkilemiş ve borsa tarihi kayıplar yaşamıştır. Bunun yanı sıra faiz oranları %7000 gibi tarihi rakamlara ulaşmıştır. Yaşanan bu olaylar sonucunda 1999 yılında

⁴⁷Ilyas, Atilla İmrahor s. a.g.e., s. 31.

uygulamaya konulan ekonomik istikrar programı yürürlükten kaldırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir.

1.3.4.1. Kasım 2000 Krizi

Türkiye 1999 yılının son aylarında ekonomik açıdan oldukça karamsar bir görünüm içindeydi. Ekonomik büyüme % - 6.1'e, enflasyon (TEFE) ise % 70'e ulaşmış ve bütçe açıkları karşılanamayacak derecede artmıştır. Hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı % 106'ya ulaşmıştı. Yaklaşık 30 yıldır iki haneli yüksek enflasyon yaşayan Türkiye'nin bu yapısı artık sürdürülemez bir noktaya doğru hızla ilerlemekteydi. Bundan sonraki aşama hiper enflasyona geçiş aşaması olarak görülmekteydi⁴⁸.

Tablo 1.8
1990-2001 Yılları Arasındaki Oranlar

| | Enflasyon Oranı | Amerikan Doları Nominal Değer Kazanma Oranı | Vadeli Mevduat Faiz Oranı | Hazine Bonosu Faiz Oranı | Devlet Tahvili Faiz Oranı |
|-------------|------------------------|--|----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|
| 1990 | 60.3 | 22.9 | 50.7 | 52.3 | 48.2 |
| 1991 | 66.0 | 60.2 | 69.6 | 85.9 | - |
| 1992 | 70.1 | 64.6 | 68.9 | 94.7 | - |
| 1993 | 66.1 | 60.5 | 64.0 | 85.8 | 85.0 |
| 1994 | 106.3 | 169.9 | 77.3 | 159.5 | 137.0 |
| 1995 | 88.0 | 54.0 | 83.9 | 132.5 | 108.0 |
| 1996 | 80.4 | 78.0 | 79.7 | 111.8 | 115.0 |
| 1997 | 85.8 | 86.8 | 83.2 | 118.9 | 111.0 |
| 1998 | 84.6 | 71.7 | 82.8 | 116.3 | 106.0 |
| 1999 | 63.6 | 60.9 | 59.5 | 96.9 | 92.5 |
| 2000 | 53.9 | 48.5 | 105.5 | 138.4 | 118.3 |
| 2001 | 53.9 | 96.5 | 61.2 | 91.0 | 92.1 |

Kaynak: Bartu Soral: Türkiye'de Bitmeyen Ekonomik Kriz, Kaynak Yayınları, İstanbul, 2009, s. 113

⁴⁸<http://ekonomi.blogcu.com/kasim-2000-krizi-uzerine-mahfi-egilmez/130899>, (22.02.2012).

Türkiye’de 2000 senesi başında enflasyonu düşürmek ve ekonomide büyümeyi yeniden sağlamak amacıyla kapsamlı bir ekonomik program ortaya konulmuştur. Program kapsamında sıkı maliye politikası uygulanması ve yapısal reformların hayata geçirilmesinin yanı sıra enflasyon beklentisini aşağı çekmek amacıyla döviz kurları beklenen enflasyona göre belirlenerek önceden açıklanmıştır. Para politikası ise likidite genişlemesini yabancı kaynak girişine bağlayan bir çerçeveye oturtulmuştur. Bu program doğrultusunda bankaların bir kısmı kaynaklarını kısa vadeli döviz cinsinden, kullanımlarını ise uzun vadeli ve TL cinsinden gerçekleştirmişlerdir⁴⁹. Bu dönemde Türkiye IMF tarafından desteklenen kur çapasına dayalı bir yöntemi 2000 yılı başında uygulamaya başlamıştır. Program çerçevesinde enflasyonun 2002 yılının sonuna kadar %7’ye düşürülmesi, reel faizlerin sürdürülebilir seviyelere çekilmesi ve 2000-2002 yılları arasında %5’ten fazla büyüyen bir ekonomi hedeflenmekteydi. Program üç temel unsur üzerine kurulmuştu. Bunlar⁵⁰;

- **Kur Çapası Uygulaması:** Bu program sürünen çapa kur rejimine dayandırılmıştır. Programın başında 2000 yılı süresince 1 Dolar ve 0,77 Euro’dan oluşan sepetin günlük değeri duyurulmuştur. Bu çapa ile TL kur sepetine karşı 2000 yılı süresince önceden belirlenmiş rakamlarla %20 oranında devalüe edilecektir. İlk 18 aylık dönemde, 3 ayda bir yeni eklenen 3 aylık dönem için kur sepeti hedefleri duyurularak, enflasyona yönelik kur sepeti hedefi sistemi uygulanması planlanmıştır. 2001 haziran ayı itibariyle kur çapası terk edilecek ve genişleyen şerit kur rejimine geçilecekti. Bu kur rejimine uygun para politikası uygulamasına geçen TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası), net iç varlıklar kalemini belirli bir aralık içerisine sıkıştırarak limit koymuştur. Böylece Merkez Bankası’nın kamuyu fonlaması engellenmiş, ayrıca sterilizasyon ve açık piyasa işlemleri de kısıtlanarak piyasaya sadece döviz alımı ile likidite verilmesi sağlanmıştır.
- **Sıkı Maliye Politikası:** Kur çapası ve para politikalarının, sıkı maliye politikası uygulayarak desteklenmesi hedeflenmiştir. Bu şekilde artması

⁴⁹Doğukanlı, Hatice. **Uluslar arası Finans**, Nobel Kitapevi, Adana, 1. Baskı, 2001, s. 298.

⁵⁰Müslümov, Alövzat.,MübarizHasanov ve CenktanÖzyıldırım. **Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, İstanbul, Scala Basım Yayım, 2003, s. 111.

beklenen tüketim kısıtlanacak ve özelleştirmeden gelen gelirlerle hedeflenen faiz dışı fazlaya ulaşılacaktır.

- **Özelleştirme ve Reformlar:** Program dahilinde sosyal güvenlik, tarım v.b. pek çok alanda yapısal reformlar gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir. Ayrıca Türk Hava Yolları, Türk Telekom gibi pek çok kurum özelleştirerek ekonomiyi daha verimli hale getirmek ve hükümet için ihtiyaç duyulan kaynağı yaratmak amaçlanmıştır.

Türkiye Kasım 2000 krizi öncesindeki 30 yıllık süreç içerisinde IMF ile 16 defa anlaşma yaparak istikrar programları uygulamış ancak bu programların hiç biriyle enflasyonu engelleyememiş hatta bu programların bir kısmını yarıda kesmek zorunda kalmıştır. Geçmişteki başarısız programlara bağlı olarak döviz çıpası programının da başarılı olamayacağı kanısına varılmıştır. 1990'larda döviz çıpası uygulaması yapan pek çok ülkede de program başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Brezilya, Meksika, Rusya ve Tayland'da döviz çıpası programının ardından kriz yaşanmıştır⁵¹.

Program çerçevesinde uygulanan kur çapasına paralel olarak enflasyonun da düşeceği beklenmekteydi. Ancak belirsizliğin azalması ile birlikte artan fon miktarı faizlerin sert bir şekilde düşmesine neden olmuştur ve 1999 yılı sonunda %110 seviyesinde olan DİBS faizleri 2000'de %38'e düşmüştür. Bunun yanı sıra sıcak para girişi ekonomide parasallaşmaya neden olmuştur. Bu iki etken iç tüketim ve yatırım talebinin artmasına, 1999 yılı içerisinde %6,1 oranında daralmış olan ekonominin hızla büyümesine neden olmuştur. Ekonomideki bu hareketlilik dezenflasyon sürecini yavaşlatmış ve programın öngörülerinin aksine enflasyon kurun çok üstünde kalmıştır⁵². Çünkü faizlerin düşmesiyle bankalar daha düşük faiz oranları ile kredi vermeye başladı. Bu duruma bağlı olarak talep edilen kredi miktarında artış yaşandı. Kullanılan aşırı miktardaki krediler sayesinde piyasalar canlanmış ve talep enflasyonu gerçekleştirmiştir. Bankalar bu dönemde özellikle kredi taleplerini karşılayabilmek için yurtdışından kısa vadeli fon sağlamış ve sağlamış olduğu bu fonları uzun vadeli olarak kredi talep eden kesimlere aktarmıştı.

⁵¹ Uygur, Ercan. **Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf>, s. 10.

⁵² Müslümov, Alövsat., Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım. **a.g.e.**, s. 113.

Türkiye’de Kasım 2000 krizi öncesi özel bankaların pek çoğu holdinglere aitti. Özellikle 1998-2000 yılları arasında TMSF’ye devredilen bankaların çoğu büyük holdinglerin elindeydi. TMSF’ye verilen garantiler sebebi ile holding bankalarının bir kısmı halktan topladıkları mevduatın büyük kısmını holdinglerin bünyelerindeki şirketlere usulsüzce aktarmış ve batık kredi olarak göstermiştir.

Tablo 1. 9

Batık Kredilerin Toplam Kredilere Oranı

| | TMSF tarafından el konulma tarihi | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|---------------------|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Sünerbank | 21/12/99 | 0,28 | 1,58 | 296,70 | 911,90 |
| Egebank | 21/12/99 | 0,56 | 2,35 | 211,11 | 205,30 |
| Esbank | 21/12/99 | 3,02 | 1,52 | 50,48 | 118,80 |
| Yaşarbank | 21/12/99 | 0,30 | 0,41 | 63,53 | 87,20 |
| Yurtbank | 21/12/99 | 0,22 | 5,66 | 1723,40 | 7554,60 |
| Etibank | 27/10/00 | 0,95 | 0,67 | 0,00 | 14,13 |
| Bank Kapital | 27/10/00 | 0,95 | 6,25 | 6,76 | 1115,10 |
| Demirbank | 6/12/00 | 0,58 | 1,74 | 1,52 | 5,44 |

Kaynak: Bankalar Birliği ve BDDK

Türkiye 2000 yılının son aylarına, %27'lere yükselen TÜFE enflasyonu ve GSYİH'nın %4'ünü aşan cari işlemler açığı, dış borçlar ve azalan ihracat gelirleri ve yabancı sermaye girişinin azalması ile girmişti. Yabancı yatırımcılar paralarını çekmeye başlamış ve yeni kredi vermemeye başlamıştı. Yaklaşık olarak 4 milyar 800 milyon dolar ülkeden dışarıya çıkmış ve devalüasyon beklentisi içinde olan bankalar açık pozisyonları kapatmak için dövize hücum etmiş ve piyasada likidite sıkıntısı başlamıştı.

Merkez bankası artan likidite sıkıntısına karşılık IMF programına uymak için piyasaya likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış faiz oranlarını yükselterek giderilmeye çalışılmış, ancak faizlerin aşırı yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla devlet iç borçlanma senedi bulunduran Demirbank'a el konularak TMSF'ye devredilmiştir. Diğer bankalara da el konulacağı korkusu paniğe yol açmış ve Merkez Bankası'na göre piyasalarda gecelik faiz oranı %210'a kadar çıkmıştır⁵³.

1.3.4.2. Şubat 2001 Krizi

Aralık ayı ikinci haftası itibariyle Kasım ayında yaşanan likidite krizinin etkilerinin yavaş yavaş azalmasına karşın piyasalardaki tedirginlik tam olarak giderilememiştir. Nitekim siyasal alanda yaşanan stresin yanı sıra 19 Şubat 2001 tarihinde hazine ihalesi öncesinde yaşanan gelişmeler sonucunda, istikrar programının sürdürülebilirliğine ilişkin güven kaybolmuş, hem yurtdışı hem de yurtiçindeki yerleşikler dövizle yönelik bir spekülasyon atak başlatmışlardır⁵⁴.

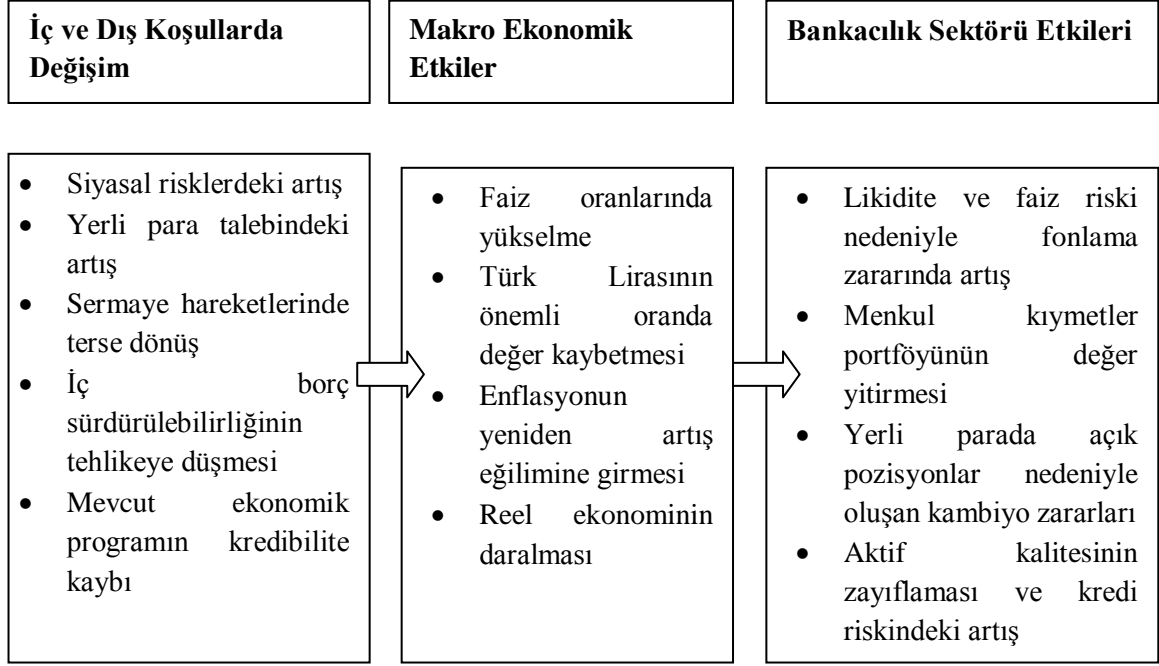
Şubat 2001 krizi “yasama-yürütme ve yargı” arasında yaşanan bir çatışmanın ekonomik sistemi nasıl etkilediğinin canlı bir örneğidir. Yürütmenin kendi iç çatışmasına, ekonomi ve borsa üzerindeki etkisine en güzel örnek 21 Şubat 2001 krizidir. “Anayasa fırlatma” haberi televizyonlarda yayınlandığı anda borsada büyük bir çöküş başlamış, finansal piyasalardaki parametreler büyük bir hızla değişmeye başlamıştır⁵⁵.

⁵³ Gürsoy, Melih. **Ekonomik ve Finansal Krizler**, İzmir, MG Yayınları, 2009, s. 182.

⁵⁴ **Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi**, Çalışma Tebliği, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, 2010, s. 25

⁵⁵ Erdinç, Yaşar. **a.g.e.**, s. 94.

Şekil 1.1: 2001 Krizi Süreci



Kaynak:BDDK

Milli Güvenlik Kurulu'nda (MGK) Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer ile Başbakan Bülent Ecevit arasında yaşanan gerginlik, Cumhuriyet tarihinin en büyük ekonomik krizinin patlamasına yol açmıştır. 21 Şubat 2001 krizi, kamuoyunda "Kara Çarşamba" olarak adlandırılmıştır. Kriz, 14 aydan beri izlenen sıkı para politikasında önemli revizyona neden olmuş ve hükümet, "dalgalı kur" politikasına geçme kararı almıştır. Krizin etkileri uzun süre devam etmiş, binlerce kişi işsiz kalmış, çok sayıda işyeri kapanmıştır. 21 Şubat tarihinde gecelik faizler yüzde 7500 ile "tarihi yükseliş", İMKB de yüzde 18.1 ile "tarihi düşüş" yaşamasıyla, öğleden sonra "kriz zirvesi" toplanmıştır. Yaklaşık 13 saat süren zirvede, 9 Aralık 1999'da ilan edilen "kur çıpası" yerine, "dalgalı kur" sistemine geçilmesi benimsenmiştir⁵⁶.

⁵⁶ <http://www.belgenet.com/eko/21subat01.html>, (27.03.2012).

2. FİNANSAL SİSTEM İÇERİSİNDE TÜREV ÜRÜNLER

2.1. FİNANSAL SİSTEM KAVRAMI

2.1.1. Finansal Sistemin Tanımı

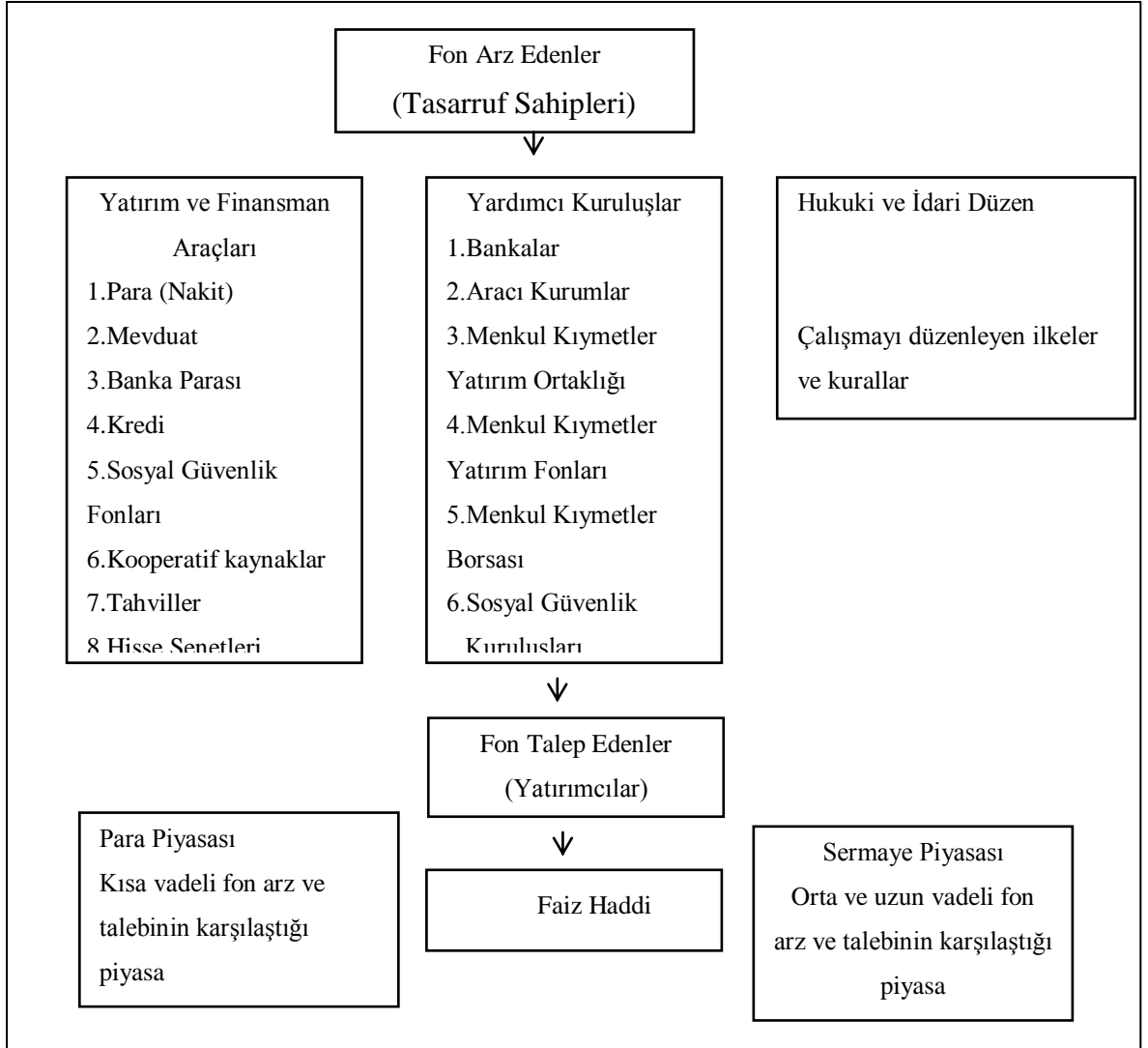
Çağdaş ekonomilerin önemli bir unsuru olan finansal sistemin tanımını yapmadan önce, genel olarak sistemin tanımını yapmak gerekmektedir. Sistem; belirli bir amaç için aralarında dolaylı ya da dolaysız ilişkiler bulunan ve aynı zamanda karşılıklı olarak birbirlerini etkileyen parçaların oluşturduğu bir bütündür.

Finansal sistem ise bir ekonomide belirli kurumların ve piyasaların, beraberce çeşitli finansal fonksiyonları yerine getirmek amacıyla, bir araya gelmeleriyle oluşan bir bütünü ifade etmektedir. Finansal sistem aynı zamanda kendisini de kapsayan genel ekonomik yapının bir alt sistemi olarak tanımlanmaktadır. Bir bütün olarak finansal sistem birçok kurumun, aracın ve piyasanın bir araya gelmesiyle oluşmaktadır⁵⁷. Finansal sistemin temel fonksiyonu, ekonomide fon fazlası olan birimlerden fon ihtiyacı olan birimlere, fon aktarımını gerçekleştirmektir. Finansal sistem bu fonksiyonunu, finansal araçlar, araçlar ve bu birimlerin davranışlarını şekillendiren yasal düzenlemeler sayesinde yerine getirmektedir⁵⁸. Bir ekonomide fonları talep edenlerle fonları arz edenler, fon akımını düzenleyen kurumlar, araç-gereçler ve bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallar finansal sistemi oluşturmaktadır.

⁵⁷ Afşar, Muhammet. **a.g.e.**,s. 4-5.

⁵⁸ Aslan, Özgür. ve H. Levent Korap, “Türkiye’de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi”, **Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (İLKE)** Güz 2006, Sayı 17, s. 2.

Şekil2.1: Finansal Sistemin Öğeleri



Kaynak: Aydın, Nurhan, Rıdvan Karalar, İnan Özalp ve Ramazan Geylan, Genel İşletme, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2008, s. 65

Finansal sistem yazılı veya gelenek haline gelen kurallar doğrultusunda işlemektedir. Finansal sistemi oluşturan unsurlar beş grupta toplanabilir. Bunlar; Fon arz edenler (Tasarruf sahipleri), Fon talep edenler (Yatırımcılar), Yatırım ve finansman araçları, Yardımcı kuruluşlar, Hukuki ve idari düzendir⁵⁹.

⁵⁹ Aydın, Nurhan, Rıdvan Karalar, İnan Özalp ve Ramazan Geylan, Genel İşletme, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2008, s. 65.

2.1.2. Finansal Sistemin İşlevleri

Finansal sistem daha yüksek ekonomik etkinliğin elde edilmesi için fon fazlası olan kişilerden, fona ihtiyacı olan kişilere doğru fon akışının sağlanmasına aracılık görevini üstlenmektedir. Finansal sistemin işlevleri;

- Malların, hizmetlerin ve varlıkların el değiştirmesine aracılık edilmesi.
- Büyük ölçekli projelerin finansmanını kolaylaştırmak amacıyla tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturarak mülkiyetin tabana yayılması
- Ekonomik kaynakların zaman içerisinde, coğrafi bölgeler ve sektörler arasında transferinin sağlanması.
- Risk yönetimi ve risk kontrolü yöntemlerinin geliştirilmesi:
- Fiyat bilgisinin sağlanması:
- Asimetrik bilgi sorununun çözümünün kolaylaştırılmasıdır⁶⁰.

2.1.3. Finansal Sistemdeki Gelişmeler

İkinci Dünya Savaşından sonra, uluslar arası işbirliği hızla gelişmiştir. Buna bağlı olarak, uluslar arası ticareti serbestleştirecek ve mali konuları düzenleyecek bir sisteme ihtiyaç duyulmuştur. Bu sebeple yeni bir uluslar arası para sistemi ortaya koymak üzere bazı ülkeler, 1944 yılında, ABD'nin New Hampshire eyaletinin Bretten Woods kentinde toplandılar. Bretten Woods konferanslarında daha çok ABD'nin görüşleri doğrultusunda yeni bir uluslar arası para sisteminin kurulmasına karar verilmiştir. Bretten Woods Sistemi, Amerikan Doları'na ve onun aracılığıyla, dolaylı olarak altına bağlı bir sistemdir. Bu toplantılarda Uluslar arası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası'nın kurulmasına karar verilmiştir⁶¹.

⁶⁰Müslümov, Alövsat. "Finansal Sistem", 2007 http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/2007-8/ch1_Muslumov_FIN321.pdf (21.09.2011).

⁶¹Ceylan, Ali ve Turhan Korkmaz. *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Bursa, Ekin Yayınevi, 2010, s. 361.

Bretton Woods anlaşmasına katılan üye ülkeler, döviz kurlarını sabitlemeyi ya da en azından belirlenen nominal kurun %1 üzerinde veya altında tutmayı kabul etmişlerdir. 1971 yılında Bretton Woods anlaşması bozulunca, dünya hızlı bir değişim sürecine girmiştir. Bu süreç içerisinde finans dünyası, özellikle döviz kuru ve faiz oranı gibi finansal risklerle karşı karşıya kalmıştır⁶². Bu riskleri ortadan kaldırmak amacıyla yeni finansal araçlar ve piyasalar geliştirilmiştir. Yeni gelişen piyasalar arasında en önemlisi türev ürünler piyasalarıdır⁶³.

1.3.5. Spot ve Vadeli Piyasaların Karşılaştırılması

Finansal piyasalar, gerçekleştirilen alım-satım işlemi sonucunda el değiştiren kıymetlerin vadesine bağlı olarak spot ve vadeli piyasalar olmak üzere ikiye ayrılır.

- Spot piyasalar, belli miktarda bir mal veya kıymetin ve bunların karşılığı olan paranın işlemin ardından el değiştirmesini sağlayan piyasalardır. İMKB bünyesinde faaliyet gösteren Hisse Senetleri Piyasası ve Tahvil ve Bono Piyasası spot piyasalara örnek teşkil eder.
- Vadeli piyasalar, ilerideki bir tarihte teslimatı yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. Vadeli piyasaların tanımı; forward, swap, futures ve opsiyon işlemlerinin tamamını içermektedir⁶⁴.

Aşağıdaki tabloda spot ve vadeli piyasalar; alım satımı yapılan malların türleri, vadeleri ve alım satım ortamları açısından karşılaştırılmaktadır.

⁶²Chambers, Nurgül. **Türev Piyasalar**, İstanbul, Beta Yayınevi, 2009, s.1.

⁶³ Apak, Sudi. Ve Metin Uyar. **Türev Ürünler ve Finansal Teknikler**, İstanbul, Beta Yayınevi, 1. Baskı, 2011, s. 3.

⁶⁴ **İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği Eğitim Notları**, Takasbank İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş., 2003, http://www.ecoyatirim.com.tr/dosyalar/takas_notlari_turev_1_2.pdf (25.04.2012).

Tablo 2.1

Spot ve Vadeli Piyasaların Karşılaştırılması

| SPOT PİYASALAR | VADELİ (TÜREV) PİYASALAR |
|---|--|
| Spot piyasalar fiziki malların alınıp satıldığı, para ve mal takasının aynı anda veya birkaç gün içerisinde yapıldığı piyasalardır. | Vadeli işlem piyasalarında taraflar, vadeli işlem sözleşmesine konu ürünü; döviz, pamuk, buğday, bono vb. gelecek bir vadede teslim alma veya teslim etme yükümlüğü altına girmektedir. Diğer bir ifade ile vadeli işlem borsalarında mal ve paranın takası ileri bir tarihte gerçekleşmektedir. |
| O an geçerli fiyattan gerçek bir ürün alınmakta veya satılmaktadır. | Vadeli piyasalarda alıcı ve satıcılar, kalitesi, miktarı, vadesi, teslim yeri belirlenmiş standart bir varlığı teslim almak veya teslim etmek üzere anlaşırlar. Sözleşmelerde tek değişken unsur fiyattır. Teslim etme veya teslim alma süresi günler, haftalar veya aylar sonra olabilmektedir. Dolayısıyla bu işlemler vadeli veya geleceğe yönelik işlemler olarak adlandırılmaktadır. Piyasada işleme konu sözleşmeler de vadeli işlem sözleşmesi olarak adlandırılmaktadır. |
| İşlemler iki taraf arasında yapılmaktadır. | Vadeli işlem piyasalarında alıcı ve satıcının muhatabı takas kurumudur. İşlemler için taraflar takas kurumuna teminat yatırmak zorundadırlar. Taraflardan birinin malı ya da parayı teslim etmeme riski her zaman için mevcuttur. Bu duruma karşı taraf riski denilmektedir. |

Kaynak: Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, VOB A.Ş. İzmir, 2006, s. 11-12

2.2. TÜREV PİYASALAR

2.2.1. Türev Piyasaların Tanım

Dünya ekonomisindeki küreselleşmeye paralel olarak son yıllarda hızlı bir gelişme sürecine giren türev piyasalar yatırımcılar ve firmalar tarafından büyük bir ilgi görmektedir⁶⁵. Türev piyasaların var olma sebebi, piyasada işlem gören finansal varlık ya da mal fiyatlarının bir risk transferi gerektirecek kadar değişken olmasıdır. Bu kapsamda türev piyasalarda temel olarak işlem yapan üç kesim mevcuttur. Bunlar; hedgerlar, spekülörler ve arbitrajcılardır. Hedgerlar, türev ürünleri riski transfer etmek amacıyla kullanan kesimdir. Spekülörler, türev ürünlerin özellikle spekülasyon amaçlı olarak kullanıma oldukça müsait olması nedeniyle; bir varlığın gelecekteki fiyatına yönelik yatırımda bulunarak kazanç ya da kayıpla karşılaşmayı beklemektedirler. Spekülörlerin ana amacı türev ürünlerin kaldıraç etkisinden faydalanmaktır. Arbitrajcılar ise, aynı ürünün farklı bölgeler ya da piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarından kazanç sağlamayı hedefleyen yatırımcılardır⁶⁶. Türev piyasalar, spot piyasalarda karşılaşılan riskleri engellemek amacıyla işlem yapılan piyasalardır.

Türev ürünlerin işlem gördüğü piyasalara türev (vadeli) piyasalar, bu piyasalarda işlem gören ürünlere de türev ürünler denilmektedir⁶⁷. Vadeli işlemlerin ortak özelliği, ilerideki bir tarihte teslimatı yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın bugünden alım satım işleminin yapılmasıdır⁶⁸.

Türev piyasalar, spot piyasalarda oluşabilecek ani fiyat hareketlerinden kaynaklanan risklerden korunmak isteyen yatırımcılar ve bu riskleri taşımaya istekli olan spekülörler arasında bir aracı rolü oynamaktadır. Türev piyasalar, ülkelerin finansal sistemlerinin gelişimine büyük katkıda bulunmaktadır. Türev piyasaların var olduğu finansal sistemlerde; fiyatlar daha etkin olarak oluşabilmekte, likidite artmakta ayrıca piyasalara ulaşan bilgiler fiyatlara hızla yansımaktadır. Türev piyasalar hiçbir

⁶⁵ Kozanoğlu, Hayri. **Uçuramayan Balon: Finans**, Ayrıntı Yayınları, İstanbul, 2011, s. 169.

⁶⁶ Aşıkoğlu, Rıza ve Cantürk Kayahan. "Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü", **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt No: 10, Sayı 2, 2008, 160.

⁶⁷ Apak, Sudi. Ve Metin Uyar..**a.g.e.**, s. 3.

⁶⁸ Karatepe, Yalçın. **Türev Piyasaları**, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Yayınları, Ankara, 2000, s. 3.

zaman için spot piyasadaki likiditeyi azaltıcı bir etkide bulunmamaktadır⁶⁹. Aksine türev piyasalar spot piyasaların da hareketlenmesine katkıda bulunmaktadır.

Türev piyasalarda işlem gören ürünler; future, forward, opsiyon ve swap sözleşmeleridir. Bu ürünlere türev sıfatını kazandıran nokta; spot piyasalarda ürünlerin kendilerinin değil sadece alınıp satılma taahhütlerinin işlem görmesidir⁷⁰.

2.2.2. Türev Piyasalarının Tarihçesi

Türev piyasaların ortaya çıkması oldukça eskiye dayanmaktadır. Vadeli işlemler, ilk çağda tarım toplumunun ihtiyacını karşılamak için ortaya çıkmıştır. Tarım ürünlerinin ekim ve hasılat tarihlerinin farklı olması ve var olan ihtiyaçtan daha az üretilmesi fiyat riski yaratıyordu. Çiftçiler kendilerini fiyat dalgalanmalarından korumak için, ekmiş oldukları ürünün hasattan çok daha önce satın alınması şekliyle türev uygulamalarını başlatmıştır⁷¹. Türev piyasalarına yönelik bilinen ilk işlem, M.Ö. 5 yüzyılda Anadolu'da Thales tarafından zeytin rekoltesinin tahminine yönelik uygulanmıştır⁷². Thales astroloji ve matematik bilgilerine dayanarak bir sonraki zeytin rekoltesinin iyi olacağını düşünmüştür. Thales, Milet ve etrafındaki zeytin sıkma atölyeleri ile depozito karşılığı anlaşma imzalamıştır. Bu anlaşmaya göre bir sonraki sezonda tüm atölyeler kendisi için çalışacaktır. Hasat zamanında Thales'in yanılmadığı görülür o dönemde mahsul iyi olduğu için atölyelere talep artmıştır. Thales önceden kapattığı atölyeleri yüksek fiyatta kiraya vererek bu dönemde bir hayli kazanç sağlamıştır. Thales'in yaptığı bu iş zeytin hasatının opsiyonlu satışlarıdır⁷³. Aslında Thales hiçbir yatırım yapmamasına rağmen zeytin sıkma atölyelerinin riskini üzerine alarak zeytin üretimine aktif olarak katılmıştır. Zeytin atölyeleri ise zeytinlerin işlenmesi ve yetiştirilmesi konusundaki sürece katılmakta yetersiz ve isteksiz kalmışlardır. Fakat buna karşın zeytin atölyeleri kendi çalışmalarından kazanırken, Thales'te riski üzerine alarak kar elde etmiştir⁷⁴.

⁶⁹ Yılmaz, Mustafa Kemal. **a.g.e.**, s. 15.

⁷⁰ Güngör, Bener. "Finansal Türevlerin Muhasebeleştirilmesi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt No: 15, Sayı: 1-2, s.190.

⁷¹ Kozanoğlu, Hayri. **a.g.e.**, s.172.

⁷² Aşıkoğlu, Rıza ve Cantürk Kayahan. **a.g.e.**, s. 159.

⁷³ Apak, Sudi. Ve Metin Uyar. **a.g.e.**, s. 9.

⁷⁴ Terzi, Nuray. **a.g.e.**, s. 11.

Buna benzer ilk uygulama 1697 yılında Japonya’da ortaya çıkmıştır. Japonya’daki feodal sistem toprak sahiplerine pirinç üretimlerini teminat göstererek ekonomide para gibi kabul gören alındı sertifikaları (certificates of receipt) ihraç etmişlerdir. Pirinç fiyatlarında oynamalara göre sertifikaların değerlerinin değiştiği gözlenince spekülâtörler ile birlikte ilk türev işlem piyasası “Dojima Pirinç Piyasası” adı altında oluşmuştur. Ancak bu piyasalarda fiziki pirinç teslimatına izin verilmemesinden ötürü spot piyasalarda oluşan fiyatlarla vadeli piyasalarda oluşan fiyatlar arasındaki ilişki zamanla kopmuş ve aşırı pahalı hale gelmiştir. Bunun sonucunda 18. yüzyılda Japon hükümeti bir süreliğine türev işlemlerinin gerçekleştirilmesini yasaklamıştır. Daha sonra fiziki teslimata izin verilince günümüzdeki uygulamaya benzer kurallar içerisinde sıkı düzenlemeler getirilerek tekrar türev işlemlerine başlanmıştır⁷⁵. Chicago Ticaret Odası(Chicago Board of Trade, CBT) türev ürünlerin düzenli ilk işlem borsasıdır. 1848’de kurulan Chicago Ticaret Odasını bünyesinde barındıran Chicago’nun dünyanın tahıl merkezi olma özelliğinden dolayı, vadeli işlemler genellikle tahıl üzerinedir. CBT ilk düzenli vadeli işlem borsası olması yanında günümüzde işlem hacmi en yüksek vadeli işlem borsası olma özelliğini de taşımaktadır.

1971 yılında ABD’nin sabit kurdan vazgeçmesiyle çöken Bretton Woods sistemi, türev piyasaların gelişimini etkileyen önemli gelişmelere neden olmuştur. Bretton Woods sisteminin çöküşüyle birlikte, uluslar arası mali ve ticari kuruluşlar ciddi kur riskine maruz kalmıştır. Yine aynı dönemde para piyasalarındaki şiddetli faiz dalgalanmaları ile faiz riski gündeme gelmiş, sabit faizle borç verme eğilimi giderek ortadan kalkmıştır.1980’li yıllarda risk yönetimi karşılaşılan faiz ve kur riskleri ile beraber önem kazanmıştır. Uluslar arası mali ve ticari kuruluşların maruz kaldığı döviz ve kur riskine karşı koruma amacıyla geliştirilen türev araçları, dünya ticaretinin küreselleşmesine bağlı olarak hızlı bir şekilde gelişme gösterdi.

⁷⁵ Apak, Sudi. Ve Metin Uyar..a.g.e., s. 9.

2.2.3. Türev Piyasalarının Yararları

Türev piyasalarda günümüzde özellikle ihracat ve ithalattaki mevcut riskleri en aza indirmek amacıyla işlem yapılmaktadır. Özellikle büyük firmalar, satış karlarının yanı sıra fazladan kur kazancı sağlayarak çok büyük risk almadan gelecekte piyasalardaki değişimleri kestirmeye çalışarak daha risksiz bir şekilde kazanç sağlamayı tercih etmektedirler⁷⁶. Türev piyasaların yararlarını aşağıdaki gibi sıralayabiliriz;

- Türev piyasalar, sözleşmeye konu olan spot piyasalarda gelecekte ortaya çıkabilecek olumsuz fiyat değişimlerine karşı korunma imkanı sağlamaktadır. Örneğin ihracata yönelik gömlek üretimi yapan bir tekstilci, uluslararası piyasada satacağı maldan optimum seviyede kar elde etmeyi istemektedir. Bu amaçla ya gömlek üretiminin temel hammaddesi olan pamuk fiyatını bugünden sabitleyerek maliyetini kontrol altına almalı ya da satacağı malın fiyatını piyasada yüksek bir seviyede belirlemelidir. Rekabetçi bir piyasada işletmeler kar elde edebilmek için mala yüksek bir fiyat koyduğu taktirde uluslararası piyasalarda mallarını satmada ve rakiplerle rekabet etmede zorlanacaktır. Bunun için maliyetlerini kontrol altında tutmalı başka bir deyişle ileride ihtiyaç duyacağı pamuk için bugünden anlaşma yaparak fiyatları sabitlemelidir⁷⁷. Bu şekilde işletmeler gelecekte oluşabilecek fiyat dalgalanmalarından korunmuş olacaktır.
- Finansal piyasalarda genel olarak fiyat oluşum mekanizmasının daha etkin çalışmasını sağlar. Türev piyasalar, alternatif yatırım imkanı demektir, bu nedenle mevcut piyasalara vadeli piyasaların da eklenmesi durumunda hem paranın piyasalardaki dolaşım hızı artar, hem de gelen bilgiler fiyatlara daha hızlı yansır.
- Türev piyasalarda alım satım komisyonları spot piyasalara göre genelde daha düşüktür, dolayısıyla yatırımcıların maliyetlerini azaltır.

⁷⁶ Apak, Sudi. Ve Metin Uyar..a.g.e., s. 10.

⁷⁷ Yılmaz, Mustafa Kemal. a.g.e., s. 21.

- Vadeli piyasalar, genel olarak spot piyasaların daha likit olmasını sağlar. Olumsuz fiyat hareketlerine karşı korunma imkanı olan piyasalarda, spot piyasada işlem gören mal veya kıymetlere olan yatırımcı ilgisi de doğal olarak artar.
- Piyasa bilgisi olan, ancak sermayesi az olduğu için yeterince pozisyon alamayan veya kredili alım satım yapmak zorunda kalan yatırımcılara da küçük miktarda paralarla büyük pozisyonlar alma ve kaldıraç etkisi yardımıyla yüksek kazanç elde etme imkanı verir.
- Türev piyasalar portföy yöneticilerine, portföy çeşitlendirmesi ve dolayısıyla da riskin yayılması açısından değişik seçenekler sunar.
- Türev piyasalarda işlem gören ürünler kullanılarak spot piyasalarda işlem gören ürünlerinkine benzer getiri grafiği olan sentetik pozisyonlar oluşturulabilir. Bu özelliği nedeniyle türev piyasalar, piyasalarda etkinliğin artırılması ve spot piyasadaki fiyat dalgalanmalarının (volatilite) azaltılmasına yardımcı olur.

2.3. TÜREV ÜRÜNLER

Günümüzde işletmelerde yatırım finansmanı, risk yönetimi gibi karmaşık ve rekabete yönelik ihtiyaçlarına, mevcut para ve sermaye ve mal piyasalarının yeterince cevap verememesi, işletmeleri bu tür ihtiyaçlara cevap verebilecek alternatif araç arayışlarına itmiştir. İşletmelerin faaliyetlerinden kaynaklanan, varlık ve yükümlülükleriyle ilgili oluşabilecek ters yöndeki fiyat, faiz ve döviz kuru dalgalanmalarından ortaya çıkabilecek finansal risklere etkin bir yönetim aracı olarak ortaya çıkan türev ürünler, sundukları imkanlarla kısa zamanda risk yönetim teknikleri arasında yerini almışlardır⁷⁸.

⁷⁸ Güngör, Bener .a.g.e., s. 179.

Türev ürünler, riskten korunmak veya belirli ölçüde risk alarak getiriye arttırmak amacıyla kullanılan finansal ürünlerdir⁷⁹. Türev ürünler, cari piyasada işlem gören varlıkların uzantısı(türevi) konumundaki finansal araçlardır. Türev ürünler, değerleri diğer bazı varlıklara bağlı olan finansal ürünlerdir⁸⁰. Bu temel varlıklar; hisse senetleri, yabancı para, tahviller, emtia ve faiz gibi bir çok finansal varlık üzerine düzenlenebilmektedir. Türev ürünler; futures, opsiyon, swap ve forward sözleşmeleri olarak gruplandırılmaktadır⁸¹. Türev piyasalarda yapılan işlemlerin ortak özelliği, ilerideki bir tarihte teslimatı yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapılmasıdır⁸².

Türev ürünlerin kullanım amaçları şunlardır⁸³;

- Türev ürünler şirketler ve diğer kullanıcılar tarafından riski yönetmek için kullanılmaktadır.
- Spekülatörler tarafından yatırım aracı olarak kullanılabilir.
- İşlem maliyetlerini azaltmaktadır.
- Türev ürünlerinin yardımı ile yasal kısıtlamalardan; vergi, muhasebe kuralları kaçınılabilmektedir.

2.3.1. Futures Sözleşmeleri

İngilizce’de “futures markets” olarak ifade edilen futures piyasalar, Türkçe’ye “gelecek piyasaları” olarak çevrilebilmektedir⁸⁴. Futures (Vadeli İşlem) sözleşmesi, sözleşmenin taraflarına, belirlenen ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı veya kıymeti alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir. Vadeli işlem sözleşmesi, herhangi bir ürün (pamuk), finansal gösterge (hisse senetleri endeksi), menkul kıymet, yabancı para veya

⁷⁹Yavilioğlu, Cengiz ve Güven Delice, “Tezgahestü Türev Piyasaları Bir Değerlendirme”, Maliye Dergisi, Sayı 151, Temmuz-Aralık 2006, s. 66.

⁸⁰Chambers, Nurgül. a.g.e., s. 1..

⁸¹ Schountens, Wim. **Levy Processes In Finances**, Other Wiley Editorial Offices, USA, 2003. 3

⁸²“Türev Piyasaları-Vadeli İşlem Piyasaları Tanımı, Kuramsal Analizi ve Gelişimi”
www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpazartesi11.doc, (29.10.2011).

⁸³McDonald, Robert L. **Derivatives Markets**, Pearson International Edition, USA, 2006, s. 2 .

⁸⁴ Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan. a.g.e., s. 372.

kıymetli maden üzerine düzenlenebilir⁸⁵. Futures Sözleşmeleri ilk olarak Chicago Board Of Trade (CBOT)'te organize bir şekilde işlem görmeye başlamıştır. Uzun yıllar sadece tarımsal ürünler üzerine yapılan sözleşmeler günümüzde diğer gerçek varlıklar ve finansal varlıklar üzerine yapılmaktadır.

Dünyadaki önemli vadeli işlem piyasaları; Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago Mercantile Exchange (CME), New York Mercantile Exchange (NYME), New York Futures Exchange (NYFE), Value Line İndeks (VLI), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Sİngapour International Monetary Exchange (SIMEX), Nikkei İneks (NI)'dir⁸⁶. Türkiye'de ise 2005 yılında faaliyete geçen İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (IZVOB) bulunmaktadır.

Futures sözleşmelerinin temel özellikleri şunlardır;

- Futures Sözleşmelerinin unsurları standarttır. Sözleşme unsurları içerisinde tek değişken alım satım sırasında oluşan fiyattır.
- Vadeli işlem sözleşmeleri organize olmuş borsalarda işlem görür ve sözleşmelerde dolar ve euro gibi güçlü paralar kullanılmaktadır⁸⁷.
- Vadeli işlemler borsası takas kurumunun garantisi altındadır. İşlemlerin borsa takas kurumu tarafından garanti edilmesi, uygulanan teminat sistemine dayalıdır. Sözleşme bazında teminatlar potansiyel günlük zarar riskini karşılayacak şekilde borsa tarafından belirlenmektedir⁸⁸.
- Vadeli işlem piyasalarının iki temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar; risk yönetimi ve geleceğe ilişkin fiyat tahmini yapmaktır. Vadeli işlem piyasalarında işlem yapanlar gerek gelecekte oluşacak fiyat değişimlerinden yararlanarak gerekse riskten korunma amacıyla bu piyasaları kullanırlar.

⁸⁵ “İ.M.K.B. Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği Eğitim Notları”, **Takasbank İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. Yayınları**, İstanbul, 2003, s.4.

⁸⁶ Apak, Sudi ve Metin Uyar. a.g.e., s. 33.

⁸⁷ Yalçın, Kürşar, Cihan Tanrıöven, Hasan Bal, Emine Ebru Aksoy, **Finansal Teknikler ve Türev Araçlar**, Ankara, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, 2011, s.184.

⁸⁸ Orakçioğlu, İsmail ve Sezer Bozkuş Kahyaoğlu. **Türev Piyasalarda Teminatlandırma Yöntemleri**, Ankara, Efil Yayınevi, 1. Baskı, 2011, s. 27.

- Taraflar birbirini görmez ve sözleşmeler tekrar alınıp satılabilir.
- Fiyat değişim sınırları uygulanmaktadır. VOB'da sözleşme türüne göre fiyat değişim sınırı farklılaşmaktadır. Örneğin buğday için +/-%10 iken Gösterge DİBS (Devlet İç Borçlanma Senedi) için +/-%5'tir.
- Başlangıç ve sürdürme marjı olarak marjin sistemi uygulanır. Başlangıç marjı; her bir günün sonunda oluşabilecek kayıplar, taraflardan her birinin futures sözleşmelerinin ilk işlemi sırasında açmak zorunda oldukları depozito hesabından alınarak karşılanır. Bu depozito hesabına başlangıç marjı (initial margin), sürdürme marjı (maintenance margin) ise; her zaman için marj hesabında bulunması gereken minimum tutardır⁸⁹.
- Vade sonunda fiziksel teslim nadiren yapılmaktadır. Genellikle vade sonunda ters işlem yapılarak pozisyon kapatılmaktadır.

Futures sözleşmelerinde alıcı ve satıcı olmak üzere iki taraf bulunmaktadır. Alıcı taraf genellikle uzun (long) pozisyon sahibi iken, satıcı kısa (short) pozisyon sahibidir. Her iki tarafında da üzerinde gelecek sözleşmeleri yazılı ürünün gelecekteki fiyatı üzerinde farklı beklentileri bulunmaktadır. Bu piyasalarda işlem gören sözleşmeler standart nitelikte olup teslimat tarihine kadar alınıp satılabilmektedir. Sözleşmeye konu mallar homojen olmalı, hammadde özelliği taşınmalı, fiyatları arz ve talebe göre belirlenmeli, depolanabilme özelliğine sahip olmalı kalite tespitleri kolay yapılabilmelidir. Ayrıca bu malların spot piyasadaki likiditelerinin yüksek olması gerekmektedir⁹⁰. Çünkü genellikle futures sözleşmelerinde fiziki teslim yapılmamakta ancak alıcı taraf vade sonunda ters işlem yaparak pozisyon kapatmak yerine sözleşmeye konu varlığın teslimini isterse satıcı taraf spot piyasadan malı tedarik ederek alıcıya vermekle yükümlüdür.

Satıcı (short) pozisyondaki taraf fiyatın düşeceğini, alıcı (long) pozisyonundaki taraf ise fiyatın ileride yükseleceğini düşünmektedir. Örneğin 8 Kasım 2010'da Aralık 2010'da teslim edilmek üzere bir altın futures kontratı satılmıştır. Kontratın satıldığı

⁸⁹Luft, Carl F. **Understanding And Trading Futures**, London, Mc Graw Hill BookCompany, 1998, s. 17.

⁹⁰Apak, Sudi ve Metin Uyar. a.g.e., s. 32.

saatte futures fiyatı 385\$/ons'tur. Gerekli başlangıç marjı 2000\$'dır ve başlangıç marjı satıcının marjın hesabına transfer edilmiştir. Anlaşma fiyatı 8 kasımın gün sonu yapılan yeniden değerlendirme de sözleşme fiyatı 388,40\$/ons'tur. Yeniden değerlemede satıcının kapanış değeri 1660\$'dır. Future fiyatı 3,40\$/ons'a yükseldiğinde bir kontrat 100 tane altın ons'unu karşılamaktadır ve satıcı (kısa) pozisyonundaki taraf 340\$ kaybetmiştir. Bu şekilde teslim tarihine kadar her bir günün sonunda pazar belirlemesi yapılır. Eğer Futures fiyatı düşerse satıcı kazançlı çıkmakta, eğer futures fiyatı artarsa satıcı zarar etmektedir⁹¹.

2.3.1.1.Döviz Futures Sözleşmeleri

Döviz Futures Sözleşmeleri, belirli bir tarihte önceden belirlenmiş bir kurdan belirli miktarda döviz alma ya da satma yükümlülüğü veren sözleşmelerdir. Standart miktar ve vadelere sahiptir. Döviz Futures Sözleşmesi yatırımcıları kurlardaki değişimlerin yanı sıra dövizlerin faiz oranları ve ekonomik dalgalanmaları tahmin etmek ve pozisyonlarını ona göre almak durumundadırlar. Vadeli döviz kurları, enflasyon ve faiz oranlarından etkilenmekte, bu sebeple vadeli kurlar da faiz ve enflasyon farklılıkları dikkate alınmaktadır⁹². Döviz Futures Sözleşmesi alan ya da satan yatırımcılar, borç ödemelerini sabitlemeyi ya da kurlarda beklenen dalgalanmalardan kazanç elde etmeyi hedeflemektedirler.

Günümüzde; İngiliz Pound'u, Kanada Dolar'ı, Japon Yen'i, İsviçre Frank'ı, Meksika Pezo'su, Güney Afrika Rand'ı, Brezilya Real'i, Yeni Elanda Dolar'ı Rus Rublesi ve Euro olmak üzere pek çok para birimi üzerine döviz futures sözleşmesi düzenlenebilmektedir⁹³.

2.3.1.2.Faiz Futures Sözleşmesi

Faiz oranlarında gelecekte meydana gelebilecek değişmelerin etkilenmemek amacıyla özellikle sabit faiz getirisi sağlayan finansal araçların önceden belirlenen faiz

⁹¹Dubofsky, David A. **Optionsand Financial Futures**, , McGrawHillBookCompany, New york 1982, s. 305.

⁹² Yalçiner, Kürşar, Cihan Tanrıöven, Hasan Bal, Emine Ebru Aksoy, **a.g.e.**, s. 210.

⁹³Hull, John C. **Fundamentals of FutureContractsandOptionsMarkets**, Prentice Hall, fourthedition, USA, 2002, s. 3.

oranlarına dayanarak belirlenen değeri üzerinden alınması ya da satılması taahhüdüne dayanan sözleşmelerdir.

Faiz'e dayalı futures sözleşmelerinde ileri tarihte alınan ve satılan finansal araçlar Devlet Tahvili, Hazine Bonosu veya herhangi bir faiz oranına bağlı olan bir endeks olabilmektedir. Hazine Bonosu'na dayandırılmış bir futures sözleşmesinde uzun pozisyon alan yatırımcı önceden belirlenmiş miktarda ve türde Hazine Bonosunu, belli bir vade sonunda, belirlenmiş bir fiyat üzerinden alma zorunluluğundadır, kısa pozisyon alan yatırımcı ise önceden belirlenmiş miktarda ve türde Hazine Bonosunu, belli bir vade sonunda, belirlenmiş bir fiyat üzerinden satma zorunluluğundadır⁹⁴.

2.3.1.3. Endeks Futures Sözleşmeleri

Belirli bir hisse senedi endeksinin nominal değeri üzerinden alınıp satılmasını sağlayan sözleşmelere Endeks Futures Sözleşmeleri denilmektedir⁹⁵. Teslimat zamanında fiziksel bir teslim yoktur. Sözleşme koşulları nakdi dengeleme ile yerine getirilmektedir. Endeks Futures Sözleşmeleriyle 24 Şubat 1982'de ABD'nin Kansas City Board of Trade'de işlem yapılmaya başlanmıştır⁹⁶. Günümüzde endeks üzerine VOB'da yapılan sözleşmelere İMKB Ulusal 100 ve 30 Endeksleri dayanak teşkil etmektedir.

Endeks vadeli işlem sözleşmelerinin yardımı ile ekonomi daha likit hale gelmekte, geleceğe yönelik endeks değerleri oluşturulabilmekte, gelecekte oluşacak olan fiyatlar hakkında finansal planlama yapılabilmekte, daha etkin piyasalar oluşabilmektedir⁹⁷.

⁹⁴ Uysal, Tolga. **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, <http://www.vob.org.tr/vobportaltur/EduDocs/Doviz.pdf>, s. 4, (25.12.2011).

⁹⁵ Önal, Yıldırım Beyazıt. **Yeni Finansman Teknikleri**, S. 12, <http://www.financekol.com/fintek/YEN%C4%B0%20F%C4%B0NANSMAN%20TEKN%C4%B0KLER%C4%B0%20DERS%20NOTU%2011%20T%C3%9CCREV%20ARA%C3%87LAR%202.pdf> (25.12.2011).

⁹⁶ **İMKB Vadeli İşlem Piyasası Takas Üyeliği Eğitim Notları**, İstanbul, Takasbank İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş., 2003, s. 5.

⁹⁷ Çetinkaya, Emir. **Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, s. 5, <http://www.vob.org.tr/vobportaltur/edudocs/endeks.pdf>, (25.12.2011).

2.3.1.4.Emtia Futures Sözleşmeleri

Vadeli işlem borsaları ilk olarak tarımsal ürünlerle başlamıştır. Günümüzde tarımsal ürünlere dayalı pek çok vadeli işlem sözleşmesi işlem görmektedir⁹⁸. Üreticiler daha hasat yapmadan ürünlerini fiyat riskine maruz kalmadan satabileceği gibi, tarımsal ürünlerin fiyat değişimlerinden kazanç elde etmek isteyen, üretici olmayan yatırımcılar da sözleşme alım satımı yaparak kazanç elde etmektedir. Örneğin pamuğun yaşanan kuraklık nedeniyle mahsulünün az olacağı ve buna bağlı olarak pamuk fiyatlarının artacağını bekleyen yatırımcı bugünden tarımsal ürün sözleşmesi alarak, fiyatların yükselmesi durumunda satıp kazanç elde edecektir. Buna karşılık mahsulün bol olacağını tahmin eden bir üretici de bugünden sözleşme satarak düşük fiyattan geri alacaktır ve bu şekilde arada oluşan fark düşük fiyattan satmak durumunda kalacağı ürünlerin neden olacağı karlılık düşüşünü telafi edecektir⁹⁹.

2.3.2. Forward Sözleşmeleri

Forward sözleşmeleri, belirli bir varlığın (emtia, döviz, menkul kıymet, altın, v.b.) önceden belirlenmiş bir fiyat ve miktar üzerinden gelecekteki bir tarihte alımı ya da satımını öngören bir anlaşmadır¹⁰⁰. Forward sözleşmelerinde, sözleşmeye konu varlığın fiyatı, miktarı, özellikleri, teslim yeri, ödeme tarihi ve diğer özel şartlar taraflar arasında karşılıklı uzlaşma yolu ile belirlenir. Forward sözleşmeleri tarafların iradeleri doğrultusunda oluşturulan özel sözleşmelerdir. Forward sözleşmeleri her türlü mal ve hizmet üzerine düzenlenebilmektedir ama ağırlıklı olarak döviz ve faiz forward sözleşmeleri düzenlenmektedir.

Forward sözleşmeleri, vadeli işlem sözleşmelerinin en basit biçimidir. Forward piyasalarında mal alım/satım anlaşması hiçbir aracı olmaksızın alıcı ve satıcı arasında doğrudan yapılmaktadır. Forward sözleşmelerinde üçüncü bir tarafın taraflardan birinin

⁹⁸ Önde, Kerem. Döviz, Emtia, ve Hisse Senedi Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, Üye Temsilcisi Eğitimi, 2011, s. 61.

⁹⁹ Yalçın, Kürşat, Cihan Tanrıöven, Hasan Bal, Emine Ebru Aksoy, **a.g.e.**, s. 224.

¹⁰⁰ Apak, Sudi ve Metin Uyar. **a.g.e.**, s. 55.

sözleşme kurallarına uymaması halinde ek garantisi söz konusu değildir¹⁰¹. Forward sözleşmeler genellikle büyük ticari bankalar, holdingler, kurumsal yatırımcılar ve kamu kesimi tarafından gelecekteki taahhütleri karşılamak ve riskten korunmak amacıyla kullanılmaktadır. Çünkü bankalar tarafından kendilerine tanınan kredi limitinin elde etme maliyeti, diğer küçük yatırımcılara göre daha düşüktür.

Forward sözleşmelerinde iki taraf bulunmaktadır. Bir taraf gelecekte belirli zamanda malını belirli bir fiyattan satmayı kabul eden satıcı (kısa pozisyon sahibi) diğer taraf ise varlığı belirli bir tarihte belirli bir fiyattan almayı kabul eden alıcıdır¹⁰² (uzun pozisyon sahibi). Forward sözleşmelerinde, sözleşmenin vadesi geldiğinde alıcı, önceden anlaşılan fiyat üzerinden ödemeyi yapmakta, satıcı da anlaşılan miktar ya da tutarda varlığı alıcıya teslim etmektedir. Vade günü geldiğinde satıcının iki seçeneği vardır; satıcı ya kendi varlık stoğunu azaltarak teslimi yapar ya da spot piyasadan varlığı satın alarak alıcıya teslim eder¹⁰³.

Forward piyasalarının temel özellikleri şunlardır;

- Forward sözleşmeleri organize olmamış piyasalarda işlem görmektedir.
- İşlemler daha çok bankalarla özel müşterileri arasında gerçekleşmektedir.
- Sözleşmelerle ilgili olarak belirli standartlar yoktur. Sözleşme koşulları taraflar arasında karşılıklı görüşülerek belirlenmektedir.
- Karşılıklı güvene dayanmasından ötürü bu sözleşmelerde teminat (marjin ve takas odası) sistemi yoktur.
- Vade sonuna kadar herhangi bir fon akımı yoktur.
- Sözleşme karşılıklı olarak anlaşıldığı takdirde iptal edilebilir.
- Üçüncü kişilere devredilemez.

¹⁰¹ Erol, Ümit. **Vadeli İşlem Piyasaları Teori ve Pratik**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1. Baskı, 1999, s. 4.

¹⁰² Hull, John, C., **a.g.e.**, , 1997, s. 1.

¹⁰³ Chambers, Nurgül. **a.g.e.**, s. 43.

- Vade sonunda yükümlülükler karşılıklı olarak yerine getirilir.

2.3.3. Futures ve Forward Kontratların Karşılaştırılması

Futures ve forward kontratlarının birçok konuda benzerlikleri bulunmakla birlikte, ayrıldıkları önemli noktalar da vardır. Futures ve forward kontratlarının aralarındaki farklar aşağıdaki tabloda yer almaktadır;

Tablo 2.2
Futures ve Forward Kontratların Karşılaştırılması

| | Futures | Forward |
|--|---|---|
| Kontrat Büyüklüğü | Futures kontratlar standart büyüklüğe (tutara) sahiptirler. | Forward kontratların büyüklüğü kişisel görüşmeler sonucunda saptanmaktadır. |
| Organizasyon | İyi organize edilmiş ve kurallara bağlanmış resmi borsalarda işlem görürler. | Kişiseldir ve işlemler bankalar ve finansal kuruluşlar tarafından yürütülür. |
| Teslim | Vade sonunda teslim edilebilecekleri gibi, bunun yerine alım satımları da yapılabilmektedir. Futures kontratlarda teslim amaç değildir. | Forward kontratlar vade sonunda teslimi gerektirmektedir. Bu kontratlarda amaç teslimdir. |
| Teslim Tarihi ve Teslim Prosedürü | Futures kontratlarda belirli teslim tarihleri söz konusudur. Teslim belirli yerlerde yapılmaktadır. | Forward kontratlarının teslimi taraflar arasında ortaklaşa belirlenecek bir tarih ve yerde yapılmaktadır. |

| | | |
|-------------------------------------|---|--|
| Fiyat Değişkenliği | İşlem büyüklüğüne bakılmadan fiyat bütün katılımcılar için aynıdır. | Fiyatlar kredi riski, işlem hacmi gibi nedenlerle değişiklik gösterebilir. |
| Fiyatların Belirlenmesi | Fiyatlar piyasa güçleri tarafından belirlenir. | Fiyatlar banka ile yapılan görüşmeler sonucunda belirlenir. |
| İşlem Yöntemi | İşlemler borsanın seans odalarında yapılır. | İşlemler kişisel alıcı ve satıcı arasında telefon, fax gibi araçlar kullanılarak yapılır. |
| Fiyatların Açıklanması | Fiyatlar halka açık olarak yayınlanır. | Fiyatlar halka açık olarak yayınlanmaz. |
| Pazar Yeri ve İşlem Saatleri | İşlemler borsa tarafından belirlenen çalışma saatleri içinde merkezileştirilmiş borsa seans odalarında dünya çapında iletişimde bulunarak yapılır. | İşlemler dünya çapında tezgah üstü olarak, telefon ve faksla yapılır. Forward kontratlar örgütsüz piyasa işlemleridir. |
| Depozito ve Marjlar | Futures işlemler için başlangıç marjı ve günlük dengeleme için değişim marjına gerek duyulur. | Alınan borçlar karşılığında gösterilen, ipotekli tutarı pazarlıkla belirlenebilir. Günlük fiyat değişiklikleri için herhangi bir marj alınmaz. |
| Takas İşlemleri | Borsa ile bağlantılı bir merkezi takas odası vardır. Burada günlük düzenlemeler, nakit ödemeler ve teslim gibi işlemler yapılır. Ödememe riskine karşı takas odasının güvencesi vardır. | Takas odası gibi bir uygulama yoktur. Risklere karşı da bir güvence söz konusu değildir. |

| | | |
|---|---|--|
| İşlem Hacmi | İşlem hacmine ilişkin bilgiler yayınlanır. | İşlem hacmine dair bilgileri saptamak zordur. |
| Günlük Fiyat Dalgalanmaları | FTSE-100 endeksi dışında günlük fiyat limitleri vardır. | Günlük fiyat limitleri yoktur. |
| Pazar Akışkanlığı ve Pozisyon İptal Etme Kolaylığı | “Standardize edilmiş kontratlar nedeniyle, pazar akışkanlığı oldukça yüksek ve diğer Pazar katılımcılarıyla pozisyon kapatmak oldukça kolaydır. | Değişken kontrat dönemleri nedeniyle, Pazar akışkanlığı ve pozisyon kapatma kolaylığı sınırlıdır. Pozisyonlar genellikle diğer Pazar katılımcılarıyla değil, asıl işlem yapılan tarafla kapatılır. |
| Kredi Riski | Takas odası kredi riskini üstlenir. | Taraflardan birinin kredi riskini diğer taraf üstlenmek zorundadır. |
| Pazarı Belirleme (Günlük Nakit Akışı) | Futures kontratların önemli özelliklerinden biri günlük ödemelerle düzenlemelerin yapılmasıdır. | Kontratın vadesi sona erene kadar herhangi bir ödeme söz konusu değildir. |
| Düzenlemeler | Futures piyasalarda işlemler borsalar tarafından düzenlemeye tabi tutulmaktadır. | Forward piyasalar kendi düzenlemelerini kendileri yapmaktadır. |

Kaynak: Chambers, Nurgül. Türev Piyasalar, Beta Yayınevi, İstanbul, 2007, s. 52-55

2.3.4. Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon sözleşmesi, belirli bir finansal değer (para, menkul kıymet, finansal araçlar, emtia vs.), gelecek bir tarihte veya belirli bir dönem içerisinde, alınması (alım opsiyonu) veya satılması (satım opsiyonu) konusunda taraflardan birinin (opsiyon

satıcısı), sözleşmenin diğer tarafına (opsiyon alıcısı) bir seçim hakkı tanıdığı (opsiyon hakkı), bunun karşılığı olarak da belirli bir bedele(opsiyon primi) hak kazandığı bir sözleşme türüdür¹⁰⁴. Alım/satım opsiyonu, düzenleyene belirli miktarda finansal aracı ya da varlığı belirli bir tarihte (Avrupa tipi) ya da belirli bir dönem boyunca (Amerikan tipi) belirli bir sözleşme fiyatından satın alma/satma hakkını veren bir sözleşmedir¹⁰⁵

Opsiyon satma işlemi genelde “opsiyon yazmak” olarak tabir edilmektedir. Opsiyonu satın alan tarafa opsiyon alan (option buyer, option holder), opsiyonu satan tarafa ise opsiyon yazan (option writer ya da option grantor) denilmektedir. Opsiyonu satan tarafın pozisyonu kısa (short), alan tarafın pozisyonu ise uzun (long) olarak tanımlanmaktadır¹⁰⁶

Opsiyon sözleşmelerinin geçmişi eski Yunan ve Roma devrine kadar uzanmakla birlikte tarihsel gelişimde 17. yüzyılda Hollanda’da lale soğanları üzerine yazılan opsiyonlar oldukça önemli yer tutmaktadır.¹⁰⁷ bu dönemde lale soğanı üreticilerini ve satıcılarını, kendilerini lale soğanı fiyatlarındaki artışlara ve düşüslere karşı korumak amacıyla, lale soğanlarını ileri bir tarihte geçerli olacak sabit bir fiyattan almaya veya satmaya sağlamaya yönelik olarak opsiyon sözleşmeleri yapmışlardır.

Opsiyon sözleşmelerinde, sözleşmeyi satın alan tarafa kullanım fiyatı olarak adlandırılan, önceden kararlaştırılan bir fiyattan alım-satım hakkı vermesinden ötürü satın alan taraf bu hakkını kazançlı olduğu zaman kullanmaktadır. Opsiyonu satan taraf ise sözleşmeyi alan tarafın hakkını kullanmayı istemesi durumunda alım ya da satım yükümlülüğünü yerine getirmesi gerekmektedir. Fakat opsiyonu satın alan taraf, bu hakkına karşılık opsiyonu satan tarafa opsiyon primi adı altında bir ücret ödemek zorundadır. Opsiyon sözleşmesini alan tarafın riski ödediği primle sınırlı iken satan tarafın sorumluluğu sınırsızdır.

¹⁰⁴ Bak, Başak. “**Borsa Opsiyon Sözleşmesi**”, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, Sayı 64, 2009, s. 41.

¹⁰⁵ Balaban, Ercan. **Opsiyonlar**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9501, 1995, s. 12.

¹⁰⁶ Apak, Sudi ve Metin Uyar. **a.g.e.**, s. 78.

¹⁰⁷ www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpazartesi12.doc (25.04.2012).

Aşağıdaki şekilde call (alım) ve put (satım) opsiyonlarında alıcı ve satıcının hak ve yükümlülükleri gösterilmektedir¹⁰⁸;

Şekil 2.2: Call ve Put Opsiyonlarda hak ve yükümlülükler
Opsiyon Türleri

| | CALL | PUT |
|----------------------|-------------------|------------------|
| Opsiyon Tarafları | ALICI | SATIŞ HAKKI |
| | SATIŞ ZORUNLULUĞU | ALIM ZORUNLULUĞU |

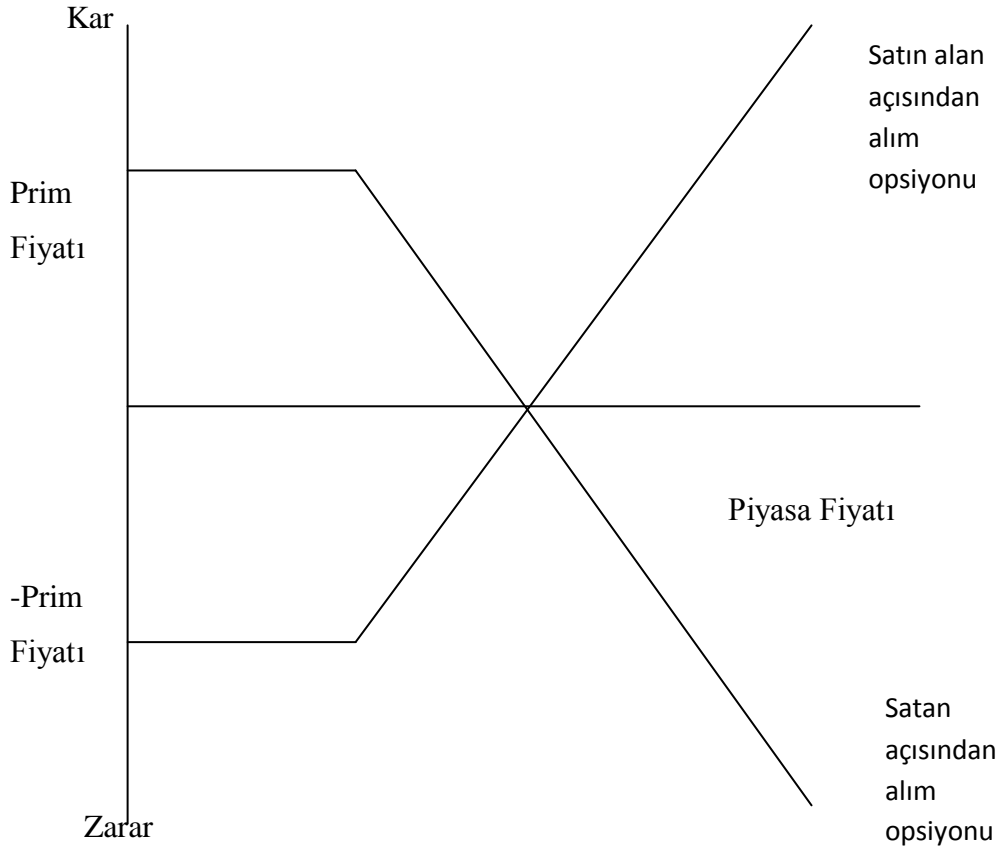
Kaynak: Nurgül Chambers, *Türev Piyasalar*, İstanbul, Beta Yayınevi, 2009, s. 59

2.3.4.1. Alım Opsiyonu(Call Option);

Sözleşmeyi alan tarafa gelecekte belirli bir miktarda varlığı, belirli bir fiyattan satın alma hakkı veren opsiyon sözleşmesidir¹⁰⁹. Yatırımcı ilgilendiği varlığın fiyatının yükseleceğini düşünüyorsa bugünden ilgili varlığın fiyatını sabitlemek için alım opsiyonu satın almaktadır. Vadeye ulaşıldığında alıcı taraf spot piyasadaki menkul kıymetin fiyatı ile opsiyon sözleşmesindeki fiyatı karşılaştırarak opsiyonu kullanıp kullanmayacağına karar vermektedir.

¹⁰⁸Chambers, Nurgül. *a.g.e.*, s. 59.

¹⁰⁹ Bellalah, Mondhers. *Derivatives Risk Management and Value*, Word Scientific, USA, 2010, s. 17.



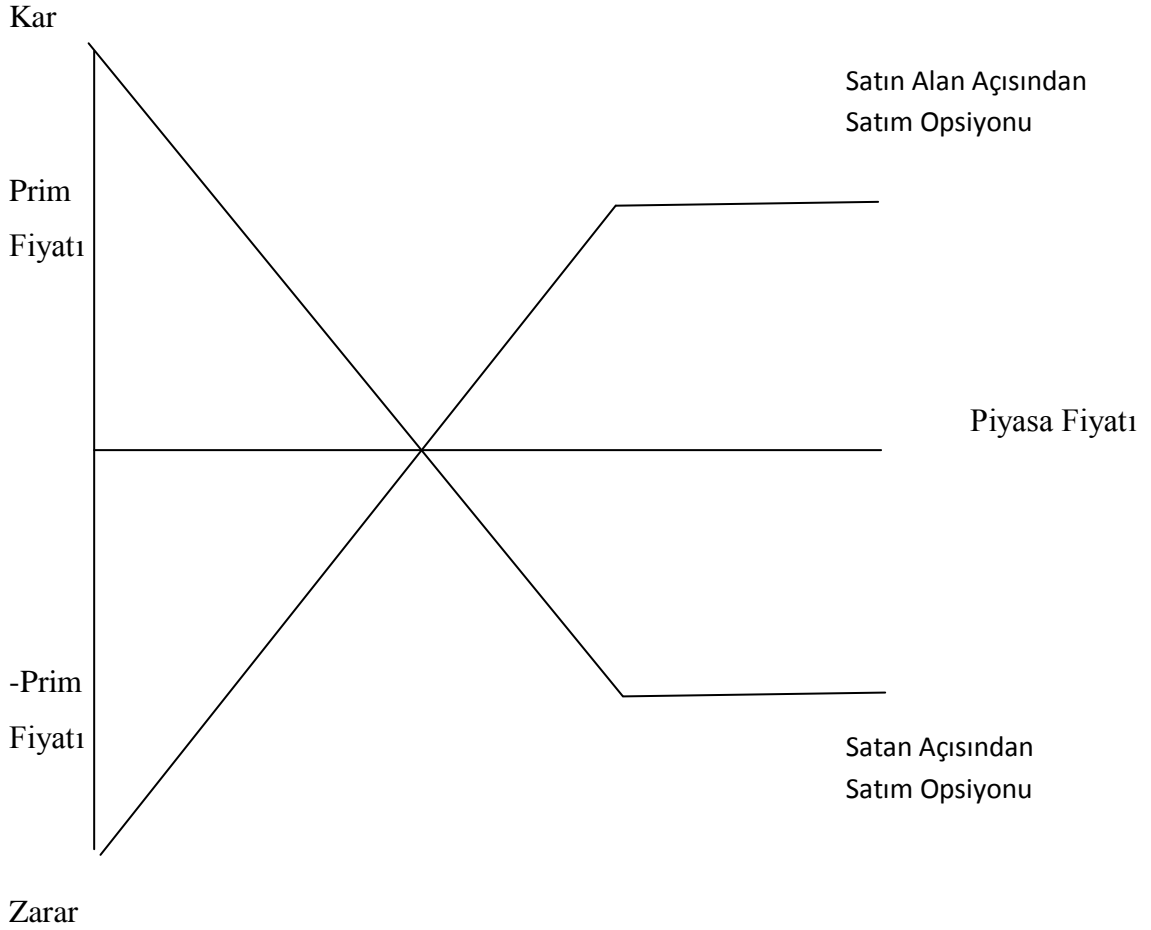
Şekil 2.3: Alım Opsiyonu (Call Option)

2.3.4.2. Satım Opsiyonu (Put Option):

Sözleşmeyi alan tarafa gelecekte belirli bir miktar varlığı, belirli bir fiyattan satma hakkı veren opsiyon sözleşmeleridir¹¹⁰. Satım opsiyonunu satın alan taraf ileride fiyatların düşeceğini beklemektedir. Fiyatların düşmesi durumunda sözleşmeyi alan taraf opsiyonu kullanmaktadır. Fiyatların yükselmesi halinde ise opsiyonu kullanmaz. Bu durumda zararı sadece ödediği prim kadardır. Satım opsiyonunu satan tarafın

¹¹⁰ Bellalah, Mondhers. a.g.e., s. 17.

beklentisi ise fiyatların yükseleceği yönündedir. Opsiyonun kullanılmayacağını veya fiyatın aldığı prim kadar yükselmeyeceğini düşünmektedir. Satan tarafın amacı ise; aldığı prim kadar kar elde etmektir.



Şekil 2.4: Satım Opsiyonu (Put Option)

2.3.5. Swap Sözleşmeleri

Swap işlemleri özellikle 1980'li yıllardan itibaren büyük bir gelişme göstermeye başlamıştır. Swapların içerisinde en yaygın olanı yabancı para swapıdır. Yabancı para swapı 1960'lı yıllarda İngiltere'de uygulanmaya başlandı. Faiz oranı swapı ise 1981'den itibaren swap piyasasında yer almaya başladı ve oldukça geniş bir uygulama alanı buldu. Bunun sebeplerinden biri faiz oranı swapı yapan taraflardan hepsinin bu

işlemlerden yarar sağlamasıdır. Swap işlemi yapanlar arasında finansal kuruluşlar, yatırım ve ticaret bankaları, devlet adına çalışan acenteler ve şirketler yer almaktadır¹¹¹.

Swaplar, çoğunlukla gelecek sözleşmeleri ve opsiyon sözleşmelerinden daha uzun vadeli olan tezgah üstü işlemlerdir. Swap işlemi ilk olarak 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından spot pazarda GBP karşısında yerli paranın satılıp vadeli olarak geri alınmasıyla yapılmıştır. 1981 yılının Ağustos ayında Dünya bankası ile IBM arasında yapılan döviz kuru swapı işlemi ile swap piyasasının geçerliliği ispat edilmiştir¹¹².

Swap kelimesi sözlükte “takas”, “değiştirme”, “trampa etme” kelimeleri ile ifade edilmektedir. Swap, iki tarafın belirli bir zaman diliminde ödemelerinin karşılıklı olarak değişiminde anlaştıkları bir finansal işlemdir. Değişime konu olan ödemeler, faiz, anapara, veya hem anapara, hem de faiz ödemeleri olabilmektedir. Swap, iki taraf arasında yapılan faiz ya da ana para ödemelerinin, koşullarını önceden belirleyerek değişimi sağlayan bir sözleşmedir. Swap işlemlerindeki amaç faiz oranları ve döviz kurlarında yaşanan dalgalanmaların yarattığı riski en aza indirmektir¹¹³. Sabit faizle kredi kullanarak sabit faiz ödeme yükümlülüğüne giren bir tarafın, değişken faizle borçlanan ve değişken faiz ödeme yükümlülüğü altına giren bir borçlanan bir tarafla, yükümlülüklerini belirli bir süre için değiştirmeleri bir swap işlemidir.

Swap işlemleri, döviz kurlarında ve faiz oranlarında karşılaşılan risklerden kaçınmak, fon kullanıcılarına farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilmek, riski azaltmak ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fonla değiştirme imkanı vermektedir.

Swap piyasaları diğer piyasalarla karşılaştırıldığında, yatırımcıların diğer mali araçlarla karşılanamayan isteklerinin bu piyasadan kolaylıkla karşılanabilir olması nedeniyle daha da özellikle hale gelmektedir¹¹⁴. Piyasada en çok kullanılan swap sözleşmesi türleri; faiz ve döviz swapıdır.

2.3.5.1. Faiz Swapı

¹¹¹Chambers, Nurgül. a.g.e., s. 123.

¹¹² Apak, Sudi ve Metin Uyar. a.g.e., s. 107.

¹¹³Kormaz, Turhan ve Ali Ceylan. a.g.e., s. 430.

¹¹⁴ Orakçioğlu, İsmail ve Sezer Bozkuş Kahyaoğlu. a.g.e., s. 31.

Dünya finansal piyasalarında 2003 yılı itibariyle 26 trilyon Euro civarında işlem hacmine sahip olan swaplar bu piyasaların gelişmesinde öncülük eden türev araçlardan birisidir. Swap denildiğinde kullanım yaygınlığı nedeniyle ilk olarak faiz oranı swapı akla gelmektedir¹¹⁵. Faiz swapı, gösterge bir anapara tutarı üzerinden farklı faiz oranı esaslarına göre hesaplanacak faizlerin iki taraf arasında anlaşılan vadelerde değişimini öngören bir sözleşme türü olup, aynı para biriminden olan borçların sadece faiz ödemelerinin yapısı değişmekte, anapara tutarı değişimi gerçekleşmemektedir¹¹⁶. Diğer bir ifadeyle de sabit faizi değişkene, değişken faizi sabite; Libor'u Prime Rate'e veya Prime Rate'i Libor'a çevirmek şeklinde, faiz ödemelerinin niteliğini değiştirerek, borç ödemelerinin yapısının değiştirilmesi işlemidir¹¹⁷.

2.3.5.2. Döviz Swapı

Uluslararası finasta kullanılan bu yöntem, temelde Amerikan şirketleri ile İngiltere'deki şube kuruluşlar arasındaki fon transferinden kaynaklanmıştır. İlk kez Banker Trust Co. Tarafından 1981 Temmuz'unda düzenlenen karşılıklı paralarda sabit faizden değişken faize borç kaydırılırken anaparalar da değiştirilerek uygulanmıştır.

Para swapı da denilen bu swap türünde, diğer bir uygulama örneği ise 1982 yılında IBM ile Dünya Bankası arasında gerçekleştirilen ve sabit faizli DM ve İsviçre Frankı borçlarının, Dünya Bankası'nca Euro bond ihraç edilerek sağlanan US Dolar borcu ile swap edilmesini içeren anlaşma olmuştur¹¹⁸.

Döviz swapı; farklı para birimlerinden borçlanmalarla ilgili nakit akışlarının iki taraf arasında karşılıklı olarak değiştirilmesidir. Firmalar iki sebeple döviz swapı yapmayı isteyebilmektedir. Birincisi, firmanın gereksinim duyduğu para cinsinden borçlanma olanağı yokken başka bir para birimi üzerinden borçlanma şansının olması,

¹¹⁵ Yıldız, Şule ve Filiz Aygen. "Faiz Swapı ve Muhasebeleştirilmesi", Yaklaşım Dergisi, Mart 2009, Sayı 195, s. 1.

¹¹⁶ "Faiz Swapı", Kurumlar Vergisi genel Tebliğ Taslağı, s. 1, http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user_upload/Tebliğler/Taslaklar/5520/kvk_tebtaslak_28112011.html, (08.01.2012)

¹¹⁷ Başçı, E. Savaş. "Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap'ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımı", 2003 Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi, Y. 11, No. 12, S. 25.

¹¹⁸ Başçı, E. Savaş. a.g.e., s. 26.

ikinci olarak da ihtiyaç duyulan fonların en düşük maliyetle başka bir döviz cinsinden elde edilerek istenen döviz cinsi ile swap edilmesidir¹¹⁹.

2.3.5.3.Kredi Temerrüt Swapı (CDS) ve Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (CDO)

Kredi temerrüt swapı kredi riskini etkin bir biçimde yönetmek amacıyla kullanılan bir türev enstrümanıdır. Herhangi bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşı alacaklı tarafın parasını koruma altına alan, bunu da belli bir bedel (prim) karşılığında yapan kredi türev enstrümanıdır¹²⁰. Kredi Temerrüt Swapı (CDS) taraflar arasındaki iki ödemenin takasını kapsamaktadır. Bir tarafta CDS ödemesi, diğer tarafta sadece kredi temerrüdünün gerçekleşmesi halinde yapılacak ödemedir. Bir araç olarak CDS, anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi halinde yükümlülüklerinin karşılanmasını sağlar. Bu açıdan bakıldığında sigorta poliçesi olarak değerlendirmek mümkündür. Burada sigorta edilen dayanak varlığın temerrüdüdür. Dijital CDS, sepet (basket) CDS, sıralı (n-th to default) CDS, öncelikli sepet (senior and subordinate basket) CDS gibi çeşitleri vardır

Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations-CDO) ise, Varlıklardan oluşturulmuş bir havuza dayandırılmış kredi aracı olarak CDO'lar en yaygın kullanılan türevlerden biridir. Bir CDO, krediler, tahviller, mortgage kredileri, kredi kartları, tüketici kredileri gibi dayanak varlıkları bir araya getirir ve yatırımcılara sunar. Bu şekilde bir CDO risk profillerine göre kredi riskinin dağıtılmasına olanak sağlar. CDO dayanak varlığın çeşidine göre isimlendirilebilir. Herhangi bir riskli borcun CDO'lara teminat olmasının dışında CDO'nun kendisinin de yeni bir CDO için teminat olması durumu CDO2 olarak tanımlanmaktadır¹²¹.

¹¹⁹ Şıklar, İlyas. **Finansal Ekonomi**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1. Baskı, 2004, s. 188.

¹²⁰ Kunt, Abdullah Selim ve Oktay Taş. "Kredi Temerrüt Swapları ve Türkiye'nin CDS Priminin Tahmin Edilmesine Yönelik Bir Uygulama", İTÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 5, Sayı 1, 2008, s. 80.

¹²¹ Demir, Faruk. Ayşegül Karabıyık, Emine Ermişoğlu, Ayhan Küçük. **ABD Mortgage Krizi**, BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği, Ağustos 2008, s. 14.

2.4. TÜREV ÜRÜNLERİN KENDİ İÇERİSİNDE KARŞILAŞTIRILMASI

Türev ürünler temelde gelecekte oluşacak risklerden korunmak veya daha fazla getiri elde etmek için kullanılan araçlardır. Bu araçlardan future ve opsiyon sözleşmeleri organize borsalarda işlem görürken, forward ve swap sözleşmeleri tezgah üstü piyasalarda(OTC) işlem görmektedir. Aşağıdaki tabloda türev ürünlerin benzer ve farklı yönleri özetlenmiştir.

Tablo 2.3
Türev Ürünlerin Karşılaştırılması

| TEMEL ÖZELLİKLER | FORWARD | FUTURES | SWAP SÖZLEŞMELERİ | OPSİYON |
|------------------------------------|---|---------------------------|--|---|
| Riskten Korunma Amacı | Evet | Evet | Evet | Evet |
| Borsada/ Tezgahüstü | OTC | Borsa | OTC Piyasalar | Borsa ve OTC |
| Fiziki Teslimat | Var | Genelde Yok | Fiziki Teslimat | Hak kullanılırsa ve OTC ise fiziki teslimat borsa ise ters işlem |
| Teminat Zorunluluğu | Genelde Yok | Var | Yok | Satıcı için var |
| Kredi Riski | Var | Yok | Yüksek | Yok |
| Likidite | Düşük | Yüksek | OTC ise düşük Borsa İse yüksek | Düşük |
| Hak Yükümlülük Birlikteliği | Var | Var | Var | Yok |
| Standart Sözleşmeler | Hayır (Taraflar arasında karşılıklı olarak belirlenir) | Evet | Taraflar arasında karşılıklı olarak belirlenir | Evet (OTC’de olanlar karşılıklı olarak belirlenir) |
| Nakit Akımı | Sadece vade sonunda gerçekleşir | Günlük olarak gerçekleşir | Vade başında, faiz ödemeleri sırasında ve vade sonunda | En fazla iki kez (vade başında prim ve vade sonunda kullanılırsa kullanım fiyatı) |

Kaynak: Sudi Apak, Metin Uyar. Türev Ürünler ve Finansal Teknikler, Beta Yayınevi, İstanbul, 2011, s. 2

3. 2007-2012 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİNDE TÜREV ÜRÜNLERİN ETKİLERİ

3.1.TÜREV ÜRÜNLERİN FİNANSAL SİSTEME ETKİLERİ

Son yıllarda dünya çapında türev ürünler artan bir hızla önem kazanmaya başlamıştır. Finansal sistem içerisinde türev ürünler kullanılarak risk ve getiri arasında bir denge kurulmaya çalışılmaktadır. Ayrıca uluslar arası sermaye ve yabancı para piyasaları arasında yeni bağlantılar kurarak sistem içerisinde uluslar arası bankalara, firmalar ve kuruluşlara geniş hedge etme ve arbitraj yapma olanakları sağlamaktadır. Fiyat oluşum mekanizmasının daha etkin çalışmasını sağlayan türev piyasalar aynı zamanda yatırımcılar için alternatif yatırım imkanları sağlamaktadır. Bu sebeple mevcut (spot) piyasalara vadeli piyasaların eklenmesi ile hem paranın piyasalardaki dolaşım hızı artmakta hem de piyasaya gelen bilgiler fiyatlara daha hızlı yansımaktadır. Bunun doğal bir sonucu olarakta, ekonomik anlamda zayıf veya yarı etkin bir konumda olan piyasalar tam etkin bir piyasa konumuna ulaşmaktadır¹²². Özellikle düşük faiz oranlarının görüldüğü piyasalarda, türev ürünler risksiz kazanç kaynağı olarak görülmektedir. Dünya genelinde gayri safi hasıla yılda ortalama %3,5 oranında artarken, türev ürünler piyasası her yıl %20 oranında artmaktadır.

Risk yönetiminde sağladığı avantajlarla beraber, türev araç sözleşmeleri yüksek riskli yatırım araçlarıdır. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde az bir bedel ile yüksek miktarlı yükümlülükler altına girilebilmektedir. Türev araç sözleşmelerinde bir tarafta oluşan kazanç, karşı taraftaki kayıptan kaynaklanmaktadır.

¹²² Yılmaz, Mustafa Kemal. **a.g.e.**, s. 22.

3.1.1. Türev Ürünlerin Taşıdığı Riskler

Türev ürünler her ne kadar temelde bir riskten korunma aracı olarak görünse de çok ciddi risk unsurları taşımaktadır. Global finansal kuruluşlar çeşitli geleneksel hizmetler ve yeni ürünler ile hizmet vermektedir. Türev ürünler yapısı itibariyle işlem yapanlara belirsizlikten korunma ya da kar elde etme imkanı vermesinin yanında çok geniş risk unsurları da taşımaktadır. Türev ürünlerden kaynaklanan riskler;

3.1.1.1. Kredi riski (Default Risk)

Kredi riski taraflardan birinin yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Karşı taraf riski olarak tanımlanabilmektedir¹²³.

3.1.1.2. Pozisyon riski (Position Risk)

Pozisyon riski, faiz oranlarının veya döviz kurlarının beklenenden farklı bir seyir izlemesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Sözleşmenin yapıldığı tarih ile vade tarihi arasında zaman farklılığı bu durumu yaratmaktadır.

3.1.1.3. Faiz oranı riski (Interest Rate Risk)

Faiz oranlarındaki değişime bağlı olarak hem elde edilen kazançlarda de hem de ekonomik değerde meydana gelen değişimdir¹²⁴.

3.1.1.4. Döviz kuru riski (Foreign Exchange Risk)

Döviz kur riski, sözleşme yapılan para birimindeki değişikliğin yaratacağı etki olarak tanımlanabilmektedir.

¹²³ Hentschel, LudgerandClifford W. Smith. **Financial Institutions Center**, TheWharton School University of Pennsylvania, 1996, s. 7.

¹²⁴ Yüzbaşıoğlu, A.Necat, "Risk Yönetimi ve Bankaların Denetimi". İstanbul, BDDK Risk Yönetimi Konferansı Notları, 2003, s. 6.

3.1.1.5. Likitide riski (Liquidity Risk)

Tarafların vadedeki taahhütlerini, ilgili kıymette açık pozisyonda olması nedeniyle, taahhütlerin yerine getirilememesi ve teslim konusu kıymetin piyasadan temin edilememesidir.

3.1.1.6. Piyasa riski (Market Risk)

Piyasanın kendine özgü koşulları nedeniyle, arz ve talep dengesinin istenilen seviyelerde oluşmamasıdır.

3.1.1.7. Hukuki ispat riski (Legal Proof Risk)

Swap ve forward sözleşmeler, düzenli piyasaları olmayan (borsa), tarafların iradelerini serbestçe yansıttıkları ve swap piyasaların teamüllerine uygun olarak oluşan sözleşmelerdir. Bu nedenle, işlemlerin ispatında kullanılan belgeler futures ve option piyasalarda kullanılan belgelere kıyasla ispat açısından daha zayıf bir nitelik taşıdığı veya en azından mekanizmanın daha uzun olduğu belirtilmektedir.

3.1.1.8. Teslim riski (Settlement/Delivery Risk)

Teslim konusu malın veya kıymetin teslimi ile ilgili riski ifade etmektedir. Sözleşmeye konu varlığın zamanında teslim edilememesinden kaynaklanabilecek riski ifade etmektedir.

3.1.1.9. Taraf bulamama riski (Matching Risk)

Swap işlemine aracılık yapan bankalar, zaman zaman bu işleme karşılık bulmaksızın yani riski doğrudan kendi üzerine alarak bu işlemleri gerçekleştirmektedirler. Bu durumda taraf bulamama riski ortaya çıkmaktadır.

3.1.1.10. Yanlış fiyatlandırma riski (Model Risk)

Sözleşmelere konu olan varlıkların yanlış fiyatlandırılması durumunda maruz kalınan riski ifade eder.

3.1.2. Türev Piyasaların Finansal Krizlerdeki Rolü

Günümüzde türev ürünler çoğunlukla spekülasyon amaçla kullanılmakta ve kar elde etmenin en kolay yolu olarak görülmektedir. Günümüzde global finansal sistem içerisinde akla gelebilecek her şey üzerine kontrat yazılmaya başlanmıştır. Lehman Brothers'ın iflasından sonra kasalarından 20 milyon dolar tutarında uranyum çıkması da bu durumun en çarpıcı örneklerinden biri olarak tarihe geçmiştir¹²⁵. Faiz oranlarının düştüğü, enflasyonun tek haneli rakamlara ulaştığı piyasalarda spekülasyon ve yatırımcılar kazanç sağlamak amacıyla alternatif araçlara yönelmektedir. Bu noktada türev ürünler yatırımcılara ve spekülasyonculara çok cazip bir finansal enstrüman olarak görülmektedir. Ancak türev piyasalarda yapılan işlemler reel piyasaları da doğrudan etkilemektedir. Sözleşmeye konu olan varlığa dayalı yapılan işlemler arttıkça varlıkların fiyatları da spekülasyon amaçlı olarak artmaktadır. Ancak herhangi bir belirsizlik ortamı oluştuğunda (önemli finansal kuruluşların iflası, hükümetin düşmesi v.b.) ya da doğal afet yaşandığında (deprem, sel v.b.) sözleşmeye konu varlığın fiyatı aniden düşebilmekte, piyasada ani arz fazlası olabilmekte ve bunlara bağlı olarak likidite problemi doğatabilmektedir. Oluşacak bu likidite problemi gerekli önlemler alınıp kaynak sağlanamazsa büyük bir krize dönüşebilmektedir.

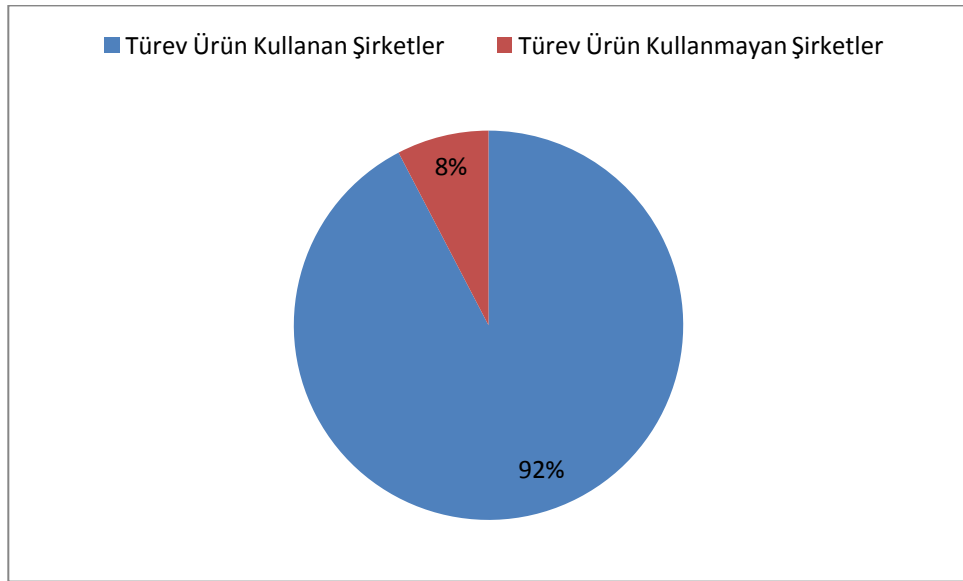
Organize olmayan piyasalarda yapılan işlemler, karşılıklı güven esasına dayanmaktadır. Resmi bir borsası olmayan, teminatsız hesaplar üzerinden alınıp satılan ve merkezi bir takas garantisi içermeyen tezgah üstü denilen bu piyasalarda yapılan işlemler, tarafların yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda sektöre uğramaktadır. Nitekim yaşanan ABD'de geri ödenmeyen CDS'ler yüzünden Lehman Brothers batmış ve bu şekilde etkisi günümüzde daha da artarak devam eden 2007-2012 küresel ekonomik krizi yaşanmıştır. 2007 yılında başlayan ve hala devam eden krizin temelinde nedeni ödenmeyen konut kredileri gibi görünürken aslında altında yatan gerçek neden türev ürünlerdir.

¹²⁵ Osmanoğlu, Hakan. **Türev Ürünlerin Karmaşık Doğası Yeni Bir Kriz Yarattır mı?**, <http://www.dunya.com/turev-urunlerin-karmasik-dogasi-yeni-bir-kriz-yaratir-mi-123788-haber.html>, (20.02.2012).

3.2. KRİZ ÖNCESİ VE KRİZ SONRASI TÜREV ÜRÜN KULLANIMI

3.2.1. DÜNYADA TÜREV ÜRÜNLERİN KULLANIMI

Son yıllarda türev ürünlerin finans dünyasındaki önemi giderek artmaktadır. Türev piyasalarda yapılan işlem hacminin artması, sözleşmeye konu varlığın spot piyasada, daha likit hale gelmesini ve artan hacimde işlem görmesini sağlamaktadır¹²⁶. Türev sözleşmeler daha çok riskten korunmak ve hedge yapmak amacı ile kullanılmaktadır. Özellikle dünyada dalgalı döviz kurunun hakim olduğu ülkelerde yatırımcılar belirsizliklerden korunmak amacıyla türev ürünleri kullanmaktadır. Uluslar arası Swap Aracıları Birliği (İnternational Swaps and Derivatives-ISDA) tarafından 2003 yılında dünyanın en büyük 500 şirketi üzerinde yapılan bir araştırmaya göre araştırmaya katılan şirketlerin % 92'si mevcut risklerden korunabilmek ve bu riskleri yönetebilmek için türev ürünleri kullanmaktadır.



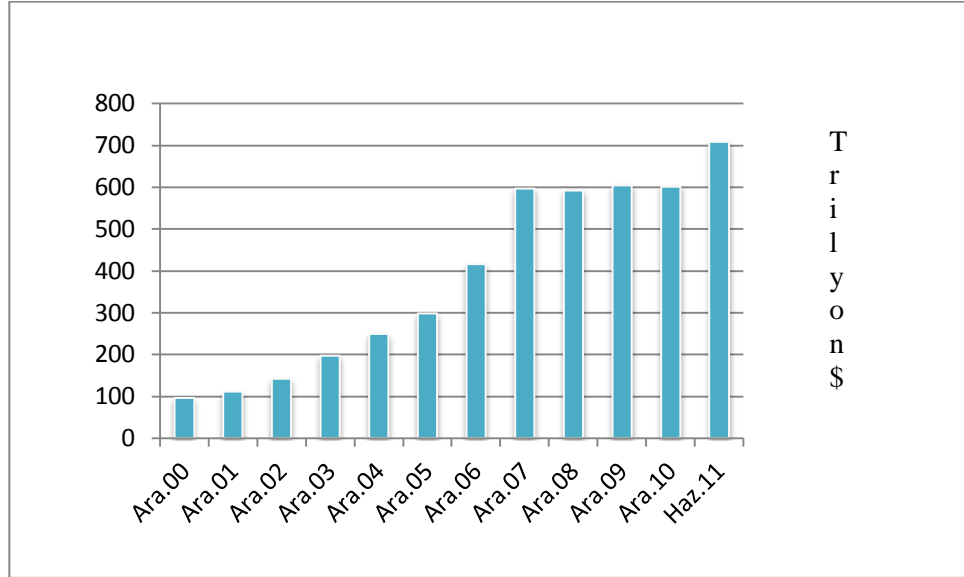
Grafik 3.1: Dünyanın 500 Büyük Şirketinin Türev Ürün Tercihi

Kaynak: Sudi Apak ve Metin Uyar. Türev Ürünler ve Finansal Teknikler, İstanbul, Beta Yayınevi, 1. Baskı, 2011, s. 13

Uluslar arası Swap Aracıları Birliği tarafından yapılan bu çalışmaya göre toplam 500 şirket arasında bulunan Amerikan şirketlerinin 185 tanesinin türev ürün kullanmakta olduğu ve bu 185 şirketin 500 şirket arasındaki Amerikan şirketlerinin

¹²⁶ Benhamou, Eric. **Global Derivatives: Products, Theory and Practice**, Pracing Partner, France, 2007, s. 3.

%94'üne denk geldiği ifade edilmektedir. Uluslar arası Swap Aracıları Birliği tarafından yapılan bu çalışmada ayrıca görülmüştür ki Türev Ürün kullanan şirketlerin %92'si faiz riskini yönetmek amacıyla bu ürünleri kullanmaktadır. Bu oran toplam 500 büyük şirketin %85'ine denk gelmektedir.



Grafik 3.2: 2000-2011 Yılları Arasında Dünyada Türev Ürün Kullanımı

Kaynak: <http://www.bis.org/>

Türev ürünler gelişmiş ülkelerin hemen hepsinde çok yaygın olarak kullanılmaktadır. Dünyada türev ürünler özellikle Amerika ve Avrupa ülkelerinde çok yaygın olarak kullanılmaktadır. Dünyada türev ürünler iki platformda işlem görmektedir. Bunlar organize piyasalar ve tezgah üstü piyasalardır¹²⁷. Aralık 2000'de Tezgah üstü piyasalarda 95.trilyon dolar işlem gerçekleştirilirken Haziran 2011'e gelindiğinde bu rakam 707.569 trilyon dolara ulaşmıştır.

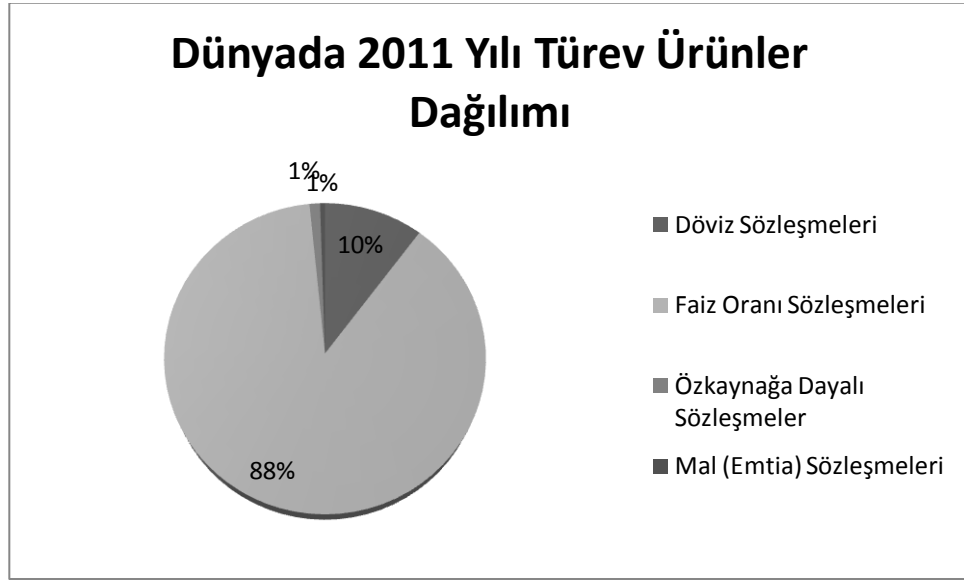
¹²⁷ <http://www.capital.com.tr/turev-surprizi-haberler/19100.aspx>, (06.04.2012).

Tablo 3.1
Dünyada Tezgahüstü Türev Ürünler Pazarı (2000-2011)

| | Aralık 2000 | Aralık 2001 | Aralık 2002 | Aralık 2003 | Aralık 2004 | Aralık 2005 | Aralık 2006 | Aralık 2007 | Aralık 2008 | Aralık 2009 | Aralık 2010 | Haziran 2011 |
|---------------------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
| Genel Toplam | 95,199 | 111,115 | 141,679 | 197,167 | 248,288 | 297,670 | 415,183 | 595,341 | 591,963 | 603,900 | 601,048 | 707,569 |
| A.Döviz Sözleşmeleri | 15,666 | 16,748 | 18,460 | 24,475 | 29,575 | 31,364 | 40,179 | 56,238 | 49,753 | 49,181 | 57,798 | 64,698 |
| Döviz forward ve foreks swapları | 10,134 | 10,336 | 10,719 | 12,387 | 15,242 | 15,873 | 19,828 | 29,144 | 24,562 | 23,129 | 28,434 | 31,113 |
| Döviz swapları | 3,194 | 3,942 | 4,503 | 6,371 | 8,217 | 8,504 | 10,772 | 14,347 | 14,725 | 16,509 | 19,271 | 22,228 |
| Opsiyonlar | 2,338 | 2,470 | 3,238 | 5,717 | 6,115 | 6,987 | 9,579 | 12,748 | 10,466 | 9,543 | 10,092 | 11,358 |
| B. Faiz Oranı Sözleşmeleri | 64,668 | 77,513 | 101,658 | 141,991 | 187,340 | 211,970 | 291,987 | 393,138 | 418,678 | 449,875 | 465,260 | 553,880 |
| Forward Sözleşmeleri | 6,423 | 7,737 | 8,892 | 10,769 | 12,805 | 14,269 | 18,689 | 26,599 | 39,262 | 51,779 | 51,587 | 55,842 |
| Swap Sözleşmeleri | 48,768 | 58,897 | 79,120 | 111,209 | 147,366 | 169,106 | 229,780 | 309,588 | 328,114 | 349,288 | 364,378 | 441,615 |
| Opsiyonlar | 9,476 | 10,879 | 13,746 | 20,012 | 27,169 | 28,596 | 43,518 | 56,951 | 51,301 | 48,808 | 49,295 | 56,423 |

Tablo 3.1 (Devam)
Dünyada Tezgahüstü Türev Ürünler Pazarı (2000-2011)

| | | | | | | | | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| C. Özkaynaklara Dayalı Sözleşmeler | 1,891 | 1,881 | 2,309 | 3,787 | 4,385 | 5,793 | 7,485 | 8,469 | 6,494 | 5,937 | 5,635 | 6,841 |
| Forward ve Swap Sözleşmeleri | 335 | 320 | 364 | 601 | 759 | 1,177 | 1,764 | 2,233 | 1,632 | 1,652 | 1,828 | 2,029 |
| Opsiyon Sözleşmeleri | 1,555 | 1,561 | 1,944 | 3,186 | 3,626 | 4,617 | 5,721 | 6,236 | 4,862 | 4,285 | 3,807 | 4,813 |
| D. Mal(Emtia) Sözleşmeleri) | 662 | 598 | 923 | 1,406 | 1,439 | 5,434 | 6,938 | 8,455 | 4,427 | 2,944 | 2,922 | 3,197 |
| Altın | 218 | 231 | 315 | 344 | 369 | 334 | 463 | 595 | 395 | 423 | 396 | 468 |
| Diğerleri | 445 | 367 | 608 | 1,062 | 1,070 | 5,100 | 6,475 | 7,861 | 4,032 | 2,521 | 2,525 | 2,729 |
| Forward ve Swaplar | 248 | 217 | 402 | 420 | 554 | 1,909 | 2,813 | 5,085 | 2,471 | 1,675 | 1,781 | 1,846 |
| Opsiyonlar | 196 | 150 | 206 | 642 | 516 | 3,191 | 3,663 | 2,776 | 1,561 | 846 | 744 | 883 |
| E. Diğerleri | 12,313 | 14,375 | 18,330 | 25,508 | 25,549 | 13,908 | 28,838 | 57,894 | 41,868 | 32,693 | 29,898 | 32,409 |



Grafik 3.3: Dünyada 2011 Yılı Türev Ürünler Dağılımı

Kaynak: <http://www.bis.org/>

Tablo 3.1'e bakıldığında dünyada türev piyasalarda yapılan işlemlerin yıllar itibariyle sürekli arttığı görülmektedir. Küresel ekonomik krizin ortaya çıkışının ana nedenleri arasında gösterilen türev piyasalarındaki aşırı genişleme, finansal krizin üzerinden 3 yıl geçmesine rağmen rekor hızla artmaya devam etmektedir. Bank for International Settlements'in (BIS) son verilerine göre global finansal sistemi tehdit eden tezgah üstü türev piyasalarının toplam hacmi Haziran 2011 itibariyle 707 trilyon doları aştı. 2010 yılının aynı döneminde söz konusu rakam 582.6 trilyon dolardı. Yani bir yıl içinde türev piyasalarındaki genişleme 124.8 trilyon doları buldu. Türev piyasalarında en büyük hacmi 553.8 trilyon dolarla faiz oranı sözleşmeleri oluşturuyor.

Döviz sözleşmelerine dayalı türev piyasası 64.7 trilyon doları bulurken, ülkelerin borçlanma kâğıtlarını temerrüt riskine karşı sigortalayan Credit Default Swaps'lar (CDS) 32.4 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Dünyanın toplam gayri safi yurtiçi hasılasının 60 trilyon doları bulunduğu bir ortamda, 707 trilyon dolarlık türev piyasası, oluşan inanılmaz büyüklükteki balonun tehlikesini net şekilde ortaya koymaktadır¹²⁸.

¹²⁸ Donat, İrfan. "İşte Dünyayı Yutacak Kara Delik", <http://www.finansgundem.com/haber/Iste-dunyayi-yutacak-kara-delik/82285>, (30.04.2012).

3.2.1.1. Asyada Türev Ürünler

Asya türev piyasaları diğer ülkelere göre daha yavaş bir şekilde gelişmektedir. Bu durumda Asya piyasalarının karmaşıklığı ve yasal kısıtlamalar etkilidir. Asya'nın en büyük iki finansal merkezi olan Hong Kong SAR ve Singapur Türev piyasaları yasal kısıtlamaların daha az olması nedeni ile daha fazla gelişmiştir¹²⁹.

Türev piyasalarda küresel olarak en hızlı büyüme Asya'da yaşanmıştır. Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası 2005'in ilk 6 aylık işlem hacmini ikiye katlayarak Haziran 2006 sonunda 101 milyon sözleşme yapmıştır. Çin'in Dalian Emtia Borsası işlem hacmini %42, Tayvan Vadeli İşlemler Borsası ise %61 artırmıştır. Japonya da bunun ardında kalmamış Osaka Menkul Kıymetler Borsası hacmini %80 oranında artırmıştır¹³⁰. Asya borsaları 2006'da altın bir yıl yaşamıştır. Hindistan'da ana hisse senedi endeksinin işlem gördüğü borsada (Ulusal Hindistan Hisse Senetleri Borsası) işlem hacmi son 12 ayda %66 artarken emtiaların işlem gördüğü borsada (Hindistan Multi Mal Borsası) artış oranı %151 olmuştur. Yeni Zelanda, Malezya, Hong Kong, Şanghay, Jengju, Dalian, Singapur gibi borsalarda da bu dönemde etkileyici artışlar yaşanmıştır. Tokyo Vadeli Finansal İşlemler Borsası'ndaki artışlar %245'i bulurken hemen hemen tüm diğer Japon emtia borsaları işlem hacimlerinden ortalama %70 oranında kayıplar yaşanmıştır. 2010 yılı ağustos ayına gelindiğinde ise Asya'da 746 milyon türev kontrat imzalanmıştır. Aynı dönemde Avrupa ve Kuzey Amerika'da 782 milyon kontrat imzalanmıştır. Bu dönemde Avrupa ve Kuzey Amerika'da türev piyasalardaki büyüme oranı %6 iken, Asya'da bu oran %35'tir¹³¹.

2008 yılında yaşanan durgunluk birçok Asya ekonomisini beklenenden daha derin bir şekilde etkilemiştir. Ancak 2009 yılına gelindiğinde Asya ekonomisinde hızlı bir toparlanma yaşanmıştır. Japonya hariç hemen hemen bütün Asya ekonomilerinde üretimdeki büyüme beklenenden yüksek gerçekleşmiştir. Asya ülkelerinde görülen toparlanma dünyanın geri kalanına göre de daha dengeli olmuştur. Söz konusu durum

¹²⁹ Hohensee, Martin and Kyungjik Lee. "A survey on hedging markets in Asia: a description of Asian derivatives markets from a practical perspective", s. 261, www.bis.org, (01.06.2012)

¹³⁰ Perşembe, Ali. "Türev Ürünlerde Dünya Trendleri ve VOB", <http://finans.ekibi.net/forum/printthread.php?tid=5568>, (30.04.2012).

¹³¹ <http://derivative-news.fincad.com/derivatives-regulations/asia-could-grow-more-prominent-as-a-derivatives-market-859/>, (01.05.2012).

bu ülkelerde büyümenin hem iç talep hem de dış talep yoluyla desteklenmesinden kaynaklanmıştır.

Asya'daki toparlanmayı üç temel faktör desteklemiştir:

- 2008'de çöken dünya ticaretindeki hızlı düzelmeye ihraçat odaklı Asya ülkelerine olumlu etkisi bu faktörlerin başında gelmektedir.
- Artan büyüme ve risk iştahının etkisi ile bölgeye sermaye girişleri artmıştır. Bu durum bölge ekonomilerinin çoğunda likidite bolluğuna yol açmıştır.
- Asya ülkelerinde hem özel hem de kamu bileşenleriyle birlikte iç talebin kalıcı bir nitelikte olması 2009 yılındaki toparlanmanın hızını olumlu etkileyen üçüncü faktör olmuştur.

Tablo 3.2
Asya'nın Makroekonomik Göstergeleri

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|------|------|------|------|------|------|
| GSYH (Yıllık Değişim %) | 9,0 | 9,8 | 10,6 | 7,7 | 4,8 | 6,1 |
| Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatlarıyla) | 3,8 | 4,2 | 5,4 | 7,4 | 2,8 | 2,4 |
| Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak) | 4,0 | 6,0 | 6,9 | 5,8 | 6,4 | 5,7 |

Kaynak : IMF, World Economic Outlook, Crisis and Recovery, April 2009

Asya ülkelerinde ABD'de 2007 yılında başlayan krizin yayılması ile birlikte 2008 yılında makroekonomik göstergelerde bir düşüş yaşanmış GSYH 2007 yılı itibariyle sürekli bir düşüş eğilimi yaşamıştır. 2007 yılında GSYH'daki yıllık değişim %10,6 iken 2010 yılında bu oran %6,1'e düşmüştür. Enflasyon oranı yine krizin yaşandığı 2008 yılında %7,4 ile yükselişe geçmiş ancak hemen ardından 2009 yılında %2,8 gibi oldukça düşük bir orana gerilemiştir. Asya genelindeki ihracat ve ithalat oranlarının karşılaştırılması ile elde edilen cari denge ise yine 2008 yılında %5,8 e gerilemiş ancak 2009 yılında yeniden toparlanmıştır.

3.2.1.2. Avrupa'da Türev Ürünler

Avrupa'da türev ürün piyasaları son yıllarda hızla büyümektedir. Bu büyümenin nedeni türev ürünler kullanılarak riskin azaltılabilmesi ve taraflar arasında riskin transfer edilebilmesidir. Son zamanlarda Avrupa türev ürünler için çok önemli bir pazar haline gelmiştir. Avrupa'daki finansal hizmet sektörüne türev ürünler doğrudan ve dolaylı olarak ekonomik büyüme anlamında katkıda bulunmaktadır¹³².

Tablo 3.3
1998-2011 yıllarında Avrupa'da Türev Ürün Kullanımı
(Milyon Adet Kontrat)

| | Forward ve Swap Kontratları | Opsiyon Kontratları | | Forward ve Swap Kontratları | Opsiyon Kontratları |
|--------|-----------------------------|---------------------|--------|-----------------------------|---------------------|
| Haz.98 | 1,158 | 995 | Haz.05 | 837 | 794 |
| Ara.98 | 1,187 | 1,254 | Ara.05 | 767 | 814 |
| Haz.99 | 802 | 892 | Haz.06 | 803 | 721 |
| Ara.99 | 900 | 945 | Ara.06 | 748 | 1,140 |
| Haz.00 | 706 | 743 | Haz.07 | 822 | 1,073 |
| Ara.00 | 841 | 1,312 | Ara.07 | 603 | 965 |
| Haz.01 | 733 | 1,962 | Haz.08 | 949 | 918 |
| Ara.01 | 831 | 1,541 | Ara.08 | 729 | 1,066 |
| Haz.02 | 824 | 2,235 | Haz.09 | 872 | 1,325 |
| Ara.02 | 947 | 1,327 | Ara.09 | 805 | 1,447 |
| Haz.03 | 984 | 1,788 | Haz.10 | 910 | 1,325 |
| Ara.03 | 857 | 1,863 | Ara.10 | 873 | 990 |
| Haz.04 | 879 | 2,227 | Haz.11 | 745 | 995 |
| Ara.04 | 767 | 852 | Ara.11 | | |

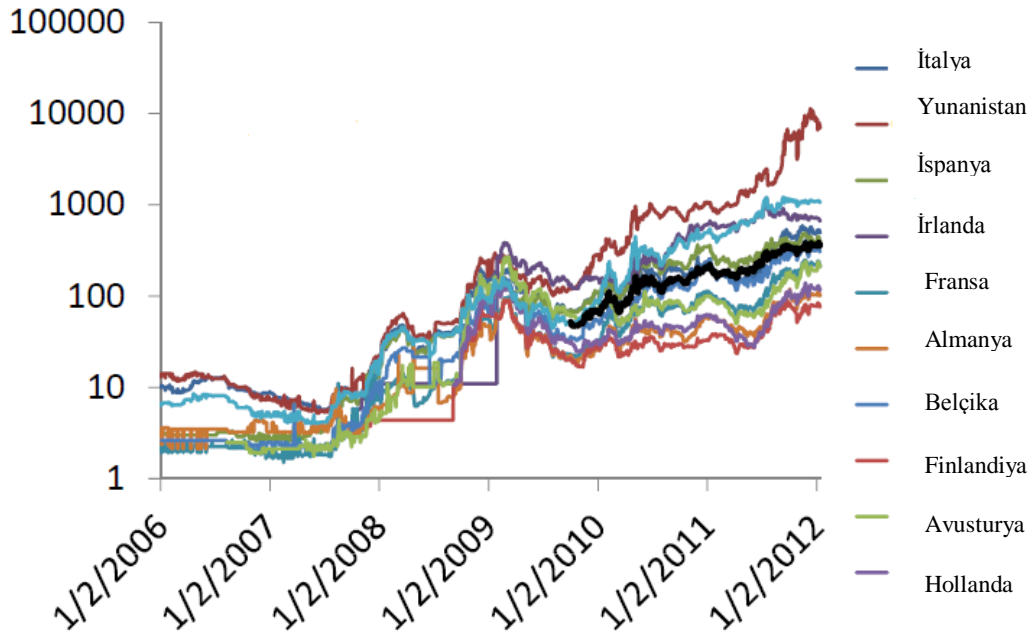
Kaynak: www.bis.org.tr

Avrupa'da türev ürün kullanımı genel olarak yıllar içerisinde artmıştır ancak tüm dünyayı derinden etkileyen 2007 global ekonomik krizinin başlaması ile birlikte Avrupa'da imzalanan kontrat sayısı bir süre azalmış, ardından yeniden artmaya başlamıştır. Aralık 2007'de haziran 2007'ye göre imzalanan türev ürün kontratları

¹³² **The Global Derivatives Market(White Paper)**, Deutsche Börse Group, s. 10, http://math.nyu.edu/faculty/avellane/global_derivatives_market.pdf, (25.05.2012)

yaklaşık olarak %20 oranında azalmış ve 1.895 binden imzalanan kontrat sayısı 1.568 bine düşmüştür.

Avrupa ülkelerinde yıllar içerisinde opsiyon sözleşmeleri forward ve swap sözleşmelerine oranla göreceli olarak yıllar içerisinde daha fazla kullanılmıştır. 2008 haziran ayında imzalanan opsiyon kontratlarında bir düşüş yaşanmış buna karşılık imzalanan forward ve swap kontratları sayısı artmıştır. 2008 aralık ayı itibariyle de yeniden imzalanan opsiyon sözleşmeleri artmaya başlamıştır.



Grafik 3.3 Avrupa Ülkelerinde 2006-2012 Yılları Arasında CDS Kullanımı

Kaynak: <http://www.iie.com/publications/papers/johnson20120119ppt.pdf>

Yukarıdaki grafikte Avrupa ülkelerinde 2006-2012 yılları arasındaki Kredi Temerrüt Swapı (CDS) kullanımı gösterilmektedir. 2007 yılında başlayan krizin gerçek nedeni olarak gösterilen Kredi Temerrüt Swapı'nın kullanımı krizin başlaması ile birlikte giderek artmıştır. Avrupa ülkeleri almış oldukları borçları özellikle ABD'de yaşanan krizin de etkisi ile ödemekte zorlanmış ve buna bağlı olarak ülkelerdeki CDS kullanımları artmıştır. 2010 yılından itibaren büyük bir borç krizi yaşayan ve Avro

Bölgesinden çıkarılması gündemde olan Yunanistan'da CDS kullanımını çok hızlı bir şekilde artmış ancak Yunanistan'da yaşanan krizin etkileri azalacağına giderek daha da artmaktadır.

Tablo 3.4
Avrupa'nın Makroekonomik Göstergeleri

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|-------|------|------|------|------|------|
| GSYH (Yıllık Değişim %) | 2,2 | 3,4 | 3,1 | 1,1 | -4 | -0,3 |
| Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatlarıyla) | 2,3 | 2,3 | 2,4 | 3,7 | 0,8 | 0,8 |
| Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak) | -0,05 | -0,3 | -0,5 | -1,1 | -0,8 | -0,5 |

Kaynak : IMF, World Economic Outlook, Crisis and Recovery, April 2009

Avrupa ülkelerinde krizin etkisiyle 2008 yılında makroekonomik göstergelerde de bir düşüş yaşanmıştır. 2008 yılında GSYH'daki değişim %3,1'den %1,1 e, 2009 yılında negatif yönlü %4 değişime uğramış, 2010 yılında alınan ekonomik önlem paketleri ile %-0,3 e düşmüştür. Enflasyon oranı ise genel olarak düşük seviyelerde seyretmektedir. Krizin yaşandığı 2008 yılında enflasyon oranları biraz artış yaşanmış ve enflasyon %3,7'e çıkmış, ardından yine alınan önlemlerle birlikte yeniden %0,8 oranına inmiştir. Avrupa ülkelerindeki cari denge ise sürekli açık vermiş, özellikle 2008 yılında cari denge %-1,1 oranına çıkmıştır.

3.2.1.3.ABD'de Türev Ürünler

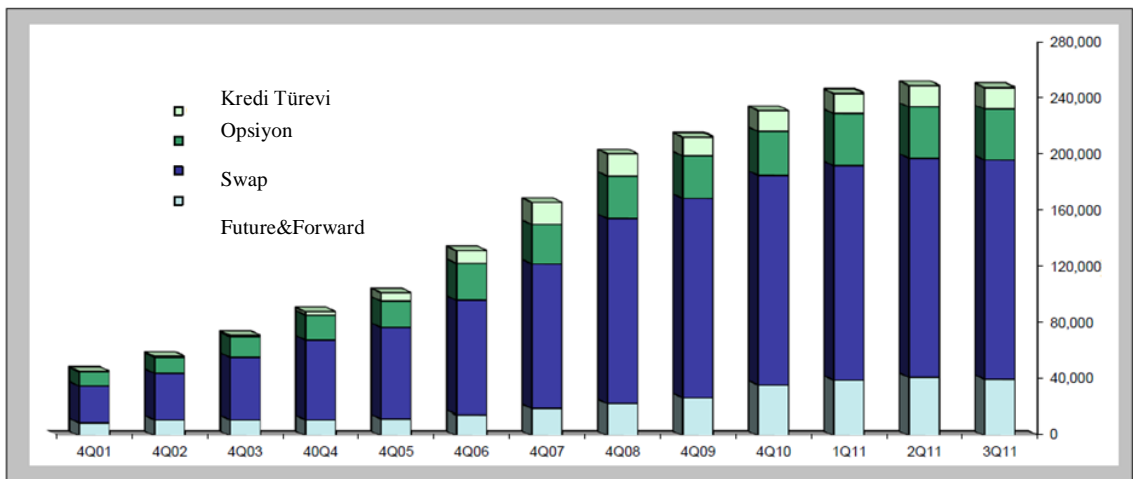
ABD'de 2000 yılından bu yana yapılan türev işlemler hızla artmaktadır. Aralık 2001'den Eylül 2011'e kadar ABD'de tezgah üstü piyasalarda işlem gören toplam kontrat büyüklüğü %546 gibi olağanüstü bir boyutta artarak 247.952 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 3.5
ABD’de Türev Ürün Kullanımı (Milyar Dolar)

| | Futures& Forwards | Swaps | Options | Kredi Türevi | Toplam |
|------|----------------------------------|--------------|----------------|-------------------------|---------------|
| 4Q01 | 9,313 | 25,645 | 10,032 | 395 | 45,386 |
| 4Q02 | 11,374 | 32,613 | 11,452 | 635 | 56,074 |
| 4Q03 | 11,393 | 44,083 | 14,605 | 1,001 | 71,082 |
| 4Q04 | 11,373 | 56,411 | 17,750 | 2,347 | 87,880 |
| 4Q05 | 12,049 | 64,738 | 18,869 | 5,822 | 101,478 |
| 4Q06 | 14,877 | 81,328 | 26,275 | 9,019 | 131,499 |
| 4Q07 | 18,967 | 103,090 | 27,728 | 15,861 | 165,645 |
| 4Q08 | 22,512 | 131,706 | 30,267 | 15,897 | 200,382 |
| 4Q09 | 26,493 | 142,011 | 30,267 | 14,036 | 212,808 |
| 4Q10 | 35,709 | 149,247 | 32,075 | 14,150 | 231,181 |
| 1Q11 | 39,081 | 152,736 | 37,275 | 14,899 | 243,991 |
| 2Q11 | 41,097 | 156,054 | 36,958 | 15,227 | 249,337 |
| 3Q11 | 39,791 | 156,032 | 36,368 | 15,661 | 247,952 |

Kaynak: <http://www.bis.org/>

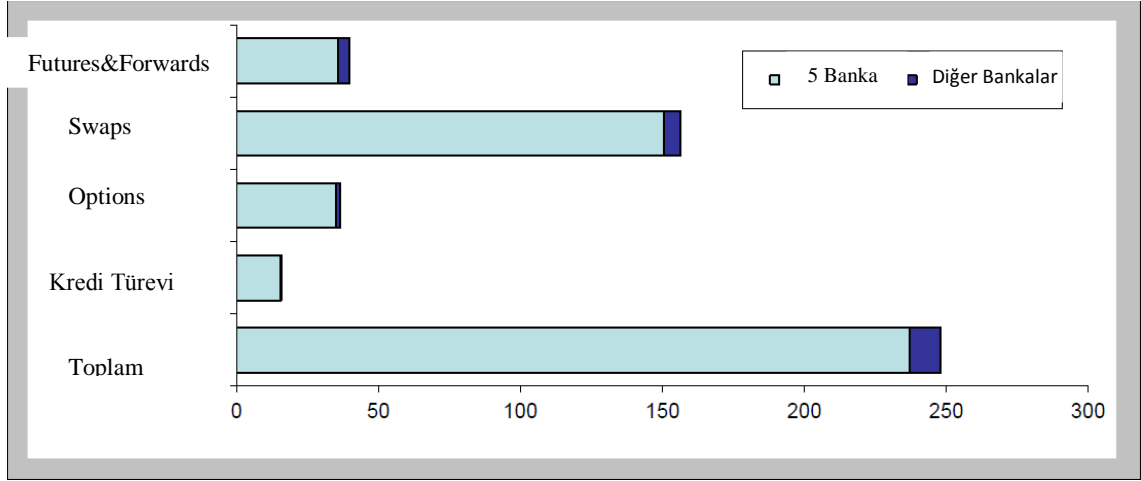
Yıllar itibariyle ABD’de türev ürünlerin dağılımı incelendiğinde en fazla swap işleminin yapıldığı görülmektedir. 2001 yılında swapların toplam türev ürünler içinde %63 ile en yüksek orana sahip olduğu görülmektedir. Bunu %14 ile forward kontratlar, %13 ile tezgah üstü piyasalarda işlem gören opsiyon sözleşmeleri izlemektedir. Kalan %10’luk oran ise diğer türev ürünler arasında paylaşılmıştır.



Grafik 3.4: ABD’de Türev Ürünler Dağılımı

Kaynak: <http://www.occ.gov>

ABD’de türev ürünleri yoğun olarak kullanan önde gelen beş banka; JP Morgan, Citibank, Bank of America, Goldman Sachs ve HCBC Bank olarak sıralanmaktadır. Aşağıdaki grafikte, türev ürünlerin 2011 yılının 3.çeyrek itibariyle önde gelen beş banka ve diğer bankalar arasında dağılımı görülmektedir. Bu dağılım, aynı zamanda kontrat türlerine göre dağılımı da içermektedir¹³³.



Grafik 3.5: Türev kontratların önde gelen beş banka ve diğer bankalar arasında 2011 yılının 3. çeyreğinde dağılımı

Kaynak : <http://www.occ.gov>

¹³³ Chambers, Nurgül. “Türev Ürünlerin U.S. Bankalarında Kullanımı”, <http://www.bilgeyatirimci.com/2012/01/23/turev-urunlerin-u-s-bankalarinda-kullanimi/>, (01.05.2012).

Tablo 3.6
Önde Gelen Beş Bankanın Türev Kontrat Çeşitlerini Kullanım Durumu
(2011 Yılı 3.Çeyrek İtibariyle) Milyar Dolar

| | Beş Banka (\$) | Toplam (%) | Diğer Bankalar (\$) | Toplam (%) | Tüm Bankalar (\$) | Toplam (\$) |
|------------------|----------------|------------|---------------------|------------|-------------------|-------------|
| Futures&Forwards | 36,460 | 15.5 | 3,177 | 1.4 | 39,636 | 16.9 |
| Swaps | 143,292 | 61.1 | 3,651 | 1.6 | 146,943 | 62.6 |
| Options | 32,210 | 13.7 | 1,393 | 0.6 | 33,603 | 14.3 |
| Kredi Türevleri | 14,314 | 6.1 | 158 | 0.1 | 14,472 | 6.2 |
| Toplam | 226,276 | 96.4 | 8,379 | 3.6 | 234,655 | 100.0 |

Kaynak: <http://www.occ.gov>

Tablodan anlaşılacağı üzere, 247.952 milyar \$ tutarındaki toplam türev ürünlerin 236.977 milyar \$'na önde gelen beş banka sahiptir. Diğer bankaların sahip olduğu tutar ise sadece 10.974 milyar \$'dır. Oransal olarak bakıldığında söz konusu beş banka toplam türev ürünlerin yaklaşık %96'sına sahiptir. Geriye kalan %4 gibi düşük bir oran diğer bankalar arasında dağılmıştır. Daha önce de belirtildiği üzere swaplar %63'e ulaşan oranla diğer türev ürünlere göre oldukça fazla kullanılmaktadır.

Tablo 3.7

**Faiz Oranı ve Yabancı Paraya Dayalı Kontratlarda Vade Yapısı
(2001 – 2010 Yılları ve 2011 Yılı 1. 2. ve 3. Çeyrek) Milyar Dolar**

| | 01Q4 | 02Q4 | 03Q4 | 04Q4 | 05Q4 | 06Q4 | 07Q4 | 08Q4 | 09Q4 | 10Q1 | 10Q2 | 10Q3 |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| IR:<1 yıl | 10,357 | 12,972 | 13,573 | 15,914 | 18,482 | 29,546 | 39,083 | 47,147 | 80,976 | 84,013 | 88,995 | 90,912 |
| IR:1-5 yıl | 11,809 | 14,327 | 20,400 | 25,890 | 27,677 | 31,378 | 37,215 | 47,289 | 33,632 | 33,329 | 33,342 | 35,133 |
| IR:>5 yıll | 7,523 | 9,733 | 13,114 | 16,489 | 19,824 | 23,270 | 27,720 | 36,780 | 26,144 | 24,117 | 23,096 | 24,547 |
| FX:<1 yıl | 3,785 | 4,040 | 4,470 | 5,348 | 5,681 | 7,690 | 11,592 | 10,868 | 10,416 | 11,092 | 11,960 | 13,363 |
| FX:1-5 yıl | 661 | 829 | 1,114 | 1,286 | 1,354 | 1,416 | 1,605 | 2,171 | 2,449 | 2,440 | 2,356 | 2,582 |
| FX:>5 yıl | 492 | 431 | 577 | 760 | 687 | 593 | 619 | 1,086 | 1,344 | 1,329 | 1,307 | 1,432 |

Kaynak: <http://www.occ.gov>

2001 yılından itibaren gerek faize gerekse yabancı paraya dayalı kontratlarda en çok bir yıl vadeye kadar olanlar kullanılmaktadır. Bunu 1 ile 5 yıl arasında vadesi olan kontratlar izlemektedir. Beş yıldan uzun vadeli kontratların kullanımının, bir yıl vadeliyle kıyaslandığında, oldukça düşük olduğu görülmektedir.

3.3. Türev Ürünler ve 2007-2012 Küresel Ekonomik Krizi

2007 yılında Amerika Birleşik Devletleri konut piyasasında ortaya çıkan, kısa sürede önce ABD finansal sistemini ve sonra da diğer ülke ekonomilerini olumsuz etkileyen ve dünya finans tarihinin en büyük krizlerinden biri olarak nitelendirilen kriz, 21. yüzyılda küresel ölçekte yaşanan ilk finansal krizdir. 2007 yılının ikinci yarısı küresel ekonomik krizin damgasını vurduğu yıl olarak tarihe geçmiştir. Kriz, boyutları itibariyle 1929 yılından sonra yaşanan en büyük kriz olarak nitelendirilmektedir¹³⁴. Dilimize tutsak olarak da çevrilen “mortgage,” aslen ülkemizde ve Kıta Avrupa’sında kullanılan ipotek kelimesinin Anglo-Saxon’lardaki karşılığıdır¹³⁵. Özellikle ABD’de son yıllarda mortgage sistemi ile konut üretimindeki fazlalık yaratılan borçlanma olanakları ile eritmeye çalışılmıştır. Ancak bu sistem de yaratılan sermayenin (paranın) yeniden üretime dönüşmemesi nedeniyle kriz yaşanmıştır. Dünyada 2006 yılında Amerikan mortgage (tutsak) piyasasındaki geri ödeme sorunları şeklinde başlayan kriz 2007 ve 2008 yıllarında küresel bir likidite ve kredi krizine dönüşerek piyasalardaki “güven” unsuruna zarar vermiştir. Yaşanan küresel ekonomik krizde dev finans şirketleri iflas etmiş, borsalarda dramatik düşüşler ve kurlarda ciddi yükselişler görülmüştür¹³⁶.

ABD gayrimenkul piyasasında başlayan sorunların zaman içerisinde giderek büyümesi ve gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ekonomilere doğru yayılarak küresel bir boyut kazanması ile gerçekleşen krizdir. Gelişmekte olan ülkelerde birinci ve ikinci el ipotek piyasalarının az gelişmiş olması ya da hiç gelişmemiş olması bu ülkelerin başlangıçta göreceli olarak daha az etkilenmelerine neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin 1990’lı yıllarla birlikte yaşadıkları kriz deneyimleri ve devamında finans piyasaları ile bankacılık sektöründe gerçekleştirdikleri reformlar, bu ülkelerin krize

¹³⁴ Terzi, Nuray. **Hedge Fonlar**, İstanbul, Beta Yayınevi, 2009, 1. Baskı, s. 153.

¹³⁵ Birdal, Murat. **“Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”**, Anadolu International Conference in Economics June 17-19, 2009, Eskişehir, Turkey, s. 1.

¹³⁶ Köse, Ali ve Serpil Bülbül. **“2008 Küresel Kriz Sürecinde Türk Bankacılık Sektörünün Finansal Performans Analizi”**, Uluslararası Finans Sempozyumu 2009, İstanbul, Beta Yayıncılık, 2010, s. 263.

daha sağlam bir makroekonomik yapı ile girmelerine katkıda bulunmuştur¹³⁷. Kriz bu sebeple öncelikle gelişmiş ülkeleri etkilemiştir.

Tablo 3.8
Çeşitli Ülke ve Bölgelerdeki Ekonomik Büyüme Oranları (%)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Dünya | 5.2 | 3.4 | 0.5 | 3.0 |
| Gelişmiş Ülkeler | 2.7 | 1.0 | -0.2 | 1.1 |
| ABD | 2.0 | 1.1 | -1.6 | 1.6 |
| Japonya | 2.4 | -0.3 | -2.6 | 0.6 |
| Kanada | 2.7 | 0.6 | -1.2 | 1.6 |
| Gelişmekte Olan Ülkeler | 8.3 | 6.3 | 3.3 | 5.0 |
| Çin | 13.0 | 9.0 | 6.7 | 8.0 |
| Hindistan | 9.3 | 7.3 | 5.1 | 6.5 |
| Brezilya | 5.7 | 5.8 | 1.8 | 3.5 |
| Meksika | 3.2 | 1.8 | -0.3 | 2.1 |
| AB | 3.1 | 1.3 | -1.8 | 0.5 |
| Almanya | 2.5 | 1.3 | -2.5 | 0.1 |
| Fransa | 2.2 | 0.8 | -1.9 | 0.7 |
| İngiltere | 3.0 | 0.7 | -2.8 | 0.2 |
| Avrupa Dışı Gelişmiş Ülkeler | 4.6 | 1.9 | -2.4 | 2.2 |

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2009, <http://www.imf.org>

¹³⁷ Hepşen, Ali. **Finansal Krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin Önemi**, İstanbul, Literatür Yayınları, 2011, s. 41.

3.3.1.2007-2012 Küresel Ekonomik Krizinin Nedenleri

Küresel ekonomik krizi, 2007 yılının ikinci yarısından itibaren ABD mali sektöründen başlayarak derinleşmiş ve 2008 yılının sonbahar aylarında banka kurtarma operasyonlarıyla zirveye çıkmıştır. Bu tarihten itibaren şiddetini arttırarak tüm dünyaya yayılmıştır. Küresel reel üretimin ağırlığı Çin'e doğru kayarken, ABD ekonomisindeki türev piyasa işlemleri de giderek artıyordu. Krizin etkenleri arasında türev piyasalardaki sanal fiyatların artmasının yanı sıra; mortgage kredilerinin yapısının bozulması, konut fiyatlarındaki büyük artışlar, menkul kıymetlerin fonlanmasında yaşanan sıkışıklık, kredi türev piyasalarının genişlemesi gibi etkenler sayılabilmektedir¹³⁸.

3.3.1.1.Likidite bolluğu ve özensiz krediler

ABD'de 2000 yılında yüksek teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinin oluşturduğu balonun patlamış ve 2001'de 11 Eylül saldırısı yaşanmıştır. Bu önemli gelişmelerin ardından ABD Başkanı George W. Bush, 2001 ve 2002' de yaşanan ekonomik durgunluğu aşmak amacıyla çeşitli siyasi ve ekonomik kararlar almıştır. Bu kararlar doğrultusunda ABD gayrimenkul piyasalarında Merkez Bankası (Federal Reserve-FED) 2000 yılından itibaren düşük faiz politikası uygulamış ve faiz oranlarını %1 düzeyine indirmiştir. Düşen faiz oranları ile ipotekli konut kredilerinde bir patlama yaşanmış ve 2007 yılına gelindiğinde ABD'de ipotekli kredi hacmi 15 trilyon dolara ulaşmıştır.

¹³⁸ Özbek, Orkun. "Küresel Krizin Dünya Ekonomisine Etkileri ve Geleceği", Ar-Ge Bülteni 2009 Aralık Ekonomik, İzmir Ticaret Odası, s. 3, http://www.izto.org.tr/NR/rdonlyres/7475BDA1-95B74855B3519ADCE4362AFE/13595/KURESELKR%C4%B0Z_O%C3%96ZBEK.pdf, (22.12.2011).

Tablo 3.9

ABD Gayrimenkul Piyasalarında İpotek Kredilerinin Dağılımı

| Trilyon \$ | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|-----------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Konut | 5,20 | 5,64 | 6,44 | 7,23 | 8,27 | 9,37 | 10,44 | 11,12 | 11,03 |
| Çoklu Kullanım | 0,41 | 0,45 | 0,49 | 0,57 | 0,62 | 0,69 | 0,74 | 0,84 | 0,90 |
| Ticari | 1,17 | 1,28 | 1,38 | 1,51 | 1,68 | 1,93 | 2,21 | 2,49 | 2,60 |
| Çiftlik | 0,11 | 0,12 | 0,95 | 0,94 | 0,97 | 0,10 | 0,11 | 0,11 | 0,11 |
| Toplam | 6,43 | 7,25 | 9,26 | 10,25 | 11,54 | 12,09 | 13,50 | 14,56 | 14,64 |

Kaynak: Ali Hepşen; Finansal Krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin Önemi, Literatür Yayınları, İstanbul, 2011, s. 41

ABD gayrimenkul piyasasında ipotekli konut kredisi talebinde bulunan kişilerin ödeme güçleri(kredi skorları) dikkate alınarak bir sınıflandırma yapılmaktadır. Bu tür bir sınıflandırmanın temel amacı, kredi talep eden kişinin dâhil olduğu gruba göre risklerinin belirlenerek, risk yapısına uygun faiz oranları üzerinden kredi kullandırılmasıdır. Kişilerin ödeme güçlerine göre yapılan sınıflandırmanın içerisinde temel olarak “Prime (Üst Gelir Grubu-Risk Düzeyi Düşük) Krediler, Alt-A (Orta Gelir Grubu-Orta Düzeyde Riskli) Krediler ve Subprime (Alt Gelir Grubu-Risk Düzeyi Yüksek) Krediler” yer almaktadır. Subprime kredi alan taraflar borçları için anapara ve faiz ödemelerinin gelirlerine oranı genellikle %50’den yüksektir. Dolayısıyla aylık borç ödemelerini aylık gelirlerinden düşükten sonra ailelerini geçindirmekte zorluk çekmektedirler. İkinci olarak, iki yıl ve daha öncesine gidildiğinde, geçmişte aldıkları kredileri geriye ödeyememeleri nedeniyle mahkemeye düşmekte yada edindikleri malları ellerinden çıkarmak zorunda kalmaktadırlar. Üçüncü olarak 12 ay içerisinde ödemelerini 30 gün olarak ya da 24 ay içerisinde ödemelerini 60 gün aksatmışlardır¹³⁹.

¹³⁹ Özatay, Fatih. **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitap, İstanbul, 2009, s. 104.

Tablo 3.10

Prime, Alt-A ve Subprime İpotekli Konut Kredilerinin Hacmi

| | Prime Krediler | | Alt-A Krediler | | Subprime Krediler | | Toplam | |
|------|----------------|---------------|----------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|
| | Trilyon Dolar | Yüzde Dağılım | Milyon Dolar | Yüzde Dağılım | Milyar Dolar | Yüzde Dağılım | Trilyon Dolar | Yüzde Dağılım |
| 2001 | 2,002 | %89 | 64 | %3 | 187 | %8 | 2,253 | %100 |
| 2002 | 2,624 | %90 | 77 | %3 | 230 | %8 | 2,931 | %100 |
| 2003 | 3,504 | %89 | 96 | %2 | 349 | %9 | 3,949 | %100 |
| 2004 | 1,893 | %70 | 209 | %8 | 593 | %22 | 2,694 | %100 |
| 2005 | 1,762 | %62 | 403 | %14 | 663 | %23 | 2,829 | %100 |
| 2006 | 1,512 | %60 | 411 | %16 | 617 | %24 | 2,540 | %100 |
| 2007 | 1,509 | %76 | 275 | %14 | 191 | %10 | 1,975 | %100 |

Kaynak: Ali Hepşen; Finansal Krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin Önemi, Literatür Yayınları, İstanbul, 2011, s. 48

Hükümetin faiz oranlarını %1 düzeyine çekmesi ve bankaların yeterince inceleme yapmadan dağıttığı krediler sonucunda ABD’de subprime kredilerin tüm krediler içerisindeki yeri 2006 yılında %24 düzeyine çıkmıştır. Kredi taleplerinin artmasına bağlı olarak konut fiyatları yükselmiş ve gayrimenkul piyasalarında fiyatların daha da yükseleceği algısı oluşmuştur. Bu durum piyasa da asimetrik bilgiye neden olmuş, kredi kullanıcıları yanlış yönlendirilmiş, konut satın alma bir yatırım aracı olarak algılanmıştır¹⁴⁰. Bu durum finansal kurumların iştahını arttırmış ve varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları yapılmıştır. Krizin başlaması ile birlikte gayrimenkul piyasalarında aşırı hareketler (ani fiyat artış ve azalışları) gözlenmiştir.

¹⁴⁰ Akın, Faruk ve Nalan Ece. “Küresel Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörü İstihdamı Üzerindeki Etkileri”, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 2009, Cilt 27, Sayı 2, s. 155.

3.3.1.2. Menkul kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme (Securitization), risk paylaşımı amacıyla sermaye piyasası araçları içinde likit olmayan araçların likit hale dönüştürülmesi sürecidir¹⁴¹. Menkul kıymetleştirme nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler üretilmesidir. ABD’de likiditenin bol olduğu dönemde (2000-2006) menkul kıymetleştirme ile bireyler normalden fazla kredi kullanmışlardır.

Tablo 3.11

ABD Mortgage Piyasası Temel Göstergeler

| Yıl | Mortgage Kredileri (milyar dolar) | Menkulleştirme Oranı (%) | Yüksek Riskli Krediler (milyar dolar) | 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 | 20.0 | 81.3 |
| 2006 | 2980 | 67.6 | 600 | 20.1 | 80.5 |

Kaynak:Murat Birdal “Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri” , Anadolu International Conference in Economics June 17-19, 2009, Eskişehir, Turkey, s. 1

Menkul kıymetleştirmenin krizin sebeplerinden birisi olarak değerlendirilmesinin nedeni menkul kıymetleştirmeyeyle riskin bir kurumdan diğerine aktarılmasının kolaylaşmasıdır. Mortgage kredisi veren bir banka kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek kısmen veya tamamen bir yatırım bankasına veya bir mortgage kuruluşuna satmaktaydı. Bu mekanizma kriz durumunda mali sistemi daha

¹⁴¹ Kaplan, Cafer. “Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğ no: 9910, Nisan 1999, s. 8.

kırılğan bir hale getirdi¹⁴². Banka tarafından yapılan menkul kıymetleştirme ile kredi ödemelerindeki aksama hem krediyi veren banka hem de menkul kıymeti satın alan diğer finansal kuruluşlar için zarar ifade etmekteydi. Kriz bu nedenle sadece kredilerin geri ödenememesinden değil, aynı zamanda kredilerin yeniden piyasada satılmasından kaynaklanmaktaydı.

3.3.1.3. Derecelendirme kuruluşları

Derecelendirme kuruluşları ile ilgili en önemli sorun, kurumlar arası çıkar çatışmasıdır (conflict of interests). Bankalarla ve diğer finansal kuruluşlarla ilgili notları veren derecelendirme kuruluşları, bu firmalar tarafından finanse edilmektedir. Bu durumda derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapabilme olasılıkları da giderek azalmaktadır. Öte yandan derecelendirme kuruluşları, firmaların finansal sorunlarını her zaman tespit edememekte, bazen sorunu kısmen veya gecikmeli olarak görebilmektedir. Özellikle 2004 ve 2007 yılları arasında başta ABD olmak üzere çeşitli ülkelerdeki yatırım bankaları yüksek oranda getiri sağlamaları nedeni ile içerisinde yüksek riskli konut kredilerinin de bulunduğu havuzu CDO (Collateralized Debt Obligation: Teminatlı Borç Senetleri) ihraç etmek üzere kredi derecelendirme kuruluşlarına onaylatmışlardır. Verilen derecelendirme notu yatırımcı için bir tavsiye niteliği taşısa da, notu AAA ile BB arasında değişen düşük risk derecesine sahip ve yüksek getiri sağlayan bu borç senetleri bankalar, emeklilik fonları ve hedge fonlar tarafından yoğun şekilde tercih edilmekteydi. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu Moody's, S&P ve Fitch son dönemde çeşitli ülke, şirket ve CDO'lara verdikleri tartışmalı notlar ile yoğun şekilde eleştiriye uğramış, bu baskılar sonucunda 2008 yılı içinde notu daha önce AAA olan pek çok yatırım aracının notu ani şekilde düşürülmüştür.¹⁴³ Bu durum da belirsizliği ve güvensizliği giderek arttırmıştır.

¹⁴² Alantar, Doğan. “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuc_ari_MFY81.pdf, (23.01.2012).

¹⁴³ Yazıcı, Mehmet. **Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi**, http://www.finanskulup.org.tr/Assets/maliyefinans/82/Mehmet_Yazici_Kredi_Derecelendirme_Kuruluslarinin_Onemi_ve_Denetimi.pdf, (17.01.2012).

3.3.2. Krizin Ortaya Çıkışı

2006 yılının ikinci yarısında gayrimenkul piyasalarında durgunluk başlamıştır. Bu durgunluk yüksek riskli kredi grubunda yer alan konut sahiplerinin kredi borcunu ödemek amacıyla konutlarını satamamasıyla likidite sorununa dönüşmüştür. Mortgage kredilerini ödeyemeyen grup küçüktü. Ancak bu krediler CDS gibi finansal yatırım araçları aracılığı ile toplanıp başka kredilerle birleştirildiği için oluşan zararın nereye gittiği ya da kimleri etkileyeceği bilinmemektedir. Yatırımcılar bu fonlardan paralarını çekince bir anda ortalık karıştı. Likidite sıkıntısı bir anda ciddi bir problem haline geldi. Kredileri veren finansal kuruluşlar ve bankalar artık fonları çevirecek likiditeyi bulamaz hale geldi. %3-5 gibi oranlardaki düşüşler bile milyon dolarları buharlaştırdı ve riskli gruplara kredi veren kuruluşlar birer birer batmaya başladı¹⁴⁴. Gelişmiş ülkelerin piyasalarında yer alan borsalarda 2006 yılına göre, 25 trilyon doları aşkın kayıplar yaşanmıştır. Lehman Brothers başta olmak üzere dev bankalar iflas etmiş, ABD’de yatırım bankacılığı tarihe karışmıştır (Ek 5).

¹⁴⁴ Sarıoğlu, Okan. Mortgage Krizi, <http://www.okansarioglu.com/mortgage-krizi> (25.04.2012).

Tablo 3.12
2007-2012 Krizinin Gelişimi

| 2007 Temmuz | 2007 Ağustos | 2007 Eylül | 2007/ C4 ve Sonrası |
|--|--|---|---|
| Subprime/Kredi Krizi | Likidite Krizi | Kredi ve Likidite Krizi Devam Ediyor | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Piyasalar subprime kredi ödemelerinin yapılmamasıyla şoka girdi • Subprime kredilerine dayalı finansal ürünler tekrar değerlendirildi • Yüksek profilli olan yatırımcılar zarar kaydetti • Yatırımcılar riskten kaçınmaya başladı • Kredi riskleri yeniden fiyatlandı • Yatırımcılar nakit varlıklarını sattı | <ul style="list-style-type: none"> • İlk kredi sorunları sonuçlarını göstermeye başladı • Risk iştahı azaldı • Yatırımcılar varlığa dayalı finansman bonusu almakta isteksiz davrandı • Kısa vadeli finansman talepleri oluştu • Bankalar talepleri karşılamak için nakit tutmaya başladı • 3 aylık LIBOR oranları yükseldi • Borçlanma maliyetleri etkilendi | <ul style="list-style-type: none"> • Likidite açığı devam etti • Bankalar hala kısa vadeli borçlanma-ya devam etti ve dönem faizlerini yükseltti • Yeni kredi kullanıcıları için koşullar ağırlaştırıldı • Avrupa Merkez Bankası, FED ve BOE gecikmeli olarak acil likidite sağladı • FED faizleri %0,5 puan indirdi | <ul style="list-style-type: none"> • Yüksek dönem faizleri • Spekülatif davranışlar kredi kullananları olumsuz etkiledi • Tüketiciden kaynaklı riskler azaldı • Merkez bankası yardımlarını tahmin etmek kolaylaştı |

Kaynak: Faruk Demir, Ayşegül Karabıyık, Emine Ermişoğlu, Ayhan Küçük. ABD Mortgage Krizi, BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği, Ağustos 2008, s. 1

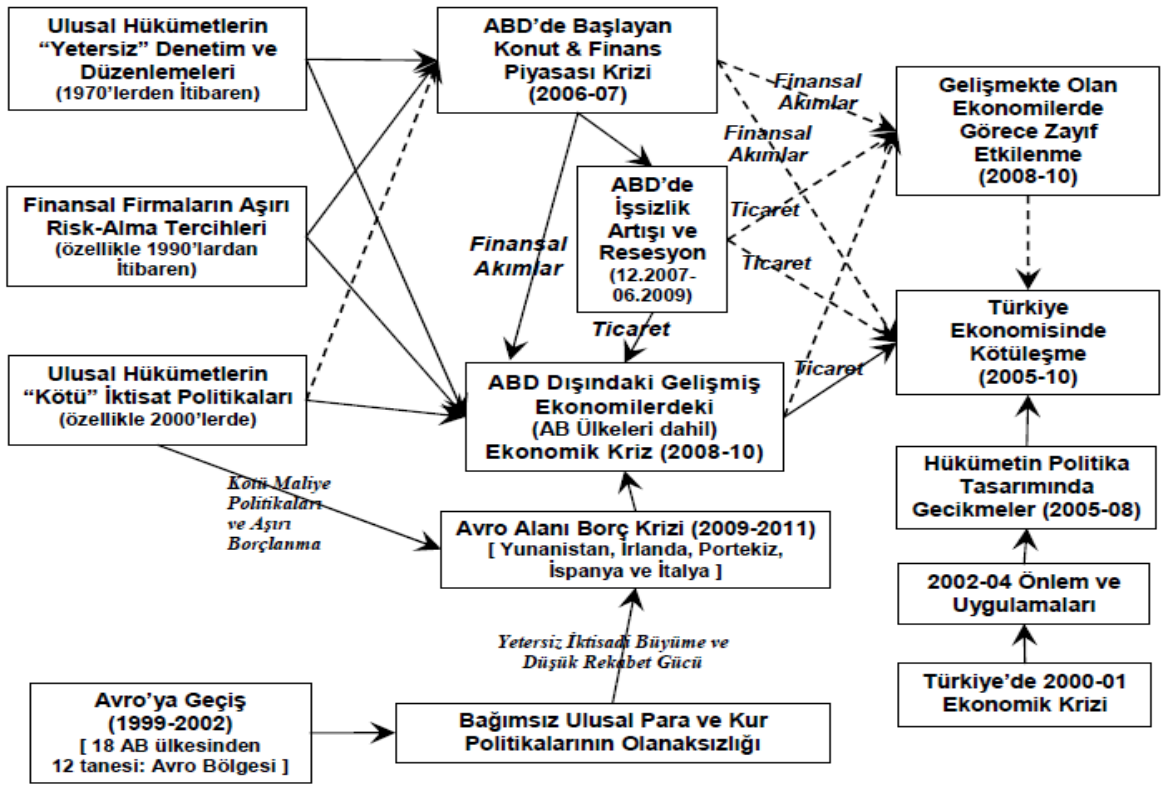
Başta ABD, Almanya, İngiltere, Fransa, Japonya, İrlanda tarafından olmak üzere 6 trilyon doları aşkın ekonomik paketler açıklanmasına karşın durulmayan finansal kriz, çok sürmeden reel sektöre de yansdı, başta otomotiv sektörü olmak üzere bir çok şirket derin mali krize girdi, milyonlarca kişi işini kaybetti. Kriz gelişmekte olan ülkeleri de derinden sarsmaya başladı. Gelişmiş İzlanda'nın yanı sıra gelişmekte olan Macaristan, Ukrayna, Pakistan gibi ülkeler Uluslararası Para Fonu (IMF) desteğine muhtaç kaldı. Büyük gelişmekte olan ülkelere Türkiye ile Belarus ve Sırbistan IMF ile görüşmeye başladı. Rusya, Brezilya, Çin, Hindistan gibi dev gelişmekte olan ülkeler her ne kadar büyük döviz rezervleri nedeniyle görece olarak

krizden az etkilenseler de büyüme hızlarında keskin düşüşler oldu. Hatta Rusya, durgunluğa girdi¹⁴⁵.

3.3.3. Krizin Etkileri

ABD'deki konut piyasasında 2006-2007'de ortaya çıkan kriz, önce finansal, sonra da reel sektöre hızla yayılmış ve böylece ABD ekonomisi, Aralık 2007 – Haziran 2009 arasında büyük bir işsizlik artışı ve durgunluk (resesyon) sorunu ile karşılaşmıştır.

Şekil 3.1
ABD'deki Finans Krizinin Başlıca Ekonomik Etkileri



Kaynak: Aykut. Kibritçioğlu. "2006-2011 Küresel Ekonomik Krizinin Bileşenleri ve Karmaşıklığı", *İktisat ve Toplum Dergisi*, s. 5, <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/33515/>, (14.05.2012)

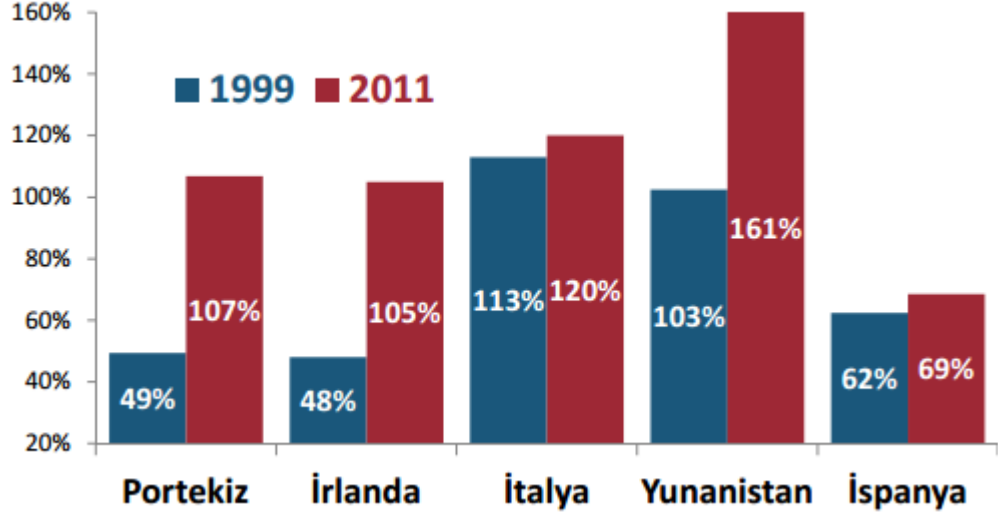
¹⁴⁵ 2008, Krizin Damga Vurduğu Yıl, <http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/469274.asp#storyContinues>, (23.01.2012).

ABD'deki bu ekonomik kriz, özellikle güçlü finansal ilişkiler nedeniyle dünyanın diğer gelişmiş ekonomilerine de (özellikle AB ülkelerine) bulaşmıştır. Bu süreçte, gelişmekte olan ülkelerin ABD'deki krizden gelişmiş ekonomilere kıyasla göreceli olarak daha az etkilendiği görülmüştür. Krizin etkileri kısa sürede tüm dünyaya yayılarak küresel boyutta bir mali ve reel sektör krizine dönüşmüş ve krizin olumsuz etkileri Avrupa Birliği'nde de ciddi boyutlarda hissedilmiştir. Yaşanan küresel kriz, Avrupa Birliği ülkelerinde kamu açıklarının ve borç stoklarının önemli ölçüde artmasına ve birçok üye ülkede kamu maliyesinin sürdürülebilirliğinin tehlikeye girmesine sebep olmuştur. 2010 yılının ikinci çeyreğinde Yunanistan'da patlak veren borç krizi, kısa sürede diğer Avro alanı ülkelerini de etkilemiştir¹⁴⁶.

3.3.3.1. Yunanistan Krizi

Avrupa Birliği ülkelerinde küresel krizin etkilerini azaltmaya dönük desteklemeler nedeniyle bir taraftan hükümetler kamu harcamalarını artırırken, diğer taraftan piyasalardaki durgunluğa bağlı olarak vergi gelirlerinde düşüşler yaşanmıştır. Bu durum AB ülkelerinin ciddi bütçe açıkları ve borçlanma artışları ile karşı karşıya kalmalarına yol açmıştır. Uzun süredir gündemde olan yapısal reformların bir türlü hayata geçirilememesi ve dış borçlanmayla sağlanan mali kaynakların doğru kullanılmaması gibi hususların küresel krizin yarattığı olumsuz etkilerle birleşmiş ve Yunan ekonomisinin ciddi ölçekli bir krize sürüklenmesine yol açmıştır.

¹⁴⁶ Kabaalıoğlu, Haluk. "Avro Bölgesi Krizi", s. 16, http://www.ikv.org.tr/images/upload/data/files/20120307100937155_0001.pdf, (14.05.2012).



Grafik 3.4. Yunanistan’da Kamu Borcunun Ekonomiye Oranı

Kaynak: www.imf.org

Son yıllarda kamu harcamalarını aşırı artıran Yunanistan’ın borç yükü yükselmiş, borçlarını sürdüremez hale gelerek krize girmiştir. 1999 yılında Kamu Borç Stokunun GSYİH’ya oranı %103’iken 2011 yılında bu oran %161’e ulaşmıştır. Bu dönemde Yunanistan’da kamu sektöründe çalışanların maaşlarının ikiye katlanması ve artan vergi kaçakçılığının gelir vergilerini azaltması önemli etkenlerdendir. Yunanistan’ı bu borç krizinden kurtarmak için AB ve IMF tarafından yardım yapılmıştır. AB ülkelerinin IMF’nin kurtarma paketinin yanı sıra Yunanistan hükümeti kamu çalışanlarının maaşlarını dondurmak, vergileri artırmak, petrol fiyatlarını yükseltmek ve ortalama emeklilik yaşını artırmak gibi sıkı tasarruf tedbirleri uygulamaya koymuştur.

Yunanistan hükümetini, 2009 yılı sonbaharında bütçe açığını yüzde 12,7 olarak açıklamış ve, bütçe açığını 2012 yılında % 2,8'e indirmek için 14 Ocak 2010 tarihinde bir istikrar programı açıklamıştır. Ancak, daha sonra Yunanistan'ın 2009 yılındaki bütçe açığının GSYH'nin % 15,4'ü düzeyinde olduğu ortaya çıkmış, bu durum Yunanistan'a olan güvensizliği daha da artırmıştır. Bütçe açığına ilişkin söz konusu rakam, Euro Bölgesi ülkelerinin Maastricht Kriterleri çerçevesinde uyması gereken %3 sınırının beş katına tekabül etmektedir¹⁴⁷. Öte yandan küresel kriz nedeniyle birçok yatırım projesi askıya alındığından yatırım malları ithalatı ve ayrıca petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle yıl sonunda cari açık gemicilik ve turizmdeki gelir kaybına neden olmuştur. Yunanistan İstatistik Kurumu verilerine göre 2009 yılındaki daralmanın nedenleri arasında tüketim harcamalarındaki düşüş, azalan sabit yatırımlar ve daralan dış ticaretin yer aldığı görülmektedir. Özel tüketimdeki daralma 2009'da % 1.8 olmuştur. Sabit yatırımlar 2007 yılındaki % 8.4'lük artıştan sonra 2008 yılında % 7.4 düşmüş ve bu gerileme 2009'da devam ederek % 20' leri aşmıştır¹⁴⁸.

Yunanistan'daki sorunlar domino etkisi yaratarak Portekiz, İrlanda, İtalya ve İspanya gibi Euro bölgesinde yer alan ve ekonomilerinde bazı yapısal sorunlar barındıran ülkeleri de etkilemiştir. Bazı ülkelerde tahvil fiyatlarının düşmesine, faiz oranlarının ve dolayısıyla borçlanma maliyetlerinin yükselmesine ve neticede kamu borcunun GSYİH içindeki payının artmasına ve borç sürdürülebilirliğinin tehlikeye girmesine yol açmıştır. Nitekim Yunanistan'ın ardından İrlanda ve Portekiz gibi ülkelerde yardım talebi ile AB'ye başvurmak zorunda kalmışlardır.

3.3.3.2.İrlanda Krizi

İrlanda yirmi yıl önce Avrupa'nın en fakir ülkelerinden biriyken, bugün kişi başına GSYİH açısından AB içinde Lüksemburg'dan sonra ikinci en zengin (yaklaşık 41.000 Euro) ülkesidir. İrlanda, 1990'lı yılların başında hiçbir Avrupa ülkesinin (ve gelişmiş ülkenin) kolay kolay elde edemeyeceği yüksek büyüme oranlarını yakalamış,

¹⁴⁷ “Avrupa Birliği’nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: Euro Rekabet Paktı”, T.C. Başbakanlık Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, Ankara, 2011, s. 5.

¹⁴⁸ Durusoy, Serap ve Ömür Şamiloğlu. “AB’nin Zayıf Ekonomik Halkası Yunanistan’ın Ekonomik Krizi Dinecek Mi?”, Alternatif Politika, Cilt. 4, Sayı. 1, 84-128, Şubat 2012, <http://www.alternatifpolitika.com/page/index.php?lang=tr>, (15.05.2012).

1995-2000 arası büyüme oranı ortalama % 9.5 olmuştur. Son yirmi yılda ülkedeki işsizlik oranı %14'ten %4'e gerilemiştir. Son 20 yılda ekonomisi üç kat büyüyen İrlanda, yaratılan iş imkanları nedeniyle tarih boyunca göç veren bir ülke iken, göç alan ülke konumuna gelmiştir. 1991-2007 yıllarında 400.000 kişi İrlanda'ya göç etmiş, nüfus 800.000 kişi artarak 4.3 milyon'a yükselmiş ve 1861 yılındaki seviyesine ulaşmıştır¹⁴⁹.

1990'lı yıllardan küresel krizin ortaya çıktığı 2008 yılına kadar İrlanda'da refah içerisinde yaşanmıştır. İrlanda'daki iyimser ekonomik tablonun hep süreceğine olan inanç, emlak fiyatlarında astronomik artışları tetikleyerek spekülasyon bir emlak piyasasının oluşmasına neden olmuştur. Nüfusu 4,5 milyon olan İrlanda'da hiç kimsenin yaşamadığı 300 bin konutun inşa edilmesiyle İrlanda'da da ABD'dekine benzer bir balon oluşmuştur.

İrlanda'nın büyümesinin iki temel nedeni şunlardır;

- İrlanda'nın AB üyeliği ve İngilizce konuşan iş gücüne sahip olması,
- hükümetin pro-aktif vergi politikası başta olmak üzere kullandığı sermaye yanlısı araçlar.

Bu iki itici güç sayesinde İrlanda'ya gelen Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) ciddi bir artış göstermiştir. 2007 yılında DYY, bilgi teknolojisi, ilaç ve uluslararası finansal hizmet sektörlerinin gelişmesiyle milli gelirin %80'i gibi astronomik boyutlara ulaşmıştır¹⁵⁰. İrlanda'nın gelirlerinin bu şekilde artmasında ABD'nin büyük etkisi bulunmaktadır.

¹⁴⁹ Özcan, Mustafa. "İrlanda Ekonomisi ve Küresel Ekonomik Virüs", <http://www.mfa.gov.tr/data/Kutuphane/yayinlar/EkonomikSorunlarDergisi/Sayi29/dergi-%C4%B0rlanda.pdf>, (16.05.2012).

¹⁵⁰ "Yunanistan, İspanya ve Portekiz'deki Problemlerin AB için Anlamı", **Krizdeki Birlik Euro Bölgesi'nin Borç Sarmalı ve AB'nin Geleceği**, Uşak Raporları, Rapor No. 11 - 01, Mart 2011.

Tablo 3.14**İrlanda'nın Genel İhracatında Belli Başlı Ülkeler (2007-11 Aylık)**

| SIRA | ÜLKE | MİLYON DOLAR | 2007 PAY | SIRA | ÜLKE | MİLYON DOLAR | 2007 PAY |
|------|-----------|--------------|----------|------|---------------|--------------|----------|
| 1 | ABD | 15,029 | 18.1 % | 9 | İtalya | 2,898 | 3.5 % |
| 2 | İngiltere | 13,586 | 16.4 % | 10 | Kuzey İrlanda | 1,632 | 2.0 % |
| 3 | Belçika | 12,297 | 14.8 % | 11 | Japonya | 1,582 | 1.9 % |
| 4 | Almanya | 6,187 | 7.5 % | 12 | Çin | 1,150 | 1.4 % |
| 5 | Fransa | 4,732 | 5.7 % | 13 | İsveç | 927 | 1.1 % |
| 6 | Hollanda | 3,189 | 3.8 % | 14 | Avustralya | 774 | 0.9 % |
| 7 | İsviçre | 3,029 | 3.7 % | 15 | Malezya | 649,2 | 0.8 % |
| 8 | İspanya | 3,014 | 3.6 % | | | | |

Kaynak:<http://www.mfa.gov.tr/data/Kutuphane/yayinlar/EkonomikSorunlarDergisi/Sayi29/dergi-%C4%B0rlanda.pdf>, (11.06.2012)

Tablo incelendiğinde İrlanda'nın sadece 2007 yılında 15,029 milyon dolar ile % 18.1 oranında ihracatı sadece ABD'ye yaptığı görülmektedir. ABD'nin ardından %16.4 ile 2. sırada, İngiltere, %14.8 ile 3. sırada gelmektedir.

Tablo 3.15**İrlanda'nın Genel İthalatında Başlıca Ülkeler (2007-11 Aylık)**

| SIRA | ÜLKE | MİLYON DOLAR | 2007 PAY | SIRA | ÜLKE | MİLYON DOLAR | 2007 PAY |
|------|-----------|--------------|----------|------|---------------|--------------|----------|
| 1 | İngiltere | 17,032 | 29.8 % | 9 | İtalya | 1,328 | 2.3 % |
| 2 | ABD | 6.618 | 11.6 % | 10 | Kuzey İrlanda | 1,230 | 2.2 % |
| 3 | Almanya | 4.864 | 8.5 % | 11 | Belçika | 1,180 | 2.1 % |
| 4 | Çin | 4.370 | 7.7 % | 12 | İspanya | 902 | 1.6 % |
| 5 | Hollanda | 2.426 | 4.2 % | 13 | Güney Kore | 793 | 1.4 % |
| 6 | Fransa | 2,339 | 4.1 % | 14 | Singapur | 761 | 1.3 % |
| 7 | Japonya | 1.493 | 2.6 % | 15 | Tayvan | 696 | 1.2 % |
| 8 | Norveç | 1.342 | 2.4 % | | | | |

Kaynak: <http://www.mfa.gov.tr/data/Kutuphane/yayinlar/EkonomikSorunlarDergisi/Sayi29/dergi-%C4%B0rlanda.pdf>, (11.06.2012)

Aynı dönemdeki ithalat oranları incelendiğinde ise %29.8'lik bir oranla en fazla İngiltere'den mal ithal ettiği, ikinci sırada ise %11.6 ile ABD ve üçüncü sırada ise %8.5 ile Almanya yer almaktadır.

Doğal olarak dışa açık, yabancı sermaye ile büyüyen, gelişen İrlanda, dış ekonomik gelişmelerden özellikle de ABD’de yaşanan ekonomik krizden yoğun olarak etkilenmiştir. Son on yıldır Avrupa’nın en güçlülerinden biri olan İrlanda ekonomisinde sıkıntıların yansıması kendini İrlanda borsasının (Iseq) 2007’deki kötü performansı ile göstermiştir. Iseq 2007’de %26.3 değer kaybederek AB’nin en kötü performans gösteren borsası olmuştur. Değer bazında hisse senetlerinde yaklaşık 26 milyar Euro'luk kayıp yaşamıştır.

İrlanda ve ABD’de yaşanan krizler karşılaştırıldığında birbirine benzer noktalar içerdiği görülmektedir. Her iki ülkede de, hem alıcılar hem de satıcılar, irrasyonel bir biçimde yükselmiş olan emlak fiyatlarının artmaya devam edeceğine inanmışlardır. Her iki ülkeye de aşırı şekilde ucuz kaynak girişi yaşanmıştır. ABD’ye giren ucuz maliyetli paranın kaynağı Çin olurken, İrlanda’da ise bu kaynak başta Almanya olmak üzere Euro Alanının diğer ülkelerinden sağlanmıştır. İki ülke arasındaki en önemli benzerlik ise düzenleyici ve denetleyici çerçevenin risk algılama ve önleme konusundaki yetersizliği olmuştur. İki ülkede de bankaların riskten kaçınmak için gerekli tedbirleri almaması ve denetim ile gözetim mekanizmalarının etkili bir şekilde işlememesi nedeniyle kriz ortaya çıkmıştır.

İrlanda’yı 2008 yılında vuran ekonomik kriz tüm kurumların bütçelerini olumsuz yönde etkilemiş, pek çok iş yeri personel sayısını azaltmak zorunda kalmıştır. Borç krizinin altından tek başına kalkamayan İrlanda, 2010 sonunda AB ve IMF ile 85 milyar avroluk yardım anlaşması imzalamak durumunda kalmıştır¹⁵¹.

3.3.3.3. İtalya Krizi

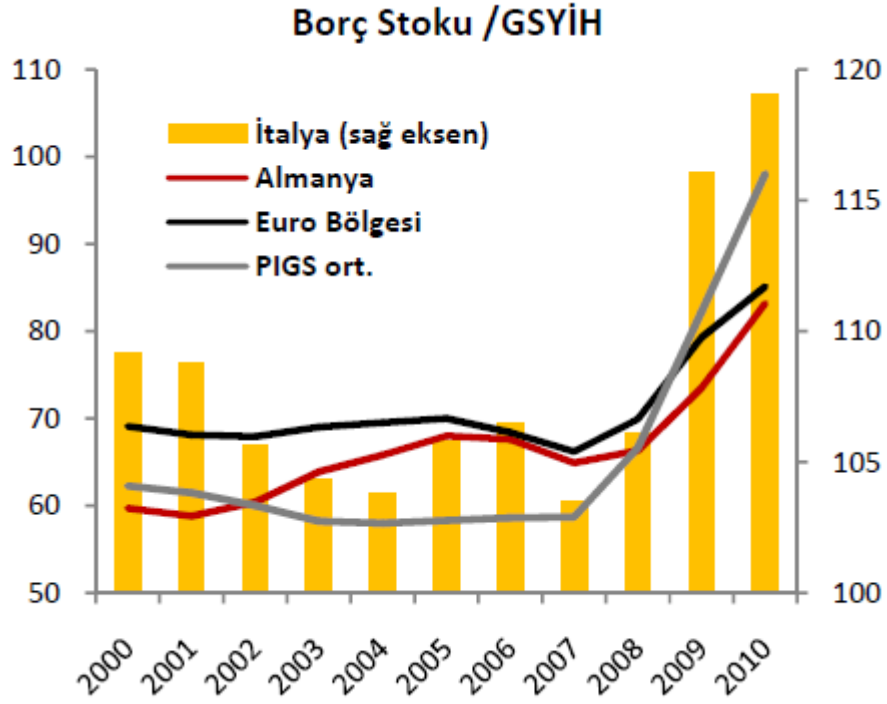
Küresel ekonomik kriz İtalya’yı beklenenden daha ağır bir şekilde vurmuştur. İtalya 2002 yılının Ocak ayında Avrupa’nın ortak para birimi olan Euro’ya geçiş yapmıştır. Euro’nun kullanılmaya başlanması ile birlikte restoranlar ve perakendeciler yeni para biriminin halka yabancı gelmesinden faydalanarak fiyatları birden arttırmışlardır. Buna bağlı olarak tüketiciler daha büyük maliyetlere katlanmak zorunda kalırken perakendeciler ve restoranlar daha büyük miktarlarda kar elde etmişlerdir.

¹⁵¹ <http://www.reuters.com/>, (17.05.2012).

Euro'nun para birimi olarak kullanılması ile mücadele edilmesi gereken bir problem olarak enflasyon ortaya çıkmıştır Lira'nın düşmesine karşın Euro'nun çıkış eğiliminde olması Euro ile Lira arasındaki bağı zayıflamasına neden olmuştur¹⁵². İtalya Euro'ya girdikten sonra rekabet kaybına uğramaya başladı. İtalya son on yıldır Almanya karşısında rekabet kaybına uğramış ve bu yüzden ihracat pazarlarında gerilemiştir. Birim emek maliyeti 2000–2009 arasında %32 artışla %34 artış gösteren Yunanistan'a oldukça yaklaşmıştır. 1996–2004 arasında verimlilik yıllık bazda %1 oranında azalırken Almanya'da %1 artmıştır. Emek piyasasındaki katılık ve dual yapı, küçük işletme yapıları, yıpratıcı ve yoğun düzenlemeler, yetersiz kamu hizmetleri, telekomünikasyon, ulaşım ve enerji gibi temel hizmet sektörlerinde rekabet eksikliği gibi yapısal sorunlar ekonomiyi belirsizliğe sürükleyen faktörler olmuştur. Yavaş büyüyen GSYİH' ya yüksek kamu borçları ilave edildiğinde İtalya için potansiyel kriz tehlikesi görülmektedir¹⁵³. 2011 yılının ikinci çeyreği itibariyle milli geliri 380 Milyon Euro iken, Kamu borcu 1.5 Trilyon Euro'dur. Kamu borcunun milli gelire oranı 2010 yılında %118, bütçe açığının milli gelire oranı ise %4.5 düzeyindedir.

¹⁵² Jones, Erik. "Italy and the Euro in the Global Economic Crisis", s. 94, http://www.jhubc.it/facultypages/ejones/International_Spectator_2009.pdf (21.05.2012).

¹⁵³ Öztürk, Mustafa. "Euro ve Kriz Sonrası Dönemde Parasal İstikrar", **Ekonomi Bilimleri Dergisi** Cilt 3, No 2, 2011 ISSN: 1309-8020 (Online), s. 148.



Grafik 3.5: İtalya Borç Stoku/GSMH Oranı

Kaynak: www.imf.org

İtalya'daki yüksek Kamu Borcunu azaltmak amacıyla İtalya Parlamentosunda bir reform paketi kabul edilmiştir. Bu reform paketinde çok önemli ve ağır maddeler bulunmaktadır;

- 60 Milyar Euro'luk bir tasarruf tedbiri olacak.
 - Kamu çalışanlarının maaşları kontrol altında tutularak 2014 e kadar zam yapılmayacak.
 - Emeklilik yaşı arttırılacak, 2026 yılında da 67 yaşına çıkarılacak.
 - Vergi Kaçakçılığı ile ilgili önlemler arttırılacak.
 - 15-24 yaş arası istihdam yaratanlara özel vergi tevsikleri konacak.
- Buradaki amaç özellikle yaşlı işgücünü iş piyasasından çekerek genç işsizlere istihdam sağlamak olarak yorumlanıyor.

- Katma Değer Vergisi düzenlemelerine gidilecek.

İtalya, Avrupa'nın Almanya ve Fransa'dan sonra gelen üçüncü büyük ekonomisi konumundadır. Avrupa'nın kurtarma paketlerinden daha önce Yunanistan, İrlanda ve Portekiz yararlanmıştır. Ancak problemleri tam olarak aşmayı başaramamıştır. İtalya'da cari açık rakamları önemli bir tehlike arz etmemektedir. Ancak ülkede taşınamayacak düzeyde kamu borcu mevcuttur. İtalya'nın Almanya ve Fransa'ya karşı çok yüksek düzeylerde bir borç yükü mevcuttur. Bu noktada da İtalya'nın borçlarını ödeyememesi halinde Fransa ve Almanya çok ciddi problemlerle karşı karşıya kalacaktır¹⁵⁴. İtalya'da da, meclisin reform onaylamasının ardından, 12 Kasım'da, Silvio Berlusconi başbakanlık görevinden istifa etti. Yolsuzluk iddiaları, özel hayatı ile ilgili skandallar ve Euro borç krizinin İtalya'yı da vurmasıyla iyice itibar kaybeden Berlusconi'nin istifasını takiben, İtalyan Cumhurbaşkanı, yeni hükümeti kurmak üzere, daha önce Avrupa Komisyonu'nda da görev yapan Mario Monti'yi görevlendirdi¹⁵⁵.

3.3.3.4.İspanya Krizi

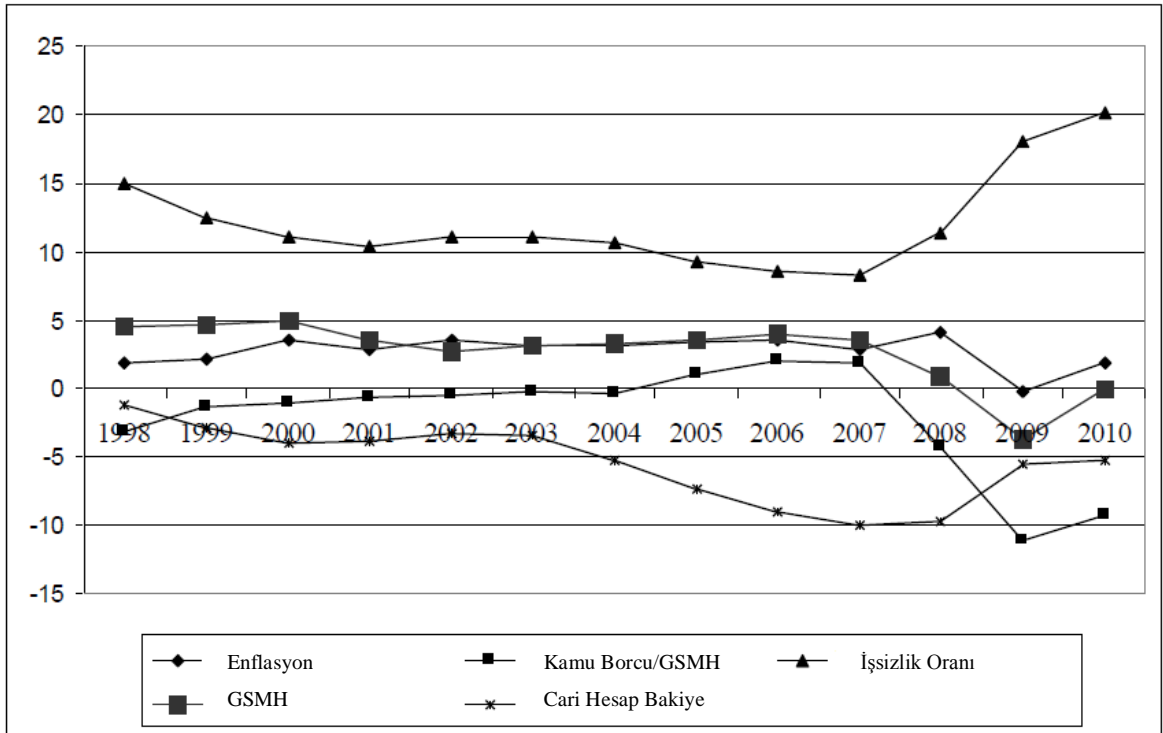
İspanya 2011 yılının 4. Çeyreğinde son 50 yılın en büyük krizini yaşamıştır. Uzun bir ekonomik genişleme sürecinin ardından 2006 yılında İspanya ekonomisi ilk sinyalleri vermeye başlamıştır. Kriz ABD'de 2007 yılında yaşanan krizin bir uzantısı olarak başlamış, ancak kriz öncesinde İspanya'da yaşanan iç dengesizlikler krizi daha da ağırlaştırmıştır. Uluslar arası makroekonomik yapıdaki hızlı bozulma özellikle 2008 yılından sonra daha da artmıştır. İspanya'daki iç talep özellikle gayrimenkul ve inşaat faaliyetleri büyük ölçüde bağımlı bir büyüme modeli üzerine kurulmuştur ve bu model mutlak bir başarısızlık getirmiştir. Gayrimenkul sektöründeki orantısız büyüme, gayrimenkul finansmanı için gerekli kredi genişlemesi ile birleştiğinde ekonomik dengesizliklerin temelini oluşturmaktadır. Gayrimenkul sektöründeki talebin artması, fiyatların balon gibi şişmesine ve ekonomik krizin patlak vermesine neden olmuştur.

İspanya'daki finansal sistemin en önemli parçası bankalardır. Ülkedeki bankacılık sistemini de %87 gibi bir oranla kredi kurumları oluşturmaktadır. 2009 yıl

¹⁵⁴ Ateş, Çağlayan. "Yunanistan ve İtalya, Ekonomik Kriz Girdabındaki Avrupa", <http://blog.milliyet.com.tr/yunanistan-ve-italya--ekonomik-kriz-girdabindaki-avrupa--ii-/Blog/?BlogNo=335615>, (21.05.2012).

¹⁵⁵ <http://www.tim.org.tr/files/downloads/PageFiles/%7B808eab85-acba-40a5-a0e1-47678168303d%7D/Files/TIM%20AB%20BULTENI%20KASIM%202011.pdf>, s. 2.

sonu itibariyle ticari bankalar, yatırım bankaları ve kooperatifler içerisinde 353 adet kredi kurumu bulunmaktadır ve bu kurumların toplam varlıkları 3.7 trilyon Euro'dur¹⁵⁶. İspanya'da inşaat ve gayrimenkul faaliyetlerine yüklü miktarda kredi verilmesi, bu sektörün bankacılık sektörüne bağımlı hale gelmesine neden olmuştur. Bu bağımlılık izlenen yetersiz risk politikası ve denetim eksikliği ile birleştiğinde bankacılık sektöründe konut krizinin gelişmesine neden olmuştur.



Grafik 3.6: İspanya Makroekonomik Göstergeleri

Kaynak: Andrea Éltető, Eastern Journal of European Studies ,Volume 2, Issue 1, June 2011, s. 42

İspanya ekonomisindeki düşüş eğilimi 2007 yılında başlamıştır. İspanya'daki ekonomik krizin en zor dönemi üretimin durduğu ve işten çıkarmaların hızla arttığı 2009'un ilk çeyreğidir. GSMH'nın %6.3'e düşmesi ile beraber bu dönemde işsiz sayısı 800.000'e ulaşmıştır. İspanya ekonomisi 2010 yılında iyileşmeye başlamıştır. Önceki iki yılın birikmiş üretim kaybı ile karşılaştırıldığında 2010 yılında üretim %0,6 oranında

¹⁵⁶ Peer Review of Spain (Review Report), 27 January 2011, s.9, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110207a.pdf, (23.05.2012).

artmıştır. 2011 yılı verilerine göre büyüme zayıflamakta ve yılın ilk çeyreğinde sadece %0,3 ve ikinci çeyreğinde % 0,2 oranında büyüme sağlanmıştır.

İspanya'daki işsizlik verileri de endişe verici boyutlardadır. Ülkedeki işsizlik oranı 2007'nin sonunda %8,3 oranındayken (1.834.000) 2010 yılının sonunda bu oran %20,1'e (4.632.000) ulaşmıştır. Ülkede en yüksek işten çıkarma oranları 2008 (%41) ve 2009 (%60,2) yıllarında yaşanmıştır. İşsizlik oranlarındaki artış %41 oranında genç çalışanlar (16-25 yaş arası), eğitim seviyesi düşük olan çalışanlar %25-45 oranında ve yabancı çalışanlarda %30 oranında yaşanmıştır.

İspanya ile Euro bölgesi arasında talep edilen ürün oranları bakımından da farklılıklar göze çarpmaktadır. 2008 ile 2010 yılları arasında İspanya'daki yerel talep %7,6'ya düşerken, Euro Bölgesinde bu oran % 1,6'ya düşmüştür. Krizden en fazla konut yatırımları etkilenmiştir. 3 yıl içerisinde konut satışları %41 oranında düşmüştür. 2007 yılında hane halkının borcunun brüt harcanabilir gelire oranı %130'a ulaşmıştır. 2012 yılı içerisinde İspanyanın borç oranı %125'e çıkmıştır ve bu oran Euro Bölgesinin %98'lik oranının çok çok üzerindedir¹⁵⁷.

¹⁵⁷ Carballo-Cruz, Francisco. "Causes and Consequences of the Spanish Economic Crisis: Why the Recovery is Taken so Long?" **Panoeconomicus**, 2011, 3, s. 310.

4. KRİZ ÖNCESİ VE KRİZ SONRASI GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE TÜREV ÜRÜN KULLANIMLARININ KARŞILAŞTIRILMASI VE KRİZ ÜZERİNE ETKİSİ

4.1. GELİŞMİŞ ÜLKELER

4.1.1. İspanya

İspanya Vadeli İşlemler Piyasası 1989 yılında Barselona Borsası bünyesinde 5 yatırım ve 10 ticaret bankasıyla İspanyol devlet tahvilleri üzerine düzenlenen futures kontratları ile ticarete başlamıştır. İspanya Vadeli İşlemler Piyasası 1991 yılında “İspanya Finansal Vadeli İşlemler Borsası”, ve “Madrid Finansal Opsiyon Borsası’nın (Mofex)” birleşmesiyle İspanya Finansal Vadeli İşlemler Piyasası(Meff) adı ile yeniden yapılandırılmıştır. İspanya Vadeli İşlemler Piyasası’nda hisse senedi endeksleri ve emtia üzerine futures ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Türev ürünler İspanya Borsasında önemli bir yere sahiptir. 2006 yılında İspanya Borsasında elde edilen gelirlerin %8,5’i nakit varlıkların, % 45,5’i ise türev ürünlere aitti¹⁵⁸. İspanya’da 2006 yılında 47.173.668 adet kontrat imzalanırken 2011 yılında 67.572.115 adet kontrat imzalanmıştır. İmzalanan sözleşmeler içerisinde ağırlıklı olarak riskten kaçınmak ve hedge etmek üzere kullanılan opsiyon ve swap sözleşmeleri yer almaktadır.

¹⁵⁸ <http://marketswiki.com/mwiki/MEFF> , (22.08.2012).

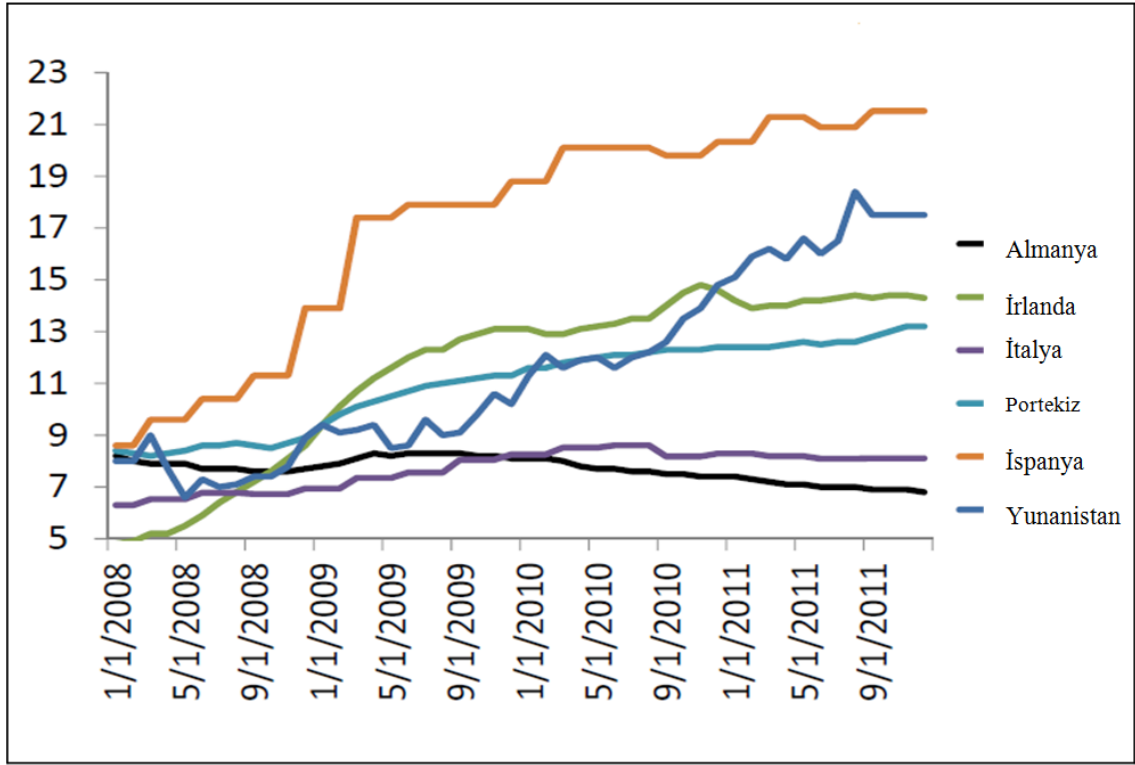
Tablo 4.1.

İspanya Türev Ürün Kullanımı (İşlem Hacmi)

| | Endeks Ürünleri | | Emtia Ürünleri | |
|------|-----------------|----------------------------|----------------|----------------------------|
| | Endeks Futures | Endeks Opsiyon ve Swapları | Emtia Futures | Varlık Opsiyon ve Swapları |
| 2000 | 4.183.028 | 765.979 | 0 | 16.580.519 |
| 2001 | 4.328.315 | 1.108.970 | 8.766.365 | 22.628.067 |
| 2002 | 4.621.067 | 5.366.944 | 12.645.186 | 18.701.248 |
| 2003 | 4.616.795 | 2.981.593 | 12.492.568 | 11.378.992 |
| 2004 | 5.537.365 | 2.947.529 | 12.054.799 | 8.200.314 |
| 2005 | 6.081.276 | 4.407.465 | 18.813.689 | 10.915.227 |
| 2006 | 8.007.257 | 5.510.621 | 21.229.811 | 12.425.979 |
| 2007 | 11.300.997 | 5.670.773 | 21.294.315 | 13.593.493 |
| 2008 | 10.575.717 | 8.286.224 | 46.237.568 | 18.317.249 |
| 2009 | 8.585.281 | 4.357.260 | 44.586.779 | 35.527.914 |
| 2010 | 9.860.262 | 3.072.418 | 19.684.108 | 37.607.374 |
| 2011 | 8.384.019 | 2.198.967 | 27.578.789 | 29.410.340 |
| 2012 | 3.385.174 | 1.185.119 | 10.377.516 | 13.577.380 |

Kaynak: <http://www.meff.es/asp/Financiero/EstadisticasDiarias.aspx?id=ing>,
(22.08.2012)

İşsizlik oranları, cari açık ve kamu borcunun giderek arttığı 2010 yılı itibariyle ülkedeki CDS kullanımı önemli ölçüde artmıştır. İspanya ekonomisinde yaşanan daralmalar piyasalardaki endişeyi arttırmış ve İspanya'ya ilişkin risk algısını arttırmış ve CDS kullanımları rekor seviyede artmıştır.

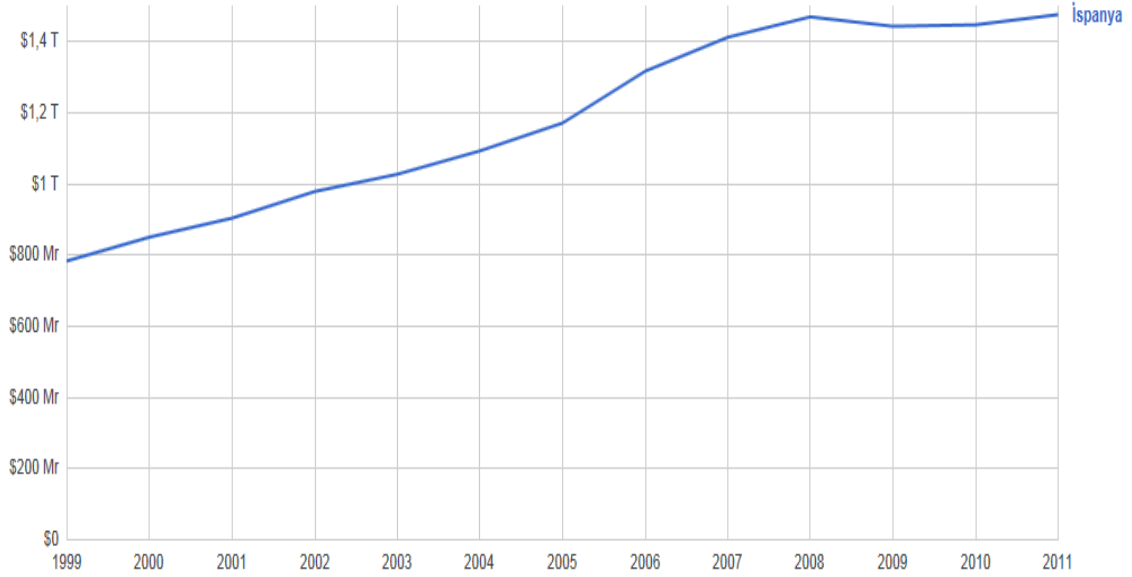


Grafik 4.1 İspanya'da İşsizlik Oranları

Kaynak: Bloomberg

İspanya Avro Bölgesinde yaşanan borç krizini oluşturan sorunlu ekonomilerden birisidir. Küresel kriz öncesinde emlak ve inşaat sektörü odaklı büyüyen İspanya ekonomisi yapısal dengelenme süreci içerisine girmiştir. Bu çerçevede İspanya'nın önemli sorunlarından birisi yeniden yapılandırma süreci içerisindeki bankacılık sektörünün, emlak ve inşaat sektörü kaynaklı şoklara karşı kırılganlığının yüksek olmasıdır. Bir diğer önemli sorun ise yüzde 21,7 seviyesinde olan işsizlik oranının ileriki dönemlerde daha da artacağı hissi ve bunun yaratacağı sosyal gerilimdir. 2007 krizi sonrasında uygulamaya konan teşvikler ve banka kurtarma operasyonlarıyla bozulan kamu maliyesi iyileştirilmeye çalışılmaktadır¹⁵⁹.

¹⁵⁹ **Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler**, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Küresel Ekonomik Gelişmeleri İzleme Değerlendirme Dairesi, Mayıs 2012, Sayı:5, s. 26.



Grafik 4.2 İspanya GSMH'sı (SAGP Doları Cinsinden)

Kaynak: Word Bank

İspanya, 2009 yılı verilerine göre GSYİH'ye göre dünyanın 9. büyük ekonomisi konumundaydı. Özellikle emlak ve inşaat sektörlerinin hızla gelişmesi sonucu ABD'de olduğu gibi inşaat sektörü üzerine yapılan yatırımlar artmış, talebin artmasına bağlı olarak konut fiyatları da balon gibi şişmiştir. İspanya'nın ekonomik krize girmesiyle 17 özerk yönetimin 2011 yılı sonu itibariyle kamu borçları bir önceki yıla oranla yüzde 17,3 artarak, tarihi rekor olan 140 milyar 83 milyon avroya ulaşmıştır. İspanya Merkez Bankası'nın açıkladığı verilere göre, İspanya'daki 17 özerk yönetimin kamu açığının, ülkenin gayri safi milli hasılasının (GSMH) yüzde 13,1'e denk gelmektedir. Açıklanan diğer rakamlarda, merkezi yönetim olan devletin borcunun yüzde 14,6 artışla GSMH'nin yüzde 52,1'ine denk geldiği ve 559 milyar 459 milyon avro olduğu kaydedilmiştir. 2011'de kamu borcunun yüzde 0,03 ile tek düştüğü devlet kurumu olan belediyeler ise mevcut halde toplam 35 milyon 420 bin avroluk kamu borcu bulunduğu ifade edilmiştir. İspanya'nın toplamdaki (devlet, özerk yönetim ve belediyeler) kamu borcunun yüzde 14,2 artarak, GSMH'nin yüzde 68,5'ine ulaştığı

belirtilirken, Avrupa Birliği'ndeki Ekonomik Büyüme ve İstikrar Pakti'nin öngördüğü yüzde 60 sınırını aştığına vurgu yapılmıştır¹⁶⁰.

4.1.2. Amerika Birleşik Devletleri

Amerika Birleşik Devletleri'nde türev piyasaların tarihi oldukça eskiye dayanmaktadır. Chicago Ticaret Borsası (CBOT) 1848'de kurulan dünyanın en eski vadeli işlemler ve opsiyon borsasıdır. CBOT, 50'den fazla farklı futures ve opsiyon sözleşmesiyle 3600 CBOT üyesi tarafından işlem görmektedir. 2003 yılında borsada 454 milyon kontrat yapılarak rekor kırılmıştır. 12 Temmuz 2007 tarihinde CBOT, Chicago Mercantile Exchange (CME-Chicago Ticaret Borsası) ile birleşmiş ve CBOT ve üç diğer borsanın (CME, NYMEX ve COMEX) birleşmesi ile CME Grubu oluşturulmuş ve bu şekilde vadeli işlemler borsası olarak işlem yapmaktadır. CBOT'ta kontrat alım satımı trading pit denilen özel bölümlerde ya da internet aracılığı ile yapılmaktadır.

Amerika Birleşik Devletleri'nde CBOT haricinde; 2010 yılında dağılmış olan Chicago İklim Borsası (CCX) (Kuzey Amerika'da sera gazı azaltılması ve emisyon kaynakları ticareti), Kansas Borsası (KCBT) (Amerika Emtia Futures ve Opsiyon Borsası), Intercontinental Stock Exchange (Kıtalar Arası Borsası) (ICE) (Futures sözleşmeleri ve tezgah üstü Emtia ve Enerji Türev Kontratları), 1881 yılında kurulan Minneapolis Tahıl Borsası (buğday, mısır ve yulaf üzerine kontrat yapılmaktadır), Kuzey Amerika Türev Borsası (Nadex) bulunmaktadır¹⁶¹.

2011 yılı 4. çeyreği itibariyle ABD'nin önde gelen 25 ticaret bankasının 230,444,576 milyon \$'lık türev ürün bulunurken diğer bankaların elinde toplam 349,810 milyon \$'lık türev ürün bulunmaktadır. Toplam tutarlar incelendiğinde swapların toplam türev ürünler içinde %63 ile en yüksek orana sahip olduğu anlaşılmaktadır. Bunu %14 ile forward kontratlar, yaklaşık %13 ile tezgah üstü piyasalarda işlem gören

¹⁶⁰ <http://www.dailymarkets.info/ismpanyada-borc-rekoru-140-milyar-eur>, (22.08.2012).

¹⁶¹ http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_futures_exchanges#USA, (23.08.2012).

opsiyon kontratlar izlemektedir. Kalan %10'luk oran ise diğer türev ürünler arasında dağılmaktadır¹⁶².

ABD, 313 milyonu aşan nüfusu ve yaklaşık 15,1 trilyon dolarlık GSYİH'si ile dünyanın en büyük ve önemli pazarlarından biridir. ABD, dünyanın en büyük ithalatçısı olma özelliğinin yanında, dünyanın en büyük doğrudan yabancı sermaye kaynağı konumu ile hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin yöneldiği bir hedef pazar konumundadır. ABD ekonomisi, dünya ekonomisini birebir etkileme gücüne sahip olması nedeniyle de dünyada önemli ve belirleyici bir ekonomidir. ABD, dünyanın en eski vadeli işlemler borsasına sahiptir ve ABD'de 2007 yılında alınan CDS kredilerinin geri ödenmemesi sonucu bazı büyük bankaların iflası ile kriz başlamıştır. Yaşanan bu kriz, 1929 büyük buhranından bu yana görülen en ağır ve en derin kriz niteliğinde olmuştur. Ülke 2009 yılında bir taraftan ekonomik durgunluk bir taraftan da artan işsizlik ile mücadele etmiş, 2010 yılında ise krizden çıkış eğilimine geçmiştir. Reel GSYİH 2008 yılında değişmemiş, 2009 yılında %2,6 azalmıştır. 2010 yılında ise ekonomide %2,9'luk bir toparlanma gerçekleşmiştir¹⁶³. 2011 yılına gelindiğinde ülke ekonomisinde yeniden bir aksama yaşanmıştır. 2011 yılında ülke ekonomisini olumsuz etkileyen gelişmeler arasında Orta Doğu'daki isyanlar nedeniyle petrol fiyatlarının tırmanışa geçmesi, özellikle elektronik ve otomotiv sektörlerinin olumsuz etkilenmesine sebep olan Japonya Depremi ve Avrupa borç krizi yer almaktadır.

¹⁶² <http://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq411.pdf> , (23.08.2012).

¹⁶³ Gülsoy, Ebru ve Esmâ Koca. **ABD Ülke Raporu**, T.C. Ekonomi Bakanlığı İhracat Genel Müdürlüğü Ülke Masaları 1 Dairesi Amerika Şubesi, 2012, s. 11.

Tablo 4.2
Temel Ekonomik Göstergeler

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Nominal GSYİH (milyar \$) | 14.292 | 13.939 | 14.527 | 15.088 |
| Reel GSYİH artış oranı (%) | -0,3 | -3,5 | 3,0 | 1,7 |
| Kişi Başı GSYİH \$ | 46.954 | 45.403 | 46.825c | 48.168c |
| Kayıtlı İşsizlik Oranı (ort; %) | 5,8 | 9,3 | 9,6 | 9,0 |
| Döviz Kuru ABD\$:€ (dönem sonu) | 1,47 | 1,39 | 1,33 | 1,39 |
| Tüketici Fiyat Enflasyonu (yılsonu;%) | 0,0 | 2,8 | 1,4 | 3,2 |
| Borçlanma faiz oranı (ort ;, %) | 5,1 | 3,3 | 3,3 | 3,2 |
| Mal İhracatı, fob (milyar \$) | 1.307 | 1.069 | 1.289 | 1.499 |
| Mal İthalatı, fob (milyar \$) | -2.138 | -1.575 | -1.935 | -2.239 |
| Cari Hesap Dengesi (milyar \$) | -677 | -377 | -471 | -484 |

Kaynak: Economist Intelligence Unit, Data Tool, Şubat 2012

ABD ekonomisi 2007 yılının sonunda başlayan krizin ardından toparlanma sürecine girmiş, ancak Avrupa'da başlayan borç krizi ile birlikte ABD'deki ekonomik göstergelerde de yeniden bir bozulma yaşanmıştır. Reel GSYİH'daki artış oranı 2010 yılında %3.0 iken bu oran 2011 yılında %1,7 ye düşmüştür. Kriz sonrasında düşüş eğiliminde olan döviz kuru ve enflasyon oranı 2011 yılında yeniden bir artış göstermiştir.

4.1.3. Portekiz

Portekiz, 1986'da AB'ne tam üye olmuştur ve ardından enflasyon, işsizlik gibi kalemler başta olmak üzere makro ekonomik göstergelerini hızla düzeltmiştir. 2008 yılının son çeyreğinde kendini hissettirmeye başlayan küresel ekonomik krizden ekonomiler arasındaki bağlantılar vasıtası ile Portekiz'de olumsuz yönde etkilenmiş, ülke ekonomisi küçülmeye ve işsizlik oranları artmaya başlamıştır.

Tablo 4.3
Portekiz Ekonomik Göstergeleri

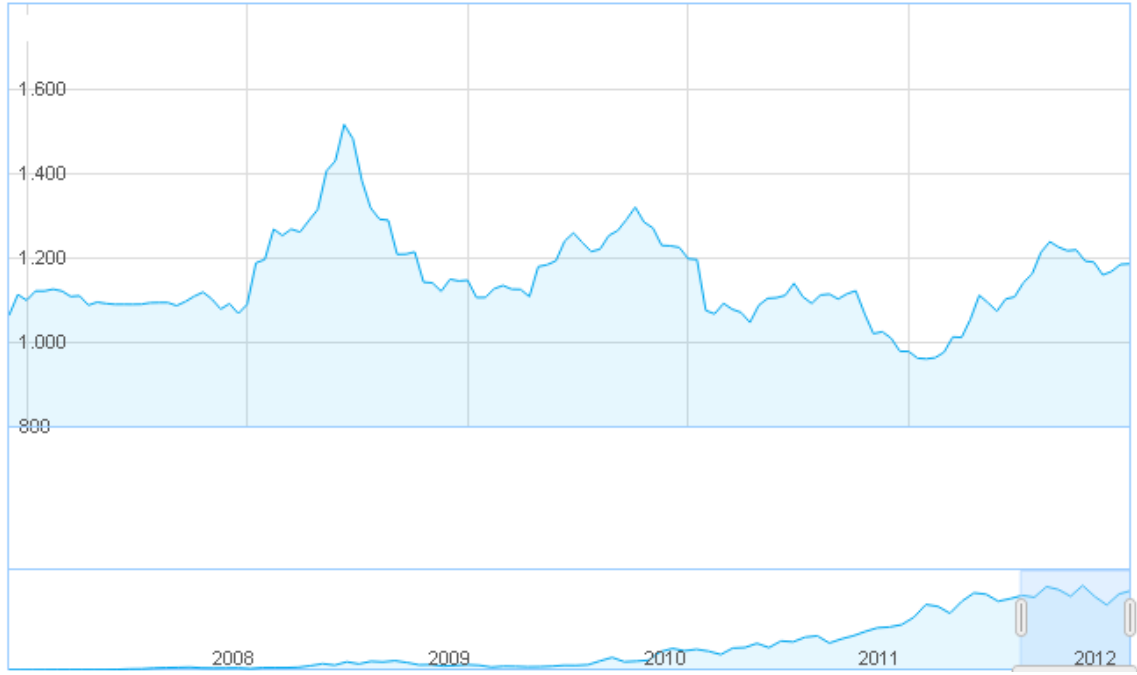
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Kişi Başına Düşen GSMH Endeks (EU-27=100) | 81 | 80 | 80 | 79 | 77 | 80 | 79 | 79 | 78 | 80 | 80 | 77 |
| Reel GSMH Büyüme Hacmi | 3.9 | 2.0 | 0.8 | -0.9 | 1.6 | 0.8 | 1.4 | 2.4 | 0.0 | -2.9 | 1.4 | -1.6 |
| İşsizlik Oranı | 61.0 | 59.4 | 57.4 | 57.1 | 57.3 | 58.3 | 60.1 | 62.7 | 65.0 | 64.9 | 64.6 | 64.8 |

Kaynak: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

Portekiz borsası 1769 yılında faaliyete başlamıştır. Orijinal adı; “Assembleia dos Homens de Negócio in the Praça do Comércio Square” olan borsa Portekiz'in en önemli şehirlerinden biri olan Lizbon'da kurulmuştur. 1891 yılında ülkedeki ikinci borsa olan Porto Borsası (Bolsa de Valores do Porto) kurulmuştur. 25 Nisan 1974 tarihinden sonra devrimci Ulusal Kurtuluş Cuntası Lizbon ve Porto borsalarını kapatmıştır. 1976 yılına gelindiğinde tahvil ihraçlarına aracılık etmek amacıyla Lizbon Borsası yeniden kurulmuştur. Günümüzdeki Portekiz borsası Aralık 1999'da Lizbon Borsası ve Porto Vadeli İşlemler Borsası'nın yeniden yapılandırılarak birleştirilmesi ile ortaya çıkmıştır. Birleşme sonucu ortaya çıkan yeni şirket “BVL (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto)” adını almıştır. BVL, ülkedeki nakit yönetiminden ve türev piyasalardan sorumludur. Eylül 2002'de Euronext Lisbon, Euronext N.V'nin BVL

hisselerini almasıyla oluşturulmuştur. Euronext Lisbon üyeleri Paris, Amsterdam ve Brüksel Piyasalarına kote edilmiş tüm nakit piyasa ürünlerine işlem yapabilmektedir¹⁶⁴.

Euro bölgesinde yer alan ülkeler riskten kaçınma amacıyla varsayılan borçları sigortalatmıştır (CDSs, Kredi temerrüt swapı genişlemesi). 2009 yılından beri pek çok euro bölgesi ülkesinde, Yunanistan'ın öncülüğünde bu sigortalatma işinin maliyeti giderek yükselmiştir. Yunanistan'da yaşanan iflas CDS kredileri ile ülkeler arasındaki bağıbağlı olarak kısa sürede Portekiz ve İrlanda'ya bulaşmıştır. Portekiz, Yunanistan ve İrlanda'da yaşanan ülke içi dengesizlikler bu ülkelerin daha fazla etkilenmesine neden olmuştur¹⁶⁵.



Grafik 4.3 Portekizde 2008-2012 yılları arasında CDS kullanımı

Kaynak: Bloomberg

2010 yılında avro bölgesinde yaşanan, Yunanistan ve İrlanda'yı dış yardım almaya zorlayan finansal kriz Portekiz'in durumunu daha da güçleştirmiştir. Alınan tasarruf önlemlerine rağmen yüksek bütçe açıkları ve dış borç, uluslararası piyasaların güvenini azaltmış, artan dış borç faiz oranlarıyla birlikte Portekiz, 2011 Nisan ayında

¹⁶⁴ <http://www.nyx.com/who-we-are/history/lisbon> ,(24.08.2012).

¹⁶⁵ <http://www.economist.com/node/21556903>, (19.07.2012).

dış borç istemek zorunda kalmıştır¹⁶⁶. Bu çerçevede, AB ve IMF Portekiz'e 78 milyar avroluk bir kredi sağlamayı kararlaştırmış, buna karşılık olarak Portekiz, ilerleyen üç yıl içerisinde rekabet gücünü artırmayı ve bütçe açığını azaltmayı öngören sıkı bir ekonomik program paketini uygulamaya koyacaktır¹⁶⁷.

4.1.4. İrlanda

İrlanda 4.5 milyon nüfusa sahip küçük, dış ticarete bağımlı ve gelişmiş ülkeler arasında en hızlı büyüyen ekonomilerden birine sahip bir ülke olup, son 15-20 yıl içerisindeki hızlı ekonomik büyümesini ülkeye çekilen yabancı sermaye yatırımları ve söz konusu yabancı sermayenin ihracata yönelik üretimi sayesinde gerçekleştirmiştir. İrlanda ihracatının yaklaşık % 90' ı İrlanda' da ihracata yönelik yatırım gerçekleştiren ABD'li firmalar tarafından gerçekleştirilmekte olup, İrlanda dünyada ABD ekonomisine en fazla bağımlı olan ekonomilerden biridir. İrlanda ekonomisi bu anlamda ABD ekonomisinde meydana gelen global krizden en fazla etkilenen ülkelerin başında gelmektedir¹⁶⁸.

¹⁶⁶ <http://www.mfa.gov.tr/portekiz-ekonomisi.tr.mfa>, (17.06.2012).

¹⁶⁷ <http://www.state.gov/r/pa/ei/bgn/3208.htm>, (17.06.2012).

¹⁶⁸ **İrlanda Ülke Bülteni**, Deik Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu, Haziran 2011, http://www.akbank.com/doc/deik/Irlanda_ulke_bulteni.pdf, (19.07.2012).

Tablo 4.4
İrlanda Ekonomik Göstergeleri

| Yıl | GSYİH (Milyar \$) | Kişi Başına Gelir (\$) | Büyüme Oranı (%) | Enflasyon Oranı (%) | İhracat (Milyar \$) | İthalat (Milyar \$) |
|------|-------------------------|---------------------------|---------------------|------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 2005 | 201,9 | 38,530 | 6,2 | 2,2 | 102,9 | 67,8 |
| 2006 | 221,9 | 41,582 | 5,4 | 2,7 | 104,5 | 73,1 |
| 2007 | 259,7 | 44,985 | 6,0 | 2,9 | 115,2 | 88,1 |
| 2008 | 267,3 | 42,245 | -3,0 | 3,1 | 119,8 | 84,8 |
| 2009 | 222,4 | 40,104 | -7.6 | -1.7 | 116,9 | 62,6 |
| 2010 | 204.1 | 40,835 | -1.0 | -1.6 | 111.3 | 62.0 |
| 2011 | 205.5 | 41.401 | 0.9 | 0.5 | 133.3 | 74.8 |

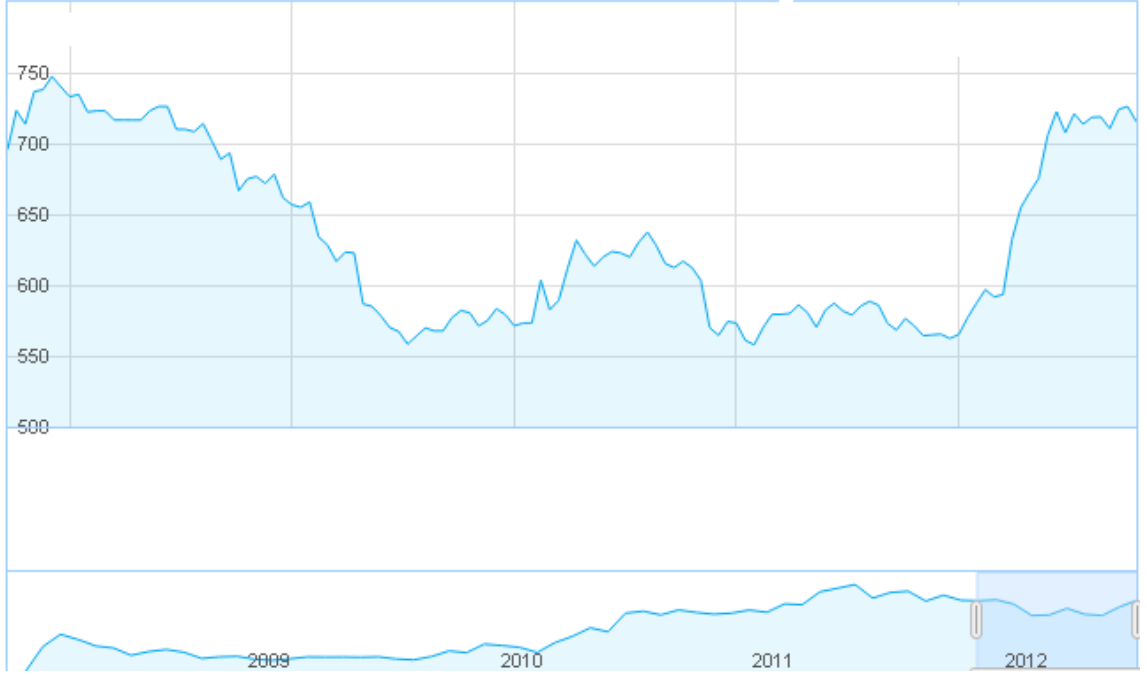
Kaynak: EIU

İrlanda'da GSYİH 2008 yılına kadar düzenli artış gösterirken 2008 yılı itibariyle GSYİH'da keskin bir düşüş yaşanmıştır. 2008 yılında GSYİH 267,3 milyar dolarken 2009 yılında bu rakam 222,4 milyar dolara düşmüştür. Ülke büyüme oranları 2007 yılından 2008 yılına geçişte %9 oranında azalmış ve yüzde 6 oranından yüzde -3 oranına inmiştir.

1793 yılında kurulan İrlanda Borsası, İrlanda'daki finansal hizmetlerin altyapısını oluşturmaktadır. İrlanda uluslararası sermaye ve borç senetleri listesinde bir dünya lideri konumundaydı¹⁶⁹. İrlanda menkul kıymetler piyasasında yaklaşık olarak 22.000 borçlanma senedi işlem görmektedir. Bu borçlanma senetleri; orta vadeli özel kesim tahvillerini, devlet tahvillerini, türev ürünleri, sertifikaları, varantları ve ticari kağıtları içermektedir¹⁷⁰.

¹⁶⁹ http://www.ise.ie/The_ISE/About_Us/, (25.08.2012).

¹⁷⁰ <http://www.ise.ie/Debt-Securities/Main-Securities-Market/>, (25.08.2012).



Grafik 4.4 İrlanda’da 2008-2012 yılları arasında CDS kullanımı

Kaynak: Bloomberg

Küresel finansal sistemdeki açıklar küresel ekonomik krizin ardından Euro Bölgesi’nde ortaya çıkan mali krizlerle çok büyük boyutlara ulaşmıştır. Bu probleme ne iflasın eşiğindeki ülkeler ne de bu ülkelerin tahvillerini satın alan kreditorler bir çözüm bulamamıştır. İrlanda’nın durumu küresel piyasaları tedirgin ederken, ülkenin borçlanma kâğıtlarının temerrüde karşı sigorta maliyeti olarak sunulan CDS’lerdeki (Credit Default Swap) belirsizlik ise ileri de bir başka büyük krizin yaşanabileceğini gündeme getirmektedir. Çünkü hisse senedi piyasalarında en önemli göstegeler arasında yer alan CDS’ler denetlenmemektedir. Bankalar arası tezgâhüstü piyasalarda işlem gören CDS hacmi her geçen gün daha da artmaktadır. CDS’leri ihraç eden kesimin elinde, olası iflaslarda bu zararları karşılayabilecek sermaye bulunmamaktadır. Bu da CDS satan çok sayıda finansal kurumun yeni bir iflas dalgası oluşturabileceği anlamına gelmektedir¹⁷¹.

¹⁷¹ <http://www.sabah.com.tr/Ekonomi/2012/01/14/zenginlerin-parasi-batiyor/>, (20.07.2012).

4.1.5. Yunanistan

1981 yılından beri AB üyesi olan Yunanistan küçük ekonomisiyle AB'nin en düşük GSYİH'larından birine sahiptir¹⁷². Yunanistan, üyeliğin ilk on yılında AB ülkelerinden yüksek bir rekabete maruz kalmış, bu durum makro ekonomik istikrarı sağlama çabalarına engel olan yerel popülist politikalarla birleşerek, ülkenin ekonomik performansını düşürmüştü ve diğer ülkelerle Yunanistan arasındaki ekonomik farkı açmıştır. Üyeliğinin ikinci on yılında, başarılı bir makro ekonomik istikrar programının ardından Yunanistan'ın ekonomik performansı önemli biçimde artmıştır. Avroya üyelik AB'nin mali ve parasal politikası için yakınlaşma kriterlerine bağlı olmayı gerektirmiş ve 1990'lı yıllarda ülkenin ekonomi politikası için bir dış disiplin sağlanmıştır¹⁷³. Yunanistan ayrıca, AB'nin yardımlarından en fazla faydalanan ikinci ülkedir¹⁷⁴. 2000–2007 yılları arasında ülkeye gelen yoğun yabancı sermayenin de katkısıyla ekonomisi ortalama % 4,2 büyüyen Yunanistan'da, devlet tahvillerinin faizlerinin düşmesi sayesinde yüksek oranlı yapısal borçların çevrilmesi mümkün olabilmiştir. Bununla birlikte kamu sektörü ücretleri, vergi sisteminin zayıflığı, emeklilik ve diğer sosyal güvenlik katkıları sebebiyle kamu borcunun GSYH'ye oranı 1993'ten beri 100%'ün üzerinde seyretmiştir.

Yunanistan ekonomisinin en temel sorunu, büyümenin ve kamu maliyesinin ağırlıklı olarak dış borçlanmayla finanse edilmesidir. Bu süreçte GSYİH'ya oran olarak % 100'ü aşan Yunanistan'ın kamu borç stoku, ilgili Maastricht kriterinin (kamu borcu GSYH'nin % 60'ını aşmayacaktır) oldukça üzerinde bir seviyeye ulaşmıştır. Dış borçlanmayla sağlanan kaynaklar ise üretim kapasitesini artıracak verimli yatırımlara yönlendirilememiş, rekabet gücünü artırmaya yönelik gerekli yapısal reformlar gerçekleştirilememiştir¹⁷⁵.

¹⁷² Yunanistan Ekonomisi ve Türk- Yunan Ekonomik İlişkileri, http://www.vatso.org.tr/sayfa_data/dosya/96250YUNANiSTAN.pdf, (02.08.2012).

¹⁷³ Köse, Y. ve H. Karabacak, "Yunanistan Ekonomik Krizi:Nedenleri, Etkileri ve Alınan Tedbirlere İlişkin Bir Değerlendirme", *Maliye Dergisi*, Sayı 160, Ocak -Haziran 2011, s. 291.

¹⁷⁴ Karayılıanoğlu, Pınar Barış., *Yunanistan Temel Ekonomik Göstergeleri ve Türkiye-Yunanistan Ticari ve Ekonomik İlişkileri*, İzmir Ticaret Odası, 2007, s. 7.

¹⁷⁵ Uçar, Özgür. *Yunanistan'ın Euro Bölgesi'nden Ayrılmasının Olası Ekonomik Etkileri*, Ekonomi ve Mali Politikalar Başkanlığı (T.C. Avrupa Birliği Bakanlığı), Temmuz 2012, s. 8.

Tablo 4.5

Yunanistan Ekonomik Göstergeleri

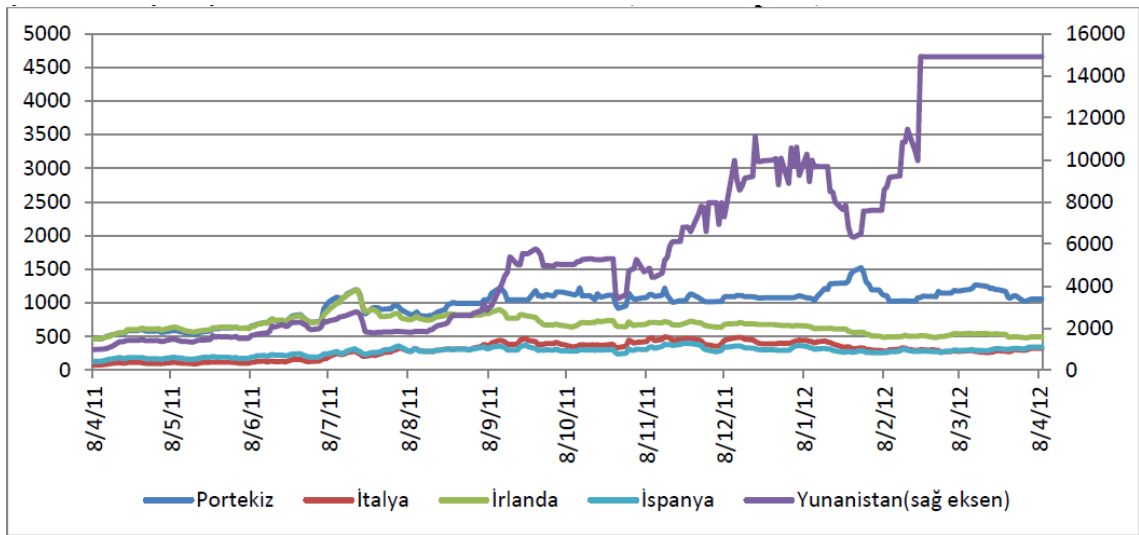
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010b | 2011c | 2012c |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| GSYİH (milyar dolar, cari fiyatlarla) | 264 | 309 | 347 | 325 | 301 | 284 | 277 |
| GSYİH (Milyar Euro, cari fiyatlarla) | 210 | 226 | 236 | 233 | 227 | 227 | 231 |
| Reel Büyüme Oranı (%) | 4,5 | 4,3 | 1,3 | -2,3 | -4,1 | -3,3 | -0,1 |
| Özel Tüketim Harcamaları (% reel değişiklik) | 5,6 | 3,1 | 3,2 | -1,8 | -4,3 | -4,2 | -0,4 |
| Cari İşlemler Dengesi (milyar dolar) | -29,8 | -44,6 | -51,1 | -35,9 | -14,7 | -3,7 | 11,6 |
| Kişi Başına GSYİH (dolar) | 26.687 | 28.202 | 29.116 | 28.660 | 27.647 | 27.137 | 27.732 |
| İşsizlik Oranı (% , ort.) | 8,9 | 8,3 | 7,7 | 9,4 | 12,0 | 13,6 | 14,4 |
| Enflasyon Oranı (% , AB armonize ölçüsü) | 3,3 | 3,0 | 4,2 | 1,3 | 4,7 | 1,0 | -0,5 |
| Kredi Faiz Oranı (%) | 6,3 | 7,0 | 7,4 | 6,1 | 6,7 | 6,4 | 10,0 |
| \$/€ (yıl sonu) | 1,32 | 1,46 | 1,39 | 1,43 | 1,34 | 1,20 | 1,19 |
| İhracat (fob, milyar dolar) | 20,2 | 23,9 | 29,1 | 21,3 | 21,8 | 20,4 | 22,1 |
| İthalat (fob, milyar dolar) | -64,5 | -80,7 | -93,9 | -64,2 | -45,0 | -32,4 | -25,1 |
| Dış Ticaret Dengesi (fob, milyar dolar) | -44,3 | -56,8 | -64,7 | -42,8 | -23,2 | -12,0 | -3,0 |
| Bütçe Dengesi (% GSYİH) | -5,7 | -6,4 | -9,4 | -15,4 | -9,7 | -8,1 | -7,5 |
| Kamu Borçları (%GSYİH) | 106,1 | 105,0 | 110,3 | 126,8 | 143,5 | 155,9 | 98,3 |

Kaynak: The Economist Intelligence Unit Greece Country Report January 2011
(b:Tahmin, c:Öngörü)

Yunanistan'ın 2008 sonbaharında patlak veren finansal krizden bu kadar derin etkilenmesi, büyük ölçüde ülkenin hem kamu yönetiminde hem de ekonomisinde uzun yıllardır süregelen sorunlardan kaynaklanmaktadır. Yıllar içerisinde işsizlik oranı, dış ticaret açığı, cari işlemler açığı sürekli artmış, reel büyüme oranı ise aksine sürekli azalmıştır.

Yunanistan vadeli işlemler piyasası ATHENS Ağustos 1999'da farklı piyasa koşullarında uluslararası finansal çevrenin yarattığı karmaşık finansal riskleri yönetmek ve yatırımcılara farklı piyasa koşulları altında alternatif yatırım seçenekleri sunmak amacıyla kurulmuştur. Yunanistan vadeli işlemler piyasasında 3 tür kontrat işlem görmektedir. Bunlar; FTSE/ASE-20 ve FTSE/ASE Mid 40 endeksi futures ve opsiyon sözleşmeleri ile 10 yıllık Yunanistan devlet tahviline bağlı Futures sözleşmeleri ile Mal Futures sözleşmeleridir¹⁷⁶.

Credit Default Swap(CDS), bir ülke tahvilini elinde tutan alacaklının, üçüncü bir kişiye belli bir ücret ödeyerek, alacağını garanti altına almasıdır. Yani alacaklının, borçlu ülkenin iflas riskinden kurtulmasıdır. Bu riski, artık CDS satıcısı belirli bir ücret karşılığında üstlenmektedir. Bu ücrete "CDS Premium"(CDS primi) denilmektedir¹⁷⁷.



Grafik 4.5 Seçilmiş Ülkelerin Kredi Temerrüt Oranları (CDS, baz puan)

Kaynak: Datastream

ABD'de yaşanan Mortgage Krizinin ardından borç çevirme problemi yaşayan ve ülke notu düşürülen ülkelerin 10 yıllık devlet tahvilleri Alman tahvillerine göre getiri farkı (spread) ve CDS oranları alınan önlemlere rağmen 2011 yılı boyunca artmaya devam etmiştir. ECB'nin(Avrupa Merkez Bankası) Aralık 2011'de ve şubat 2012'de

¹⁷⁶ <http://www.adex.ase.gr/AdexHomeEN/index.html> ,(03.08.2012).

¹⁷⁷ Yunanistan'ın 5 yıllık CDS'leri rekor seviyeye ulaştı, <http://www.finansglobal.com/global/yunanistanin-5-yillik-cdsleri-rekor-seviyeye-yukseldi/> (05.08.2012).

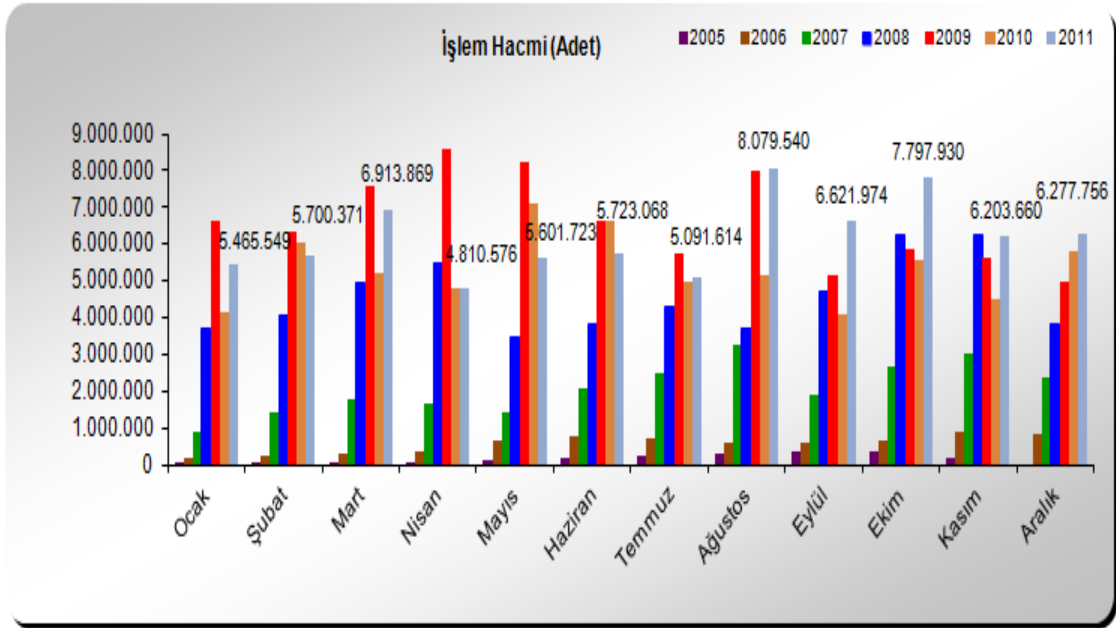
LTRO1 ve LTRO2 adını verdiği operasyonlarının olumlu sonuçları CDS piyasalarında rahatlamaya neden olmuştur. Ancak özel sektörün Yunanistan tahvil takasına katılımının (PSI) gönüllü olduğu varsayılsa da katılımın beklenen seviye olan yüzde 95'in altında yüzde 86,5 seviyesinde kalmasından dolayı Yunanistan toplu eylem Şartı (Collective action clause) hakkını kullanarak diğer yatırımcıları tahvil takas programına katılmaya zorlamıştır. 9 Mart 2012 tarihinde Yunanistan tahvil takası programında “toplu eylem şartının” kullanılması ISDA (uluslararası swap ve türev birliği) tarafından kredi vakası olarak değerlendirilmiştir. Bu durum kredi temerrüt takası kontratlarını aktif hale getirmiştir. 19 Mart 2012 tarihinde 3,2 milyar dolar tutarındaki Yunan CDS'lerinin ilk ihalesi gerçekleştirilmiştir. Bu durumun kredi vakası olarak adlandırılması, diğer borç sorunu yaşıyan ülkelerde özellikle Portekiz ve İspanya'da CDS oranlarının artmasına neden olmuştur¹⁷⁸.

¹⁷⁸ Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler, T.C. Kalkınma Bakanlığı-Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü-Küresel Ekonomik Gelişmeleri İzleme Değerlendirme Dairesi, Nisan 2012, Sayı 4, s. 14.

4.2 GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

4.2.1 Türkiye

Türkiye’de türev piyasalar yeni yeni gelişmekte olan bir piyasadır. Türkiye’de türev ürünler Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)’nda işlem görmektedir. VOB, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 17/8/2001 tarihli ve 9/1101 sayılı kararına dayanılarak, Devlet Bakanlığı’nın 3/9/2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulmuştur. 9 Temmuz 2002 tarihinde Ticaret Sicili Gazetesi’nde yayımlanacak şekilde, 4 Temmuz 2002 tarihinde Ticaret Sicili’ne tescil edilmiş ve 4 Şubat 2005 tarihinde İzmir’de işleme açılmıştır.

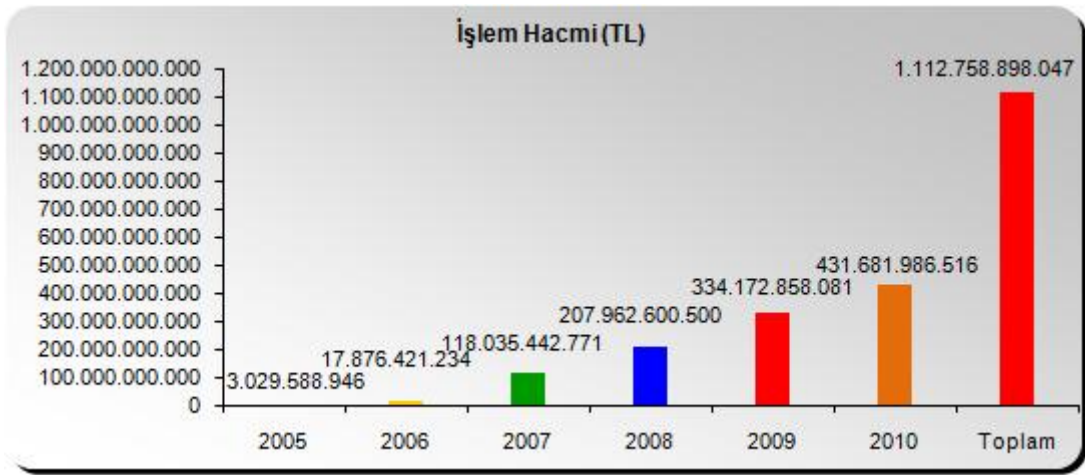


Grafik 4.6: İşlem Hacminin Aylık Gelişimi (Adet)

Kaynak: www.vob.org.tr

Kurulduğu günden bu yana VOB sürekli gelişmektedir. Her yıl bir önceki yıla göre türev ürünlerde yapılan işlemler gerek adet olarak gerekse tutar olarak sürekli

artmaktadır. 2005 yılında VOB’da işlem hacmi bakımından 3.029.588.946 adet işlem yapılırken 2011 yılında bu sayı 1.552.558.187.311 adede ulaşmıştır. Küresel ekonomik krizinin diğer ülkelere yayılmaya başladığı 2010 yılında Türkiye’de VOB’da yapılan işlem adedi 2009 yılına göre %19 oranında azalarak 79.431.349 adetten 63.952.177 adete gerilemiştir. Ancak 2010 yılından 2011 yılına geçişte 2010 yılına göre %16 oranında artarak 74.287.630 adede yükselmiştir.



Grafik 4.7: 2005-2010 İşlem Hacmi (TL)

Kaynak: www.vob.org.tr

VOB’da ilk açılış yılı olan 2005’te 3.029.588.946 TL’lik işlem yapılmıştır. 2006 yılında 17.876.421.234 TL, 2007 yılında 118.035.442.771 TL, 2008 yılında 207.962.600.500 TL, 2009 yılında 334.172.858.081 TL ve 2010 yılında ise 431.681.986.516 TL’lik işlem gerçekleştirilmiştir. ABD’de krizin yaşandığı yıl sadece 670 trilyon dolarlık işlem gerçekleştirilirken Türkiye’de 6 yılda toplam sadece 1.2 trilyon TL’lik işlem gerçekleştirilmiştir.



Grafik 4.8: Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacminin (Adet) Yüzdesele Dağılımı(2010)

Kaynak: www.vob.org.tr



Grafik 4.9: Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacminin (Adet) Yüzdesele Dağılımı (2011)

Kaynak: www.vob.org.tr

İşlem hacmi olarak 2011 yılında %73 oranı ile en fazla işlem yapılan türev ürün hisse senedi endeks sözleşmeleridir. Hisse senedi endeks sözleşmelerini %25 ile döviz sözleşmeleri ve %1 oranında emtia sözleşmeleri izlemektedir. Hisse senedi endeks sözleşmeleri, VOB-İMKB 30 ve VOB-İMKB 100 Endeksi'ne dayalı bir vadeli işlem sözleşmesidir. Endeks vadeli işlem sözleşmeleri korunma, yatırım ve arbitraj yapma amaçlı kullanılabilir. 2010 yılından 2011 yılına geçişte Hisse senedi

endeks sözleşmelerinin kullanım oranı %88'den %73'e inmiş, buna karşılık olarak döviz sözleşmeleri, %11'den %25'e çıkmıştır.

Türkiye'de küresel kriz, finans sektöründen çok üretim sektörünü vurmuştur. Türkiye'de Vadeli İşlemler Borsası'nın fazla gelişmemiş olması finans sektörünün fazla etkilenmemesinin sebepleri arasındadır. Türkiye'nin 2001 krizi sonrasında aldığı önlemlerle, ülkedeki kamu kesimi ve bankacılık sektörü dışsal şoklar karşısında eskisine göre çok daha güçlü bir pozisyondadır. Ancak krizin etkilerinin tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de reel alana kaymasıyla birlikte, küresel bir durgunluk ve işsizlik sorunu giderek derinleşmeye başlamıştır. Avrupa'da yaşanan borç krizi ve küresel borçlanmanın zorlaşması, sermaye akışındaki yavaşlama Türkiye ekonomisinde etkilenmesine neden olmuştur. Türkiye'nin toplam ihracatının %60'ına yakını Euro Bölgesi ve diğer gelişmiş ülkelere yapılmaktadır. Bu sebeple euro bölgesinde oluşan borç krizi Türkiye'yi de yakından ilgilendirmektedir.



Grafik 4.10: Türkiye'de Aylık İşsizlik Oranları

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu(TÜİK)

AB ve ABD, dünyanın en önemli iki büyük ekonomisini oluşturmaktadır ve birbirleriyle iç içe girmiş durumdadır. Ülkelerden birinde yaşanan problem bir diğerinde yaşanan problemi besleyerek küresel bir durgunluğa sebep olmaktadır. 2007 yılında ABD’de başlayan küresel ekonomik krizden güçlü şekilde kurtulabilen gelişmekte olan ülkeler bu sebeple finansal araçlar ve ticaret kanallarıyla bu durgunluktan kötü etkilenebilmektedir¹⁷⁹.

4.2.2. Rusya Federasyonu

2007’de başlayan küresel ekonomik krizden en fazla etkilenen ülkelerden biri Rusya olmuştur. Rusya’nın GSYİH’sı 2009 yılında %7,9 azalmıştır. Buna bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımları 2008 yılında 75 milyar Dolar iken 2009 yılında 36,8 milyar Dolara inmiştir. 2009 yılında Rusya dünyanın en büyük doğalgaz ve ikinci büyük petrol ihracatçısı olmuştur. Ancak 2010 yılında ekonominin büyüme hızı yüzde 4,8 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında büyüme ve devlet harcamalarında düşüş yaşanmış, hükümet ise bu krize karşı vergi teşvikleri uygulamaya başlamıştır. Diğer taraftan, rublenin değerinin artması ve düşük ithalat fiyatları ile 2010 yılının ortalarına kadar dezenflasyon görülürken ikinci yarı ve 2011’de enflasyon artmaya başlamıştır. 2010 tahminlerine göre Rusya’da Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) 1.567 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, kişi başına düşen GSYİH ise 15.848 dolar olmuştur. 2008 yılında yüzde 2,1 olan sinai üretim artış hızı ise 2010 yılında yüzde 8’e yükselmiştir¹⁸⁰.

¹⁷⁹ “Kriz ve işsizlik küresel ekonomiyi yavaşlatacak”, <http://www.milligazete.com.tr/haber/kriz-ve-issizlik-kuresel-ekonomiyi-yavaslatacak-227496.htm>, (20.08.2012).

¹⁸⁰ Orta Karadeniz Kalkınma Ajansı Rusya Ülke Raporu, http://www.oka.org.tr/ContentDownload/Rusya_Ulke_Raporu.pdf, (10.06.2012).

Tablo 4.6
Rusya Dış Ticaret Rakamları (Milyar \$)

| Yıllar | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| İhracat | 241,5 | 301,3 | 352,3 | 468,0 | 301,8 |
| İthalat | 98,7 | 137,8 | 199,7 | 267,1 | 170,8 |
| Dış Ticaret Hacmi | 340,2 | 439,1 | 552 | 735,1 | 472,6 |
| Dış Ticaret Dengesi | 142,8 | 163,5 | 152,6 | 200,9 | 131,0 |

Kaynak: Rusya Ülke Raporu, Orta Karadeniz Kalkınma Ajansı

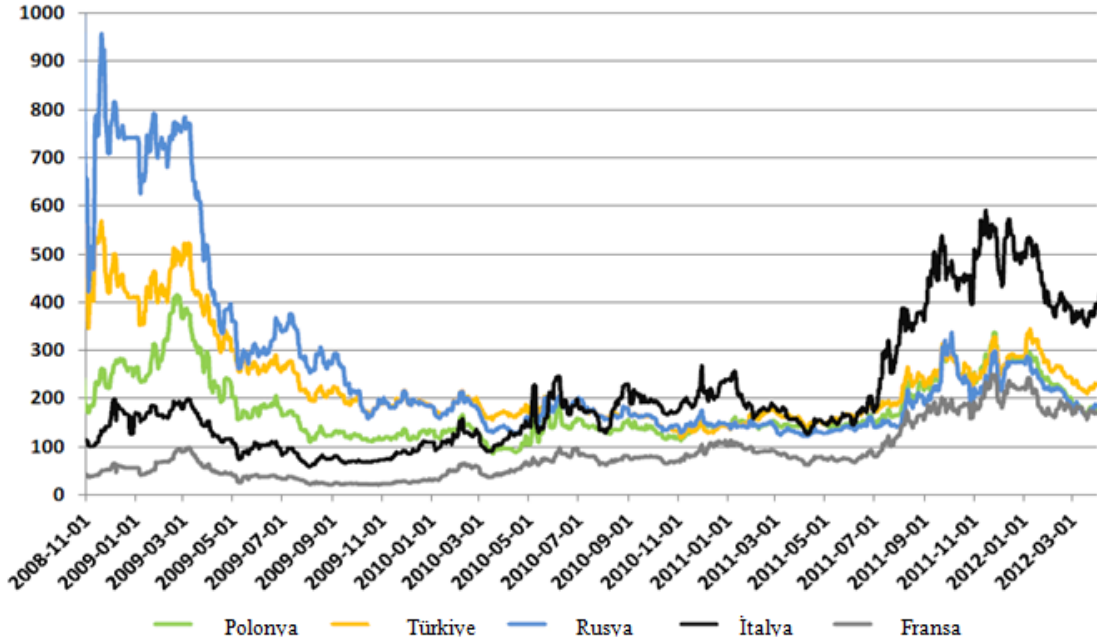
2005-2009 yılları arasında Rusya'nın dış ticaretine bakıldığında 2008 yılına kadar bir artış görülmektedir. Ancak dış ticareti küresel krizden etkilenen ülkelerden biri olarak Rusya'nın 2009 yılındaki dış ticaret rakamları, 2007 yılının da altına düşmüştür. 2008 yılında 468 milyar dolarlık ihracat yapılırken 2009 yılında %36'lık bir azalışla 301,8 milyar dolarlık ihracat yapmıştır. Dış ticaret dengesi ise; 2008 yılından 2009 yılına geçişte 200,9 milyardan 131 milyara düşmüştür.

Rusya'da ilk düzenli borsa olan Rusya Borsası (RTS -Russian Trading System) 1995 yılında kurulmuştur. RTS Borsası, günümüzde emtia futures kontratlarına bağlı tüm vadeli finansal araçların ticaretini gerçekleştirmektedir. RTS Endeksi ilk olarak 1 Eylül 1995'te hesaplanmıştır. Eylül 1995'ten bu yana Rus menkul kıymet ticaretinde ana kriter olmuştur ve RTS Endeksi borsanın en likit ve aktifleştirilmiş hisselerine dayanmaktadır¹⁸¹. RTS yatırımcılara geniş ürün yelpazesi ile geniş yatırım olanakları sunmaktadır.

FORTS (Futures and Options on RTS) Rusya ve Batı Avrupa'nın lider türev piyasasıdır. FORTS, gelişmiş altyapı, güvenilirlik ve Rusya Borsa'sının garantisıyla yüksek teknolojik imkanlarla hizmet sunan gelişmiş başarılı bir piyasadır. FORTS'da

¹⁸¹ <http://www.rts.ru/s602> , (27.08.2012)

2001 yılından beri işlem yapılmaktadır. FORTS, para birimi olarak Ruble'yi kullanmaktadır. Günümüzde Rus şirketlerinin hisseleri, tahvilleri, kısa vadeli faiz oranı, döviz, RTS Endeksi, petrol, petrol ürünleri, metal ve şeker üzerine 47 çeşit kontrat (34 futures, 13 opsiyon) sunmaktadır¹⁸².



Grafik 4.11 Rusya'da CDS Kullanımı

Kaynak: Bloomberg

Rusya Vadeli İşlemler Borsası, ABD'de yaşanan Mortgage krizinden fazla etkilenmemiştir. Çünkü mortgage kredileri ABD bankalarının varlıklarının %35'ini kapsarken, Rusya'da Mortgage kredilerinin payı sadece %5 düzeyindedir. Rusya'da mortgage piyasası krizin patlak verdiği 2007 yılında GSMH'daki payı yalnızca %1,8 idi. RTS (Russian Trading System) ve Rusya'daki CDS ticareti 2008 yılının ortasına kadar iyi bir şekilde devam etmiştir¹⁸³. ABD'de mortgage krizinin şiddetlendiği 2008

¹⁸² <http://www.rts.ru/s733>, (27.08.2012).

¹⁸³ Orlova, Natalia. "Russian Banks After The Crisis", http://www.oenb.at/de/img/orlova_091111_tcm14-143575.pdf, (10.06.2012).

yılı ortası itibariyle Rusya’da da CDS kullanımı ve mortgage kredileri kullanımı önemli oranda azalmıştır¹⁸⁴.

4.2.3. Çin

Çin 2007 yılında gerçekleştirdiği reform hareketlerinin ardından son üç yıl içerisinde büyük bir yol kat etmiştir. 2010 yılının ortasında ülkenin GSYİH’sı 17 trilyon CNY’ye (2.5 trilyon dolardan fazla) ulaşmıştır ve Çin ekonomisinin bu oranda büyümesi global ekonomiye büyük katkıda bulunmuştur. Ancak bu ülkedeki kişi başına düşen GSYİH hala düşüktür. Çin ekonomisi günümüzde modern ekonominin çekirdeği konumundadır. Çin Finansal Sistemi hızlı ekonomik büyümesine paralel olarak uluslar arası düzeyde en iyi uygulamaları kullanmasıyla büyük bir gelişme içerisinde. Modern finansal sistemin önemli bir parçası olan türev ürünler, Çin’de büyük bir ilgi odağı olmuştur. Çin RMB döviz türev piyasaları Çin’de büyük bir gelişme göstermiş ve finansal sistem içerisinde olgun bir aşamaya ulaşmıştır¹⁸⁵.

Çin modern ekonominin temellerini oluşturan finansal sistem üzerinde çalışmalarını sürdürmektedir. Çin sürekli bir büyüme içerisinde ve bu durum finansal piyasaların da gelişimini gerektirmektedir. Bu süreçte türev piyasaların kurulması ve geliştirilmesi gerekmektedir¹⁸⁶.

Çin’de kullanılan en eski türev ürün çeşidi emtia futures kontratıdır. Çin’in ilk Zhengzhou Tahıl Toptan Satışlar futures piyasası 12 Ekim 1990’da açılmıştır. Ardından, Şanghay Vadeli Döviz ve Dalian Emtia Borsası da açılmıştır. Çin’in küresel ekonomideki öneminin giderek artmasıyla RMB döviz kuru dünyanın ilgisini daha fazla çekmeye başlamıştır. Bu arada finans kuruluşları, şirketler ve bireysel yatırımcılar riski yönetmek amacıyla türev ürünlere yönelmektedir. RMB döviz swap işlemlerine 2006 yılı nisan ayında başlanmıştır. 2006 yılı Ağustos ayında Chicago Ticaret Borsası (CME) ABD doları, euro ve Japon yeni karşısında CNY opsiyon ve future sözleşmeleri

¹⁸⁴ Rusya ve Avrasya Güncel Haberler, <http://haberrus.com/economics/2012/08/16/putin-rusya-ekonomisi-muhtemel-krize-hazir.html>, (27.08.2012).

¹⁸⁵ Yan, Jinan. Development and utilisation of financial derivatives in China, <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb35c.pdf>, (12.06.2012), s. 20

¹⁸⁶ Tian, Li. “ Research on Necessity of the Establishment of Financial Derivative Market in China” **The Journal of American Science**, 1(1), 2005, Tian, Necessity of Establishment of Financial Derivative Market in China.

düzenlemeye başladı. Bu, Çin dışında ilk RMB türev piyasasıdır. RMB faiz oranı swapı Şubat 2006'da, RMB döviz swapı ise 2007 Ağustos ayında kullanılmaya başlanmıştır.

2007 küresel ekonomik krizinin ardından Avrupa'da yaşanan borç krizinin derinleşmesi, uluslararası talebin azalması, hem emtia fiyatlarında hem de finansal piyasalardaki volatilitenin devam etmesi ve dünya ekonomisine yönelik aşağı yönlü risklerin artması sonucu Çin ekonomisi yavaşlama eğilimine girmiştir. Çin hükümeti, 2012 yılı büyüme tahminini yüzde 8'den yüzde 7,5'e indirerek, 2004'ten bu yana en düşük büyüme hedefini belirlemiştir. Yapılan açıklamada Çin hükümetinin 2005'ten 2011'e kadar korunan yüzde 8'lik büyüme hedefinin düşürülmesiyle büyümeyi yatırım ve ihracattan, yurtiçi tüketime yönlendirme konusundaki kararlılığı belirtilmektedir. Yetkililer daha düşük bir büyüme hedefi belirleyerek, kalkınmayı daha verimli ve sürdürülebilir kılmayı hedeflediklerini belirtmişlerdir. Çin, son sekiz yılda büyüme hedefini yüzde 8 olarak belirlemiş olmasına karşın, her yıl daha fazla büyüme kaydetmiştir¹⁸⁷. Çin'de kapalı bir ekonomik yapının bulunması türev piyasaların yeni yeni gelişmesi ve sağlam makroekonomik yapısı (Ek Tablo 6) küresel ekonomik krizden diğer ülkelere göre çok daha az etkilenmesine neden olmuştur.

4.2.4. Meksika

Meksika ekonomisi 2007 yılı sonunda ABD'de başlayan kriz, uyuşturucu kartellerinin yol açtığı şiddet olayları ve H1N1 salgını nedeniyle 2009 yılında resesyona girmiştir. Meksika'dan dünyaya yayılan H1N1 virüsünün ülke ekonomisine zararı 2009 yılında 2 Milyar Dolar'dır. Merkez Bankası yine aynı yıl 5,6 milyar Dolar değerinde ekonomik bir önlem paketi açıklanmış ve bunu daha sert önlemler takip etmiştir.

Cari dengenin korunmasında en önemli destekleyici unsurlar, ekonominin %30'unu oluşturan turizm gelirleri ve ABD'de çalışan Meksikalı göçmenlerin gönderdiği dövizlerdir. Nitekim ABD'de yaşayan ve sayıları 10 milyonu aşan Meksikalı işçiler ABD standartlarına göre çok düşük, ancak Meksika'da kazanacaklarından altı kat daha fazla kazanmakta, bu kazançlarının yaklaşık dörtte birini ise ülkelerine

¹⁸⁷ **Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler**, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Küresel Ekonomik Gelişmeleri İzleme Değerlendirme Dairesi Mart 2012 Sayı:3, s.34.

göndermektedir. Bu birikimler, 2009 yılı ortasında önceki yılın aynı dönemine kıyasla %20 azalmış olmasına rağmen, Meksika ekonomisi için önemli bir kaynaktır.

Ekonomistler, işgücü piyasasına yeni katılanlara da iş imkanı yaratılabilmesi için Meksika ekonomisinin her yıl %6 oranında büyümesi gerektiğini belirtmektedir. Halbuki 2008 yılında ülke ekonomisi yalnızca %1,5 oranında büyüme kaydetmiş olup, 2009 yılında %6,5 oranında küçülmüştür.

Tablo 4.7
Meksika Ekonomik Göstergeleri

| YILLAR | GSMH | Tüketici Fiyatları |
|-----------|------|--------------------|
| 1994-2003 | 2.6 | 15.0 |
| 2004 | 4.0 | 4.7 |
| 2005 | 3.2 | 4.0 |
| 2006 | 5.1 | 3.6 |
| 2007 | 3.2 | 4.0 |
| 2008 | 1.2 | 5.1 |
| 2009 | -6.3 | 5.3 |
| 2010 | 5.5 | 4.2 |
| 2011 | 4.0 | 3.4 |
| 2012 | 3.6 | 3.9 |

Kaynak: IMF World Economic Outlook, April 2012

Küresel ekonomik kriz ile birlikte tüm dünyada ve dolayısıyla Meksika’da yaşanan likidite darlığı, tüketim harcamalarında ve yabancı sermaye girişinde de düşüşe yol açmıştır. Pazar çeşitlendirme çabalarına rağmen Meksika’nın en önemli ihrac pazarı olan ABD’ye ihracat olanaklarının daralması, Meksika ekonomisini çok olumsuz

etkilemiştir. 2009 yılı sonunda dış talepteki artışla birlikte ekonomi toparlanma sürecine girmiş olmasına rağmen iç piyasada aynı gelişim sağlanamamıştır¹⁸⁸.

1998 yılında kurulan Meksika Türev Borsası, 2007 sonu işlem hacmine göre sıralamada dünyanın 15. borsası oldu. MexDer’de vadeli işlemler ve 2004 yılından bu yana opsiyon kontratları da yapmaktadır. Borsada yer alan ürün çeşitliliğine rağmen, işlem hacminin neredeyse tamamı 28 günlük bankalar arası faiz vadeli sözleşmelerine aittir¹⁸⁹.

4.2.5. Bulgaristan

Bulgaristan ekonomisi 1989’dan sonra COMECON sisteminin çöküşü ve Sovyetler pazarının kaybedilmesiyle önemli ölçüde daralmıştır. Ülkedeki yaşam standardı %40 oranında düşmüş, ayrıca Birleşmiş Milletler’in Yugoslavya ve Irak’a karşı yaptırımları Bulgar ekonomisi üzerine ağır bir zarar vermiştir. GSYİH 1988 yılından bu yana ilk kez 1994 yılında artarak %1.4 oranında, 1995 yılında ise %2.5 oranında artmıştır. 1994 yılında %122 oranında artış gösteren enflasyon oranı ise 1995’te %32.9’a gerilemiştir. 1996 yılında dar açıdan ele alınan ekonomik reformlar ve aksayan bankacılık sistemine bağlı olarak Bulgaristan ekonomisi çökmüştür. 1997 yılında iktidara gelen eski Başbakan Ivan Kostov liderliğinde bir dizi reformlar gerçekleştirilmiştir. Genç, Batı eğitilmiş finansörlerin Başbakanı Simeon Saxe-Coburg ekonomik büyüme ve işsizlikle mücadele yönünde çalışmalara devam etmiştir. Hükümet tarafından getirilen önlemlerle; yolsuzlukla mücadele ve yabancı yatırımları çekme, kurumsal ve bireysel vergilerin azaltılması hedeflenmiştir. Hükümet ayrıca ülkenin dış borcu yeniden yapılandırmış, yerel borsayı yeniden canlandırmış ve bazı büyük devlet tekellerinin uzun süredir ertelenen özelleştirmelerini gerçekleştirmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, Ekim 2002’de Avrupa Komisyonu, Bulgaristan’ın "işleyen bir piyasa ekonomisi" haline geldiğini ilan etmiştir. Birbirini izleyen hükümetler bu başarılı reformlara devam etmiş ve Bulgaristan 2007 yılında Avrupa Birliği’ne katılmıştır

¹⁸⁸ Aydın, İnci Selin. **Meksika Ülke Raporu**, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara - April, 2011, s. 5.

¹⁸⁹ “Meksika Türev Borsası (MexDer)”, **TSPAKB Basın Bülteni**, 8 Temmuz 2008, s.2 .

2007-2012 global ekonomik ve finansal krizi geri dönüşümü iyi olan çoğu maliye politikası ve vergi reformlarının kaldırılmasına neden olmuştur. İstikrarlı 10 yıllık büyümenin ardından Bulgaristan ekonomisi 2008 yılının 4. Çeyreğinde durgunluk içine girmiş, işsizlik oranları ve hane halkı borç miktarı artmıştır. 2010 yılında gıda ve enerji tüketimindeki göreceli düşük enflasyon fiyatların yükselmesi ile artış göstermiştir. Hükümet planlanan krizle mücadele tedbirlerini yavaşça uygulamaya koymuş; kısa vadeli harcama problemini aşmak amacıyla mali rezervleri kullanma yoluna gitmiştir. Hükümet ayrıca, AB fonları üzerindeki denetimin artırılması ve organize suç ve yolsuzlukla mücadele edilmesi yolunda da çalışmalarda bulunmuştur. Küresel ekonomik kriz ile birlikte Bulgaristan'a yapılan yatırımlar azalmış ve ülkedeki iç tüketim miktarı zayıflamıştır. Hükümetin aldığı sert bütçe kararları ile, 2012 yılında GSYİH'nın %1.3'lük bir açık vermesi planlanmaktadır. Bazı Euro bölgesi ülkelerinin aksine, Bulgaristan önemli ölçüde uluslar arası çapta borç kullanmamış ve kamu borç oranı (2011 Kasım ayı itibariyle %12) AB içerisinde en düşük oranlardan biri olmaya devam etmiştir¹⁹⁰.

Tablo 4.8
Bulgaristan Ekonomik Göstergeleri

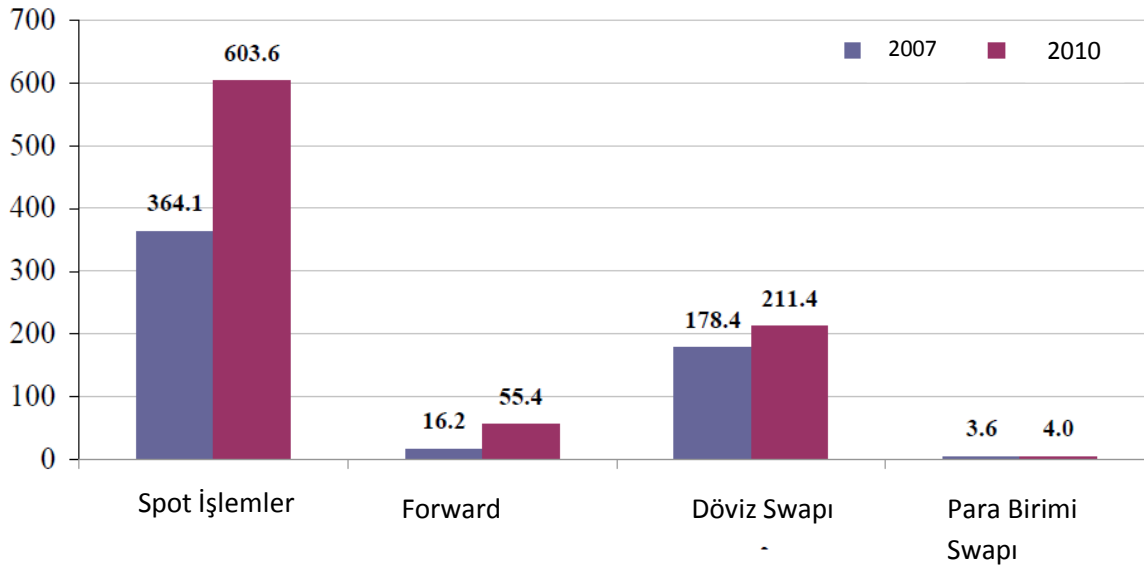
| | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Reel GSMH (%) | 0.2 | -5.0 | 6.2 | 6.4 | 6.5 | 6.2 | 6.6 | 4.3 |
| Enflasyon Oranı (%) | 4.4 | 1.6 | 7.2 | 11.6 | 6.1 | 7.4 | 4.0 | 5.6 |
| İşsizlik Oranı (%) | 9.2 | 9.1 | 6.3 | 6.9 | 9.1 | 10.7 | 12.2 | 14.3 |
| Döviz Kuru 1 Dolar Başına Lev. | 1.47 | 1.36 | 1.39 | 1.33 | 1.49 | 1.66 | 1.44 | - |

Kaynak: <http://www.state.gov/r/pa/ei/bgn/3236.htm>, (26.07.2012)

Bulgaristan Menkul Kıymetler Borsası (BSE) kar amacı gütmeyen %44 oranında devlet mülkiyetinde olan bir anonim şirkettir. BSE'nin 200'den fazla pay

¹⁹⁰ Background Note: Bulgaria, <http://www.state.gov/r/pa/ei/bgn/3236.htm>, (27.07.2012)

sahibi bulunmaktadır. Bu pay sahipleri; aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve bireylerden oluşmaktadır. BSE'nin 2003 yılı sonunda toplam piyasa değeri GSYİH'nın yaklaşık olarak %8'i ile 1.8 milyar dolar olmuştur. Borsada hisse senetleri, tahviller ve emanet makbuzları işlem görmektedir. 2004 yılı itibariyle Bulgaristan sermaye piyasasında yaşanan gelişmelere paralel olarak Bulgaristan'da bir türev işlemler piyasasının işleme başlaması bir gereklilik olarak ortaya çıkmıştır. Bulgaristan'da türev piyasalarının açılması Yunanistan ve Türkiye'nin ardından bölgede bir ilk olmuştur¹⁹¹.



Grafik: Döviz Piyasasında Türev Ürünlerin Dağılımı (Nisan Ayındaki Günlük Ortalama Ciro Milyon USA Doları)

Kaynak: Bulgarian National Bank

Türev piyasalarının Bulgaristan'da açılması ile Bulgaristan sermaye piyasaları çeşitlenmiştir. Bulgaristan Ulusal Bankası'ndan elde edilen veriler incelendiğinde Bulgaristan'da Forward, Swap ve Opsiyon işlemleri gerçekleştirilmektedir. Bu işlemler

¹⁹¹ Feasibility Study for a Financial Derivatives Market Project in Bulgaria, <http://www.devex.com/en/projects/feasibility-study-for-a-financial-derivatives-market-project-in-bulgaria>, (27.06.2012).

içerisinde en büyük payı döviz kurunda oluşabilecek ani hareketlerden korunmayı amaçlayan döviz swapı almaktadır.

SONUÇ

Son yıllarda teknolojik alanda yaşanan gelişmelerle ülkeler arasındaki sınırlar ortadan kalkmış ve sermaye bir yerden başka bir yere çok rahat hareket eder hale gelmiştir. Paranın serbest dolanımının artması ile birlikte yatırımcılardaki kazanma arzusu tehlike verici boyutlara ulaşmıştır. Yatırımcılar son otuz yıldır yeni yeni kullanılmaya başlanan farklı yatırım enstrümanlarına ilgi her geçen gün daha da artmaktadır. ABD’de 2007 yılında başlayarak bütün dünyayı etkisi altına alan global finansal krizin altında da bu enstrümanlar (türev ürünler) yatmaktadır.

ABD’de 2000 yılında yüksek teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinin oluşturduğu balon patlamış ve 2011’de 11 Eylül saldırısı yaşanmıştır. Bu önemli gelişmelerin ardından ABD Başkanı George W. Bush, 2001 ve 2002’de yaşanan ekonomik durgunluğu aşmak amacıyla çeşitli siyasi ve ekonomik kararlar almıştır. Bu kararlar doğrultusunda ABD gayrimenkul piyasalarında Merkez Bankası (Federal Reserve-FED) 2000 yılından itibaren düşük faiz politikası uygulamış ve faiz oranlarını %1 düzeyine indirmiştir. Hükümetin faiz oranlarını %1 düzeyine çekmesi ve bankaların yeterince inceleme yapmadan dağıttığı krediler sonucunda ABD’de subprime kredilerin tüm krediler içerisindeki yeri 2006 yılında %24 düzeyine çıkmıştır. Kredi taleplerinin artmasına bağlı olarak konut fiyatları yükselmiş ve gayrimenkul piyasalarında fiyatların daha da yükseleceği algısı oluşmuştur. Bu durum piyasa da asimetrik bilgiye neden olmuş, kredi kullanıcıları yanlış yönlendirilmiş, konut satın alma bir yatırım aracı olarak algılanmıştır. Düşen faiz oranları ile ipotekli konut kredilerinde bir patlama yaşanmış ve 2007 yılına gelindiğinde ABD’de ipotekli kredi hacmi 15 trilyon dolara ulaşmıştır ve ABD’de konut sektörü artık bir yatırım aracı olarak algılanmaya başlanmıştır. Verilen bu krediler CDS gibi finansal yatırım araçları aracılığı ile toplanıp başka kredilerle birleştirilmiştir.

2007 yılında ABD’de başlayan kriz ilk sinyallerini 2006 yılının ikinci yarısında gayrimenkul piyasalarında başlayan durgunlukla vermiştir. Bu durgunluk yüksek riskli kredi grubunda yer alan konut sahiplerinin kredi borcunu ödemek amacıyla konutlarını satamamasıyla likidite sorununa dönüşmüştür. Mortgage kredilerini ödeyemeyen grup

küçük bir gruptu. Ancak bu krediler CDS'ler aracılığı ile toplanıp başka kredilerle birleştirildiği için oluşan zararın nereye gittiği ya da kimleri etkileyeceği bilinmemektedir. Yatırımcılar bu fonlardan paralarını çekince bir anda ortalık karıştı. Likidite sıkıntısı bir anda ciddi bir problem haline geldi. Kredileri veren finansal kuruluşlar ve bankalar artık fonları çevirecek likiditeyi bulamaz hale geldi. %3-5 gibi oranlardaki düşüşler bile milyon dolarları buharlaştırdı ve riskli gruplara kredi veren kuruluşlar birer birer batmaya başladı. Gelişmiş ülkelerin piyasalarında yer alan borsalarda 2006 yılına göre, 25 trilyon doları aşkın kayıplar yaşadı. Lehman Brothers başta olmak üzere dev bankalar iflas etti, ABD'de yatırım bankacılığı tarihe karışmıştı. İlerleyen yıllarda kriz etkisini tüm dünyada derinden hissettirmiştir.

Bu çalışmamızda ABD'de yaşanan krizin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri ne ölçüde etkilediği incelenmiştir. Kriz öncelikli olarak ABD ile yakın siyasi ve ekonomik ilişki içerisinde olan ve kendi içerisinde problemler yaşayan gelişmiş ülkeleri etkilemiştir.

Bu ülkelerin başında Yunanistan gelmektedir. Çünkü Yunanistan'ın zayıf bir ekonomik yapısı bulunmaktaydı. Yunanistan ekonomisinin en temel sorunu, büyümenin ve kamu maliyesinin ağırlıklı olarak dış borçlanmayla finanse edilmesiydi. Bu süreçte GSYİH'ya oran olarak % 100'ü aşan Yunanistan'ın kamu borç stoku, ilgili Maastricht kriterinin (kamu borcu GSYH'nin % 60'ını aşmayacaktır) oldukça üzerinde bir seviyedeydi. Avrupa Merkez Bankası'nın yürüttüğü operasyonla Yunanistan'daki CDS piyasalarında bir rahatlama olmuş, ancak özel sektörün tahvil takasına katılımı istenilen orana ulaşamamıştır. Bu noktada Yunanistan toplu eylem Şartı (Collective action clause) hakkını kullanarak diğer yatırımcıları tahvil takas programına katılmaya zorlamıştır. 9 Mart 2012 tarihinde Yunanistan tahvil takası programında "toplu eylem şartının" kullanılması ISDA (uluslararası swap ve türev birliği) tarafından kredi vakası olarak değerlendirilmiştir. Bu durum kredi temerrüt takası kontratlarını aktif hale getirmiştir. 19 Mart 2012 tarihinde 3,2 milyar dolar tutarındaki Yunan CDS'lerinin ilk ihalesi gerçekleştirilmiştir. Bu durumun kredi vakası olarak adlandırılması, diğer borç sorunu yaşayan ülkelere özellikle Portekiz ve İspanya'da CDS oranlarının artmasına neden olmuştur.

Yunanistan gibi krizin etkisi altına giren bir diğer ülke ise İrlanda'dır. İrlanda dışa açık, yabancı sermaye ile büyüyen, gelişen bir ülke olması sebebiyle, dış ekonomik gelişmelerden özellikle de ABD'de yaşanan ekonomik krizden yoğun olarak etkilenmiştir. Son on yıldır Avrupa'nın en güçlülerinden biri olan İrlanda ekonomisinde sıkıntıların yansması kendini İrlanda borsasının (Iseq) 2007'deki kötü performansı ile göstermiştir. Iseq 2007'de %26.3 değer kaybederek AB'nin en kötü performans gösteren borsası olmuştur. Değer bazında hisse senetlerinde yaklaşık 26 milyar Euro'luk kayıp yaşamıştır.

ABD yaşanan krizin yaratmış olduğu domino etkisiyle krizden çok derin etkilenen bir diğer ülke ise İspanya'dır. İspanya 2011 yılının 4. Çeyreğinde son 50 yılın en büyük krizini yaşamıştır. Uzun bir ekonomik genişleme sürecinin ardından 2006 yılında İspanya ekonomisi ilk sinyalleri vermeye başlamıştır. Kriz ABD'de 2007 yılında yaşanan krizin bir uzantısı olarak başlamış, ancak kriz öncesinde İspanya'da yaşanan iç dengesizlikler krizi daha da ağırlaştırmıştır. Uluslar arası makroekonomik yapıdaki hızlı bozulma özellikle 2008 yılından sonra daha da artmıştır. İspanya'daki iç talep özellikle gayrimenkul ve inşaat faaliyetleri büyük ölçüde bağımlı bir büyüme modeli üzerine kurulmuştur ve bu model mutlak bir başarısızlık getirmiştir. Gayrimenkul sektöründeki orantısız büyüme, gayrimenkul finansmanı için gerekli kredi genişlemesi ile birleştiğinde ekonomik dengesizliklerin temelini oluşturmaktadır. Gayrimenkul sektöründeki talebin artması, fiyatların balon gibi şişmesine ve ekonomik krizin patlak vermesine neden olmuştur.

Küresel ekonomik krizin derinden etkilediği bir diğer gelişmiş ülke ise Portekiz'dir. Portekiz, 1986'da AB'ne tam üye olmuştur ve ardından enflasyon, işsizlik gibi kalemler başta olmak üzere makro ekonomik göstergelerini hızla düzeltmiştir. 2008 yılının son çeyreğinde kendini hissettirmeye başlayan küresel ekonomik krizden ekonomiler arasındaki bağlantılar vasıtası ile Portekiz'de olumsuz yönde etkilenmiş, ülke ekonomisi küçülmeye ve işsizlik oranları ve borç oranları artmaya başlamıştı. Euro bölgesinde yer alan ülkeler riskten kaçınma amacıyla varsayılan borçları sigortalatmıştır (CDSs, Kredi temerrüt swapı genişlemesi). 2009 yılından beri pek çok euro bölgesi ülkesinde, Yunanistan'ın öncülüğünde bu sigortalatma işinin maliyeti giderek

yükselmiştir. Yunanistan'da yaşanan iflas CDS kredileri ile ülkeler arasındaki bağına bağlı olarak kısa sürede Portekiz ve İrlanda'ya bulaşmıştır. Portekiz, Yunanistan ve İrlanda'da yaşanan ülke içi dengesizlikler bu ülkelerin daha fazla etkilenmesine neden olmuştur.

Gelişmiş ülkelerin bu kadar derinden etkilenmesine karşın gelişmekte olan ülkeler gerek kapalı ekonomileri, gerek vadeli işlemler borsalarının fazla gelişmemesi ve gerekse daha önce yaşadıkları krizlerden elde ettikleri deneyimlerle krizden göreceli olarak daha az etkilenmiştir. Ancak krizin tüm dünyaya yayılması bu ülkelerinde büyüme hızlarının yavaşlamalarına neden olmuştur.

Türkiye'de küresel kriz, finans sektöründen çok üretim sektörünü vurmuştur. Türkiye'de Vadeli İşlemler Borsası'nın fazla gelişmemiş olması finans sektörünün fazla etkilenmemesinin sebepleri arasındadır. Türkiye'nin 2001 krizi sonrasında aldığı önlemlerle, ülkedeki kamu kesimi ve bankacılık sektörü dışsal şoklar karşısında eskisine göre çok daha güçlü bir pozisyonundadır. Ancak krizin etkilerinin tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de reel alana kaymasıyla birlikte, küresel bir durgunluk ve işsizlik sorunu giderek derinleşmeye başlamıştır. Avrupa'da yaşanan borç krizi ve küresel borçlanmanın zorlaşması, sermaye akışındaki yavaşlama Türkiye ekonomisinde etkilenmesine neden olmuştur.

Rusya dışı açık bir ekonomiye sahip olması nedeniyle 2007 küresel ekonomik krizinden derinden etkilenmiştir. Rusya'nın GSYİH'sı 2009 yılında %7,9 azalmıştır. Buna bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımları 2008 yılında 75 milyar Dolar iken 2009 yılında 36,8 milyar Dolara inmiştir. 2009 yılında Rusya dünyanın en büyük doğalgaz ve ikinci büyük petrol ihracatçısı olmuştur. Ancak 2010 yılında ekonominin büyüme hızı yüzde 4,8 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında büyüme ve devlet harcamalarında düşüş yaşanmış, hükümet ise bu krize karşı vergi teşvikleri uygulamaya başlamıştır. Diğer taraftan, rublenin değerinin artması ve düşük ithalat fiyatları ile 2010 yılının ortalarına kadar dezenflasyon görülürken ikinci yarı ve 2011'de enflasyon artmaya başlamıştır. 2010 tahminlerine göre Rusya'da Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) 1.567 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, kişi başına düşen GSYİH ise 15.848 dolar olmuştur. 2008 yılında yüzde 2,1 olan sinai üretim artış hızı ise 2010 yılında yüzde 8'e yükselmiştir.

Rusya ekonomisinin krizden derinden etkilenmesine karşın Rusya Vadeli İşlemler Borsası krizden aynı ölçüde etkilenmemiştir. Çünkü mortgage kredileri ABD bankalarının varlıklarının %35'ini kapsarken, Rusya'da Mortgage kredilerinin payı sadece %5 düzeyindedir. Rusya'da mortgage piyasası krizin patlak verdiği 2007 yılında GSMH'daki payı yalnızca %1,8 idi. RTS (Russian Trading System) ve Rusya'daki CDS ticareti 2008 yılının ortasına kadar iyi bir şekilde devam etmiştir. ABD'de mortgage krizinin şiddetlendiği 2008 yılı ortası itibariyle Rusya'da da CDS kullanımı ve mortgage kredileri kullanımı önemli oranda azalmıştır.

Çin 2007 yılında gerçekleştirdiği reform hareketlerinin ardından son üç yıl içerisinde büyük bir yol kat etmiştir. 2010 yılının ortasında ülkenin GSYİH'sı 17 trilyon CNY'ye (2.5 trilyon dolardan fazla) ulaşmıştır ve Çin ekonomisinin bu oranda büyümesi global ekonomiye büyük katkıda bulunmuştur. Çin Finansal Sistemi hızlı ekonomik büyümesine paralel olarak uluslar arası düzeyde en iyi uygulamaları kullanmasıyla büyük bir gelişme içerisinde. Modern finansal sistemin önemli bir parçası olan türev ürünler, Çin'de büyük bir ilgi odağı olmuştur. Çin RMB döviz türev piyasaları Çin'de büyük bir gelişme göstermiş ve finansal sistem içerisinde olgun bir aşamaya ulaşmıştır. Çin'de kapalı bir ekonomik yapının bulunması türev piyasaların yeni yeni gelişmesi ve sağlam makroekonomik yapısı küresel ekonomik krizden diğer ülkelere göre çok daha az etkilenmesine neden olmuştur.

Meksika ekonomisi 2008 yılı sonunda ABD ile yakın ekonomik ilişkiler içerisinde olması sebebiyle ABD'de başlayan krizden etkilenmiş ayrıca ülkede uyuşturucu kartellerinin yol açtığı şiddet olayları ve H1N1 salgını nedeniyle 2009 yılında resesyona girmiştir. Meksika'dan dünyaya yayılan H1N1 virüsünün ülke ekonomisine zararı 2009 yılında 2 Milyar Dolar'dır. Merkez Bankası yine aynı yıl 5,6 milyar Dolar değerinde ekonomik bir önlem paketi açıklanmış ve bunu daha sert önlemler takip etmiştir.

Bulgaristan'da 2007-2012 küresel finansal krizi geri dönüşümü iyi olan çoğu maliye politikası ve vergi reformlarının kaldırılmasına neden olmuştur. İstikrarlı 10 yıllık büyümenin ardından Bulgaristan ekonomisi 2008 yılının 4. Çeyreğinde durgunluk içine girmiş, işsizlik oranları ve hane halkı borç miktarı artmıştır. 2010 yılında gıda ve

enerji tüketimindeki göreceli düşük enflasyon fiyatların yükselmesi ile artış göstermiştir. Hükümet planlanan krizle mücadele tedbirlerini yavaşça uygulamaya koymuştur. Küresel ekonomik kriz ile birlikte Bulgaristan'a yapılan yatırımlar azalmış ve ülkedeki iç tüketim miktarı zayıflamıştır. Hükümetin aldığı sert bütçe kararları ile, 2012 yılında GSYİH'nın %1.3'lük bir açık vermesi planlanmaktadır. Bazı Euro bölgesi ülkelerinin aksine, Bulgaristan önemli ölçüde uluslar arası çapta borç kullanmamış ve kamu borç oranı (2011 Kasım ayı itibariyle %12) AB içerisinde en düşük oranlardan biri olmaya devam etmiştir.

Özetle yaşanan kriz tüm dünyayı derinden sarsmıştır. Ülkelerin birbirine bağımlı olması sebebiyle ABD'de başlayan kriz domino etkisi ile ABD ile yakın ekonomik ilişki içinde bulunan gelişmiş ülkeleri derinden sarsmıştır. Ülkeler teker teker iflas ettiklerini açıklamış Avrupa Birliği üye devletlerin yüksek borç yükleri ile savaşmak zorunda kalmıştır hatta birlik dağılma tehlikesi bile geçirmektedir. Yaşanan kriz basit bir konut krizi değildir. Krizde günümüzde akla gelebilecek her şey üzerine yazılabilen türev ürünlerin etkisi çok büyüktür. Çünkü ABD'de borçlu olan kesim küçük bir grubu kapsamaktaydı ancak bu kredilerin yeni sözleşmelere konu olması onlar üzerinden yeni ürünlerin üretilmesi krizin tüm dünyaya yayılmasına neden olmuştur. Krizden öncelikli olarak gelişmiş AB'ye üye ülkeler etkilenmiştir. Çünkü bu ülkelerin kendi iç dengesizlikleri, yüksek borç stokları yaşanan krizle birlikte taşınamaz seviyeye gelmiştir. Buna karşılık daha küçük ekonomiye ve henüz yeni yeni büyümekte olan vadeli işlemler piyasasına sahip olan gelişmekte olan ülkeler daha önceden yaşadıkları kriz deneyimleriyle birlikte krizden daha az etkilenmişlerdir. Daha çok bu ülkelerin büyüme hızları düşmüştür.

Kriz hala devam etmektedir ve daha sağlam önlemler alınmadığı sürece daha fazla zarar verecektir. Bu noktada öncelikle ülkeler kendi iç problemlerini çözmeli, üretime ağırlık vermeli ve dış borç yükünü, işsizlik oranlarını azaltmak amacıyla daha sıkı tasarruf paketleri uygulamaya koymalıdır ve daha da önemlisi özellikle türev piyasalarda denetimler arttırılmalı. Çünkü risksiz yatırım aracı olarak görüldüğünden ve muhasebe sistemlerindeki boşluklardan ötürü türev ürünler çok güçlü bir alternatif yatırım aracı olarak görülmekte ama aslında en büyük riski oluşturmaktadır.

EKLER

EK Tablo 1

Tablo 1
Yaşanan Para-Döviz Krizleri

| | | | |
|------------|------|------------|------|
| Finlandiya | 1992 | Malezya | 1997 |
| İtalya | 1993 | Filipinler | 1997 |
| Norveç | 1992 | Singapur | 1997 |
| İspanya | 1993 | Güney Kore | 1997 |
| İsveç | 1992 | Tayvan | 1997 |
| Türkiye | 1994 | Tayland | 1997 |
| İngiltere | 1992 | Arjantin | 1995 |
| Hong Kong | 1997 | Brezilya | 1995 |
| Endonezya | 1997 | Meksika | 1994 |
| Japonya | 1997 | Venezuela | 1995 |

Kaynak: Nurdan Aslan, Sinem Dışkaya; <http://www.marmarakpss.com/sayfa/31/finansal-krizler> (Tarihi: 19.10.2011)

EK Tablo 2

Tablo 2
Dünyada 1970-2001 Yılları Arasında Yaşanan Bankacılık Krizleri

| Gelir düzeyi yüksek ülkeler | | | |
|------------------------------------|-----------|-------------|-----------|
| Avustralya | 1989-1990 | Brezilya | 1994-1996 |
| Kanada | 1983-1985 | Şili | 1981-1983 |
| Danimarka | 1987-1992 | Kolombiya | 1982-1987 |
| Finlandiya | 1991-1993 | Mısır | 1991-1995 |
| Fransa | 1994-1995 | El Salvador | 1989 |
| Hong-Kong | 1982-1983 | Gana | 1982-1989 |
| Hong-Kong | 1983-1986 | Hindistan | 1993 |
| Hong-Kong | 1998 | Endonezya | 1994 |
| İtalya | 1990-1995 | Endonezya | 1997 |
| Japonya | 1992-1998 | Madagaskar | 1998 |
| Kore | 1997 | Malezya | 1985-1988 |
| Yeni Zelanda | 1987-1990 | Meksika | 1981-1982 |
| Norveç | 1988-1990 | Meksika | 1994-1995 |
| İspanya | 1977-1985 | Nijerya | 1997 |
| İsveç | 1991 | Peru | 1983-1990 |
| İngiltere | 1974-1976 | Filipinler | 1981-1987 |
| ABD | 1984-1991 | Sri Lanka | 1989-1993 |
| | | Tayland | 1983-1987 |
| Gelir Düzeyi Orta ve Düşük Ülkeler | | Türkiye | 1994 |
| Arjantin | 1980-1982 | Uruguay | 1981-1984 |
| Arjantin | 1985 | Venezüella | 1980-1983 |
| Arjantin | 1989-1990 | Venezüella | 1994-1995 |
| Arjantin | 1995 | Zimbabve | 1995 |
| Bolivya | 1986-1987 | Türkiye | 2001 |
| Bolivya | 1994 | | |

Kaynak: Levent Çinko, Rengin Ak; "Maliye Finans Yazıları", İstanbul, 2009, Sayı 83,s. 66-67

Ek Tablo 3

Dış Borç Krizleri

| | | | |
|-----------|---|------|----------------------|
| 1820 | Latin Amerika | 1992 | Meksika Krizi |
| 1860-1870 | Orta Amerika Latin Amerika Türkiye Mısır | 1997 | Güneydoğu Asya Krizi |
| 1890 | Arjantin Yunanistan | 1997 | Rusya Krizi |
| 1902 | Venezuela | 1998 | Brezilya Krizi |
| 1974 | Petrol Krizi | 2001 | Arjantin Krizi |

Kaynak: Murat Şeker. “Dış Borçlanma, Borç Krizi ve Türkiye”, **Yüksek lisans tezi**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005

EK Tablo 4**Makroekonomik Göstergeler**

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|---|---------|---------|----------|----------|----------|----------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| GSMH (Milyar TL) | 397.177 | 634.392 | 1103.604 | 1997.322 | 3887.902 | 7854.887 | 14.978.067 | 29.393.262 | 53.518.331 | 78.282.966 | 125.970.544 |
| GSMH (Milyar \$) | 150,3 | 153 | 159,9 | 182.2 | 130.7 | 173.5 | 181.6 | 192.4 | 206.6 | 185.2 | 194.9 |
| Büyüme Oranı | 9.4 | 0.4 | 6.4 | 8.1 | -6.1 | 7.9 | 7.1 | 8.9 | 3.9 | -6.1 | 6.1 |
| TÜFE (1987=100) | 60.26 | 66.08 | 70.10 | 66.39 | 106.26 | 93.18 | 79.38 | 85.29 | 83.62 | 63.61 | 53.93 |
| TEFE (1987=100) | 52.23 | 55.45 | 62.10 | 58.66 | 120.81 | 88.04 | 74.59 | 81.32 | 70.20 | 53.94 | 52.29 |
| Mevduat Faiz Oranı (Yıllık) | 59.4 | 72.7 | 74.2 | 74.8 | 95.6 | 92.3 | 93.8 | 96.6 | 95.5 | 46.7 | 45.6 |
| Mevduat Faiz Oranı (3 Aylık) | 50.7 | 69.6 | 69.1 | 64 | 77.3 | 83.9 | 79.7 | 83.2 | 82.6 | 59.5 | 105.6 |
| DİBS Faiz Oranı (Yıllık Ort. Bil. Faiz) | 54 | 80.5 | 87.7 | 87.6 | 164.4 | 121.9 | 135.2 | 127.2 | 122.5 | 109.5 | 38 |
| Döviz Kuru (\$) Aşınma | 22.83 | 60.20 | 64.65 | 60.53 | 169.93 | 53.95 | 78 | 86.81 | 71.66 | 60.94 | 48.46 |
| Tartılı Efektif Reel Döviz Kuru | 96.8 | 94.8 | 91.1 | 90.3 | 69.4 | 78.3 | 77.1 | 76.9 | 78.7 | 75.5 | 73.5 |

Kaynak: DPT, TCMB

Ek Tablo 4(Devam)**Makroekonomik Göstergeler**

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|--|--------|--------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|------------|------------|------------|
| Konsolide Bütçe Açığı (Milyar TL) | -13.3 | -33.5 | -47.4 | -133.9 | -152.2 | -316.6 | -1238.1 | -2245.9 | -3803.4 | -9071.6 | 11.5 |
| BA/GSMH | 3.0 | 5.3 | 4.3 | 6.7 | 3.9 | 4 | 8.3 | 7.6 | 7.2 | 10.9 | - |
| KKBG/GSMH | 7.4 | 12 | 10.6 | 12 | 7.9 | 5.2 | 8.6 | 7.7 | 9 | 15.4 | 11.8 |
| İhracat (Milyon \$) (Bavul Ticareti Dahil) | 13.03 | 13.67 | 14.89 | 15.61 | 18.39 | 21.98 | 32.45 | 32.65 | 31.22 | 29.33 | 31.66 |
| İthalat | -22.58 | -21.01 | -23.08 | -29.77 | -22.61 | -35.19 | -43.03 | -48.00 | -45.44 | -39.77 | -54.04 |
| Dış Ticaret Açığı (Milyar \$) | -9.6 | -7.3 | -8.2 | -14.2 | -4.2 | -13.2 | -10.6 | -15.4 | -14.2 | -10.4 | -22.4 |
| Cari İşlemler Açığı (Milyar \$) | -1.9 | 0.2 | -0.6 | -3.5 | 2.0 | -1.3 | -1.32 | -1.35 | 0.96 | -0.76 | -5.0 |
| İç Borç Stoku | 57.180 | 97.647 | 194.236 | 357.347 | 799.309 | 1361.006 | 3148.984 | 6283.424 | 11.612.886 | 22.920.145 | 36.420.620 |
| İBS/GSMH | 14.4 | 15.4 | 17.6 | 17.9 | 20.6 | 17.3 | 21.0 | 21.4 | 21.9 | 29.3 | 29.0 |
| Dış Borç Stoku (Milyar \$) | - | 50.49 | 55.59 | 67.36 | 65.60 | 73.28 | 79.64 | 84.88 | 96.89 | 103.34 | 116.105 |
| Kısa Vadeli Dış Borç | 9.5 | 9.1 | 12.7 | 18.5 | 11.3 | 15.7 | 17.35 | 18.05 | 21.22 | 23.47 | 28.91 |

Kaynak: DPT, TCMB

Ek Tablo5

Çeşitli Ülkelerde Bazı Finansal Kuruluş İflasları

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

| | | |
|------------------------|--|-------------------|
| | euro karşılığı satıldı. | |
| 11 Kasım Kazakistan | Hükümet 4 büyük bankaya sermaye enjekte etti. | 3,7 milyar euro |
| 24 Kasım ABD | Citigroup sermaye desteği almıştır. | 40 milyar dolar |
| 22 Aralık İrlanda | Anglo Irish Bankası ulusallaştırılmıştır. 3 büyük bankasına fon aktarılmıştır. | 7,68 milyar dolar |

Kaynak: Süreyya Bakkal ve Murat Alkan. 2008 Finansal Krizi ve Bu Dönemde Bankacılık Sektörünün Kar Etme Nedenleri, Hiperlink Yayınları, İstanbul, 2011, s. 92

Ek Tablo 6: Çin Ekonomisi için Temel Ekonomik Göstergeler (Yüzde)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| GSYH (cari fiyat, trilyon dolar) | 1,2 | 1,3 | 1,5 | 1,6 | 1,9 | 2,3 | 2,7 | 3,5 | 4,5 | 5,0 | 5,9 | 7,0 | 7,7 |
| Kişi Başına GSYH (dolar) | 945 | 1.038 | 1.132 | 1.27 | 1.486 | 1.726 | 2.064 | 2.644 | 3.403 | 3.739 | 4.382 | 5.183 | 5.715 |
| Nüfus (milyon kişi) | 1.267 | 1.276 | 1.284 | 1.292 | 1.299 | 1.307 | 1.314 | 1.321 | 1.328 | 1.334 | 1.341 | 1.348 | 1.354 |
| GSYH Artışı | 8,4 | 8,3 | 9,1 | 10 | 10,1 | 11,3 | 12,7 | 14,2 | 9,6 | 9,2 | 10,3 | 9,5 | 9,0 |
| Özel Tüketim Artışı | 7,6 | 5,8 | 6,6 | 6,5 | 7,4 | 6,2 | 8,9 | 10,5 | 8,3 | 9,1 | 5,9 | - | - |
| Kamu Tüketimi Artışı | 12,0 | 9,6 | 6,5 | 4,7 | 5,8 | 12,7 | 11,4 | 11,5 | 8,9 | 9,0 | 12,9 | - | - |
| Sabit Sermaye Yatırımı Artışı* | 10,0 | 9,1 | 13,2 | 16,3 | 11,6 | 11,5 | 12,4 | 13,0 | 9,7 | 22,6 | 11,4 | - | - |
| İhracat Artışı | 27,9 | 6,8 | 22,3 | 34,6 | 35,4 | 28,5 | 27,7 | 25,8 | 17,6 | -16,1 | 31,4 | - | - |
| İthalat Artışı | 35,2 | 8,1 | 21,3 | 39,8 | 35,7 | 17,6 | 19,7 | 20,3 | 18,7 | -11,1 | 39,8 | - | - |
| Genel Devlet Dengesi/GSYH | -3,1 | -2,3 | -2,3 | -1,8 | -0,9 | -0,9 | -0,7 | 0,9 | -0,4 | -3,1 | -2,3 | -1,6 | -0,8 |
| Genel Devlet Brüt Borç Stoku/GSYH | 16,4 | 17,7 | 18,9 | 19,2 | 18,5 | 17,6 | 16,2 | 19,6 | 17 | 17,7 | 33,8 | 26,9 | 22,2 |
| Devresel Bütçe Dengesi | - | - | - | - | - | - | -0,6 | 0,3 | -0,9 | -3,4 | -2,6 | -1,8 | -0,9 |
| İşsizlik Oranı | 3,1 | 3,6 | 4,0 | 4,3 | 4,2 | 4,2 | 4,1 | 4,0 | 4,2 | 4,3 | 4,1 | 4,0 | 4,0 |
| Yurtiçi Tasarruf Oranı | 36,8 | 37,5 | 40,3 | 43,9 | 46,8 | 48 | 51,5 | 51,8 | 53,1 | 53,4 | 53,3 | 53,8 | 53,7 |
| Enflasyon Oranı | 0,4 | 0,7 | -0,7 | 1,1 | 3,9 | 1,8 | 1,4 | 4,7 | 5,9 | -0,7 | 3,3 | 5,4 | 3,3 |
| Cari Denge/GSYH | 1,7 | 1,3 | 2,4 | 2,7 | 3,5 | 5,9 | 8,5 | 10,1 | 9,1 | 5,2 | 5,1 | 5,1 | 5,5 |

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünüm Raporu, Eylül 2011

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Afşar, Muharrem. **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Eskişehir, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004.
- Apak, Sudi ve Ayhan Aytaç, **Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**, İstanbul, Avcıol Basım Yayım, 2009.
- Apak, Sudi. Ve Metin Uyar. **Türev Ürünler ve Finansal Teknikler**, İstanbul, Beta Yayınevi, 1. Baskı, 2011.
- Aydın, Nurhan, Rıdvan Karalar, İnan Özalp ve Ramazan Geylan, **Genel İşletme**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2008.
- Bakkal, Süreyya ve Murat Alkan. **2008 Finansal Krizi ve Bu Dönemde Bankacılık Sektörünün Kar Etme Nedenleri**, Hiperlink Yayınları, İstanbul, 2011.
- Balı, Selçuk ve Ahmet Büyükşalvarcı, **1630'dan 2010'a Finansal Krizler Tarihi**, İstanbul, Çatı Kitapları, 2011.
- Banks, Erik. **The Credit Risk of Complex Derivatives**, Palgrave Macmillan, USA, 2004, Third Edition.
- Bastı, Eyüp. **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi: Krizin Finans Sektörünün Verimliliğine ve Etkinliğine Etkileri**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2006.
- Bellalah, Mondhers. **Derivatives Risk Management and Value**, Word Scientific, USA, 2010.
- Benhamou, Eric. **Global Derivatives: Products, Theory and Practice**, Pracing Partner, France, 2007,
- Ceylan, Ali ve Turhan Korkmaz. **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa, Ekin Yayınevi, 2010.
- Chambers, Nurgül. **Türev Piyasalar**, İstanbul, Beta Yayınevi, 2009.
- Çeviş, İsmail. **Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 2005.
- Doğukanlı, Hatice. **Uluslar arası Finans**, Nobel Kitapevi, Adana, 1. Baskı, 2001.
- Dubofsky, David A. **Options and Financial Futures**, New York, Mc Graw Hill Book Company, 1982.

- Eğilmez, Mahfi. **Küresel Finans Krizi**, İstanbul, Remzi Kitapevi, 2011.
- Eichengreen, Barry. **Financial Crises**, USA, Oxford University Press, 2002.
- Erdinç, Yaşar. **Para Harekatı**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 7. Baskı, 2011.
- Erol, Ümit. **Vadeli İşlem Piyasaları Teori ve Pratik**, İstanbul, İMKB Yayınları, 1.Baskı, 1999.
- Gürbüz, Ali Kemal. **Ekonomik Krizlerin Genel Teorisi**, Balıkesir, Alem Basım Yayım, 1999.
- Gürsoy, Melih. **Ekonomik ve Finansal Krizler**, MG Yayınları, İzmir, 2009
- Hentschel, Ludgerand Clifford W. Smith. **Financial Institutions Center**, The Wharton School University of Pennsylvania, USA, 1996.
- Hepşen, Ali. **Finansal Krizlerde Gayrimenkul Finansman Piyasalarının Rolü ve Gayrimenkul Fiyat Endekslerinin Önemi**, İstanbul, Literatür Yayınları, 2011.
- Hull, John, C. **Options, Futures and Other Derivatives**, International Edition, 3. Edition, USA, 1997.
- İlyas, Atilla İmrahor. **Asya Krizi Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul.
- Kabaş, Tolga. **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizleri Belirleyen Faktörler ve Uluslararası Finans Sistemi**, İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları, 2005.
- Kansu, Aydan. **Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, İstanbul, Derin Yayınları, 2004.
- Karatepe, Yalçın. **Türev Piyasaları**, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Yayınları, Ankara, 2000.
- Kozanoğlu, Hayri. **Uçuramayan Balon: Finans**,Ayrıntı Yayınları, İstanbul, 2011.
- Krugman, Paul, **Currency Crises**, Chicago, IL, USA: University of Chicago Press, 2000.
- Luft, Carl F. **Understanding And Trading Futures**, London, Mc Graw Hill Book Company, USA, 1998.
- Mcdonald, Robert L. **Derivatives Markets**, Pearson International Edition, USA, 2006.
- Müslümov, Alövsat.,MübarizHasanov ve CenktanÖzyıldırım. **Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, Scala Basım Yayım, İstanbul, 2003.

- Orakçioğlu, İsmail ve Sezer Bozkuş Kahyaoğlu. **Türev Piyasalarda Teminatlandırma Yöntemleri**, Ankara, Efil Yayınevi, 1. Baskı, 2011.
- Özatay, Fatih. **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitap, İstanbul, 2009.
- Özer, H. Gül. **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2006.
- Rodoplu, Gültekin. **Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, İstanbul, 1993, 1. Baskı.
- Schountens, Wim. **Levy Processes İn Finances**, Other Wiley Editorial Offices, USA, 2003.
- Soral, Bartu. **Türkiye’de Bitmeyen Ekonomik Kriz**, Kaynak Yayınları, İstanbul, 2009.
- Şıklar, İlyas. **Finansal Ekonomi**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1. Baskı, 2004,
- Şişman, Mehmet. **Uluslar arası Paranın Ekonomi Politikası ve Kriz**, İstanbul, Kalkedon Yayınları, 2011.
- Terzi, Nuray. **Hedge Fonlar**, İstanbul, Beta Yayınevi, 2009.
- Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, VOB A.Ş. İzmir, 2006
- Yalçınar, Kürşat, Cihan Tanrıöven, Hasan Bal, Emine Ebru Aksoy, **Finansal Teknikler ve Türev Araçlar**, Ankara, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, 2011.
- Yay, Turan Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2010.
- Yılmaz, Mustafa Kemal. **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002.

MAKALELER VE BASIN BÜLTENLERİ

“İ.M.K.B. Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği Eğitim Notları”, **Takasbank İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. Yayınları**, İstanbul, 2003.

“Meksika Türev Borsası (MexDer)”, **TSPAKB Basın Bülteni**, 8 Temmuz 2008.

Akın, Faruk ve Nalan Ece. “Küresel Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörü İstihdamı Üzerindeki Etkileri”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2009, Cilt 27, Sayı 2..

Andrea Éltető, **Eastern Journal of European Studies** ,Volume 2, Issue 1, June 2011

Aslan, Özgür. ve H. Levent Korap, “Türkiye’de Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisi”, **Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (İLKE)** Güz 2006, Sayı 17.

Aşıkoğlu, Rıza ve Cantürk Kayahan. “Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt No: 10, Sayı 2, 2008.

Avrupa Birliği’nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: Euro Rekabet Pakti, T.C. Başbakanlık Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, Ankara, 2011.

Bak, Başak. “Borsa Opsiyon Sözleşmesi”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Sayı 64, 2009.

Balaban, Ercan. **Opsiyonlar**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9501, 1995.

Başçı, E. Savaş. “Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap’ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımı”, **Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi**, Sayı 12, 2003.

Buluş, Abdulkadir. “1929 Ekonomik Buhranı İle Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması”, **Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Selçuk Üniversitesi İ.İ.B.F., 2010, Cilt 103, Sayı 19.

Carballo-Cruz, Francisco. “Causes and Consequences of the Spanish Economic Crisis: Why the Recovery is Taken so Long? “ **Panoeconomicus**, 2011, 3.

Carballo-Cruz, Francisco. “Causes and Consequences of the Spanish Economic Crisis: Why the Recovery is Taken so Long? “ **Panoeconomicus**, 2011

Çinko, Levent ve Rengin Ak, “Küreselleşen Ekonomilerde Yaşanan Bankacılık Krizlerinin Anatomisi”, **Maliye Finans Yazıları**, İstanbul, 2009, Sayı 83.

- Delice, Güven. “Finansal Krizler; Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003.
- Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler**, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Küresel Ekonomik Gelişmeleri İzleme Değerlendirme Dairesi, Mayıs 2012 Sayı:5,
- Economist Intelligence Unit, Data Tool, Şubat 2012
- Emirkadı, Ömer. “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlemeler” , **Sosyo Ekonomi Dergisi**, Sayı 2, 2005, Ankara.
- Güngör, Bener. “Finansal Türevlerin Muhasebeleştirilmesi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt No: 15, Sayı: 1-2.
- IMF, World Economic Outlook, Crisis and Recovery, April 2009
- Karayılanoğlu, Pınar Barış., **Yunanistan Temel Ekonomik Göstergeleri ve Türkiye-Yunanistan Ticari ve Ekonomik İlişkileri**, İzmir Ticaret Odası, 2007
- Köse, Y. ve H. Karabacak, “Yunanistan Ekonomik Krizi: Nedenleri, Etkileri ve Alınan Tedbirlere İlişkin Bir Değerlendirme”, **Maliye Dergisi**, Sayı 160, Ocak - Haziran 2011
- Kunt, Abdullah Selim ve Oktay Taş. “**Kredi Temerrüt Swapları ve Türkiye’nin CDS Priminin Tahmin Edilmesine Yönelik Bir Uygulama**”, İTÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 5, Sayı 1, 2008.
- Kunt, Abdullah Selim ve Oktay Taş. “Kredi Temerrüt Swapları ve Türkiye’nin CDS Priminin Tahmin Edilmesine Yönelik Bir Uygulama”, İTÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 5, Sayı 1, 2008
- Lane, Timothy D. “Asya Krizi Ne Öğrendik”, **D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi**, Lale Alkinoğlu (Çev.). İzmir, Cilt 15, Sayı 1, 200.
- Oktar, Suat. “Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, , 2. Sayı, 2010.
- Önde, Kerem. **Döviz, Emtia, ve Hisse Senedi Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, Üye Temsilcisi Eğitimi, 2011.
- Özbek, Orkun. “Küresel Krizin Dünya Ekonomisine Etkileri ve Geleceği”, **Ar-Ge Bülteni 2009 Aralık Ekonomi**, İzmir Ticaret Odası.
- Öztürk, Serdar ve Bekir Gövdere, “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Katkıları”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 1, 2010.

- Pala, Cenk. “Uluslararası Enerji Ajansı (IEA)’nın Kökenleri”,**Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Sayı 9, 1993.
- Tian, Li. “ Research on Necessity of the Establishment of Financial Derivative Market in China” **The Journal of American Science**, 1(1), 2005, Tian, Necessity of Establishment of Financial Derivative Market in China
- Turgut, Ahmet,”Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler”, **TUHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, , Cilt No:20, Sayı:4-5 Kasım 2006-Şubat 2007.
- Uçar, Özgür. **Yunanistan’ın Euro Bölgesi’nden Ayrılmasının Olası Ekonomik Etkileri**, Ekonomi ve Mali Politikalar Başkanlığı (T.C. Avrupa Birliği Bakanlığı), Temmuz 2012
- Ural, Mert. “**Finansal Krizler ve Türkiye**”, D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi Cilt:18 Sayı:1, Yıl:2003, s. 23
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları, Ankara, Sayı 8.
- Yavilioğlu, Cengiz ve Güven Delice, “Tezgahüstü Türev Piyasaları Bir Değerlendirme”, **Maliye Dergisi**, Sayı 151, Temmuz-Aralık 2006.
- Yay, Gülsün Gürkan. “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, **Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II**, 2001
- Yıldız, Şule ve Filiz Aygen. “Faiz Swapı ve Muhasebeleştirilmesi”, **Yaklaşım Dergisi**, Mart 2009, Sayı 195.

KONFERANSLAR

Birdal, Murat. **“Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”**, Anadolu International Conference in Economics June 17-19, 2009, Eskişehir, Turkey.

Köse, Ali ve Serpil Bülbül. **“2008 Küresel Kriz Sürecinde Türk Bankacılık Sektörünün Finansal Performans Analizi”**, Uluslararası Finans Sempozyumu 2009, İstanbul, Beta Yayıncılık, 2010.

TEZLER

Şeker, Murat. **“Dış Borçlanma, Borç Krizi ve Türkiye”**, **Yüksek lisans tezi**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005.

TEBLİĞLER VE RAPORLAR

Aydın, İnci Selin. **Meksika Ülke Raporu**, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İHRACATI GELİŞTİRME ETÜD MERKEZİ, Ankara - April, 2011

Demir, Faruk. Ayşegül Karabıyık, Emine Ermişoğlu, Ayhan Küçük. **ABD Mortgage Krizi**, BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı Çalışma Tebliği, Ağustos 2008.

Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Küresel Ekonomik Gelişmeleri İzleme Değerlendirme Dairesi Mart 2012 Sayı:3

Gülsoy, Ebru ve Esmâ Koca. **ABD Ülke Raporu**, T.C. Ekonomi Bakanlığı İhracat Genel Müdürlüğü Ülke Masaları 1 Dairesi Amerika Şubesi, 2012

Kaplan, Cafer. **“Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri”**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğ no: 9910, Nisan 1999.

Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi, BDDK Çalışma Tebliği(Gözden Geçirilmiş 3. Baskı), Ankara, 2010.

Rusya Ülke Raporu, Orta Karadeniz Kalkınma Ajansı

Yunanistan, İspanya ve Portekiz'deki Problemlerin AB için Anlamı”, **Krizdeki Birlik Euro Bölgesi'nin Borç Sarmalı ve AB'nin Geleceği**, Uşak Raporları, Rapor No. 11 - 01, Mart 2011

Yüzbaşıoğlu, A.Necat, **“Risk Yönetimi ve Bankaların Denetimi”**.İstanbul, BDDK Risk Yönetimi Konferansı Notları,2003

İNTERNET KAYNAKLARI

“**Faiz Swapı**” , Kurumlar Vergisi genel Tebliğ Taslağı, s. 1, <http://www.gib.gov.tr/fileadmin/userupload/Tebliğler/Taslaklar/5520/kvktebtaslak128112011.html>, (08.01.2012).

“Türev Piyasaları-Vadeli İşlem Piyasaları Tanımı, Kuramsal Analizi ve Gelişimi” www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpazartesi11.doc, (29.10.2011).

2008, Krizin Damga Vurduğu Yıl”, <http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/469274.asp#storyContinues>, (23.01.2012).

Açıkgöz, Ömer ve Bülent Özkan; “1929 Dünya Ekonomik Buhranı ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **Mevzuat Dergisi**, Nisan 2009, İstanbul, <http://www.mevzuatdergisi.com/2009/04a/01.htm>, (15.12.2011).

Aktan, Coşkun Can ve Hüseyin Şen, “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı 1, 2002, http://www.scribd.com/doc/53058964/EKONOM%C4%B0K-KR%C4%B0Z-NEDENLER-ve-COZUM-ONER%C4%B0LER%C4%B0#outer_page_1.

Alantar, Doğan. “**Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme**”, <http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/DoganiAlantariKureseliFinansaliKriziNedenleriSonuclariMFY81.pdf>, (23.01.2012).

Ateş, Çağlayan. “Yunanistan ve İtalya, Ekonomik Kriz Girdabındaki Avrupa”, <http://blog.milliyet.com.tr/yunanistan-ve-italya--ekonomik-kriz-girdabindaki-avrupa--ii-/Blog/?BlogNo=335615>, (21.05.2012).

Background Note: Bulgaria, <http://www.state.gov/r/pa/ei/bgn/3236.htm>, (27.07.2012).

Chambers, Nurgül. “**Türev Ürünlerin U.S. Bankalarında Kullanımı**”, <http://www.bilgeyatirimci.com/2012/01/23/turev-urunlerin-u-s-bankalarinda-kullanimi/>, (01.05.2012).

Çetinkaya, Emir. **Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, <http://www.vob.org.tr/vobportaltur/edudocs/endeks.pdf>, (25.12.2011).

Donat, İrfan. “**İşte Dünyayı Yutacak Kara Delik**”, <http://www.finansgudem.com/haber/Iste-dunyayi-yutacak-kara-delik/82285>, (30.04.2012).

Dönmez, Çetin Ali. <http://www.dunya.com/>, (20.02.2012).

Durusoy, Serap ve Ömür Şamiloğlu. “**AB’nin Zayıf Ekonomik Halkası Yunanistan’ın Ekonomik Krizi Dinecek Mi?**”, Alternatif Politika, Cilt. 4, Sayı. 1, 84-128, Şubat 2012, <http://www.alternatifpolitika.com/page/index.php?lang=tr>, (15.05.2012).

Feasibility Study for a Financial Derivatives Market Project in Bulgaria,
<http://www.devex.com/en/projects/feasibility-study-for-a-financial-derivatives-market-project-in-bulgaria>, (27.06.2012).

Grabill, Adam. **The 1973 OilCrisis**,
<http://www7.vmi.edu/assets/0/16/48/74/76/4105/4109/05E2AA67-5F0B-4628-B86F-6AADA5AD626A.pdf>, (28.10.2011).

Hohensee, Martin and Kyungjik Lee. **“A survey on hedging markets in Asia: a description of Asian derivatives markets from a practical perspective”**,
www.bis.org, (01.06.2012).

<http://borsa.ku.edu.tr/dokumanlar/web%20egitim%20semineri-1-piyasalar.pdf>,
(02.03.2012).

<http://derivative-news.fincad.com/derivatives-regulations/asia-could-grow-more-prominent-as-a-derivatives-market-859/>, (01.05.2012).

<http://ekonomi.blogcu.com/kasim-2000-krizi-uzerine-mahfi-egilmez/130899>,
(22.02.2012).

http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_futures_exchanges#USA , (23.08.2012).

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

<http://marketswiki.com/mwiki/MEFF> , (22.08.2012).

<http://www.adex.ase.gr/AdexHomeEN/index.html> ,(03.08.2012).

<http://www.belgenet.com/eko/21subat01.html>, (27.03.2012).

<http://www.bis.org/index.htm?ht=Statistics>, (20.02.2012).

<http://www.capital.com.tr/turev-surprizi-haberler/19100.aspx>, (06.04.2012).

<http://www.dailymarkets.info/ispanyada-borc-rekoru-140-milyar-eur> ,(22.08.2012).

<http://www.economist.com/node/21556903>, (19.07.2012).

<http://www.iie.com/publications/papers/johnson20120119ppt.pdf>.

http://www.ise.ie/The_ISE/About_Us/ , (25.08.2012).

<http://www.meff.es/asp/Financiero/EstadisticasDiarias.aspx?id=ing>, (22.08.2012).

<http://www.mfa.gov.tr/data/Kutuphane/yayinlar/EkonomikSorunlarDergisi/Sayi29/dergi-%C4%B0rlanda.pdf>, (11.06.2012).

<http://www.mfa.gov.tr/portekiz-ekonomisi.tr.mfa>, (17.06.2012).

<http://www.nyx.com/who-we-are/history/lisbon> ,(24.08.2012).

<http://www.occ.gov>.

<http://www.reuters.com/>, (17.05.2012).

<http://www.rts.ru/s602> , (27.08.2012).

<http://www.sabah.com.tr/Ekonomi/2012/01/14/zenginlerin-parasi-batiyor/>,
(20.07.2012).

<http://www.state.gov/r/pa/ei/bgn/3208.htm>, (17.06.2012).

<http://www.tim.org.tr/files/downloads/PageFiles/%7B808eab85-acba-40a5-a0e1-47678168303d%7D/Files/TIM%20AB%20BULTENI%20KASIM%202011.pdf>.

<http://www.tuik.gov.tr/Start.do;jsessionid=XtJyQ7MpmtVWBT2DhxY169Nn5Ljyjm9t9DBLbTjLf2RLhtsNT1gd!1163979600>.

<http://www.worldbank.org/>.

Işık, Nihat. Ve Tuba Tünen., “**Türev Ürünlerin 2008 Finansal Krizindeki Rolü**”,
<http://web.inonu.edu.tr/~ozal.congress/pdf/51.pdf>, (05.04.1012).

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği Eğitim Notları, Takasbank İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş., 2003,
http://www.ecoyatirim.com.tr/dosyalar/takas_notlari_turev_1_2.pdf,
(25.04.2012).

İrlanda Ülke Bülteni, Deik Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu, Haziran 2011,
http://www.akbank.com/doc/deik/Irlanda_ulke_bulteni.pdf, (19.07.2012)

Jones, Erik.” Italy and the Euro in the Global Economic Crisis”,
http://www.jhubc.it/facultypages/ejones/International_Spectator_2009.pdf
(21.05.2012).

Kabaalioğlu, Haluk. “Avro Bölgesi Krizi”,
http://www.ikv.org.tr/images/upload/data/files/20120307100937155_0001.pdf,
(14.05.2012).

Kibritçioğlu, Aykut. “2006-2011 Küresel Ekonomik Krizinin Bileşenleri ve Karmaşıklığı”, **İktisat ve Toplum Dergisi**, <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/33515/> , (14.05.2012).

Kibritçioğlu, Aykut. “**Küresel Finans Krizinin Türkiye’ye Etkileri**”,
<http://mpr.ub.uni-muenchen.de/29470/1/Kibritcioglu20100924-Turkce-workingpaper.pdf>, (23.01.2011).

- Kriz Nedir?, <http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgiimerkezi/02061001/20892> , (11.10.2011).
- Krizin Tanımı ve Türleri, <http://www.ekodialog.com/Konular/finansal-kriz-nedir.html> (13.10.2011).
- Müslümov, Alövsat. **“Finansal Sistem”**, 2007 <http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/2007-8/ch11MuslumoviFIN321.pdf> (21.09.2011).
- Nurdan Aslan, Sinem Dışkaya; <http://www.marmarakpss.com/sayfa/31/finansal-krizler> (Tarihi: 19.10.2011).
- Online StockTrading Guide, <http://www.online-stock-trading-guide.com/1929-1930-stock-charts.html> , (28.11.2011).
- Orlova, Natalia. **“Russian Banks After The Crisis”**, http://www.oenb.at/de/img/orlova_091111_tcm14-143575.pdf, (10.06.2012).
- Osmanoğlu, Hakan. **Türev Ürünlerin Karmaşık Doğası Yeni Bir Kriz Yarattır mı?**, <http://www.dunya.com/turev-urunlerin-karmasik-dogasi-yeni-bir-kriz-yaratir-mi-11237881haber.html>, (20.02.2012).
- Önal, Yıldırım Beyazıt. **Yeni Finansman Teknikleri**, S. 12, <http://www.financekol.com/fintek/YEN%C4%B0%20F%C4%B0NANSMAN%20TEKN%C4%B0KLER%C4%B0%20DERS%20NOTU%2011%20T%C3%9CREV%20ARA%C3%87LAR%202.pdf> (25.12.2011).
- Özcan, Mustafa. **“İrlanda Ekonomisi ve Küresel Ekonomik Virüs”**, <http://www.mfa.gov.tr/data/Kutuphane/yayinlar/EkonomikSorunlarDergisi/Say%29/dergi-%C4%B0rlanda.pdf>, (16.05.2012).
- Öztürk, Mustafa. **“Euro ve Kriz Sonrası Dönemde Parasal İstikrar”**, **Ekonomi Bilimleri Dergisi** Cilt 3, No 2, 2011 ISSN: 1309-8020 (Online).
- Peer Review of Spain (Review Report), 27 January 2011, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110207a.pdf, (23.05.2012).
- Perşembe, Ali. **“Türev Ürünlerde Dünya Trendleri ve VOB”**, <http://finans.ekibi.net/forum/printthread.php?tid=5568>, (30.04.2012).
- Rusya ve Avrasya Güncel Haberler, <http://haberrus.com/economics/2012/08/16/putin-rusya-ekonomisi-muhtemel-krize-hazir.html> , (27.08.2012).
- Sarıoğlu, Okan. **Mortgage Krizi**, <http://www.okansarioglu.com/mortgage-krizi> (25.04.2012).

The Global Derivatives Market(White Paper), Deutsche Börse Group,
http://math.nyu.edu/faculty/avellane/global_derivatives_market.pdf,
(25.05.2012).

Türev Piyasa Araçları, Muhasebe ve Finansman MEGEP(Mesleki Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi), Ankara, 2007,
<http://www.scribd.com/doc/77399127/32/Swap-%C4%B0%C5%9Fleminin-Avantajlar%C4%B1-Dezaantajlar%C4%B1-ve-Riskleri>(20.04.2012).

U.S. Energy Information Administration,
<http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=MTTIMUS2&f=A> ,[Erişim Tarihi: 28.11.2011].

Uygur, Ercan. **Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**,
<http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf>(30.12.2011).

Uysal, Tolga. **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**,
<http://www.vob.org.tr/vobportaltur/EduDocs/Doviz.pdf>, (25.12.2011).

www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpazartesi12.doc(25.04.2012).

www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinvob5.doc(01.05.2012).

www.imf.org.

www.vob.org.tr.

Yan, Jinan. Development and utilisation of financial derivatives in China,
<http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb35c.pdf>, (12.06.2012).

YAZICI, Mehmet. **Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi**,
<http://www.finanskulup.org.tr/Assets/maliyefinans/82/MehmetYaziciKrediDerecelendirmeKuruluslarininOnemiVeDenetimi.pdf>, (17.01.2012).

Yunanistan Ekonomisi ve Türk- Yunan Ekonomik İlişkileri,
http://www.vatso.org.tr/sayfa_data/dosya/96250YUNANiSTAN.pdf,
(02.08.2012).

Yunanistan'ın 5 yıllık CDS'leri rekor seviyeye ulaştı,
<http://www.finansglobal.com/global/yunanistanin-5-yillik-cdsleri-rekor-seviyeye-yukseldi/> (05.08.2012).