



AKSARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI

FİNANSAL KRİZLER VE HEDGE FONLARININ
KRİZLERDEKİ ROLÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

AYHAN UÇURUM

DANIŞMAN

DR. ÖĞR. ÜYESİ MELTEM KESKİN KÖYLÜ

AKSARAY 2019

AKSARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI

FİNANSAL KRİZLER VE HEDGE FONLARININ
KRİZLERDEKİ ROLÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

AYHAN UÇURUM

DANIŞMAN
DR. ÖĞR. ÜYESİ MELTEM KESKİN KÖYLÜ

AKSARAY 2019

TELİF HAKKI VE TEZ FOTOKOPİ İZİN FORMU

Bu tezin tüm hakları saklıdır. Kaynak göstermek koşuluyla tezin teslim tarihinden itibaren 12 (on iki) ay sonra tezden fotokopi çekilebilir.

YAZARIN

Adı : AYHAN

Soyadı : UÇURUM

Bölümü : BANKACILIK VE FİNANS

İmza :

Teslim tarihi :

TEZİN

Türkçe Adı : Finansal Krizler ve Hedge Fonlarının Krizlerdeki Rolü

İngilizce Adı : Financial Crisis And The Role Of Hedge Funds In Crisis

ETİK İLKELERE UYGUNLUK BEYANI

Tez yazma sürecinde bilimsel ve etik ilkelere uyduğumu, yararlandığım tüm kaynakları kaynak gösterme ilkelerine uygun olarak kaynakçada belirttiğimi ve bu bölümler dışındaki tüm ifadelerin şahsıma ait olduğunu beyan ederim.

Yazar Adı Soyadı: AYHAN UÇURUM

İmza:

T.C.
AKSARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
JÜRİ ONAY SAYFASI

Ayhan UÇURUM tarafından hazırlanan “ Finansal Krizler ve Hedge Fonlarının Krizlerdeki Rolü” başlıklı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Aksaray Üniversitesi Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı’nda Yüksek Lisans / Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Dr. Öğr Üyesi Meltem KESKİN KÖYLÜ

Uluslararası Ticaret Yıldırım Beyazıt Üniversitesi

Üye: Doç. Dr Mehmet Ali AKTAŞ

İşletme/Muhasebe-Finans Aksaray Üniversitesi

Üye: Dr Öğr Üyesi Sedat AYYILDIZ

Uluslararası Ticaret Yıldırım Beyazıt Üniversitesi

İMZA

Meltem Keskın Köylü

Mehmet Ali Aktaş

Tez Savunma Tarihi: 12/06/2019

Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 29.08.2019 tarih ve 2019/35-2 sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Öğrenci

Ayhan UÇURUM

İmza

A. Uçurum

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Doç. Dr. Sevilay USLU DİVANOĞLU

İmza

Sevilay Uslu Divanoğlu

TEŐEKKÜR

Bu alıőma “Finansal Krizler ve Hedge Fonların Krizlerdeki Rolünü” araőtırmaktadır. Bu alıőma süresince benden desteğini, tecrübesini esirgemeyen, çalıőmamın tamamlanmasına kadar bana sabır gösteren, zaman ayıran danışman hocam Sayın Dr. Meltem KESKİN KÖYLÜ’ ye teőekkürü bir borç bilirim.

Ayhan UÇURUM



AKSARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANSAL KRİZLER VE HEDGE FONLARININ
KRİZLERDEKİ ROLÜ

(Yüksek Lisans Tezi)
Ayhan UÇURUM, Aksaray, 2019

ÖZET

Küresel piyasaların hızla büyüyen ve gelişen sektörü, hedge fonlar. Yatırımcısına sağladığı kazançlar ve aktif büyüklüklerinin trilyon dolarları aşması hedge fonları finans piyasasının önemli bir sektörü haline getirmiştir.

1990'lerden günümüze her geçen gün dikkatleri üzerine çeken bu fonlar finans piyasalarında yaşanan hemen her dalgalanmadan sorumlu tutulmuş ve birçok eleştirinin merkezi haline gelmiştir. Yaşanan küresel finans krizleri ile birlikte piyasalara etkileri tartışılmaya başlanan hedge fonlar; kimilerine göre riski üstlendikleri, likiditeyi artırdıkları ve piyasalar da doğru fiyatlamaya sağladıkları için tehdit oluşturmadıklarını kimilerine göre ise şeffaf olmayan yapıları, aşırı kaldıraç kullanmaları nedeniyle piyasalarda tehdit oluşturdukları savunulmuştur.

Çalışmanın kapsamı küresel krizler ve hedge fonlarının krizlerdeki rolü olmasına rağmen çalışmada daha çok hedge fonların küresel krizler üzerindeki rolüne değinilecektir. Bu nedenle hedge fonların gerçekten küresel krizlere neden olup, finansal piyasalarda istikrarsızlığa etki edip etmedikleri araştırılacaktır.

Bilim Kodu : 115301

Anahtar Kelimeler : Kriz, finansal kriz, hedge, hedge fon,

Sayfa Adedi : 93

Danışman : Dr. Öğr. Üyesi Meltem KESKİN KÖYLÜ

**UNIVERSITY OF AKSARAY
INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCE
FINANCIAL CRISIS AND THE ROLE OF
HEDGE FUNDS IN CRISIS**

**(Master's Thesis)
Ayhan UÇURUM, Aksaray, 2019**

ABSTRACT

Hedge Funds, the fast growing and developing sector of Global markets. The capital and active gravity that provide to its investor and exceed trillion dollars have made hedge funds an important sector of financial markets.

These funds have been held responsible for almost all financial headwinds, and the center for many criticism since 1990s. Thus, they have attracted attention since then. The impacts of hedge funds upon the markets have been discussed following the global financial crisis. According to some; the hedge funds are not threats because they undertake the risks, raise the liquidity, and provide true pricing while some others think that they pose a threat to markets for their not being transparent, and for their using excessive leverage.

Although the content of the study is global crisis and the role of hedge funds in crisis; the role of the hedge funds on global crisis will be emphasized mostly. Therefore, it will be studied whether the hedge funds have effects on global crisis and cause instability on financial markets.

Science Code: 115301

Key Words: Crisis, financial crisis, hedge, hedge fund,

Page Numbers: 93

Supervisor: Dr. Asst. Meltem KESKİN KÖYLÜ

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT.....	ii
İÇİNDEKİLER	iii
TABLOLAR LİSTESİ.....	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ	vii
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
FINANSAL KRİZ	3
1.1. Finansal Krizin Tanımı	3
1.2. Finansal Krizlerin Özellikleri ve Oluşum Süreci	4
1.3. Finansal Krize Neden Olan Faktörler.....	5
1.3.1. Banka Bilançolarının Bozulması	6
1.3.2. Faiz Oranlarındaki İstikrarsızlıklar.....	6
1.3.3. Mali Dengesizlikler	7
1.3.4. Ekonomik Belirsizliklerdeki Artış.....	7
1.4. Finansal Kriz Türleri.....	8
1.4.1. Para (Döviz) Krizi	8
1.4.2. Bankacılık Krizi.....	9
1.4.3. Dış Borç Krizi.....	11
1.4.4. Sistemik Finansal Krizler	12
1.5. Finansal Kriz Modelleri.....	14
1.5.1. Birinci Nesil Finansal Kriz Modelleri	14
1.5.2. İkinci Nesil Finansal Kriz Modelleri	15
1.5.3. Üçüncü Nesil Finansal Kriz Modelleri.....	17
1.5.4. Dışsal Faktörler Üzerine Kurulu Kriz Modelleri.....	19
1.6. Kronolojik Açıda Dünyada ve Türkiye'de Yaşanan Belli Başlı Finansal Krizler	20
1.6.1. 1929 Dünya Ekonomik Buhranı	21
1.6.2. ABD Bankacılık Krizi (1980).....	23
1.6.3. Latin Amerika Dış Borç Krizi (1982).....	24
1.6.4. İskandinav Krizi (1990).....	25
1.6.5. Avrupa Para Krizi (1992-1993).....	26

1.6.6. Meksika Krizi (1994-1995)	28
1.6.7. Türkiye Krizi (1994).....	32
1.6.8. Asya Krizi(1997-1998).....	34
1.6.9. Rusya Krizi (1998)	36
1.6.10. Brezilya Krizi (1999).....	38
1.6.11. Türkiye İkinci Kriz (Kasım 2000 ve Şubat 2001)	39
1.6.12. Arjantin Krizi (2001-2002).....	42
1.6.13. Küresel Finansal Kriz (2007-2008)	42
İKİNCİ BÖLÜM.....	46
HEDGE FONLARI.....	46
2.1. Hedge Fon Tanımı	46
2.2. Hedge Fonların Ortaya Çıkışı ve Gelişim Süreci	49
2.3 Hedge Fonlarının Genel Özellikleri	53
2.3.1. Esnek Yatırım Politikası- Sınırsız Yatırım Aracı ve Yatırım Stratejisi Belirleme	53
2.3.2. İstedikleri Piyasada İşlem Yapma Özgürlüğü	54
2.3.3. Mutlak Getiri Hedefi	54
2.3.4. Profesyonel Yönetici ve Nitelikli Yatırımcı.....	54
2.3.5. Şeffaflık	54
2.3.6. Finansal Kaldıraca Dayalı Yatırım	54
2.3.7. Kurumsal Yapı.....	55
2.3.8. Fon Yönetimi Fonu Ortaklığı	55
2.3.9. Yöneticiye Sağlanan Gelirler.....	55
2.3.10. Fona Yatırılan Sermayenin Fon İçerisinde Tutulma Süresi	55
2.3.11. Fona Giriş Alt Limit	56
2.3.12. Yasal Düzenlemelere Tabi Olmayan Yapı	56
2.4. Hedge Fon Türleri ve Stratejileri	56
2.4.1. Hisse Senedi Odaklı Hedge Fonlar.....	56
2.4.2. Arbitraj Fonları / Risk Arbitrajı.....	58
2.4.3. Hisse Senedi Odaklı Olmayan Fonlar	59
2.5. Hedge Fon Fayda Maliyet Analizi.....	62
2.6. Hedge Fonlar İle Geleneksel Yatırım Fonları Arasındaki Farklar	63
2.7. Hedge Fonların Avantajları ve Dezavantajları.....	64
2.7.1. Hedge Avantajları.....	64

2.7.2. Hedge Dezavantajları	65
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	66
HEDGE FONLAR ve FİNANSAL KRİZLERDEKİ ROLÜ	66
3.1. Uluslararası Fon Hareketleri ve Hedge Fon Yatırımları	66
3.2. Finansal Krizlerde Hedge Fonların Etkileri Üzerine Çeşitli Görüşler	68
3.3. Hedge Fonlar ve Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi (ERM).....	73
3.4. Hedge Fonlar ve Asya Krizi	74
3.5. Hedge Fonlar ve Rusya Krizi	76
3.6. Hedge Fonlar ve 2008 Krizi	77
3.7. Hedge Fonlar ve Türkiye'nin Finansal Krizleri	78
3.7.1. 1994 Krizi	78
3.7.2. 2000 Kasım Krizi ve 2001 Şubat Krizi	79
SONUÇ	81
KAYNAKÇA.....	85

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. Birinci Nesil Krizler ve İkinci Nesil Krizlerinin Karşılaştırmalı Özellikleri.....	17
Tablo 2. Küresel Çapta 10 Büyük Hedge Fonun Yönetimi Altındaki Toplam Varlıklar	50
Tablo 3. En Büyük 10 Hedge Fonun Net Kazançları	51
Tablo 4. Hedge Fon Performansları ve Kasım Ayı Aktif Akışının Önemli Noktaları	52
Tablo 5. Hedge Fonların Fayda Maliyet Analizi	62
Tablo 6. Hedge Fonlar İle Yatırım Fonları Arasındaki Farklar	64

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Finansal Krizler (Delice, 2003: 63).	8
Şekil 2. Bankacılık Krizleri (http://www.nber.org/papers/w14587).....	11
Şekil 3. 1994-1995 yılları arasında Meksika finansal krizi sonrasında yaşanan olay akışları verilmiştir (Özer, 1999: 97).	30
Şekil 4. Tipik Hedge Fon Yapısı (Anbar, 2009: 116).....	48
Şekil 5. Hedge fonlarının aktif olduğu ülkeler Kaynak: www.eurekahedge.com	53
Şekil 6. Global Makro Hedge Fon Stratejileri için Maruz Kalınan Riskler/Örümcek Ağı.....	60
Şekil 7. Hedge Fon Stratejileri Kaynak: http://www.pavilioncorp.com , 13.01.2019	61
Şekil 8. Hedge fonların akış trendi (Naranayan Y. Naik, 2007: 110).....	68
Şekil 9. Seçilmiş Yatırım Stratejileri İçin Kazançlar (Strömqvist, 2009: 4).....	70

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AIG	American International Group
APT	Arbitrage Pricing Theory
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CRM	Customer Relation Management
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
ERM	Exchange Rate Mechanism
FED	Federal Reserve
GSMH	Gayri Safi Millî Hâsıla
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
IMF	International Monetary Fund
LTCM	Long Term Capital Management
MFG	Missionary Finance Group
NAFTA	North American Free Trade Agreement
OECD	Organisation For Economic Co-Operation And Development
OPEC	Organization Of Petroleum Exporting Countries
RMBS	Residential Mortgage-Backed Security
SEC	Securities And Exchange Commission
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
UK	The United Kingdom
USA	The United States Of America

GİRİŞ

Dünya’da 1970’li yıllardan itibaren finansal liberalizasyon sonucunda piyasada oluşan serbestleşme ve küreselleşmenin etkileri ile finansal krizler oluşmaya başlamış, 1970’li yılların sonlarından itibaren ise gelişmekte olan ülkeler daha sık aralıklarla kriz sürecine girmişlerdir. Örneğin; 1973 yılında OPEC ve petrol krizi ile nükseden petrol fiyatındaki ciddi artışlar gibi küresel gelişmeler, gelişmekte olan ve petrol, doğalgaz, gibi yüksek değerli ve hayati önem taşıyan ürünlere bağlı olan ülkelerin krize dâhil olmasına neden olmuştur. Dolayısıyla küreselleşmenin etkileri ile birlikte bir ülkede yaşanan finansal krizin, o ülke ile ticaret ve rekabet halinde olan diğer ülkeleri de doğrudan etkilediği görülmektedir.

2000’li yıllarda ise likidite krizi ile zaten zayıf bir finansal yapıya sahip olan birçok ülke “büyük çöküş” diye de adlandırılan 2008 küresel krizi ile belki de tarihlerinin en büyük krizini yaşamışlardır. Tam da bu noktada tartışma konusu olacak şey ise aşikârdır: Her krizin ayak sesleri duyulmuştur ancak neden yeterli ve gerekli finansal çözüm politikaları üretilmemiştir? Krizlerin gelişi kasırgaların oluşacağıının öngörülmesi gibi tahmin edilemez midir? 1990’lı yıllarda ardı ardına yaşanan krizler bize ders verememiş midir? İşte bu sorular, bu çalışmanın problem cümlesi olmuştur. Kimilerine göre problemlerin merkezinde hedge fon ve benzeri yapılanmaların olduğu savunulmuştur.

Hedge fonlar kuruldukları ilk günden beri varlıklı bireysel yatırımcı ve kurumsal yatırımcıların yatırım aracı olarak bilinmektedir. Bu fonlara yatırım yapabilmenin alt limiti genel olarak 1 milyon dolardır. Bu fonlara giriş sermayesinin yüksek olmasının nedeni üstlendikleri büyük risklerdir.

Hedge fonlar, günümüzde sermayenin küreselleştiği göz önüne alındığında, dünyanın her yerine yayılmış durumdadırlar. Uluslararası finans piyasalarında küreselleşmenin sonucu olarak sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kalkmasıyla birlikte hedge fon yöneticileri bunu fırsat bilerek dünyanın hemen her yerinde (gelişmiş ülkelerde ve

gelişmekte olan ülkelerde) kendilerine daha çok getiri sağlayacak fırsatları aramaya başlamışlardır.

Hedge fonlarda belli yatırım sınırlamaları yoktur. Yöneticiler kendilerine ve ortaklara en yüksek getiriyi sağlayacak her türlü yatırım aracına yatırım yapabilirler. Kazanç potansiyelinin yüksek olması ve denetimden ve yasal sınırlamalardan uzak olmaları hedge fonları yatırımcı açısından cazip hale getirmiştir.

Hedge fonların herhangi bir yasal sınırlamaya tabi olmamaları bu fonların finans piyasalarında serbestçe dolaşmalarına imkân sağlamıştır. Bu durum hedge fon sayılarında ve aktif büyüklüklerinde büyük bir rol üstlenmiştir. Ayrıca hedge fonların işlevleri hakkında pek çok soru işaretini de beraberinde getirmiştir. Bu sorulardan birisi hedge fonların küresel krizlere etki edip etmedikleridir. Özellikle aktif büyüklükleri, yasal sınırlamalara tabi olmamaları ve küreselleşme ile birlikte dünyanın hemen her yerinde faaliyet gösterebildikleri düşünüldüğünde ilk ve en büyük hedge fonların bulunduğu ABD ve İngiltere'deki fonların kontrolsüz bir şekilde büyümeleri, gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına ani giriş ve çıkış yapmaları bu ülkelerin finans sisteminde bazı aksaklıklara neden olabilecekleri konusunda endişe yaratmaktadır.

Küresel finans piyasalarında hedge fonların önemli ölçüde artması aynı zamanda risk yönetimini de karmaşık hale getirmektedir. Hedge fonlar, bir yandan finans sisteminin etkinliğini artırmaya yardımcı olurken, öte yandan finansal kurumların azaltamayacakları riskleri azaltarak istikrara katkıda bulunmaktadır. Stresli piyasa koşullarında hedge fonları, piyasa durumuna göre bazı belirsizlikler gösterebilmektedir. Riskin karşı tarafa transferi konusunda türev araçların hızla büyümesi, bazı karmaşık ürünlerde büyük kayıplara neden olabilecek bir ortam meydana getirmiştir. Bu durum hedge fonlara yöneltilen eleştirilerin çıkış noktası olan şeffaflığa duyulan ihtiyaçları artırmaktadır (Terzi, 2009).

Bu çalışmanın birinci bölümünde, finansal krizlerin tanımları ve dünyada yaşanmış olan finansal krizler konusuna yer verilmektedir. Çalışmanın ikinci bölümünde, hedge fonları ve fonların özellikleri ve kaç çeşit hedge fonu olduğu belirtilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise hedge fonlarının finansal krizlerdeki etkinliği ve rolü konuları ele alınmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ

1.1. Finansal Krizin Tanımı

Kriz kavramı ile ilgili olarak literatürde birçok tanımlama mevcuttur. Bu tanımlamalardan bir kısmına aşağıda değinilmiştir.

Kriz sözcüğü, köken itibari ile Yunanca ve Latince' ye dayanmakta ve Yunanca da kriz anlamına gelen "krisis" kelimesinden gelmektedir. Sosyal bilimler alanında kriz buhran ve bunalım gibi kavramlara anlamdaş olarak kullanılmakta iken ekonomi literatüründe beklenmedik bir ekonomik tepki, psikolojik veya sosyal gelişmeler karşısında normal ilişkilerin ciddi bir şekilde sarsılması, karşılaşılan bu sorunların çözümünde ise mevcut çözüm yollarının sorunu çözmeye yetersiz kalması neticesinde ortaya çıkan durumları ifade etmek için kullanılmaktadır (Delice, 2003: 58).

Bir başka tanımlamada ise kriz sözcüğü bunalım, resesyon, panik, güç dönem ya da buhran gibi terimler ile ifade edilmektedir. Ekonomide beklenmedik ve ani bir şekilde ortaya çıkan durumların bir neticesi olarak ülke ekonomisinin ciddi bir şekilde sarsılması, ekonomik kriz olarak tanımlanmıştır (Yücel ve Kalyoncu, 2010).

Ekonomi açısından kriz tanımlarına bakıldığında ise, bir ekonomide ani bir şekilde gelişen durumların makro açıdan incelendiğinde bir ülkenin ekonomisini, mikro açıdan incelendiğinde ise işletmeleri sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması şeklinde açıklanmıştır (Aktan ve Şen, 2001: 1225).

İşletmeler açısından bakıldığında kriz, ani olarak ortaya çıkan ve şirketlerin kurulu çalışma düzenini bozan, vakit kaybetmeden müdahale edilmesi gereken bir durum olarak tanımlanmıştır (Tüz, 1996: 3).

Genel kriz tanımlarından yola çıkarak yapılan başka bir tanımlamaya göre kriz; ekonomik sistemde veya ekonominin alt bileşenlerinin işleyişinde ani ve beklenmedik şekilde oluşan ve sistemin işleyişini büyük ölçüde olumsuz etkileyen durum olarak ifade edilmektedir. Finansal kriz, finansal sistemin içerisindeki oyuncuların makroekonomik dinamikleri her seferinde doğru bir şekilde tahmin edememesi, aşırı kazanç elde etme hırsları ile yüksek risklerin alınması, manipülasyonların ve spekülasyonların oluşması gibi nedenler ile veya sistemdeki araçlar, kurallar, kurumlardan; bunun yanı sıra reel sektör faaliyetlerindeki karlarda meydana gelen daralmalardan dolayı oluşabilmektedir (Oktar ve Dalyancı, 2010: 13-14).

1.2. Finansal Krizlerin Özellikleri ve Oluşum Süreci

Herhangi bir risk unsuru ve krizleri birbirlerinden ayırt edebilmek için krizlerin temel özelliklerinin bilinmesinde yarar vardır. Krizlerin özelliklerinin bilinmesinin en önemli nedenlerinden biri, krizlere karşı önlem alınabilmenin, krizlere karşı tepki gösterilebilmenin ve sonuçlarını yorumlayabilmenin zorunluluğudur. Krizlerin temel özelliklerini kapsayacak şekilde inceleme yapıldığında krizlerin özellikleri aşağıda sıralanmıştır (Çelik ve diğerleri, 2015: 561):

- Kriz, önceden tahmin edilebilme durumundan uzaktır.
- Krizi önceden tahmin etme veya önleme mekanizmaları kriz olduğu zamanlarda yetersiz kalmaktadır.
- Kriz zamanlarında acil müdahaleye ihtiyaç vardır.
- Krize müdahale edilebilmek için çok kısıtlı bir zaman vardır.
- Kriz zamanında karar mekanizmaları, krizin verdiği olumsuz etkiyle birlikte gerilim yaşamaktadırlar.
- Kriz sıra dışıdır.
- Kriz yeni bir olgudur.

1820 ile 1929 arasında dünya ekonomisini ciddi anlamda etkileyen on üç adet finansal ekonomik kriz yaşanmıştır. İktisatçılar, yaşanan bu krizlerden edindikleri bilgiler dâhilinde finansal krizin üç yeni önemli özelliğini tespit etmişlerdir. Bu belirlemeler üzerine bir dördüncüsü de dâhil edilerek ekonomik krizlerin genel özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Cihan Dura, 27.02.2009, www.cihandura.com.tr):

- Kriz genel özelliklere sahiptir veya kolayca genelleşebilir niteliktedir,
- Krizler aşırı üretim sonucu ortaya çıkan bir durumdur.

- Kriz “dönemseldir” veya en azından “geri-dönüşlüdür”
- Kriz kapitalist sistemin ayrılmaz bir parçasıdır.

Krizlerin yaygınlaşması ve etki alanlarının genişlemesi ile birlikte kapitalist ekonomik sistem de eleştirilerden payına düşeni almaya başlamış ve krizleri kapitalist sistemin ayrılmaz bir parçası olarak gören bir görüş ortaya çıkmıştır. Bu görüşün kapitalist sistemi neden eleştirdiklerine dair düşüncelerini yazmadan önce kapitalist ekonomik sistemin tanımını yapalım. Kapitalist ekonomik sistem; üretim araçlarının özel mülkiyetini ön gören ve bu araçların kar etmek amacıyla üretim kanallarına aktarılmasına dayanan bir sistemdir. Kapitalist sistemin özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Caner Sancaktar, www.tasam.org/tr-TR/icerik/956/kapitalist_kriz_ve_kapitalizmin_krizi):

- 1) Ücrete tabi emek gücüne dayalı üretim
- 2) Piyasa taleplerine yönelik üretim
- 3) Sermaye birikimi
- 4) Piyasa aktörleri arasındaki rekabet

Kapitalist sistemi krizlerin nedeni olarak gören görüşe göre; daha fazla kar elde etme ve rekabet sonucu aşırı üretim ve bunun sonucunda üretilen ürünlerin satılamaması, emeğin getirisi olan ücretlerin yükselmesi, hammadde fiyatlarındaki yükseliş gibi nedenler krize neden olmaktadır.

Sonuç olarak, finansal krizler önceden tahmin edilemeyen, beklenmedik bir zamanda gerçekleşen, gerçekleşmelerinden sonra da beklenmedik birtakım gelişmelere neden olan, sistemin tüm varlığını tehdit eden, uzun veya kısa süreli, tüm önlemlerin alınmasına rağmen tekrarlanabilir olma özelliklerine sahiptir. Ayrıca finansal krizler, belirlenmiş amaçları ve devam edilebilirliği tehdit eden, beklenmedik ve ani değişmelere neden olan, istihdam, insan kaynakları ve üretim faktörleri üzerinde negatif etkiye sahip olma özelliklerini de taşımaktadır (Özdemir, 1994: 17-18).

1.3. Finansal Krize Neden Olan Faktörler

Finansal piyasalarda finansal krizlerin oluşumunda etkili olan dört temel faktör vardır.

Bu faktörler (Mishkin, 2004: 189-190):

- Faiz oranlarındaki istikrarsızlıklar,
- Ekonomide meydana gelen belirsizlikler,

- Banka bilançolarında meydana gelen bozulmalar,
- Mali dengesizlikler şeklinde sıralanabilir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki krizler genel olarak banka bilançolarında meydana gelen bozulmalarla beraber faiz oranlarında oluşan yükseliş ve borsalarda meydana gelen düşüş ile sonuçlanmaktadır. Ekonomide var olan belirsizlik ortamının artmasının sonucunda ters seçim ve ahlaki tehlike artmaktadır. Bunun sonucunda ekonomik faaliyet hacminde de düşüş meydana gelmektedir. Olası bir bankacılık krizinin meydana gelmesi ile birlikte ters seçim ve ahlaki riskin giderek arttığı ve bunun sonucunda ekonomik faaliyet hacminin de değişerek daha da kötüye gittiği görülmektedir. Buna göre, banka bilançolarında oluşan bozulmaların, faiz oranlarında meydana gelen artışların, borsadaki düşüşlerin ve belirsizliklerin artmasının zamanla finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki tehlike sorununa neden olduğu görülmektedir. Bu süreç neticesinde ise, finansal kuruluşların kredi sağlama konusunda daha seçici davrandıkları görülmüştür. Bu durum ise, ekonomik faaliyet hacminde daralmanın oluşmasına neden olmaktadır.

1.3.1. Banka Bilançolarının Bozulması

Finans piyasalarının en büyük kredi kanalı olarak adlandırılan bankaların kullandırabileceği kredi miktarını belirleyen en önemli faktörlerden biri, bankaların bilançolarındaki varlık durumudur. Banka bilançolarında meydana gelen bozulma bankanın aktiflerinde azalışa neden olmaktadır. Bu durum, bankaların kredi sağlamak için daha az oranda kaynaklarının olması anlamına gelmektedir. Oluşan durumlar neticesinde bankaların kredi vermek için daha az kaynaklara sahip olması kredi miktarında, yatırımlarda ve ekonomik faaliyet hacimlerinde azalışa yol açmaktadır. Banka bilançolarında gerçekleşen bozulmalar daha da ileri seviyelere ulaştığında banka iflasları oluşmakta ve bunun sonucunda, bir panik meydana gelerek bir bankadan diğerine yayılmaktadır. Oluşan bu yayılma neticesinde, ekonomik açıdan sağlam olan bankalar da iflasa sürüklenmektedir. Birden fazla bankanın iflasına banka paniği denilmektedir (Mishkin, 2004: 190-191).

1.3.2. Faiz Oranlarındaki İstikrarsızlıklar

Yüksek riskli projelere sahip bireyler, yüksek faiz oranlarını ödemeye razıdırlar. Bu sebepten dolayı, kredi almak isteyenler ve kredi verenler arasında oluşan asimetric bilgi de göz önünde bulundurulduğunda, yüksek faiz ile borç verenlerin, kredi riski daha fazla olan düşük borçlanma ihtimali de artmaktadır. Öte yandan, düşük kredi riskine sahip olan

potansiyel borçlular piyasada var olan faiz oranlarından borçlanmak istememektedirler. Bu durum, fon fazlası olanların borç verme isteğini de azaltmaktadır (Mishkin, 1996: 34-35).

Diğer taraftan, yüksek oranlı faizler, borç alan kesime aktarılsa da bu durum faiz ödemelerinde zorluk oluşturacak ve borç alan tarafın nakit yapısını kötüleştirecektir. Dolayısıyla, banka bilançolarında geri dönmeyen kredilerin artmasına neden olacaktır. Bu nedenden dolayı, kısa vadeli faizlerde meydana gelen aşırı yükselişler, sistematik bankacılık problemlerinin temel sorunu olarak gösterilmiştir. Yüksek orandaki faizlerin banka bilançoları üzerinde oluşturduğu doğrudan etki göz önünde bulundurulduğunda, "kısa vadeli borçlanma ile uzun vadeli borç verme" şeklinde özetlenen geleneksel bankacılık işlevine göre, bankaların varlıklarının vadesi, bankaların yükümlülüklerinden daha uzun olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle, faiz oranlarında meydana gelen bir artış neticesinde, varlıkların değerlerinde meydana gelen azalış yükümlülüklerin değerlerindeki oluşan artıştan daha fazla olmaktadır. Bu durum ise banka öz kaynaklarında bir düşüşün yaşanmasına neden olmaktadır (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998: 45).

1.3.3. Mali Dengesizlikler

Gelişmekte olan ekonomilerde yaşanan yapısal mali dengesizlikler, piyasa içerisinde devletin borcunu ödeyemeyeceği gibi bir korkuya neden olabilmektedir. Bu durum neticesinde devlet, piyasaya sürdüğü tahvillerin çoğunluğunu satın almaları konusunda bankaları baskı altına alabilmektedir. Mali dengesizlikler sonucu devletin borcunu geri ödeyemeyeceği korkusu, yatırımcıların ellerinde var olan fonlarını dış piyasalarda değerlendirmelerine yol açabilmektedir. Yatırımcıların böyle bir yol izlemesi sonucunda, para krizi meydana gelerek ulusal para büyük oranda değer kaybetmektedir. Ulusal paranın değer kaybetmesi, döviz cinsinden borçlanan işletmelerin mali tablolarını yıpratmaktadır (Mishkin, 2004: 77).

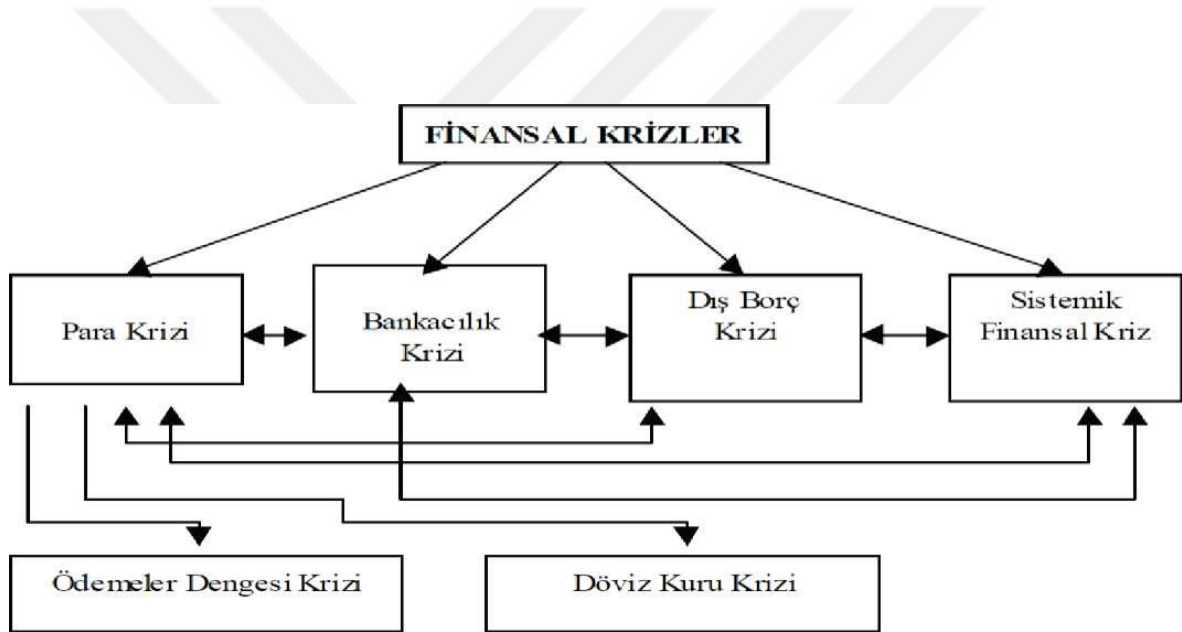
1.3.4. Ekonomik Belirsizliklerdeki Artış

Bir finans kurumundaki iflastan, resesyondan ya da borsada meydana gelen çöküşten dolayı finans piyasalarındaki belirsizlikte bir artma oluştuğunda, bankalar yüksek risk grubunda yer alan projeler ile düşük risk grubunda yer alan projeleri ayırt etmekte zorlanabilmektedirler. Dolayısıyla ters seçim problemine çözüm bulmakta zorluk çeken bankalar daha az oranda kredi sağlamak isteyeceklerdir. Bu durum bankaların, toplam ekonomik faaliyetlerinde ve yatırım faaliyetlerinde daralmaya neden olacaktır. Ekonomik belirsizlik, sistem üzerinde gerçekleşen bilgi akışını asimetrik duruma getirecek ve ters

seçim problemini artıracaktır. Bu nedenlerden dolayı borç verenlerin yatırımlarda, borçlanmada ve ekonomik faaliyetlerin genelinde borç verme isteklerinde azalma görülecektir (Mishkin, 1996: 36-37).

1.4. Finansal Kriz Türleri

Genel kabul görmüş yaklaşımlara göre, yükselen piyasalarda daha fazla yaygın olan finansal krizler ana hatları itibari ile para, bankacılık, dış borç ve sistemik finansal krizler olmak üzere dört grupta toplanmıştır. Bu krizler genel olarak birbirlerini takip etmektedirler. Bu sebepten dolayı, bu krizleri tam olarak birbirlerinden ayırt etmek mümkün olmamaktadır (Delice, 2003: 59). Şekil 1’de finansal kriz türleri ve krizler arasındaki etkileşimler gösterilmektedir.



Şekil 1. Finansal Krizler (Delice, 2003: 63).

Şekil 1’de görüldüğü üzere finans dünyasında yaşanan krizler birbirleri ile bağlantılı olarak doğrudan veya dolaylı olarak başka bir krize zemin hazırlayabilmektedirler.

1.4.1. Para (Döviz) Krizi

Para krizi (currency crisis), finans piyasasında döviz krizi olarak da adlandırılmaktadır (Korkmaz, 2006:16). Para krizi; döviz kurunda ciddi bir çöküş olması, hükümetin devalüasyon ilan ederek aniden döviz kuru rejiminde değişiklik yapması, sermaye akımlarına sınırlama koyması, birkaç saatliğine para piyasalarını kapatması gibi durumları adlandırmak için kullanılan genel bir isimdir (Burkart ve Coudert, 2000: 5).

Para krizini daha geniş bir çerçevede tanımlamak gerekirse, döviz kurunda ve sermaye hareketlerinde meydana gelen beklenmedik ve ani değişimler para krizinin yaşanmasına neden olmaktadır. Bu kriz, özellikle sabit döviz kuru sistemi uygulandığında, katılımcıların taleplerinin beklenen durumun aksine ulusal para ile endekslenen aktifler yerine yabancı para endekli aktiflere kayması neticesinde Merkez Bankası döviz rezervlerinin düşüş göstererek tükenmesi şeklinde meydana gelen krizlerdir (Turgut, 2007: 36).

Dalgalı kur sistemini benimseyen ülkelerde kriz döviz krizi olarak adlandırılırken, sabit döviz kurunu benimseyen ülkelerde ödemeler dengesi krizi şeklinde adlandırılmaktadır. Her iki durum değerlendirildiğinde, sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar neticesinde kriz meydana gelmekte ve rezerv para miktarı etkilenmektedir. Bu durum, ülkeleri para birimlerini korumak amacı doğrultusunda faiz oranlarını artırmaya zorlamaktadır. Her iki durum sonucunda da ülke döviz kuru riski altında kalarak krize sürüklenmektedir (Ege ve Şahin 2015: 373).

Para krizlerine yönelik belirleyiciler şunlardır (Uygun, 2011: 10):

- Zayıf olan makroekonomik göstergeler ve yanlış uygulanan maliye ve para politikası hataları,
- Finansal altyapı yetersizliği,
- Asimetrik bilgi, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunu,

Asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki tehlikeye yol açmaktadır. Asimetrik bilgi, piyasa aktörlerinden (alıcı, satıcı) birinin diğerinden daha fazla bilgiye sahip olması demektir. Örneğin; spekülörlerin döviz kurunun yükseleceğine dair söylentileri, bir MB başkanının ileride devalüasyon olacağına dair bilgileri yakın çevresi ile paylaşması, mahalli idareler yöneticisinin yatırım yapması için akrabalarına bir bölgenin değerlendirileceğine dair önceden bilgi vermesi vb.

- Piyasa içerisindeki kreditorler ile uluslararası finans kuruluşlarının ekonominin gidişatına yönelik öngörü ve hislerindeki hatalar,
- Siyasi olaylar (bir ülkenin lider konumundaki yöneticisine yapılan saldırı, suikast vb.), siyasi istikrarsızlıklar ve terör saldırıları gibi olağandışı durumlardır.

1.4.2. Bankacılık Krizi

Bankacılık krizi temelinde banka bilançolarında meydana gelen bozulma sonucu kısa süreli borçların uzun süreli alacaklarla finanse edilememesi neticesinde likidite sorunu

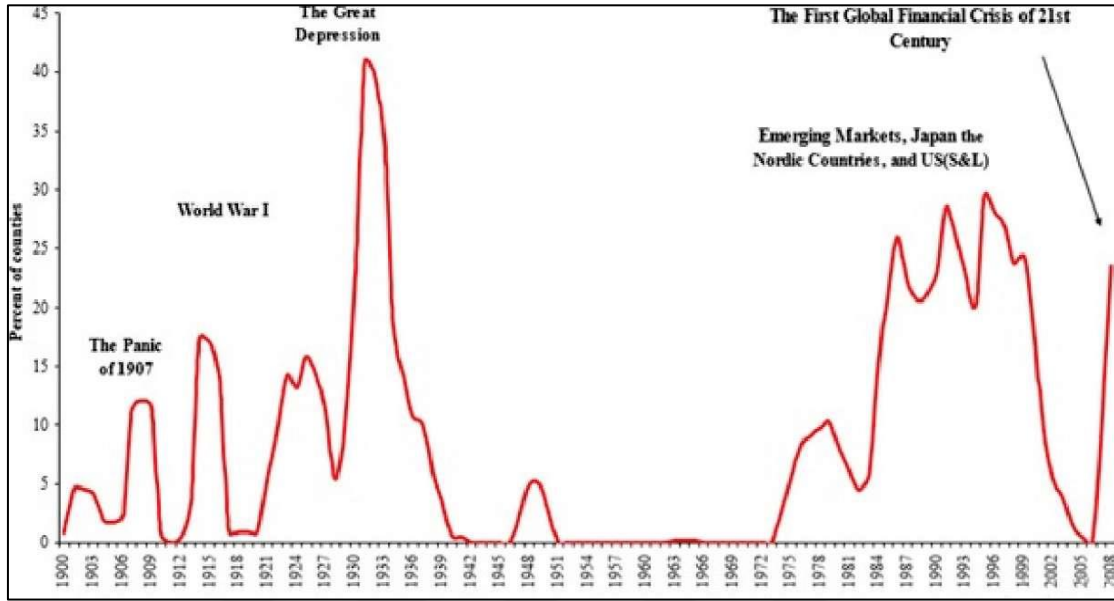
ortaya çıkmakta ve buna ek olarak iflaslarla sonuçlanmaktadır. Bu durum, hem finansal piyasalarda hem de reel piyasalarda durgunluk yaşanmasına, döviz kurunda ve faizlerde olağandışı dalgalanmalara ve borçların ödenmesi gereken zamanda ödenememesine neden olur. Bankacılık krizi bu yönü ile sistemik krizleri tetikleyebileceği için ekonominin gidişatını olumsuz bir şekilde etkilemektedir (Claessens vd. 2001: 2).

Bankacılık krizleri, varlık sahiplerinin bankalara olan güvenini azaltmaktadır. Oluşan bu durumun sonucunda varlık sahipleri varlıklarını bankalardan çekme yoluna gideceklerdir. Bankacılık sektöründe meydana gelen krizlerin ekonominin geneli açısından yol açtığı sorunlar, diğer sektörler içerisinde yaşanan krizlere oranla daha fazladır. İflas eden bankaları kurtarma amacı doğrultusunda hükümetler tarafından bankalara aktarılan fonlar, içinde buldukları ekonomilerde kamu kesimi mali dengelerini önemli oranda bozarak bütçe açıklarına neden olmaktadır (Afşar, 2004: 150-151). Bankalar çeşitlendirme yoluna giderek oluşan bu riskleri azaltmaya çalışmaktadırlar. Bu amaç doğrultusunda bankalar, birbirlerinden farklı olan risk gruplarındaki birey ya da kurumlara borç sağlama yoluna gitmektedirler. Bankaların bu çözümü bazen riski ortadan kaldırırsa da, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki bankalar açısından çeşitlendirme yöntemi riskin tamamını ortadan kaldırmanın mümkün olmadığı söylenebilir. Bankalar oluşan riskleri azaltmak için diğer bir yöntem olarak teminat talep etmektedirler. Alınan teminatların sürekli olarak yeniden değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu durum ise, maliyetin artmasına neden olabileceği için etkili bir yöntem olarak değerlendirilmemektedir. Bu nedenlerden dolayı özellikle gelişmekte olan ülkelerin bankaların yapısal açıdan büyük riskler almak zorunda kaldıkları kabul edilmektedir (Demirgüç-Kunt ve Detragiache 1998: 84).

Sermaye işlemlerindeki kontroller ve diğer finansal kısıtlamalar, bankacılık krizlerinin 1950'li ve 1960'lı yıllarda yaygın olmamasına sebep olmuştur. Ancak, 1970'li yıllardan bu yana sık sık ve para krizleri ile art arda oluşmaya başladılar. 1970'li yıllardan 1990'lı yıllara kadar uzanan süreçte yapılmış olan araştırmaların sonucu, 1970-1985 yılları arasında çoğunlukla para krizleri oluştuğu, 1980'li yılların ortalarından itibaren ise bankacılık krizlerinin çoğaldığını göstermektedir (Yay, 2001: 1237).

Reinhart ve Rogoff 2008 yılında, 1980 ve 2008 yılları arasında geçen süreçte yaşanmış bankacılık krizlerinin büyük ekonomiler üzerindeki etkilerini inceleyebilmek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmadan elde edilen veriler şekil 2 de gösterilmiştir.

Aşağıdaki şekil 2’de 1900 – 2008 tarihleri arasında bankacılık krizlerinin oluşumunu gösteren grafik yer almaktadır.



Şekil 2. Bankacılık Krizleri (<http://www.nber.org/papers/w14587>)

Şekil 2 incelendiğinde, 1940 ve 1972 yılları arasında krizlerin oluşturduğu olumsuz etkide ciddi bir azalış olduğu görülmektedir. 1972'den itibaren ise kriz ve oluşturduğu etkinin yeniden meydana geldiği görülmektedir. 1929 yılında yaşanmış olan Büyük Buhran ülkeleri yaklaşık %40'lık bir oranda etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler ise diğer ülkeleri yaklaşık %30 oranında etkilemiştir. 2007-2008 yılı krizleri ise ülkelerin %25'ini etkisi altına almıştır.

1.4.3. Dış Borç Krizi

Bir ülkenin kamu veya özel sektörüne ait dış borçlarını ödeyememesi dış borç krizi olarak ifade edilmektedir. Hükümetlerin dış borçların dönüştürülmesi ve yeni dış kredi bulma konusunda sorunların ortaya çıkması nedeniyle, dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanarak veya yükümlülükleri ertelerek sonuç bulmaktadır. Dış borçlarını düzenli bir şekilde ödemeyen bir ülke, borcunun anaparası ve faiz kısmını ödemeyeceğini ilan etmesi dış borç krizi olarak tanımlanmaktadır (Sachs, 1998: 244). 2008 küresel krizinin etkisi ile birlikte Yunanistan'ın dış borçlarını ödeyememesi sonucunda moratoryum ilan etmesi dış borç krizine örnek verilebilir.

Dış borç krizlerinin özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Çalışkan, 2003: 226):

Ülke borçlarını geri ödeyebildiği halde, borç ödeme yükümlülüklerini ertelemek isteyebilir. Ülke sınırlı olan kaynaklarını yatırım ve üretim gibi alanlarda değerlendirerek, cezai yaptırımları göze alarak, geri ödemelerini bekletebilmektedir. Borç alan ülkeler bazı dönemlerde ödeme gücü bulunmalarına rağmen borçlarını ödemek yerine, kaynakların yetersiz olması sebebiyle ödemede farklı bir alana öncelik verebilmektedirler.

Borçlu ülkenin beyanı ile dış borç krizi başlamaktadır. Dış borçta oluşan gecikme veya borcun eksik ödenmesi krizin söz konusu olduğu anlamına gelmez. Genel olarak taraflar bu tür durumlarda kendi aralarında anlaşmayı tercih ederler.

Likidite krizlerini dış borç krizlerinden ayıran unsurlar mevcuttur. Bir ülkede meydana gelen likidite krizi, küresel krizi ortaya çıkarabilir, bu durum finansal sisteme önemli zararlar verebilmektedir. Dış borç krizinde ise, bir ülkenin sadece alacaklıları bu durumdan olumsuz bir şekilde etkilenmektedirler. Dış borçları geri ödemekte yaşanan zorluklar geçici bir süreç, yaşanan ekonomik aksama ise bir bölgeye veya bir döneme ait olabilir, bu durum sadece alacaklı ülke açısından bir kriz doğurmaktadır. Likidite krizlerinde ise yaşanan ekonomik aksaklıklar ise uzun süreli ve genel olabilmektedir.

Likidite krizi (para ve bankacılık) yaşayan bir ülke, tüm yükümlülüklerinde olduğu gibi, dış borçlarını geri öderken de aksaklıklar yaşayabilmektedirler. Bu husus, likidite krizleri ve dış borç krizleri arasındaki gerçek ve bilinen bir ilişki oluşturmaktadır (Turgut, 2007: 28).

Dış borç krizlerinin başlama sebebi, borçların geri ödeme zamanı geldiğinde, ülkelerin borç vadelerindeki yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini beyan etmesiyle başlamış sayılmaktadır. Dış borç krizinin en önemli özelliği geçici bir döneme ait olmasıdır. Buna ek olarak, bir ülkede yaşanmakta olan likidite krizi tüm dünya finansal sistemine önemli derecede negatif etkide bulunurken, dış borç krizi yaşanmakta olan bir ülkede ise yaşanan negatif etkiler sadece alacaklı taraflar ile sınırlı kalmaktadır (Çalışkan, 2003: 226). Başka bir ifade ile bir ülke içerisinde meydana gelebilecek likidite krizi başka ülkeleri etkileyebiliyorken dış borç krizinde sadece alacaklı ülke bu durumdan etkilenmektedir.

1.4.4. Sistemik Finansal Krizler

Finansal sistemde meydana gelen ve bu sistemin kredi tahsisi, varlık değerlemesi ve ödemeler gibi bir takım önemli işlevlerini kesintiye uğratarak bir şok durumunun yaşanmasına sistemik finansal krizler denilmektedir (Marshall, 1998: 13). Bu tarz krizler genel olarak ekonomik, hukuksal, siyasal ve sosyal yaşamın yapısal durumundan ve

bunlarda meydana gelen değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte, bu durum finansal piyasaların tamamı ile bu piyasalarda işlem görmekte olan finansal varlıkların tümünü etkisi altına almaktadır. Sistemik finansal krizler, döviz krizlerini bünyesinde barındırabilirken; döviz krizleri her zaman sistem kaynaklı finansal krizlere neden olmayabilir. Sistem kaynaklı finansal krizlerin temelinde likidite sorunları yer almaktadır. Sistem kaynaklı finansal krizlerin temelinde yer alan likidite sorunlarının yanı sıra, ülke borcunun ciddi bir şekilde artış göstermesi, mevduat sigorta sisteminin kötüye kullanılması, Merkez Bankası'nın piyasaya para çıkışı yapmasındaki başarısız durumlar ve finans kesimi dışından kaynaklanmakta olan şoklar da krizin göstergeleri olarak söylenebilir (Doğan, 2005: 5-6).

Sistem kaynaklı finansal krizlerin özellikleri (Özer, 1999: 35):

- Finansal piyasalarda meydana gelen likidite krizleri, firmaların finansmana olan ihtiyaçlarına cevap veremediği zamanlarda reel sektörlere yayılmaktadırlar. Bu durum, istihdam ve üretim sorunlarını beraberinde getirebilir.
- Herhangi bir sektör, kurum veya ülkede başlayan bir kriz yayılarak, diğer ülkeleri, sektörleri ve işletmeleri de içine çekebilir. Asya krizi örneğinde de olduğu gibi Taylan ve Kore'de yaşanan firma iflaslarının kısa süre içerisinde diğer bölge ülkelerinde de yaşandığı görülmüştür.
- Yatırımcıların olumsuz beklentiler içerisinde girmeleri ve fon arz etme düşüncelerinden vazgeçmeleri verilen kredileri geri çağırmaya başlamaları ile sonuçlanmaktadır. Fakat bu durum, kredi alan işletmelerin güvenilirlikleri ile ilgili değil, yatırımcıların geleceğe dönük karamsar tutumlarından kaynaklanmaktadır.
- Piyasanın etkinliğinde bozulma oluşmakta ve yaşanan olumsuz durum devam ettirilemez hale gelmektedir. Fakat borsada gerçekleşmiş her düşüş veya döviz kurlarında meydana gelen ani bir şok her zaman krizin nedeni olmaz.
- Sistemik krizlerin başlangıcında, kesin olayların varlığından bahsedilememektedir. Örneğin; Asya krizinde, yatırımcılar belli yapısal sorunların bilincinde olmalarına rağmen, yatırımcılar sermaye akımlarını bu ülkelere yönlendirmeye devam etmişlerdir. Sermayenin ani olarak ters hareketlilik göstermesi krizin derinleşmesine neden olmuştur.

1.5. Finansal Kriz Modelleri

1990'lı yıllarda özellikle küreselleşmenin etkisi ile farklı coğrafyalarda meydana gelen finansal kriz modelleri, başta çevre coğrafyasını olmak üzere tüm dünyayı etkisi altına alan finansal krizleri açıklamaya, analiz etmeye yönelik teorik çalışmaları kapsamaktadır. Finansal krizler çıkış sebeplerine göre farklılık göstermektedir. Bu sebepten ötürü, ortaya konulan çalışmalarda krizlere etki eden nedenler ve çıkış dönemlerine göre birinci nesil modeller, ikinci nesil modeller, üçüncü nesil modeller ve dışsal faktörler üzerine kurulu kriz modelleri olmak üzere sınıflandırılmıştır (Kansu, 2010: 65).

Finansal krizlerin ortaya çıkmasına neden olan farklı faktörler bulunmaktadır. Bu faktörler birinci, ikinci ve üçüncü nesil modellerdir ve bu modeller aynı dönem içerisinde geliştirilmemiştir. Oluşturulan modeller eski modellerin yanlış olup olmadığını göstermek yerine daha çok önceki modellerin yetersiz kalmasından dolayı geliştirilmiştir. İkinci nesil modellerde krizlere neden olan faktörler üçüncü nesil modellerde de rol oynamaktadır ve üçüncü nesil modeller, birinci ve ikinci nesil modellerin ortaya koyduğu görüşlerin değişen mevcut koşullar karşısında yetersiz kaldığını ortaya koymaktadır (Kansu, 2010: 65). Krizler meydana geldikçe, yeni olgular oluşukça, yeni modeller yardımıyla krizler açıklanmaya çalışılmaktadır. Ancak, en son üretilmiş olan model dahi bir sonraki krizi açıklamakta yeterli olmamaktadır (Oktar ve Dalyancı, 2010: 5).

1.5.1. Birinci Nesil Finansal Kriz Modelleri

Birinci nesil modeller Kanonik kriz modelleri olarak da bilinmektedir. Paul Krugman'ın 1979 yılında ele aldığı bir çalışma ile başlamış bulunmakla birlikte Flood ve Garber'ın 1984 yılındaki çalışması ile geliştirilmiştir (Şen, 2005: 77-78).

Birinci nesil modeller, krizi körükleyen temel makroekonomik faktörlerin önemine değinmektedir. Ayrıca bu model para krizlerini, makroekonomik politikaların yapısal uyumsuzluğunun sürdürülemez olmasına bağlamaktadır. Bu modeller, finansal krizlerin ekonomi politikalarında mevcut olan, bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi veya döviz kurunu sabit tutma arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanmaktadır (Krugman, 2000: 2).

Finansal krizlerin oluşumunu Birinci Nesil Modeller, bütçe açıklarının artması sonucu olduğu görüşünü savunmaktadır. Bu model, bütçe açıklarını kapatmak amacıyla hükümetlerin para basarak para talebinin genişlemesine neden olacağını, bundan dolayı da sabit döviz kuru politikasının bozulacağını belirtir. Sabit kur politikasının bozulmaya

başlamasından itibaren dış yatırımcılarda, varlıklarını başka memleketlerde değerlendirme isteği söz konusu olacaktır. Bunun ile birlikte ülke içerisinde de dövizle doğru bir hareketlenme oluşacaktır. Döviz talebi artması sonucu Merkez Bankası piyasaya sürekli döviz sürecek, bir süre sonra bu durum döviz rezervlerinin azalmasına neden olacaktır. Bu spekülasyon yönelmeler krizin temelini oluşturacaktır (Durmuş, 2010: 32). Sabit döviz kurunu uygulayan ve sürekli bütçe açığı vermekte olan bir ülkeyi temel alarak bu durumu açıklayabiliriz. Hükümetler bütçe açıklarını kapatmak amacıyla para basarlar. Arttırılan bu para basımı döviz kuru üzerinde baskı oluşturur ve milli paranın değerinin düşmesine neden olur. Böylece döviz kurunu sabit tutabilmek için hükümet piyasaya doğrudan müdahalede bulunacaktır. Devletin müdahalesi ile birlikte rezervlerdeki döviz eriyecektir (Özataç, 2010: 35).

Rezerv stoklarındaki azalma, sabit döviz kuru rejiminin daha fazla sürdürüleemeyeceğinin farkına varan ve bu durumu fırsata çevirmek isteyen spekülasyonörler dövizle yönelme isteği duyacaklardır. Merkez Bankası'nın döviz rezervleri daha bitmeden ortaya çıkacak bu spekülasyon saldırı hükümetler tarafından uzun süre desteklenemeyecek ve sonuç olarak hükümetler devalüasyon yapmak zorunda kalacaklardır veya döviz kuru sistemini değiştirerek kuru serbest dalgalanmaya bırakacaklardır (Doğanlar, 2006: 377).

Bazı eksiklerine rağmen birinci nesil modellerin önemli katkılarının olduğu kesindir. Pek çok kriz ülkenin uyguladığı ekonomi politikaları ile döviz kuru politikası arasındaki çelişkidenden oluşmaktadır. İkinci çelişki ise, yatırımcıların rasyonel davranışlarının neticesinde krizin ortaya çıktığı görülmektedir. Milli parayı elde tutmanın çekiciliğini kaybetmesi spekülasyon sermaye kaçışını gündeme getirmiştir (Krugman, 1998: 3).

1.5.2. İkinci Nesil Finansal Kriz Modelleri

Birinci nesil kriz modellerinde eksiklikler bulunmaktadır. Bu modelde, dış denge koşulları göz önünde bulundurulmaksızın, bütçe açıklarının sürekli para arzıyla kapatıldığı, merkez bankasının sabitlenen değerini korumak maksadıyla rezerv bitinceye kadar piyasaya döviz satacağı varsayımı ile ifade edilmektedir (Akdiş, 2000: 96).

Birinci nesil kriz modelinin eleştirilmesindeki bir diğer husus, bu modelin sadece 1973-1982 yıllarında yaşanan Meksika ve diğer Latin Amerika ülkelerindeki krizleri ve 1992 ERM (Exchange Rate Mechanism) gibi krizleri açıklamada yetersiz kalmasıdır. İkinci nesil kriz modellerine, kendi kendini besleyen kriz modelleri de denilmektedir (Dornbusch, 1987: 72).

Obstfeld'in 1986 yılında çalışmalarıyla şekillenmeye başlayan ikinci nesil modeller, piyasa beklentilerinin ve spekülâtif saldırıların oluşturacağı etkilere dikkat çekmektedir. Ülke rezervleri yeterli düzeyde ve makroekonomik politikalar uyumlu olsa bile, olumsuz beklentiler ve saldırılar neticesinde krizlerin meydana gelebileceğini hatta kur rejiminin değişmek zorunda kalabileceğini öne sürer. Örneğin 1992 ERM krizinde ekonomik göstergeler normal düzeyde olmasına rağmen, piyasa aktörlerinin kötümser beklentiler içerisine girmesi krizi tetiklemiştir (Kansu, 2010: 80).

Krize yol açan süreçlerde hükümetlerin tercihleri ve kısıtlarının piyasanın beklentilerine bağlı olduğunu, piyasanın beklentilerinin ise hükümetin politika tercihleri ve kısıtlarının sürdürülebilir olmasına yönelik güven ve beklentilere bağlı olduğunu belirtmektedir. Bu nedenle, hükümet politikalarına dair olumsuz beklentiler meydana geldiğinde; krizi oluşturacak olumsuz piyasa koşulları içsel mekanizmaları tetikleyerek krize neden olmuştur. Bu model, krizin ekonominin temel dengelerinden bağımsız bir şekilde olabileceğine değinmiştir. Eğer piyasa beklentileri bir devalüasyonun yaşanacağı yönünde ise piyasanın faizleri yükselir ve devalüasyon için şartlar oluşturulur. Benzer bir şekilde, devalüasyon beklentileri ücrete olan taleplerin artmasına ve diğer değişkenlerin birbirlerini etkileyerek en sonunda başlangıçta var olan beklentilerin herhangi bir zamanda kendini doğrumasına neden olabilir. Öte yandan, özel iktisadi birimlerin beklentilerinin birbirlerinden farklı alanlarda yoğunlaşması birden çok dengenin meydana gelmesine de neden olabilecektir (Obstfeld, 1994: 105).

Ödemeler dengesi krizlerinde ve spekülâtif atak eğilimlerinde, bankaların beklentilerinin krizlerin meydana gelmesinde önemli rol aldığına değinilmiştir. Bir bankanın iflas edeceğine dair beklentiler oluştuğunda, tüm mevduat sahipleri bu beklenti sonucunda mevduatlarını çekmek amacıyla bankaya hücum ederlerse bankanın iflas etme beklentisi gerçeğe dönüşebilir. Benzer şekilde, devalüasyon beklentilerine ve döviz krizlerine kadar birçok iktisadi kriz için de geçerli olabilmektedir (Obstfeld, 1994: 105).

Krugman, birinci nesil kriz modelleri hakkında üç gerçeğe değinmiştir. Bunlar aşağıda sıralanmıştır (Özsoylu, 2010: 19):

- Krizin meydana gelmesindeki temel etken, hükümetlerin uygulamış oldukları kötü makroekonomik politikalarıdır.
- Krizler, beklenmedik bir şekilde ani olarak meydana gelmelerine rağmen kaçınılmazdır ve tesadüf değildir, zamanlaması öngörülebilir.

- Krizler yalnızca mevcut iktisadi bir sorunu yansıttıkları için zararlı değildir.

Tablo 1’de birinci ve ikinci nesil kriz özellikleri karşılaştırmalı olarak verilmektedir.

Tablo 1. Birinci Nesil Krizler ve İkinci Nesil Krizlerinin Karşılaştırmalı Özellikleri

Birinci Nesil Kriz Modelleri	İkinci Nesil Kriz Modelleri
Krizler kaçınılmazdır	Krizler bulaşıcıdır.
Krizleri önceden tahmin etmek mümkündür.	Krizleri önceden tahmin etmek mümkün değildir.
Spekülatif beklentiler krizleri hızlandırır.	Beklentiler kendi kendini besler ve bu süreç krizlere neden olur.
Krizleri önleme amaçlı uygulanan politikalar, makroekonomik göstergelerin bozulmasına yol açar	Hükümetler, kur rejimine devam ya da vazgeçmek gibi bazı temel konularda seçim yapmak durumundadırlar.

(Bustelo vd. 1999: 50).

İkinci nesil kriz modelleri, küresel finansal piyasaların yapısını daha iyi açıklamaktadır. Ancak, analizin temel yapı taşı olan oluşturulan beklentilerdeki değişimlere yol açan faktörleri açıklamakta eksik kaldığı için eleştirilmiştir (Özatay, 2000: 335).

1.5.3. Üçüncü Nesil Finansal Kriz Modelleri

1997’de Asya’da bulunan ülkelerde patlak vermesine rağmen küresel anlamda birçok dünya ekonomisinin önemli ölçüde etkilenmesine sebep olan Asya Krizine ait olan görüşlerin geliştirilmesine paralel olarak özellikle Asya Krizinin ifade edilmesinde diğer kriz modellerinin yetersiz kalması sonucunda Üçüncü Nesil Finansal Kriz Modellerinden bahsedilmiştir (Burnside, 2000).

Üçüncü Nesil Finansal Kriz Modelleri, birinci ve ikinci nesil finansal kriz modellerinin birleşiminden oluşmaktadır. Bu düşünceden hareket edilerek, hükümet ile büyük sermayeye sahip şirketler arasındaki iktisadi ilişkilerin krizlere neden olduğundan bahsedilmektedir. (Woo, 2000: 17). Bu modellerde, asimetric bilginin sonucu ortaya çıkan ters seçim ve ahlaki risk problemleri ve ülkeler arasında gerçekleşen finansal ve ticari ilişkilerin etkisinin görülmekte olduğu yayımlı etkiler üzerinde durulmuştur (Nart, 2013: 36).

Bu modele göre finansal krizlere neden olan ana etken, finans ve bankacılık sektörlerinde meydana gelen dengesizliklerdir. Üçüncü nesil modellerde, finansal krizlerin öngörülmesinde rol alan, göstergelerden bazıları şunlardır:

- Sermaye piyasasında meydana gelen fiyat hareketlenmeleri,
- Bankacılık sektörlerinin likiditesini yansıtan göstergeler,
- Finans sektörlerindeki yetersiz denetimler,
- Mevduat garantileri,
- Aşırı oranda dış borçlar,
- Faiz farklılığındaki artışlar,
- Cari işlemler
- Dış ticaret dengesinde oluşan bozulmalar
- Parasal genişleme gibi göstergelerdir (Avcı vd. 2016: 464).

Sermaye akımlarının serbestleştiği bir ekonomide, hükümet şirketlerin bankalardan ya da yurtdışından aldıkları borçlara, doğrudan veya dolaylı bir şekilde garanti vermektedir. Ancak, hükümetin finansal birimleri kontrol etmede yetersiz kalması neticesinde, ciddi problemler ortaya çıkmaktadır. Finansal piyasalar giderek birbirine bağlanmıştır. Herhangi bir ülkenin finans piyasasında yaşanan bir kriz, bir başka ülkede makroekonomik temeller ile açıklanamayan bir krizi başlatabilir. Hükümetlerin ahlaki tehlikeye yol açan politikaları, finansal krizlere neden olan temel faktör olarak ele alınmaktadır (Masson, 1998: 2).

Krugman, yapmış olduğu bir çalışmada yatırım patlaması ile bu patlamanın oluşturduğu etkileri ve banka bilançoları ile finansal krizler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Krugman'a göre hükümet, yatırımları ve bunun yanı sıra finansal kurumları teşvik edebilmek adına dolaylı veya dolaysız garantiler sağlamaktadır. Finansal kurumların yükümlülüklerinin hükümet tarafından garanti altına alınması ve hükümetin finansal kurumları yeteri kadar denetlememesi ahlaki tehlike sorunlarına neden olmaktadır. Ahlaki tehlikenin var olması durumunda, finansal kurumların riskli olan projeleri kredilendirmesi faaliyetleri kurumların bilanço sorunlarını yaygınlaştırmaktadır. Para ve vade uyumsuzluğu genel olarak bilanço sorunlarının yaşanmasına neden olmaktadır. Vade uyumsuzluğu, finansal kurumların kısa süreli borçlanarak, uzun süreli borç vermeleriyle meydana gelmekte ve bankalara hücumun ana kaynağını oluşturmaktadır. Para uyumsuzluğu ise, bankaların döviz türünden borçlanarak, ulusal para birimi türünden borç vermeleri ile meydana

gelmektedir. Bu iki risk unsurunun birbirini beslemesi neticesinde, bankalar için likidite sorunu oluşmakta ve ülkenin temel makro iktisadi göstergelerinde sorun yaşanmasa bile krize neden olmaktadır (Krugman, 1998: 1-10).

Üçüncü nesil finansal kriz modellerinden bir diğeri, yayılma etkisi modelidir. Yayılma etkisi modeli, bir ülkede yaşanan finansal krizin başka ülkeler ile ilişkilendirerek açıklamaktadır. 1990'lı yıllarda yaşanmış olan ekonomik krizlerin hepsinin dikkat çeken ortak bir özelliği vardır. Bu da, yaşanmış olan krizlerin meydana geldiği ülkeden başka ülkelere de yayılmalarıdır. Bu yayılma etkisi Güney-Doğu Asya krizi ile birlikte daha da belirgin hale gelmiştir. Krizlerin bir ülkeden diğerlerine yayılması, çeşitli şekillerde oluşmaktadır (Avcı, 2012: 36).

Üçüncü nesil finansal krizlerine, 1997 yılında gerçekleşen Asya Krizi örnek olarak verilebilir. 1993 yılında Japonya ve Hong Kong dışındaki bütün Asya ülkeleri, yönetimli ya da sabit kur sistemi uygulamışlardır. Asya ülkelerinde uygulanmış olan yüksek faiz oranları, bu ülkelere sermaye girişlerini hızlandırmıştır. Sermaye girişinin artması, Merkez Bankasını esnek kur ya da sabit kur arasında seçim yapmasına yol açmıştır. Asya ülkelerinin çoğunluğu sabit kur sistemini tercih etmişler ve bunun sonucu olarak 2 Temmuz 1997 tarihinde Tayland bahtının devalüe edilmesiyle kriz resmi olarak başlamıştır. Tayland'daki kriz diğer Asya ülkelerine de sıçramıştır (Kansu, 2010: 149-150).

1.5.4. Dışsal Faktörler Üzerine Kurulu Kriz Modelleri

Dışsal faktörler üzerine çalışılan modellerde, özellikle de gelişmekte olan ülkelere yaşanmış olan krizlerde, dışsal faktörlerin belirleyiciliği hareket noktası olmuştur. Bu çerçevede, sanayileşmiş ülkelerdeki dış ticaret kazançlarında, döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki büyük ölçekli önemli değişimlerin neticesi olarak ekonomik gelişmeler, yatırımların küreselleşmesi ve sermaye piyasalarının artış gösteren entegrasyonu gibi unsurların, gelişmekte olan ülkelere krizleri harekete geçirmekte olduğunu kabul etmektedir. Örneğin, sanayileşmiş ülkelerin faiz oranlarında meydana gelen azalışlar, sermaye akımlarını gelişmekte olan ekonomilere yönlendirirken, faiz oranlarında oluşan hızlı yükselişler, bu ekonomilerdeki işletmelerin ve bankaların maliyetlerini artırarak, dış finansman akımlarına sınırlama koyabilmektedir. Bununla beraber, bazı çalışmalar, finansal piyasalar arasında artış gösteren entegrasyonun uzun vadede makroekonomik göstergelerde aşırı dalgalanmaları azalttığına değinmektedir (Delice, 2006: 65).

1.6. Kronolojik Açından Dünyada ve Türkiye'de Yaşanan Belli Başlı Finansal Krizler

Kapitalist üretim süreci boyunca yaşanan küresel boyutta çarpıcı ilk ekonomik kriz 1929 Dünya Büyük Buhranıdır. Buhranın olumsuz etkilerinin yansımaları geçtikten sonra dünyada bu seviyede etkisini hissettiren ekonomik krizler 1980'li yılların ilk dönemine kadar görülmemiştir (Varlık, 2002: 168). Kapitalizmin gelişimi içerisinde oluşan en büyük kriz olma sebebiyle, 1929 Dünya buhranının etkileri kaybolduktan sonra 1960'lı yılların son dönemlerine kadar dünya ekonomisinde büyük çaplı bir ekonomik ve finansal krize daha rastlanmamaktadır (Delice, 2003: 66). 19.yüzyılın son dönemiyle, 20.yüzyılın başlarında yoğun bir şekilde görülen finansal krizler 1970'li yıllara kadar belirli bir süre kendini göstermemiştir (Ege ve Şahin 2015: 379).

Dünya ekonomisinde oluşan krizler, son yüz yıl boyunca kendini yoğun bir şekilde hissettirmiştir. Yoğun olarak 1980'li yıllardan 2000'li yıllar arasında çok ciddi krizler görülmüştür (Ekşi, 2007: 20). 1980 ile 2002 yılları arasındaki döneme kadar dünyada 93 ülkede 113 finansal kriz yaşanmıştır (Kazgan, 2002: 2). Bu krizlerden bazılarının global etkisi görülürken bazılarının ise sadece yaşandığı ülkeye has ulusal etkisinin olduğu görülmüştür. 2010 yılı itibari ile 2008 yılında ortaya çıkan ve tüm dünya ülkelerini etkisi altına alan global finansal krizin etkileri sürmektedir (Dağlar vd. 2011: 192).

Literatürde genel kabul görmüş kriz olguları neden, sonuç ve etkileri ile birlikte detaylı bir şekilde incelenmiştir;

- Dünya Ekonomik Buhranı (1929)
- ABD Bankacılık Krizi (1980)
- Latin Amerika Dış Borç Krizi (1982)
- İskandinav Krizi (1990)
- Avrupa Para Krizi (1992-1993)
- Meksika Krizi (1994-1995)
- Türkiye Krizi (1994)
- Asya Krizi (1997-1998)
- Rusya Krizi (1998)
- Brezilya Krizi (1999)

- Türkiye İkinci Kriz (Kasım 2000 ve Şubat 2001)
- Arjantin Krizi (2001 -2002)
- Küresel Finansal Kriz (2007-2008)

1.6.1. 1929 Dünya Ekonomik Buhranı

1929 yılında yaşanmış olan dünya ekonomik krizi, iktisatçılar nazarında dünya tarihinin en önemli krizlerinden biri olarak kabul edilmektedir (Açıkgöz ve Özkan, 2009:1)

İlk olarak Büyük Buhran Kuzey Amerika'da başlamıştır. Ancak Avrupa ülkelerini de etkisi altına alarak, şiddeti artan bir şekilde devam etmiştir. Büyük Buhranın tahmini olarak 1939 yılına kadar etkisinin sürdüğü görülmüştür. Ekonomik kriz, bu 10 yıl içerisinde dünyanın diğer sanayileşmiş bölgelerine de yayılmış ve etkisini sürdürmüştür. Henüz sanayileşmemiş olan Batı dünyası için en uzun süren ve etkisi şiddetli olan bir depresyon olarak tarihe geçmiştir (PSU, 2016). 1929 Dünya Ekonomik Krizi ya da başka bir ifade ile "Büyük Buhran" dünya tarihinde küresel bakımdan etkili olan en ağır çaplı ekonomik bunalımlardan biridir (Özpek, 2014: 27).

İkinci Dünya Savaşına kadar olan süreçte buhranın ekonomik, sosyal ve siyasi etkileri başlangıçta Kuzey Amerika ve Avrupa ülkeleri başta olmak üzere geniş bir dünya coğrafyasında etkisini göstermiştir. Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) ortaya çıkan krizin New York borsasının panik etkisiyle ani çöküşü beraberinde tarım ve sanayi üretiminde azalma gibi önemli sorunlara rol almıştır. New York borsasının 24 Ekim 1929 tarihinde dibe vurmasıyla başlayan bunalım tarihe "Kara Perşembe" olarak geçmiştir (Cochrane, 1958: 15).

Krizin sebepleri şu şekilde sıralanabilir (Eray, 2012: 17):

- Birinci Dünya Savaşı yaşandığı sıralarda Amerika'da üretim kapasitesi artmış ihraç edilen ürünlerle büyük kârlar sağlanmıştır ve Amerika'daki şirketlerin mali gücü büyük oranda artmıştır. Fakat savaştan sonra Amerika'daki küçük işletmeler birleşmek zorunda kalmışlardır. Böylece, Amerikan ekonomisinin %50'si üzerinde 200 kadar holding söz sahibi olmuştur. Bu durum, çok riskli bir durumu meydana getirdiği için tek bir holdingin iflası bile ekonomiyi sarsmaya yeterli gelmiştir.

- Krizin oluşmasına neden olan diğer bir durum da bankaların kötü yapılanmış olmalarıdır. Bankaların sermaye oluşturmasını ve kredi oranlarını belirleyen yasaların

bulunmaması nedeniyle yatırımcılar bankalar hakkında yeterli düzeyde bilgiye sahip olamamışlardır.

- Amerika ekonomisi yönetiminin kriz ile ilgili gerekli olan kararları yerinde ve zamanında almaması krizin büyümesine etki etmiştir. Hoover yönetiminin, 1920'li yıllarda liberal ekonomi anlayışına sahip olması, ekonomiye devletin müdahale etmemesini uygun görmüştür. Ancak, 1929 yılında kriz söz konusu olduğunda krize müdahalede bulunmanın toplumsal maliyeti büyümüştür.

- Krize yol açan en önemli faktör ise, Amerika'nın, 1924 ve 1929 yılları arasında yaptığı ihracat fazlasıyla dünyaya kredi veren ülke konumuna gelerek net kreditor olmasıdır. Bu sırada ülkede otomobil, yapı, elektrik gibi yeni endüstri alanları gelişim göstermeye başlamıştır. İlk etapta gelişmekte olan endüstrilere beklentilerin fazla olması, borsanın spekülasyon olarak aşırı yükselmesine neden olmuştur. Amerika'nın hesapsızca verdiği kredileri geri alamama durumu da Amerikan ekonomisini zor durumda bırakmıştır.

Yaşanan 1929 Dünya Ekonomik Krizine ilişkin diğer önemli bir neden ise, Avrupa ülkelerinin üretime geçmesiyle oluşan aşırı üretim durumudur. Aşırı üretimin olması arzın aşırı olması anlamına gelmektedir. Bu durum arz fazlalığını ve fiyatlar genel düzeyini negatif yönde etkilemiştir. Fiyatlar genel düzeyindeki azalış, özellikle piyasa ekonomisini benimseyen ülkelerin üretimlerinin durmasına neden olmuştur. Bu üretimin durması da ekonomiler için en önemli sorunlardan biri olan işsizlik sorununu tetiklemiş ve önemli boyutlara ulaştırmıştır. Öyle ki, 1929 Buhranından sonra her dört Amerikalıdan biri işsiz kalmıştır (Stiglitz, 2004: 29).

Bu krizin sonunda aşağıdaki sonuçlar ortaya çıkmıştır:

- İkinci Dünya Savaşı'nın başlaması 1929 Buhranının en büyük sonuçlarından birisidir (Ateş, 2011: 13)

- Hisse senetlerinde ani ve hızlı değer kaybı ortaya çıkmıştır. Bu durum, yatırımcılar arasında bir panik havasına neden olmuştur ve yatırımcılar ellerindeki hisse senetlerini elden çıkartma yoluna gitmiştir. Bu süreçte yaklaşık 16 milyon hisse senedinin değeri ciddi oranlarda düşüş yaşamış ve bankalar bu düşüşü engellemek için büyük miktarlarda hisse alımına gitmiştir. Ancak, alınan bu önlemlerin süreç üzerinde olumlu hiçbir faydası olmamıştır. Aksine bu önlemler bankaları iflasa sürüklemiştir (Cengiz, 2007: 7).

- Kriz, talepte daralmaya, üretimde azalmaya, konut sektöründe durgunluğa, tarım ürünleri fiyatlarında büyük oranda düşüşlerin yaşanmasına ve dış ticaret açıklarının meydana gelmesine neden olmuştur (Açıkgöz ve Özkan, 2009: 1).

- Enflasyon, işsizlik, arz-talep dengesizliği gibi birçok ekonomik olumsuzluğa neden olmuştur (Edwards, 1998: 5).

- 1929 Dünya Ekonomik Krizi bir anlamda Klasik iktisat Yaklaşımının çöküşü olmuştur ve bu anlayışın ekonomilerdeki kapitalist etkisini kaybetmesiyle birlikte ülkelerin faşist düzenlere doğru yol alması ile son bulmuştur (Edwards, 1998: 5).

- Dünya ticareti hacim bakımından 1/3, değer olarak ise 2/3 oranında azalmıştır (Işık ve Duman, 2012: 258)

Birçok ülke gibi Türkiye'nin ekonomik krizle tanışması 1929 yılında olmuştur. Tüm dünyada etkisini gösteren kriz Türkiye'de de çok ciddi sıkıntılar oluşturmuş, buna Osmanlı'dan kalan borçlar da eklenmiş ve bu dönemde Türk parasının değeri düşmüştür (Turan, 2011: 59).

1.6.2. ABD Bankacılık Krizi (1980)

Tasarruf ve yatırım bankalarının asli görevleri, tasarruf sahiplerinden aldıkları fonları uzun dönemli kredi olarak kullandırmaktır. 1980'li yıllardan itibaren kriz yaşayan bu bankalar, faiz oranlarında meydana gelen artış neticesinde yeterli düzeyde fon elde edememişlerdir. Bu durum, bankaların ödeme güçlüğü yaşamasına ve bunun sonucunda iflas etmelerine neden olmuştur. Bankaların, söz konusu fonlardan kaynaklanan zararlarını karşılayabilmek için Amerika Birleşik Devletleri tarafından kurulan milli yatırım ve borç sağlama sigorta fonu zararları karşılamada yetersiz kalmıştır. Söz konusu zarar yaklaşık olarak 500 milyar dolardır (Calavita vd. 1997: 19-22; Curry ve Shibut, 2000: 26-67).

Krizlerin oluşmasında ahlaki tehlike problemi önemli rol oynamıştır. Yatırım ve tasarruf bankaları devlet garantisine güvenerek aşırı derecede risk üstlenmişlerdir. Bunun sonucunda bankalar, faiz oranlarındaki ani artış karşısında savunmasız kalmışlardır. Bu kriz, denetim mekanizmasının etkin bir şekilde işlemediğini ortaya çıkarmıştır. Bu da, ABD ekonomisine ağır bedeller yüklemiştir. Kriz sonucunda ABD ekonomisindeki birçok makroekonomik gösterge olumsuz etkilenmiştir (Ege ve Şahin 2015: 379).

1.6.3. Latin Amerika Dış Borç Krizi (1982)

Latin Amerika ülkelerinde 1980'li yılların başında gerçekleşen borç krizinden en fazla etkilenen ülkeler Arjantin, Brezilya, Meksika, Venezüella, Şili, Peru, Bolivya, Uruguay, Dominik Cumhuriyeti ve Ekvator'dur (Edwards, 1998: 10). Krizin yaşandığı tarih, reform öncesi 1980'li yıllardır. Ancak, etkisi 1986 yılına kadar sürmüştür (Akçalı, 2014: 46). 1980'li yıllar öncesinde Latin Amerika ülkelerinde yüksek enflasyon nedeniyle insanlar, tasarruflarını finansal varlıklar yerine döviz olarak tutmayı tercih etmişlerdir. Ticari bankalar, munzam karşılık oranlarının yüksek olmasından dolayı özel sektörlere kredi sağlamakta zorlanmışlardır. Ayrıca, henüz finansal liberalleşme için gerekli kurumsal düzenlemeler tamamlanmadığından menkul kıymet borsaları istenilen düzeye ulaşamamıştı. Devletler tarafından, nominal faiz oranlarının enflasyonun altında bir oranda tutulması ise reel faiz oranlarını düşürmekteydi. Finansal sistemde meydana gelen tüm bu aksaklıklar Latin Amerika ülkelerinde kayıt dışı ekonominin büyümesine yol açmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 111).

1970'in ortalarından itibaren "petro-dolar" olarak isimlendirilen spekülâtif fonların merkezi olan Latin Amerika'nın, 1982'de bir dış borç krizi ile karşılaşmasına yol açan unsur, gelişmiş ülkelerin bankalarından alınan kamu borçlarının, Meksika ve Brezilya'da süregelen büyük bütçe açıklarının finansmanında, Arjantin'de ise özel sektörlere kredi aktarımında kullanılmış olmasıdır (Feldstein, 2002: 18). Akçalı 2014'e göre ise krize yol açan ana unsur isabetsiz ekonomi politikalarının seçilmesi, zayıf finansal kesim ve denetimden uzak bir piyasanın olmasıdır (Akçalı, 2014: 46). Latin Amerika'da gerçekleşen dış borç krizlerinin diğer nedenlerini şu şekilde özetlemek mümkündür (Sakal, 2002: 214-215). Latin Amerika ülkelerinde meydana gelen kamu sektörü açıkları yaşanan krizin en önemli etkeni olmakla birlikte; değeri aşırı bir şekilde yükselmiş döviz kurları, reel faiz oranlarının artış göstermesi, ihracat hadlerinin aleyhe dönmesi, yurt dışına sermaye kaçıışı, ABD'de yaşanan durgunluğun olumsuz etkisi gibi bazı faktörler krizin diğer nedenleri olarak sıralanabilmektedir.

Latin Amerika, özellikle 1980 yılının ikinci yarısından itibaren, krizden kurtulma yolunu finansal liberalleşmede aramıştır, ancak Latin Amerika'nın, dış borç krizinden çıkmasını sağlayan temel unsur Meksika'nın 1989 yılında yapmış olduğu "Brady Planı'dır. Latin Amerika ülkelerine verilmiş olan borçlar yeniden yapılandırılarak, faiz ve bir kısım anapara ödemelerine ABD hazine güvencesi getirilmiş ve piyasalara tahvil şeklinde ihraç

edilmiştir. Aynı yöntem sırası ile Arjantin, Meksika ve Brezilya'da uygulanmıştır (Edwards, 1998: 9).

1.6.4. İskandinav Krizi (1990)

1990'lı yılların başlangıcında Finlandiya, İsveç ve Norveç'te yaşanmış olan sistematik bankacılık krizi, İskandinavya Banka İflasları olarak isimlendirilmektedir. Her ne kadar ülkeler arasında krizin aşamalarında küçük farklılıklar gözlemlense de, temel olarak krizin meydana gelişi ve krizin etkileri aynıdır. Yükselen kredi hacmi, kırılganlığı da yükseltmiş, dışsal negatif şoklar ile sistemin kırılgan yapısı zarar görmüştür. Bu durum, ekonominin birçok alanını etkileyen bir krize yol açmıştır. Krizden çıkışta, sorun yaşayan bankalara devlet yardımları sağlanmıştır (Yüksel, 2012: 78).

1980'lerde finansal serbestleşme hareketleri ve uygulanan makroekonomik politikaların desteği ile kredi hacminde genişleme meydana gelmiş; bunun yanı sıra, hisse senedi piyasalarında da fiyat yükselişleri yaşanmıştır. Kredi kullanımındaki yükseliş özellikle sektör firmalarının kırılganlığını yükseltmiştir. 1980'lerin sonlarında sıkılaştırıcı makroekonomik politikalara geçilmesi ise krizleri bu firmalar için kaçınılmaz bir hale getirmiştir (Mai, 2008: 11). Kredi genişlemesinin yaşanmakta olduğu bu dönemde, bankalar seçici davranmamaktaydılar. Finansal serbestleşme esnasında, yasal sınırların çizilmediği durumlarda, aşırı kar ve yoğun rekabet imkânları ile karşılaşan bankalar risk yönetim süreçlerini görmezden gelmişler ve kredi bağlantıları gerçekleştirmişlerdir. Bankaların çoğunluğu yeni gelişme göstermiş olan işletmelere ve sektörlerle, özellikle de diğer bankaların yaptıklarını yaparak sürü psikolojisi ile kredi açma yoluna gitmişlerdir. Sonuç olarak, karlılıkları farklı olsa bile bankaların risk ağırlıkları benzer düzeylere ulaşmıştır (Yüksel, 2012: 78).

Üç ülkenin krize karşı tepki göstermesi de benzer şekilde batık bankaların kurtarılması ve devlet müdahalesi şeklinde olmuştur. Norveç, krizde olan bankaları fonlamak amacı doğrultusunda 1991'de Kamu Banka Sigorta Fonu'nu kurmuş, ödeme zorluğu yaşayan bankalara likidite sağlamıştır. Kurulan bir diğer kurum ise, Kamu Banka Yatırım Fonu'dur. Bu kurum bankalarca piyasaya sürülmüş olan varlıkları satın almıştır. İsveç ise, 1992'de, bankalardaki iyi durumda olan varlıkları bankada tutma, zarar durumunda olan varlıkları kuruma aktarma yoluna gitmiştir. Ayrıca İsveç'te, 1992 yılının sonunda bütün mevduatlar için devlet tarafından geri ödeme güvencesi getirilmiştir (Eckbo, 2009: 9). Daha sonra bütün bankalara, gerektiği durumlarda paraya çevrilebilecek, sermaye sertifikaları gibi

yardımlar yapılmıştır. Ancak paraya çevirmek için herhangi bir başvuru gelmemiştir. Kurulan Kamu Garanti Fonu (Government Guarantee Fund) ile bankaların zarar eden varlıkları satın alınmıştır. Son olarak, bankacılık sisteminin devlet güvencesinde olduğu açıklaması yapılarak tüm şartlar altında korunacağı sözü verilmiştir (Moe, 2004: 86).

1.6.5. Avrupa Para Krizi (1992-1993)

Döviz Kuru Mekanizması (ERM), Avrupa para sisteminin ana çekirdeğini oluşturan bir girişim olarak isimlendirilmektedir. Bu girişim, 1979 yılının Mart ayında Avrupa Topluluğu tarafından Ekonomik ve Parasal Birlik (Economic and Monetary Union, EMU)' e geçmek için bir ön hazırlık olarak Avrupa Para Sistemi (European Monetary System, EMS)' nin bir parçası olan döviz kurlarının çok fazla dalgalandığı bir dünyada, görece parasal istikrarın sağlandığı bir alan meydana getirmek amacı ile başlatılmıştır. ERM, 1 Ocak 1999 yılında Euro'nun, Avrupa'nın ortak para birimi olmasına giden sürecin başlangıç noktası olarak kabul edilmektedir (Dinan, 2005).

1988 yılında ERM' ye üye olan 7 ülke bulunmaktadır. Bu ülkeler; Almanya, Fransa, Hollanda, Belçika, Danimarka, Lüksemburg ve İtalya'dır. ERM' ye üye olan bu 7 ülke, sahip oldukları paraları ayarlanabilir sabit kur sistemi ile Alman Mark'ına entegre etmişlerdir. Üye olan her ülkenin dalgalanma marjı oranı, +/-%2,5 olarak belirlenmiştir (Solomon, 1999: 59).

1980 ve 1990' lı yılların başlarında, İngiliz poundunun mekanizmadan ayrılmasına neden olan döviz krizleri sırasında, ERM'de bir kısım yeni düzenlemeler yapılmıştır (Dinan, 2005).

1987 yılının başlarından itibaren üye ülkeler arasındaki döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon oranları arasındaki farklılıklar hızlı bir şekilde azalış göstermiştir. Sisteme 1989 yılında İspanya, 1990 yılında İngiltere ve 1992 yılında ise Portekiz +/-%6 dalgalanma marjıyla dâhil olmuştur (Solomon, 1999: 59).

1992' nin sonbaharında gerçekleşen yoğun sermaye hareketleri nedeni ile İngiltere, İspanya ve İtalya ERM' den çıkmışlardır. 1993 yılı ortalarında gerçekleşen yeni sermaye hareketi dalgası, döviz kuru bantlarının genişletilmesine yol açmıştır. Bu durumda, Fransız Frank'ının sistemden ayrılma göstermeksizin değer kaybetmesine izin verilmiştir. Bunun yanı sıra, daha sonraki yıllarda Fransa, Frank'ın Alman Markına karşı başlangıçtaki daha dar bantlı konumuna geri döndürülmüştür. Birçok AB ülkesinin 1993'de bütünleşme ölçütlerinden birine ve ya birkaçına uyum göstermekte başarısız olması ve krizin 1993'ün

Ağustosunda zirveye çıkması sonucunda, üye ülkelerin paralarının dalgalanma marjları +/- % 2,5 oranından +/- % 15 oranına yükseltilmiştir (Başoğlu vd. 2001: 108).

ERM krizine neden olan faktörleri şu şekilde toplamak mümkündür (Şeren, 2011: 95-96):

- Avrupa ülkelerinde yüksek faiz oranları sonucunda yaşanan yoğun sermaye akımlarının ülke parasını aşırı oranda değerlendirerek cari dengesizliklere neden olması
- Cari açıkları finanse edebilmek için yüksek tutulan faiz oranlarının yatırımları engellemesi ve bu durumun da durgunluğa yol açması
- Sonuç olarak ERM krizi çok fazla oranda değerlendirilen paranın, sabit döviz kurunun, birbirleri ile çelişkili maliye ve para politikalarının, uluslararası sermaye piyasasındaki spekülasyon ataklarının varlığının ve finansal liberalizasyonun sonucunda gerçekleşen bir para krizidir (Yay vd. 32).

Krugman'a göre ERM krizinin dört önemli yönü vardır (Krugman, 1997: 11-12):

1. Büyük spekülasyonlar tarafından yapılan spekülasyonlar, krizlerde büyük rol almaktadır. O dönemlerin en büyük spekülasyonu ve para sihirbazı olarak isimlendirilen George Soros'un krizin çıkmasında ve krizin pimini çeken kişi olarak görülmesi George Soros'u krizin baş aktörü olarak görülmesine neden olmuştur. Soros, henüz işin başında Sterlin' de devalüe olabileceği ihtimalini fark ederek, kısa süreli kredi şeklinde yaklaşık 15 milyar dolar değerinde bir kısa pozisyon (short position) almıştır. Kısa pozisyonun (short position) amacı, döviz kuru rejimindeki çöküşten kar elde etmektir. Soros kendi satışları ile bu çöküşü hızlandırmıştır. Soros' un bu çabalarının çöküşte çok önemli bir rol aldığı kesinlik kazanmamıştır ve Soros' un bu çabaları olmasa bile zaten krizi gerçekleştirecek şartların mevcut olduğu ortadadır.

2. Bu tecrübe, sermaye hareketlerinin fazla olduğu bir dünyada döviz rezervleri ile krizler arasındaki ilişkinin yok denecek kadar az olduğunu ortaya çıkarmıştır. İtalya ve İngiltere merkez bankalarının yeterli derecede rezervleri bulunmaktaydı, hatta ERM düzenlemeleri çerçevesinde Almanya'dan kredi alma haklarını bile kullanabilirlerdi. Döviz kuruna büyük meblağlarda müdahale edebilecek konumdaydılar. Bu müdahaleyi ise, para tabanında bir azalma meydana gelmeyecek bir şekilde açık piyasa işlemleri ile dengeleyerek yapmışlardır. Bu işlem beklenen etkiyi oluşturmamıştır. Sterlin yalnızca para tabanındaki kısıtlama ile korunmaya çalışılmış, başka enstrüman kullanılmamıştır.

3. ERM' deki geçmişe dönük krizler, krizlerin finans piyasaları tarafından beklenmedikleri bir anda ortaya çıkmakta oldukları gibi şaşırtıcı bir gerçeği daha ortaya çıkarmıştır. Bazı çalışmalar, spekülâtif hareketlere maruz kalan para birimlerinin, bandın dışına doğru genişlemeye ancak çöküşten bir ay kadar öncesinde başlayabildiğini belirtmişlerdir.

4. ERM krizlerinden alınabilecek kayda değer bir ders de, krizden etkilenmiş ve para birimleri bandın dışına çıkan ülkelerin süregelen dönemde aldıkları önlemler ile birlikte, para birimlerini korumaya çalışan ülkelere göre ekonomik açıdan daha iyi konuma gelmiş olmalarıdır. Özellikle, İngiltere'nin enflasyon oranında bir artış olmaksızın işsizliği önemli derecede azaltabilmişlerdir.

ERM krizini klasik yapan durum, ikinci nesil finansal krizleri açıklamak için bir model olarak ön plana çıkmış olmasıdır. Krugman'a göre, ERM krizi kanonikal, birinci nesil döviz kuru modeliyle açıklanabilecek nitelikte değildir. Birinci nesil finansal kriz modellerinde önemli olan şey, döviz rezervlerinin seviyesidir. Burada döviz rezervlerinin düzeyinde yükseklik söz konusudur. Çünkü Avrupa Birliği hükümetleri bu krizde, hem iç hem de dış sermaye piyasalarına ulaşmak için hiçbir zorlukla karşılaşmamışlardır. Hükümetler, bütçe açıklarını fonlama ihtiyacında olmamışlardır. Bunun yanı sıra hükümetler, hızlı bir iç kredi genişlemesi problemi ile de hiçbir şekilde karşılaşmamışlardır (Krugman, 1997: 10).

1.6.6. Meksika Krizi (1994-1995)

Meksika, diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi sık sık banka iflasları, döviz krizleri, hiperenflasyon gibi problemler ile karşılaşan bir ülkedir. Meksika, 1982 yılında yaşamış olduğu krizin sonrasında IMF (International Monetary Fund, Uluslararası Para Fonu) programlarını uygulamaya konulmuştur (Başoğlu vd. 2001: 109). Bu politikalar geleneksel sıkı para politikası ve devlet kontrolleridir. Bu politikalar ile ekonomik istikrar sağlanmaya çalışılmıştır, şartlarda herhangi bir düzelme olmamış ve bu nedenden dolayı 1983'de finansal serbestleşme ve reform programları uygulanmaya başlanmıştır. Bu uygulamalar, Meksika ekonomisinin istikrarlı bir şekilde büyümesini ve canlanmasını sağlamış, ancak ciddi bir enflasyonun gerçekleşmesine engel olunamamıştır. 1987 yılında borsada gerçekleşen çöküşün ardından 1988' de enflasyon ile mücadele edebilmek adına IMF ile birlikte döviz kuruna dayanan bir istikrar programı imzalanarak uygulamaya konulmuştur.

Uygulamaya konulan istikrar programının temel bir takım özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Edwards, 1997: 34; Edwards, 1999: 5):

- Ekonomi uluslararası bir rekabete açılmıştır.
- Ciddi liberalleşme ve özelleştirme politikaları uygulanmıştır.
- Önceden belirlenen bir nominal döviz kuru çapası ve sıkı para ve maliye politikası uygulanmıştır.
- Hükümet, özel sektör ve sendikalar arasında varılacak olan fiyat, döviz kuru ve ücretlerde artışları tespit etmeye yönelik geniş kapsamlı bir sosyal ve ekonomik anlaşma düzenlemiştir.

1989'da döviz kurunun planlı bir şekilde devalüe edilmesini kapsayan, sürünen bir sabit kur politikası uygulamaya konulmuştur (Bastı, 2006: 32).

Meksika'da, programın uygulandığı 1988-1994 yılları arasında, kısa süreli spekülatif sermaye akımlarını reddetmek ve reel kurda yapılması gereken düzenlemeleri yapabilmek adına döviz kuru politikasında birkaç kez değişikliğe gidilmiştir. Bu esnada sırasıyla, sabit kur politikası, önceden ilan edilen kur politikası ve kur bandı politikaları uygulanmıştır. Para politikasındaki temel amaç olarak fiyat istikrarı belirlenmiştir. Bu amaca ulaşabilmek adına sterilizasyon ile birlikte sıkı bir maliye politikası uygulamaya konulmuştur (Avcı, 2012: 42).

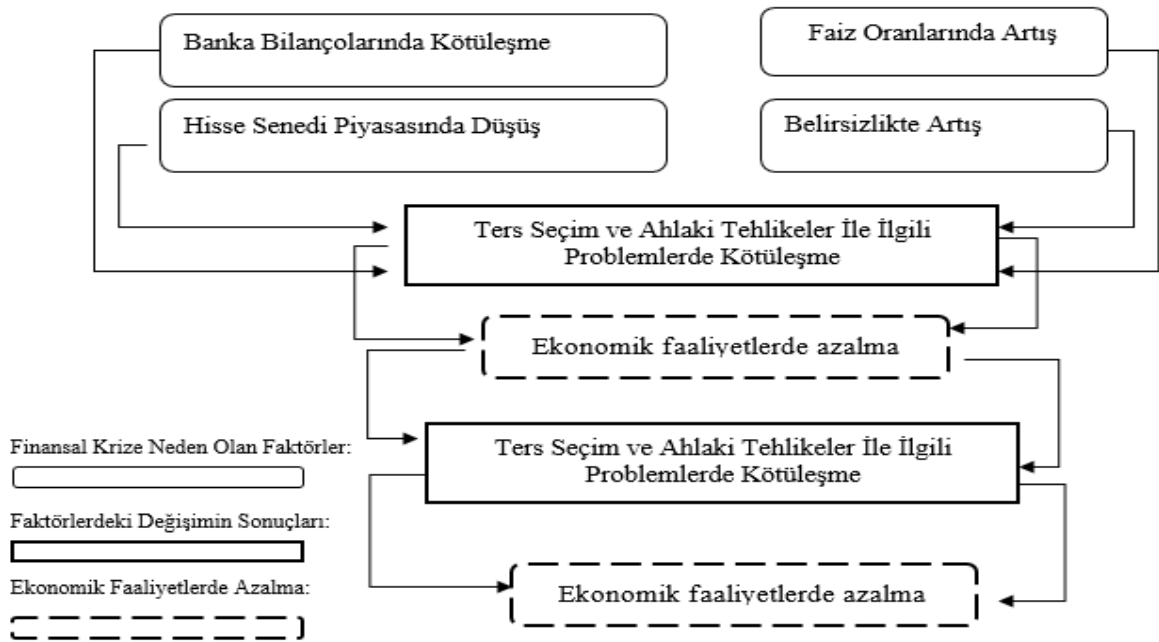
Uygulanan politikalar sonucunda enflasyon oranlarında bir düşüş meydana gelmiştir. Bununla beraber, enflasyon oranları döviz kurunun gerisinde kalmıştır. Enflasyon oranlarının döviz kurunun gerisinde kalması sonucunda 1990-1993 döneminde Pezo'nun dolar karşısındaki değerinin arttığı görülmüştür. Bu durum, cari açığın ve dış ticaretin olumsuz bir şekilde etkilenmesine neden olmuş, 1990 yılında 7,5 milyar dolar olan cari açığın 1994 yılında GSMH'nin %7 seviyesine gelmesine ve 29,5 milyara ulaşmasına yol açmıştır. Bu dönemde, Arjantin'in de benzer bir durumda olduğu görülmüştür (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 9-10).

Meksika krizi doğuran nedenleri aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür (Bahçeci, 1997: 55):

- Ekonomide finansal serbestleşme hareketlerinin kırılğan bir yapı meydana getirmesi,
- İç ve dış makroekonomik dengesizlikler,

- Bankacılık sektöründeki problemler,
- IMF'nin Meksika bankalarındaki riskli olan kredilerini fon desteği sağlayarak karşılayacağı şeklinde bir beklentinin, daha riskli olan yatırımları özendirilmesi sonucu bankacılık krizini teşvik etmesi,
- Kamu borç yönetimindeki, vade ve döviz yükümlülüklerindeki uyumsuzluklar,
- Kısa süreli sermaye girişleri ile finanse edilen büyük cari işlemler açığının, kamu ve özel sektörün dış yükümlülüklerini hızlı bir şekilde artırması,
- Meksika Pezo'sunun aşırı oranda değer kaydetmesinin ekonomik dengeleri bozması
- Kısa süreli borçlanma ile finanse edilen kamu borç yükümlülüklerinin yerine getirilemeyeceği yönündeki beklenti baskı oluşturması,
- ABD'deki faiz oranı yükselişlerinin yabancı sermaye kaçışlarına neden olması,
- Hükümete olan güveni sarsan nitelikteki siyasi gelişmelerin yer aldığı gibi faktörler Meksika krizinin nedenleri olarak görülmektedir.

Meksika krizi sürecinde olayların nasıl gelişme gösterdiği, Şekil 3'de gösterilmiştir. Meksika'da faiz oranlarının artış kaydetmesi, siyasal belirsizlikler ve hisse senedi piyasasındaki azalışlar döviz krizinin yol açtığı bankacılık krizine ve ekonomik krizlere neden olmaktadır.



Şekil 3. 1994-1995 yılları arasında Meksika finansal krizi sonrasında yaşanan olay akışları verilmiştir (Özer, 1999: 97).

Tekila Krizi olarak da isimlendirilen bu kriz, Meksika ile sınırlı kalmamış başta Arjantin olmak üzere Latin Amerika'nın diğer ülkelerine de yayılma göstermiştir. Meksika Krizi bu sebepten ötürü de dikkat çekici bir krizdir. Küreselleşmiş olan sermaye piyasalarından "yükselen piyasalar" (emerging market) olarak isimlendirilen ekonomilerden birinde yaşanmakta olan bir kriz tıpkı domino etkisi oluşturarak hızlı bir şekilde yayılmıştır (Çan, 2016: 40). Meksika krizi, yerel bir alanda gerçekleşmesine karşın tüm dünya finans piyasasını etkilemiştir. Bu durumun bir takım nedenleri vardır. Bu nedenleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (James, 150):

a) Tekila etkisi: Meksika krizinin etkisinin Latin Amerika ülkelerinin birçoğuna bulaşması etkisine verilen isimdir. Diğer bir deyişle tekila etkisi, herhangi bir ülkede ortaya çıkan bir krizin bölgede bulunan diğer ülkelere giren sermaye akışlarında, finansman maliyetlerinde ve borsalarında olumsuz bir etki oluşturmasıdır (Eren, 2010: 43) 1982'de Meksika dış borç servisini askıya almıştır. Bu durum, gelişmekte olan diğer ülkeleri de etkisi altına alarak Dünya Borç Krizinin başlangıcını oluşturmuştur.

b) Liberalleşmenin etkisi: Meksika'da, neo-liberal yapısal reformları uygulamıştır. Dış ticaret, sermaye ve para piyasaları liberalleştirilmiştir. Büyük çapta özelleştirmelere gidilmiş ve yabancı sermayeye ülkenin kapıları açılmıştır. Meksika krizi, hem "Bu kriz liberalizmin krizi mi?" sorusunun sorulduğu, hem de "globalleşmenin erdemleri" üzerinde şüphe oluşturma tehlikesini taşıdığından dolayı belli kesimleri rahatsız etmiştir.

c) NAFTA'nın etkisi: NAFTA Antlaşmasından önce Meksika, ABD'nin en büyük ticari partnerlerinden birisi konumunda olmuştur. 1993 yılında ABD'nin araba, bilgisayar ve hazır giyim ithalatında meydana gelen sıçrama, ABD'ye yaklaşık olarak 50 milyar doların üzerinde bir döviz kazandırmıştır. Bununla birlikte Meksika çok-uluslu firmaların en fazla yatırım yaptığı ülkelerden biri olup, 1988-1992 yılları arasındaki 18,4 milyarlık doğrudan sermaye yatırım yapması, Meksika'yı Çin ve Singapur'un sonrasında üçüncü sıraya yükseltmiştir. Meksika, küreselleşen dünyanın yeni efendileri denilebilecek yatırım fonları için de çok önemli bir ülke olduğundan dolayı Meksika borsası Bolsa'nın piyasa değeri 1993 yılının sonunda 200 milyar doları geçmiştir. Meksika'nın "tesobonos" olarak adlandırılan dolar bazındaki tahvillerinin 1995 yılında ödenmesi gereken miktarı 29 milyar dolardı. NAFTA'ya girişle birlikte daha önce de anlatıldığı gibi Meksika'da bir gerileme gerçekleşmiştir.

1.6.7. Türkiye Krizi (1994)

Türkiye ekonomisinin kısa bir süre içerisinde ciddi mali krizlerle karşı karşıya kalmasının sebebi 1980'den itibaren uygulanmaya konan liberal politikalar (Üstünel, 2006: 142). 1980'li yıllardan sonra kamu kesimini küçültme politikalarının uygulanmasının ciddi boyutlarda kamu açıklarını doğurması üzerine finansman yolu tercih edilmiş ve iç borçlanmaya gidilmiştir. Söz konusu dönemde kamu harcamaları azalmadığı gibi, arz-yönlü iktisat politikaları doğrultusunda vergi indirimlerine gidildiğinden kamu açıkları gittikçe büyüme göstermiştir. Kamu borçlanmasının büyüdüğü bir safhada faizlerin düşürülmesi yerli paradan kaçışı arttırarak dövize yönelişi başlatmıştır. Döviz fiyatlarında %230 oranında artış görülürken, faiz oranlarındaki artışın ise %100'ü geçtiği görülmüştür. Hazine, vade yapısını değiştirmek ve borçlanma faiz oranlarını düşürmek amacı ile borçlanma ve finansman yolu terk edilerek, merkez bankasından sağlanan kısa süreli avanslara ağırlık verilmeye başlanmıştır. Devletin 1993' ün sonunda merkez bankasından sağlamış olduğu kısa süreli avansların döviz rezervlerinin %30' una ulaşması, merkez bankasının parasal disiplini sağlamak için kullandığı gücünün belirli bir oranda kaybolmasına neden olmuştur. Parasal genişleme ve üretimde daralma sonucunda enflasyon önemli boyutlara ulaşmıştır. Dolayısı ile iç borçlanma yolundan vazgeçerek kısa süreli avanslara ağırlık veren kamu finansmanı ile alakalı siyasal tercih, zaten artmakta olan problemlerin bir krize dönüşmesine neden olmuştur (Çevik, 2011: 43-44).

Türkiye'de 1994 yılının ilk aylarında ortaya çıkan kriz, ilk önce döviz ve borsa piyasalarında hissedildiği için bir finansal kriz olarak kendini göstermiştir. Şubat ayının sonunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Bileşik Endeksinde %20 oranlarına meydana gelen düşüş ile beraber döviz piyasalarında hareketlenmeler meydana gelmeye başlamıştır. Borsada meydana gelen bu düşüş beraberinde yabancı paraya olan talebi arttırmış ve yerli paradan kaçışı tetiklemeye başlamıştır. Bu durum piyasada paniğe neden olmuştur. Devamında ise, merkez bankası piyasaya dolar satarak müdahale etmeyi çare olarak görmüştür. Böylece merkez bankasının rezervleri erimiş ve dövizde meydana gelen hızlı yükselişler engellenememiştir. Bu süreçte döviz kurlarında meydana gelen yükselmeler %100 oranının üzerine çıkmıştır (Alp, 2007: 159).

1994 yılında yaşanmış olan kriz haricinde, 90'lı yılların sonrasında mali serbestleşme için IMF tarafından ortaya konulan yüksek faiz oranları ve düşük döviz kuru ile birlikte Türkiye ekonomisi farklı bir konuma getirilmiştir. Özellikle IMF'nin liberal politikaları neticesinde Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte, döviz kuruyla

mal hareketi arasındaki bağlantı, arz-talep ilişkisi ortadan kalkmıştır. Bu durumun varlığından dolayı döviz kuru ve faiz hadleri arasında bir ilişki kurma yoluna gidilmiştir. Öte yandan bu dönemde kamu kesiminde artış gösteren açığın kısa süreli spekülâtif para ile ve iç borçlanma yolu ile azaltılmaya çalışılması dış borçlanma kavramını ön plana çıkarmıştır. Bilhassa özel bankalar, yurt dışından borç alarak Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)' ne yönelmişlerdir. Bu durum sonucunda, bankalar önemli ölçüde döviz açığı vermişlerdir (Üstünel, 2006: 142).

1994 yılında yaşanan krizin hemen ardından Türkiye ekonomisi %6 oranında küçülme göstermiştir. Merkez bankası döviz rezervlerinin yarısını yitirmiş, Türk Lirası ABD Doları karşısında %50 oranında değer kaybı yaşamış, faiz oranları çok yüksek düzeylere gelmiş ve 12 aylık toptan eşya fiyat endeksi (TEFE) %150 oranını geçmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2002: 314).

Hazine yurt içerisinden borçlanamaz hale gelmiş ve bunun yanı sıra dış ülkelerin Türkiye'nin kredi değerlilik oranını arka arkaya düşürmesi neticesinde, ülkenin dış devletlerden kredi sağlama imkânı ortadan kalkmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda, siyasal iktidar 5 Nisan 1994 tarihinde bir ekonomik istikrar paketini yürürlüğe koymuştur. Bu programın hemen ardından IMF ile birlikte 14 aylık Stand-By antlaşması yapılmıştır (Gaytancıoğlu, 2010: 1). Türkiye 1989'dan 2000'e kadar ciddi düzeyde bütçe açıkları ve dış açıklarla karşı karşıya gelmiştir. Bunların neticesi olarak; biri 5 Nisan 1994 tarihinde, diğeri ise 9 Aralık 1999 tarihinde olmak üzere IMF ile birlikte iki kez Stand-By Antlaşması yapmıştır (Celasun, 1998).

5 Nisan 1994 tarihindeki IMF istikrar politikalarının içeriği dikkate alındığında, programın ana hedefinin özellikle para arzının kontrol altına alınması ve kamu kesiminin borçlanmasının azaltılması üzerine kurulmuş olduğu görülmektedir. Ancak bu dönemde para arzının sürekli bir şekilde kontrol altına alınmasının mümkün olmadığı görülmüştür. Bu durumun nedeni olarak kamu kesiminin gelir-gider dengesinin sağlanamamış olması ön plana çıkmaktadır. Bu dönemde kamu kesimi borç ödemelerine bağlı olarak merkez bankasının para arzını artmasına yol açmıştır. Bu bağlamda para arzının kontrol altına alınamamış olması Türkiye'de enflasyonun hızlı bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Dolayısı ile IMF programının ana hedefi olan kamu kesimi gelir ve gider dengesinin sağlanmasına dair uzun vadeli hedefi gerçekleşmemiştir (Keleş, 2012: 103-104). 1994 yılında yaşanan krizin nedenleri olarak;

- Maliye politikasının tek başına uygulanmış olması,
- Piyasada bulunan aşırı likiditeyi düşürmeye yönelik para politikasının uygulanamamış olması,
- Hazinesinin merkez bankasından doğrudan para kullanmaya devam ediyor olması,
- Merkez bankasının bankalara yönelik kredilerini arttırması ve bankaların bu krediler ile kısa vadeli ve yüksek faizli hazine kâğıtlarını alarak hazineye borç sağlamaları gösterilebilir (Eğilmez ve Kumcu, 2002: 315).

1.6.8. Asya Krizi(1997-1998)

1982 yılında gerçekleşen Latin Amerika dış borç krizlerinden bu yana gelişmekte olan ülkeleri etkisi altına alarak sistemik risk kaynağı haline gelen Asya krizi, 1980 yılı sonrasının en önemli finansal olayıdır (Radelet ve Sachs, 1998: 1). Bu kriz, 1997 yılının Temmuz ayında Tayland'dan başlayarak Malezya, Endonezya, Filipinler ve Güney Kore'yi etkisi altına alan ve sonrasında dünyanın diğer bölgelerini de etkileyerek yayılma gösteren ekonomik bir krizdir (Sucu, 2005: 28).

Tayland'ın 2 Temmuz 1997 tarihinde para birimi olan Baht'ı devalüe etmesi sonucunda bölge ekonomilerine ve dünyaya yayılan finansal kriz, bir takım yönleriyle önemli bir ekonomik durum olarak görülmektedir. Tüm bölge ülkelerini etkileyerek, bu ülkelerin bankacılık sektörlerini büyük bunalımlara sokan kriz olma sebebi ile önemli bir yere sahip olmuştur. Kriz öncesi dönemin ekonomik göstergelerine bakıldığında, Asya ülkelerinde önemli bir dengesizliğin bulunmadığı görülmektedir. Aksine Asya'da krize giden süreçte, ekonomik problemler ve çalkantıların yerine finansal açıdan sağlam oranların ve ekonomik büyümenin var olduğu söylenebilir. Hızlı büyüme, Asya ülkelerinde var olan yüksek tasarruf oranlarının yanında yüksek yatırım oranları ile ciddi ekonomi politikaları ile ve olağanüstü ihracat büyümesi ile gerçekleştirilmiştir. Söz konusu olan ülkelerde bütçeler artırmaktadır ve bunun yanı sıra ekonomik yapı ciddi bir şekilde ihracata dayalı kalkınma ile yeniden yapılandırılmıştır. Bununla beraber, özel sektörlerin banka borçlarında meydana gelen artış, cari açığı oluşturan artış ve ülkelerin para birimlerinde meydana gelen aşırı değerlenme, ekonomik istikrarsızlığı arttıran sorunlar olarak dikkat çekmektedir (Altınöz, 2012: 140).

Asya krizinin önemli düzeyde yurtiçi yatırımlardan kaynaklanmakta olduğu yönünde, geniş bir mutabakat bulunmaktadır. Güneydoğu Asya'da yaşanan ekonomik büyümenin devam edeceği yönündeki olumlu beklentiler, şirketlerin önemli düzeylerde borçlanmasına

ve gayrimenkul yatırımlara yönelmelerine neden olmuştur. Şirketler aldıkları gayrimenkullerden kar elde edemeyince borçları sürdürebilmek için yeniden borçlanmaya gitmeyi gerektirmiştir. Bu durum, şirketlere kredi sağlayan bankaların aktiflerinin azalmasına neden olmuştur. Ayrıca kredi alan şirketlerin birçoğunun kredi veren bankaların bünyesinde yer alması olayı kendi içinde dar bir çerçevede basit ve kısır bir döngüye çevirmiştir (Toprak, 2001: 868). Tayland'da da bazı bankalara olan kredi talebi artmıştır. Fakat Endonezya'da bu kredi talebi daha fazla olmuştur. Yıkıcı bir geri besleme döngüsü olan bu süreç, mali durumun bozulmasına ve güvenin azalmasına yol açmıştır. Geleneksel banka hücumları ise, bu dairesel sürecin sadece bir yönünü oluşturmaktadır (Krugman, 2010: 75-76).

Sonuç olarak spekülasyon ataklarının başrol oynadığı Asya krizlerinin sebepleri şu şekilde sıralanabilir (Şeren, 2011: 107-109):

- Endonezya, Tayland ve Kore'nin ulusal paralarını dolara peg etmeleri, doların karşılaştığı problemlerin kendi ekonomilerine yansımaya neden olmuştur. 1996 yılında Kore peg sistemini terk etmiştir. Bu durumla bile, oluşan finansal problemler giderilememiştir.

- 1995 yılından itibaren hızlı bir şekilde büyüme gösteren dış ticaret açıklarının ve buna bağlı olarak cari açıkların Asya ülkeleri tarafından kapatılması yerine sıcak para ile devam ettirilmesi tercih edilmiş, cari açıkların finansmanında gerekli olan dış kaynağı elde etmek zaman içerisinde daha zor duruma gelmiştir.

- Özel kesimde ve bankalarda kısa süreli borçlarda artışlar meydana gelmiş, ancak borçlar daha çok kamu kesiminde yoğunlaştığı için özel kesimdeki söz konusu gelişmeler göz ardı edilmiştir.

- Sürü güdüsü uyarınca gerçekleşmiş olan piyasaya giriş ve piyasadan çıkışlar söz konusu güdünün etkisi uyarınca piyasaya girişte yavaş piyasadan çıkışta ise hızlı olmaktadır. Bu durum, Asya ülkelerinde de tıpkı bunun gibi olmuştur. Portföy yatırımcıları sürü güdüsü ile girdikleri piyasadan aynı hızla çıkmışlar, bu durum krizi daha da derinleştirmiştir (Eğilmez, 2009: 64-65).

- Doğu Asya ülkelerinin de benzer politikalar izlemesi onların da aynı kategoride düşünülmesine neden olmuştur. Dolayısıyla birinde meydana gelen bunalım tüm bölgeye yayılmıştır. Kriz yayılma göstererek bölgesel bir nitelik kazanmıştır.

- Bölge bankacılarının kredi açma konusunda ve kriz yönetimindeki tecrübesizlikleri krizin daha da derinleşmesine yol açmıştır.

- ABD, kriz öncesi zamanlarda bilançoların gizlendiğini ve siyasal yolsuzluklara karıştığını bildiği halde, Asya bankalarına ve şirketlerine borç vermiştir. Bunun yanı sıra, batılı kredi değerlendirme kurumları da söz konusu riskli politikaları göz ardı etmişlerdir. Uluslararası mali sistemin bu tavırları krizin bir diğer unsurunu oluşturmaktadır (Akdiş, 2000: 71-73).

- Güney Kore'de 1997 yılının başında Hanbo Çeliğin batmasının ardından Kia ve Sammi Çelik şirketlerinin iflası ile söz konusu şirketlerin dış borçlarının büyük oranlarının bankalarca garanti edilmesi, bu bankaların çok zor duruma düşmelerine neden olmuştur. Tayland Merkez Bankası'nın bu şirketlere destek olması, mali sistemi düzeltmediği gibi ellerindeki dış rezervleri de vadeli işlemlerde kullanmalarına yol açmıştır. Bu durum, devalüasyon beklentisinde olan spekülörlerin işlerini kolaylaştırmıştır. Tayland da hükümetin Finans One isimli bir şirketten 1997 yılında desteğini çekmesi ile beraber kredi ve mevduat üzerinde hükümetin garantisinin bulunmadığı açık bir şekilde ortaya çıkmış, bu durum sermaye kaçışını tırmandırmıştır.

- Bölge ülkelerindeki diğer bir sorun ise sağlanan fonların emlak piyasası içerisinde değerlendirilmesidir. Bu durum, aşırı düzeyde emlak arzına neden olarak emlak fiyatlarında bir düşüşün yaşanmasına neden olmuş, bunları finanse eden kurumları ve bankaları da zor duruma düşürmüştür. Firmaların emlak arzı için kullandıkları ve geri dönmeyen kredilerin 1997 yılının ilk 6 ayında toplam kredilere oranı Tayland için %20 seviyelerine ulaşmıştır. Oysa 1996 yılında bu oran %6'dır. Dolayısı ile söz konusu kredileri finanse etmekte olan bankalar zor durumda kalmışlar ve yükümlülüklerini yerine getirememişlerdir. Bu durum güven kaybına ve sermaye çıkışlarına neden olmuştur (Başoğlu, 2001: 112-117).

1.6.9. Rusya Krizi (1998)

Asya Krizinin yaklaşık bir yıl sonrasında krizin etkilerinin ve belirsizliğinin tam ortasında, dünya ekonomisi yeni bir kriz ile karşılaşmıştır (Turgut, 2006: 142). Rusya'da 1998 yılının son çeyreğinde tam bir kaos ortamı hakim oluyordu. Resmi verilere bakıldığında halkın %40'ı yoksulluk sınırında yaşamaktaydı. Buna karşın "Yeni Ruslar" ise varlıklarını büyük oranlarda arttırmışlardı. Hayat pahalılığının olduğu ve kamu çalışanlarının parasının ödenemediği bir konjonktürde yapılan özelleştirmeler yolu ile kimi iş adamlarının

milyonlarca dolar sağlaması Rusya'daki gelir dağılımında adaletsizliği iyice bozmuştu (Kurtuluş, 1998: 75).

Rusya'da 1997 yılında başlayan ekonomik sorunlar 1998 yılının Temmuz ayında artmaya başlamıştır. Ayrıca, 17 Ağustos 1998 tarihinde ruble-dolar koridorunun 1 rublenin 6 dolardan, 9,5 dolara devalüe edilmesi, döviz üzerinden sermaye hareketlerine sınırlanma konulması ve 90 günlük moratoryum ilan edilmesiyle neticelenen bir ekonomik kriz meydana gelmiştir (Sucu, 2005: 29). Moratoryumun ilan edilme kararını Rusya'ya aldırın bir takım nedenler bulunmaktadır. Bu nedenlerin başında Rusya Hükümeti'nin makroekonomik temelleri açısından zayıflıkları gelmektedir. 1992 yılı sonrasında özelleştirmeler ve piyasa ekonomisinin gerekleri uygulanılmaya başlanmış, 1995 yılında IMF ile Stand-By anlaşması imzalanmıştır. Buna göre, hükümet 1995 yılında enflasyon oranını düşürmeyi ve bütçe açıklarını azaltacak bir takım reformlar yapmayı kararlaştırmıştır. Ancak seçimden sonraki iktidarın zayıflığı sıkı para politikası ile gevşek bütçe uygulamasını değiştirememiş, sübvansiyonlarını azaltma yoluyla vergi gelirlerini arttırma girişimleri de sonuç vermemiştir. Vergi gelirlerinin düşüklüğü ise hükümeti iç borçlanmaya yönlendirmiştir (Yay vd. 2001: 40).

Bu krizin kökleri eskilere dayanmak ile beraber, oluşmasında kısa süreli kârlar peşinde koşan kısa vadeli sermayenin spekülâtif davranışlarının da etkisinin olduğu görülmektedir (Sucu, 2005: 29).

Kısaca özetlemek gerekirse, Rusya'yı krize iten sebepler şu şekildedir (Şeren, 2011: 114-115):

- Kronikleşen bütçe açıkları sonucunda iç ve dış borç stoklarının azalması
- Uygulanan sıkı para politikaları sonucunda rublenin aşırı değerlenmesi
- Gerektiği kadar gelişmemiş bankacılık sektörü
- Kayıt dışı faaliyetlerin birçoğunun devletin yeteri kadar vergi toplamasına engel olması
- Siyasi gerginlikler
- Asya krizi neticesinde hammadde fiyatlarının düşüş göstermesinin Rusya'daki ihracatı olumsuz etkilemesi

- Asya krizi neticesinde uluslararası yatırımcıların Rusya'dan çekilmeleri, ülkedeki döviz rezervlerinin erimesi ve uygulanmakta olan yüksek faiz politikaları
- Rusya'da sosyal güvenlik ve vergi reformlarının yapılmamış olması nedeniyle iyi bütçe kaynaklarının oluşturulamaması
- Rublenin aşırı oranda yüksek değerlerde seyretmesinin yerli üreticilerin rekabetini sekteye uğratması
- Rusya için önem kaydeden ihraç ürünü ve vergi kaynağı olan petrol fiyatlarında meydana gelen düşüşün ekonomide yıkıma yol açması
- 1992 yılında fiyatların aniden serbest bırakılması sonucunda yükselen enflasyonun daha da körüklenmesi

Bütün bun nedenlere bağlı olarak 1998'in başından itibaren finansal piyasalarda çalkantılar başlayarak, banka ve şirket iflasları yaşanmıştır (Turgut, 2006: 147).

1.6.10. Brezilya Krizi (1999)

Brezilya ekonomisi, Latin Amerika'nın en büyük ekonomisidir ve bu ekonomi dünyada ekonomilerinin en büyük 10 ülkesi arasındadır. 1949-1980 yılları arasında Brezilya'daki yıllık GSYH' deki büyüme oranının ortalama %7,3 olarak gerçekleştiği görülmüştür. Bu etkileyici performans, 1980'den sonra özellikle Meksika krizi sonrasında kötüleşmeye başlayarak yıllık büyüme oranları %1,8'e gerilemiştir. Bunun yanı sıra, enflasyon oranları hızlı bir şekilde artış göstermiş, 1972'de %20'nin altında seyreden yıllık enflasyon 1993'ün ortalarında ise %5000 seviyesine yükseldiği görülmüştür (Filho ve Mollo, 2002: 109).

Ülkede 1994'te yürürlüğe koyulan ve Brezilya parası Real'in dolar karşısında tedrici devalüasyonunu öngörmekte olan Real Plan sayesinde başarılı bir büyüme göstermiştir. Asya'da yaşanan olayların ardından, Brezilya Brady tahvillerinin değeri ve borsa endeksinde ciddi düşüşler meydana gelmiştir (Turan, 2011: 60).

Bu olayın sonrasında Brezilya, sabit kur sistemini devam ettirmekteydi. 1998 yılının Kasım ayında açıklanmış olan mali paket ve IMF'den sağlanan destek sayesinde krizin etkileri azaltılmış ve planın devam etmesini sağlamıştır. Ancak Brezilya'daki gerçek sorun 1998'in Ocak ayında belirmişti. Olay, Minas Gerais eyaletinin borçlarını ödeyebilecek kadar parasının olmamasına rağmen Federal hükümetin çeşitli birimlerine olan borçlarını kabul etmemesi ile başlamıştır. Bu durum, Cordaso hükümetini zor duruma düşürdü ve Brezilya güçlükle çevirdiği borç yükümlülüğünü ifa edemeyerek iflasa sürüklendi.

Brezilya uluslararası tahvil borçları ile alakalı yükümlülüklerini zamanında ifa edemediği bir ortamda kur paritesini devam ettirememiş ve Real'i ilk önce %9 oranında devalüe etmiş (1.21 dolardan 1.32 dolara), ardından ise merkez bankası döviz piyasasına artık müdahale bulunamayacağını açıklamış ve kur iki hafta içinde dolar karşısında 2,0'ın üzerinde bir oran ile işlem görmeye başlamıştı. Real Planı fiilen sona ermişti. Sonucunda tekrar IMF'ye yardım çağrısında bulunuldu (Turan, 2011: 60). Krizin ardından 35 milyar dolar dış yardımda bulunan Brezilya, 1999'un Haziran ayında enflasyon hedeflemesine geçti. Brezilya'nın krize tepki politikalarını enflasyon hedeflemesi, sıkı maliye ve dış destek politikaları oluşturmaktadır (Yay vd. 2001: 40).

1.6.11. Türkiye İkinci Kriz (Kasım 2000 ve Şubat 2001)

1980 yıllarındaki finansal liberalleşmeyle beraber Türkiye uzun yıllar makroekonomik açıdan yapısal bozulmalar ile mücadele etmiştir. Yüksek oranlardaki faiz ve enflasyon oranları Türkiye'nin yapısal problemleri haline dönüşmüştür (Ege ve Şahin 2015: 379).

Türkiye 1999'un sonlarında ekonomik olarak son derece karamsar bir durum içerisindeydi. Ekonomi %6,1 oranında küçülme göstermiş, enflasyon %70 seviyelerine ulaşmış, bütçe açıkları ise kapatılamaz bir duruma gelmişti. Hazinesinin yıllık faiz oranları %36,4 seviyelerine ulaşmıştı. Türkiye ekonomisi bu düzeydeki enflasyon ile birlikte hiperenflasyona geçiş aşamasına gelmişti (Topoğlu, 2010: 28).

1999' un sonlarında Türkiye ile Uluslararası Para Fonu (IMF) 17. defa destekleme anlaşması (stand-by agreement) imzalanmış ve daha önceden açıklanan yönlendirilmiş sabit döviz kuru sistemine (pre-announced crawling peg) dayalı yeni bir istikrar programı IMF'nin desteğiyle uygulamaya konmuştur. Bir hayli iddialı olan bu program, özelleştirme, yolsuzluk, sosyal güvenlik, bankacılık sektörlerinin düzenlenmesi gibi birçok problemi aynı anda çözüme kavuşturmayı hedef edinmişti. Bu programa göre, programın başından itibaren 18 ay içinde döviz kurunun sürekli olarak artış gösteren bir bant içerisinde kontrollü bir şekilde dalgalanmasına müsaade edilecek, bunun ardından ise döviz kurunda serbest dalgalanma rejimine geçilecekti. Ancak, istikrar programının uygulanmaya başlatılmasından tam 12 ay sonra ülkede son derece ağır bir likidite krizi yaşanmıştır. Daha sonra bu kriz, Türkiye'nin 2. Dünya Savaşı sonrasında yaşadığı en önemli ekonomik ve finansal krize dönüşecektir (Özdemir, 2007: 143).

2001 yılının Şubat ayında yayınlanan OECD'nin Türkiye raporuna göre, 2000 Kasım krizine neden olan faktörler şu şekilde sıralanmıştır (Çakıcı, 2001: 476):

- Halk Bankası ve Ziraat Bankası'nın görev zararları, 1999 yılından 2000 yılına kadar 19 milyar dolardan 21 milyar dolara yükselmiştir.

- Kamu kesimi borç stoku / GSYİH oranı %45 oranından yaklaşık 17 birimlik bir artış göstererek %62 seviyelerine ulaşmıştır.

- Kamu bankalarının görev zararı / GSYİH oranı %8,2 oranından %11,4 oranına yükselmiştir.

- Kamu bankalarının açık pozisyonları (döviz gelir-gider farkı) 18 milyar dolar seviyelerine ulaştığı görülmüştür.

- Bankaların döviz türünden açık pozisyonları 20 milyar doları aşmıştır.

- Niyet mektubu ile taahhüt edilen özelleştirmeler, zamanında gerçekleştirilemediğinden dolayı 780 milyon dolar değerindeki Dünya Bankası kredisi askıya alınmıştır.

- 1999 yılında yaşanan iki depremin maliyeti olan 15 milyar dolar, ayrı bir yük getirmiştir. Türkiye yaşanan bu depremler için 3.8 milyar dolarlık dış kredi taahhüdünü almasına karşın yalnızca 47 milyon doları bağış olarak gerçekleştirmiştir.

- 2000 yılı boyunca Türk Lirası'nın %20 oranında aşırı bir şekilde değerlenmesi, petrol fiyatlarının aşırı oranda artış göstermesi ve Euro'nun değer kaybetmesi ödemeler bilançosunu negatif olarak etkilemiştir.

- Ocak ve Ağustos dönemi faiz oranlarının hızlı bir şekilde düşüş göstermesi neticesinde küçük ve orta büyüklükteki bankaların hazine kâğıtlarını zararına satmaları, karlılık oranını azaltmış, Kasım ayının başlangıcından itibaren likidite kriziyle karşı karşıya gelinmiştir.

Kasım 2000 krizinin en büyük etkisi, 21 Şubat 2001 krizinin öncü sarsıntısı olmasıdır. Kasım ayında 7,5 milyar dolarlık ek kredi gevşeme havası vermiş ancak 21 Şubat krizinin çıkmasına engel olamamıştır. Kasım ve Şubat arasında önemli düzeyde bir hazine iç borçlanmasının bulunmaması Türkiye için büyük bir şans olmuştur (Topoğlu, 2010: 35-36).

Hazine iç piyasalarda kriz öncesi miktarı daha yüksek oranda faiz ödeyerek borçlanabilecek bir hale geldi. İç piyasalarda oluşan olumsuz etkiler dış piyasalarda da borçlanma açısından ortaya çıktı. Bunun yanı sıra, hazinenin dış piyasalardan ihraç ettiği

tahvillerin faizleri de yükselme göstermişti. Eğer Kasım ayında gerçekleşen bu kriz olmasaydı, Moody's büyük bir ihtimalle Türkiye'nin kredi notunu yükseltecekti. Bu durum ise hem faiz artış eğilimini dengeleyecekti, hem de borç verilebilir fon miktarının artış göstermesini sağlayacaktı. Büyük bir şans kapısı kapanarak 2001 Şubat krizine doğru yol alınmaya başlandı (Topoğlu, 2010: 35-36).

Şubat 2001 krizi ile birlikte Türk iktisat tarihinin en önemli ve en kapsamlı istikrar programı son bulmuştur. 21 Şubat 2001 tarihinde döviz kurlarının dalgalanmaya bırakıldığı diğer bir deyişle, serbest dalgalı kura geçildiği ilan edilmiştir. 22 Şubat tarihinde, TL %40 oranında değer kaybederken, dış borçlarda ise TL cinsinden 29 katrilyon artış meydana gelmiştir. Dalgalı kur sistemine geçiş ile döviz çapasına dayalı "Enflasyonu Düşürme Programı" son bulurken IMF programı da çökme göstermiştir. 2001 yılının ilk yarısında 18 bankanın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmesi ile birlikte, reel kesimlere bu olumsuzlukların artarak yansdığı görülmüştür. Geriye dönemeyen krediler ve bankaların döviz borçlarının artış göstermesi banka iflaslarını hızlandırmış, ayakta kalan bankalar ise ortak arayışı telaşına girmişlerdir. Yaşanan bu bankacılık sarsıntısı ile birlikte yaklaşık 18 bin kişi işsiz kalmıştır. Kasım 2000 krizinde meydana gelen faiz riski, Şubat 2001 krizinde faiz ve kur riskinin beraber görülmesi, özellikle bankacılık sektöründe çok boyutlu krizi beraberinde getirmiştir (Turan, 2011: 72).

Bu gelişmeler doğrultusunda, IMF öncülüğünde yürütülmekte olan enflasyon ile mücadele etme programları başarısız olmuş, politik istikrarsızlıklar krizin oluşmasında kayda değer bir faktör olmuştur. Politik istikrarsızlıklar, ekonomik istikrarsızlığı beraberinde getirmiştir. Ekonomik istikrarsızlıklar ise finans piyasalarında güvensizliği beraberinde getirmiştir. Güvensizlik olgusu yalnızca ülke genelinde olmayıp, bütün yabancı yatırımcılarda kendini göstermiştir. Krizin etkisi ile birlikte gelir grupları arasındaki makas açılarak, bir gün içerisinde yatırımlarının bütününe kaybeden küçük yatırımcıların yanı sıra dolar zengini olan yatırımcılar da olmuştur. Döviz cinsinden borçlananlar ağır yükümlülükler altına girmiştir. Yakın tarihlerde önemli iki krizle mücadele eden Türkiye'nin ülke risk priminde kayda değer artışların yaşandığı görülmüştür. Yaşanan her iki kriz de ülkenin rekabet etme gücünü geliştirmesi ve büyümesi açısından çok önemli ve değerli yıllarına mal olmuştur (Ege ve Şahin 2015: 390-391).

1.6.12. Arjantin Krizi (2001-2002)

Arjantin, 2. Dünya Savaşı sonrasında sürekli kur krizleri ile karşılaşan bir ülkedir. Genellikle enflasyonun düşürülmesi amacıyla yönelik sabit kur sistemine dayalı istikrar programlarının uygulamaya konması ve global faktörlerin de etkisi ile birlikte çoğu zaman kur krizi ile sonuçlanmıştır. 1967-1995 yılları arasında sekiz tane istikrar programı uygulamakta olan Arjantin, her programdan sonra krizle karşılaşmıştır. Yaşanan her krizden sonra ülkede sermaye kayıpları görülmüş, ulusal parada değer düşüklükleri yaşanmıştır. İstikrar programları sabit kur rejimini ön gören bir şekilde hazırlanmaktaydı. Bunun yanı sıra parasal ve mali disipline yönelik çeşitli gelir politikaları ile fiyat kontrolleri getirilmekteydi. Programın ilk yıllarında enflasyonda bir düşüş gerçekleştiği görülmüş; ancak milli para aşırı oranda değer kaydederek cari işlemlerde dengesizlikler ortaya çıkmıştır. Bu gibi durumlardan kaynaklı güçlü devalüasyon beklentileri oluşunca merkez bankasının yaptığı müdahaleler, rezervin erimesine neden olmuştur. Bu durum, mali ve parasal disiplinin kaybolmasına, enflasyonun artmasına, dış dengesizliklerin büyümesine ve kurun çökmesine neden olmuştur (Seyidoğlu ve Yıldız, 2006: 222).

2000' de uluslararası sermaye piyasalarına erişimini büyük oranda kaybeden Arjantin, 2001 yılının 2. çeyreğinde yoğun sermaye çıkışları yaşamıştır. Bu çıkışları kapatmak amacıyla mevduat çekilişleri yapmıştır. Yapılan bu çekilişler ise bankacılık sisteminin varlığını tehdit etmeye başlamıştır. Bunun durumun üzerine 2001 yılının Aralık ayında mevduatlar kısmi olarak dondurulmuştur. Arjantin'in program kriterlerini yerine getiremediğini gören IMF ise ödemelerini durdurma kararına varmıştır. Arjantin, Aralık ayının sonunda uluslararası yükümlülüklerinin bir kısmını ödeyemeyeceğini duyurmuş, bundan bir ay sonra 2002 yılının Ocak ayında konvertibilite (ulusal paranın döviz piyasasında başka ülke paraları ile değiştirilmesi) rejiminin son bulunduğunu açıklamıştır. Pezo ciddi bir değer kaybı yaşayarak bankacılık sistemi krize girmiştir. Arjantin ekonominin durgunluk içerisine girdiği 1998 yılından 2002 yılına kadar olan süre içerisinde yaklaşık %20 oranında küçülmüştür. Söz konusu daralmanın ülke üzerinde sosyal ve ekonomik alanda ciddi zararları olmuştur (Hacıhasanoğlu, 2005: 71-72).

1.6.13. Küresel Finansal Kriz (2007-2008)

2008' in Eylül ayında başta Amerika Birleşik Devletleri'nde vuku bulan sonrasında ise tüm dünyaya yayılma gösteren küresel finansal krizin kökeninde tarihte yaşanan en büyük gayrimenkul ve kredi balonunun etkisi yatmaktadır. Başlangıç itibari ile mortgage krizi

olarak meydana gelse de, izleyen süreçte likidite krizine dönüştüğü görülmüştür (Alantar, 2008: 1). 2007 yılının sonlarına doğru ortaya çıkan ve 2008 yılında küresel bir nitelik kazanmış olan küresel finansal kriz, başlangıçta konut kredilerinde yaşanan olumsuzluklar ile meydana gelmiştir. Kısa süre içerisinde diğer piyasaları da etkisi altına almıştır. Etkisinin hızlı bir şekilde yayılması ile beraber hem ülkeler bazında hem de dünya ekonomik görünüm üzerinde bir kısım olumsuzluklara yol açmıştır (Bostan ve Bölükbaş, 2011: 104).

Krize yol açan ana neden, ABD' nin gayrimenkul sektörü içerisinde başlayan denetimden uzak ve hızlı büyümedir. ABD piyasasında mortgage adı ile bilinmekte olan uzun süreli gayrimenkul krediler bankalar aracılığı ile kullanılmaktadır. 2000' lere kadar krediye olan taleplerini özenli bir şekilde analiz etmekte olan bankalar, mortgage sektörü içerisindeki yeni bir finansman tekniğinin yaygın olarak kullanılması ile bu uygulamadan vazgeçme kararı almışlardır. Yeni olan bu yöntem, kullanılan kredilerin menkul kıymetleştirme aracılığı ile yeniden finansal sisteme uyum sağlamasına olanak tanımaktadır. Böylece, kredilerin geri ödenememesinde risk, gayrimenkule dayalı fonları satın almış olan yatırımcılara dağıtılmaktadır (Allen ve Carletti, 2009: 3-4).

Mortgage piyasası, mortgage kredisi tarafından düzenlenen birincil piyasalarla bu kredilere yönelik menkul kıymetlerin alınıp-satıldığı ikincil piyasalardan meydana gelmektedir. Mortgage piyasasının, bireysel yatırımcılardan kurumsal yatırımcılara, yatırım bankalarından serbest fonlara kadar çeşitli katılımcıları vardır. Problemsiz işleyen kredi sistemi için, kredi verenin yalnızca kredi vermek amacı doğrultusunda değil, finansal sistemin istikrarını koruyabilecek sınırlar içerisinde kredi kullandırması gerekmektedir. Bunun yanı sıra kredi kullananların da ödemeleri aksatmadan ve zamanında yapması gerekmektedir. ABD mortgage piyasası içerisinde bilhassa sub-prime (alt gelir gruplarına verilen krediler) ve değişken faiz oranlı mortgage kredisinin nakit akışlarının bozulması durumu, bu piyasa ile alakalı menkul kıymet piyasasını da etkilemektedir. Sub-prime krediler yapısı gereği riskli krediler grubunda yer almaktadır. Buna rağmen bu riskler hiç yokmuş gibi bu tür kredilerin kullandırılması ile sistem problem çıkarmaya başlamıştır. Riski fazla olan kişilere daha yüksek faiz oranlarıyla mortgage kredisi kullandırılmış, faiz oranlarının yükselmesi sonucunda faiz yükü artış göstermiş, sonucunda faiz ve anapara ödemelerinde birtakım aksaklıklar meydana gelmiştir. ABD Hükümetinin yoğun desteğiyle birlikte geliri düşük olan gruplar konut alım-satımı yolu ile kar etme beklentisi içerisinde girmişlerdir. Fakat piyasa içerisindeki dengelerin bozulması ile kullanılan

krediler karşılığında teminat olarak gösterilmiş olan konutların değerlerinde düşüşler meydana gelmiş ve teminat sağlamada zorluklar yaşanmıştır" görüşleri belirtilmektedir (BDDK, 2008: 4-5).

Bunun yanı sıra gayrimenkule dayalı olan fonların değerinde de ciddi düşüşler meydana gelmiştir. Bankalar arasındaki faiz oranları devlet tahvillerinin 40 baz puan üzerinden seyrederken, artan risk nedeniyle bu oran 100 baz puan üzeri seviyelere kadar yükseldiği görülmüştür. ABD finansal sistemini fonlamakta olan Avrupa bankaları krizden ciddi boyutlarda etkilenmişlerdir. Kriz yayılma etkisi göstermiş ve bu etki ile birlikte zamanla diğer ülkelerde de krizin olumsuz etkileri görülmüştür (Norgren, 2010: 8-10).

Kriz sadece ABD ile sınırlı kalmayıp Avrupa ülkelerinin tamamını etkilemiştir. Bilhassa Avrupa Birliği içerisindeki yüksek borç oranlarıyla ekonomisini kurgulamakta olan ülkeler çok büyük sıkıntı içerisine girmişlerdir. Bu ülkelerden birisi olan Yunanistan birlikten sağlanan mali yardım paketiyle bir parça da olsa rahatlamış, fakat bu yardım paketlerinin devamı gelmediği için ülke çok büyük bir krize girmiştir. Avrupa Birliği üyeleri olan Almanya, İngiltere, İtalya ve İspanya ekonomileri de bu krizden ciddi boyutlarda etkilenmişlerdir (Ege ve Şahin, 2015: 393).

G-20 "Finansal Piyasalar ve Dünya Ekonomisi Konferansı Deklarasyonu"nda finansal piyasalarda oluşan krizlere yol açan etkenleri şu şekilde belirtmişlerdir (G-20 Finansal Piyasalar ve Dünya Ekonomisi Konferansı Deklarasyonu'ndan aktaran Karabulut, 2009:1);

- Finansal piyasalarda yaşanan hızlı büyüme,
- Sermaye akımlarında meydana gelen artışlar,
- Piyasalar hakkında risk değerlendirmelerinin yeterli düzeyde yapılamaması veya hatalı yapılması, bunun sonucunda da zayıf risk yönetimi uygulamalarının vuku bulması,
- Zayıf olan sermaye standartları, şeffaf olmayan ve karmaşık finansal ürünlerin artış göstermesi ve bunun neticesinde kaldıraç oranlarının yüksek olmasının finansal sistemde kırılabilirlik oluşturması
- Finansal piyasalarda meydana gelen risklerin, ekonomi politikalarını belirleyiciler tarafından yeterli görülememesi veya yeteri kadar değerlendirilememesi, finansal yeniliklerin yapılamaması ve piyasalara yönelik düzenlemelerin olmaması

Küresel bütünleşmenin büyük ivmeler kazandığı günümüzde ekonomik krizler, ülkeleri farklı alanlardan etkilemektedir. Finansal krizler finansal sistemin başarısız olmasından

ileri gelmekte ve büyük çapta parasal kayıplara neden olmaktadır. Bunun sonucu olarak işletmeler, projelerini iptal ederek işten çıkarmalar yapmışlardır. Sermaye piyasasında bu dönemde özel tasarruflar azalma göstermiştir. Bunun yanı sıra, iş güvencesinin azalması ile birlikte kamunun mal ve hizmet sunumunda da azalışlarla karşılaşmıştır. Bu durum, reel ekonomik krize, kriz ise beraberinde tüketim ve üretimde düşüslere yol açmıştır. İşletmeler iflasa sürüklenerek, milli gelir azalmıştır. Milli gelire bağılı olarak vergi gelirleri de azalma göstermiştir. Yoksulluk, işsizlik ve buna benzer nitelikte problemler meydana gelmiştir (Yangibayev, 2011: 94).



İKİNCİ BÖLÜM

HEDGE FONLARI

Bu bölümde hedge fonların tanımı, geçmişten günümüze göstermiş oldukları değişim ve gelişimler, hedge fonların özellikleri, kullandıkları yaygın stratejiler, avantaj ve dezavantajları hakkında bilgilere yer verilecektir. Ayrıca hedge fonların finansal krizlerdeki rolünü yorumlayabilmek için bu bilgilerin faydalı olacağı düşünülmüştür.

2.1. Hedge Fon Tanımı

Hedge Fonlar tanımı konusunda şu ana kadar yazılmış ve herkes tarafından kabul edilen ortak bir tanım söz konusu değildir. Ancak farklı kişiler tarafından yapılan tanımlar hemen hemen aynı kavramları ve ifadeleri içermektedir. Aslında Hedge Fon teriminin Türkçe karşılığı noktasında dahi ortak bir tanım söz konusu değil iken uluslararası çapta ortak bir tanımlamanın yapılmamış olması gayet normaldir. Hedge fonlar bazı kesimler tarafından "Korunma Fonu" olarak ifade edilirken diğer tarafta özellikle SPK kaynaklarında ise "Serbest Yatırım Fonları" olarak adlandırılmaktadır.

Hedge Fonların en belirgin ve diğer fonlardan ayıran en önemli özelliği, herhangi bir yasal sınırlamaya tabi olmamalarıdır. Bu özellik hedge fonların misyonlarına ulaşmasında çok önemli bir yer tutmaktadır. Bunlardan en belirgin olan örnek ise diğer yatırım fonları açığa satış veya borçlanabilme özelliğine sahip değil iken hedge fonların üzerinde bu tip bir sınırlama olmamasıdır. George Soros tarafından yapılan Hedge Fonu tanımı Hedge Fonlara ait birçok temel özelliği özetler niteliktedir; "Hedge Fonlar birçok farklı yatırım faaliyetinde bulunmaktadır. Daha çok gelişmiş ve kompleks yatırımı seven profesyonel yatırımcılara hitap etmektedir ve yatırım fonlarına uygulanan yasal düzenlemelere tabi değildirler. Fon yöneticileri varlıkların belirli ve sabit bir yüzdesinden ziyade performanslarına göre ücretlere tabidirler. Buna göre hedge fonları "Performans fonları"

olarak ifade etmek daha doğru olacaktır. Risk/getiri profilini yükseltmek için açığa satış, türev ürünlerin alım-satımı ve kaldıraç (borçlanma) kullanarak pozisyonlar alabilirler. Bu özellikleri ile hedge fonlar oldukça özel, değişken ve açık uçlu bir yatırım ortaklığı olarak da tanımlanabilmektedir (Chambers, 2008: 5).

Hedge fon yöneticileri, geniş ölçüde varlıklara yatırım yapabilirler ve birçok yatırım stratejisini takip edebilirler. Örneğin; global makro, market neutral equity (piyasa tarafsız sermaye), convertible arbitrage (değiştirilebilir/çevrilebilir arbitraj) ve event-driven gibi (olaya dayalı strateji) stratejiler kullanabilirler (Kambhu vd. 2007: 2). Bir hedge fon, bireysel yatırım bankası veya herhangi bir finansal kurumdan bağımsız, özel yönetilen bir yatırım türüdür. Bu fonlar özgürlüklerini maksimize etmek için tasarlanmış fonlardır. Çeşitli federe kuruluşların düzenlemeleri altında olmayı minimize ederek karmaşık ticari stratejiler geliştirebilirler. Bir hedge fon için en doğru tanım şudur; :hedge fonlar, bir çeşit özel federal yasalar altında kayıtlı olmayan fonlardır (Oesterle, 2007: 3).

Hedge fonlar, temelinde geniş kitleler için düzenlenmiş yatırım araçları değillerdir. Bundan dolayı, hedge fonların hisse senetleri satın alınmadan önce profesyonel bir yatırım danışmanına sahip olunmalıdır. Bu durum, genel yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun hedge fonlara yatırım yapmasını engelleyen önemli bir unsurdur. Çünkü birçok yatırımcı profesyonel bir yatırım danışmanına ulaşmada sıkıntı yaşabilir (Wolfinger, 2005: 22). Hedge fonlar, büyük ölçüde esnekliğe sahip yatırım danışmanları, diğer adıyla hedge fon yöneticileri tarafından yönetilirler. Özellikle hedge fon yöneticileri, açığa satış işlemleri yapma hakkına sahip olan, türev ürünleri geniş ölçüde kullanma hakkı olan kişilerdir. Investment Company Act'ın altındaki, ortak fonları etkileyen düzenlemelerden kaçınmak için hedge fonlar, yatırım yapabilen ve bireysel yatırımcıların kullanımına açık olmayacak şekilde kurularak sayısını sınırlandırmaktadırlar. Bir hedge fon sadece temsil yetkili yatırımcılara sahiptir ve bunlar kurumsal yatırımcılar, firmalar veya kendileri için fon oluşturabilen zengin yatırımcıları içerir. Buna karşın geleneksel fonlar, genellikle açığa satış işlemlerine sahip değildirler, borç almazlar ve türev ürünlerin yalnızca kısıtlı kullanımına olanak tanırırlar (Stulz, 2007: 177).

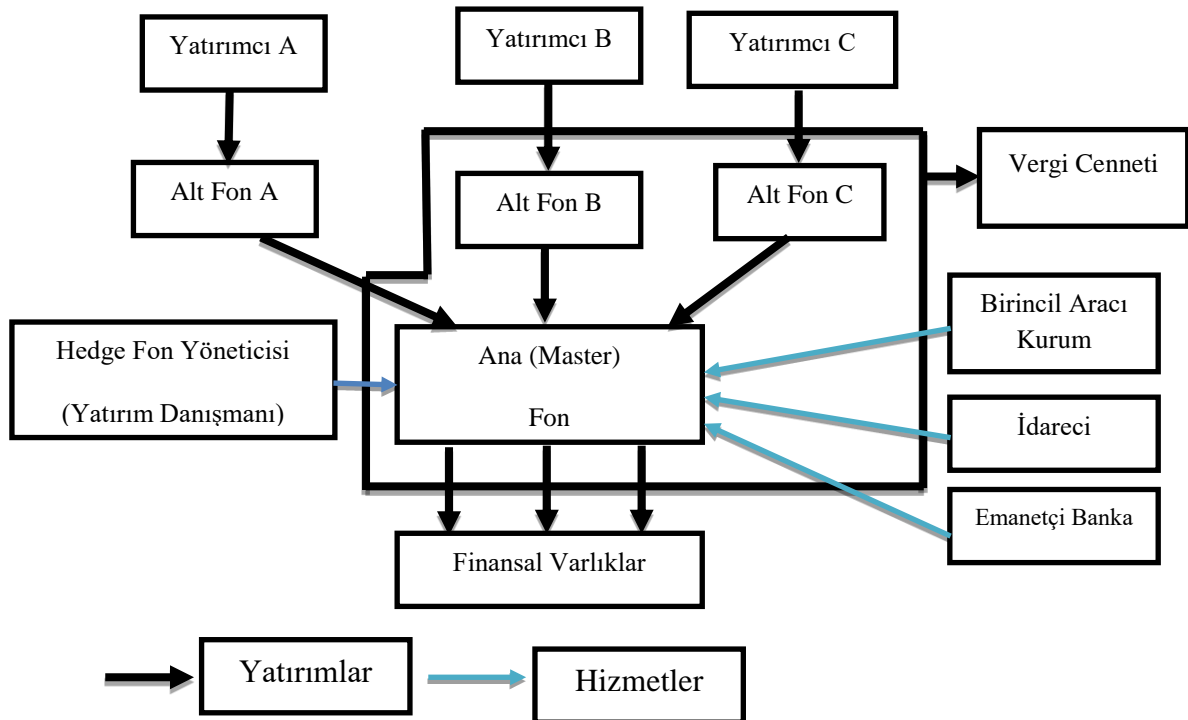
Başta da belirtildiği gibi, hedge fon terimi, kurumların üzerinde mutabık kaldığı doğru bir tanımlama değildir. Ama bu terim tarihi bir öneme sahiptir. Geçen yüzyılın ikinci yarısının başlarında olduğu gibi, bu türün ilk kuruluşları geniş pazar (market-wide) dalgalanmalarının riskini düşürmek için açığa satış işlemleri ile ilgiliydiler. Ek olarak, uzun zamandan beri hedge fonlar, kur riskini azaltmaya yönelik vadeli işlem ile ilgisi

olmayan, geniş ölçüdeki diğer yatırım stratejilerini kullanmaya başlamıştır (Garbaravicius ve Dierick, 2005: 7).

Bu bilgilerden hareketle hedge fonu şu şekilde özetleyebiliriz: hedge fon ya da Türkçe ifadesiyle serbest yatırım fonları; diğer fonlar gibi, belirli yasal düzenlemelere tabi olmayan, şeffaf olarak nitelendirilemeyen, karmaşık formüller ve tekniklerle yönetilen, yüksek, sürekli ve mutlak kâr gayesiyle kullanılan yatırım fonlarıdır.

Aşağıdaki şekil 4’de tipik bir hedge fon yapısının şematik yapısı verilmektedir. Hedge fonlar geleneksel fonlar gibi herkese açık fonlar değildir. Buna göre merkezde ana hedge fon, ana hedge fona bağlı olan ve hedge fon fonu olarak adlandırılan fonlar görülmektedir. Hedge fon fonlarının kuruluş amacı hedge fonlara yapılan yatırım tabanını genişletmektir. Ana fona giriş sermayesinin yüksek olmasından dolayı oluşturulan bu fonlara giriş ise çok düşüktür. Başka bir ifade ile hedge fonlara giriş sermayesi 1 milyon ABD doları iken, hedge fon fonlarına giriş sermayesi ise 25.000 ABD doları olarak belirlenmiştir. Bu durum hedge fonların aktiflerinde büyük bir artışı beraberinde getirmiştir.

Aşağıda Şekil 4’de tipik bir Hedge fon yapısı verilmiştir.



Şekil 4. Tipik Hedge Fon Yapısı (Anbar, 2009: 116)

Şekil 4'te görüldüğü gibi bir hedge fon yapısını oluşturan taraflar gösterilmiştir. Bu tarafları oluşturan unsurlar şunlardır; hedge fon yöneticisi, emanetçi banka, idareciler ve birincil aracı kurumlardır.

Hedge fonun yöneticisi; fonun hem yatırımcısı, hem yöneticisi hem de fonun kurucusudur. Fon yöneticileri, fon için en kritik stratejiyi belirleme, fonu idare etme, fonu pazarlama gibi görevleri yerine getirirler. İdareciler; fondaki aktif değerleri hesaplamak, yatırımcı kayıtlarını tutmak, bazı konularda danışmanlık hizmetleri sunmak, birincil aracı kurumlar; finansman, işlemlerin takası ve kapatılması, emanet hizmetleri, risk yönetimi gibi görevleri kapsarken emanetçi kurum ise, kısa sürede nakde çevrilebilen kıymetlerin ve mevduatların saklanması ve korunması gibi hizmetleri üstlenmektedirler (Anbar, 2009: 115).

2.2. Hedge Fonların Ortaya Çıkışı ve Gelişim Süreci

Özellikle 1980'li yıllardan itibaren, hedging ve spekülasyon için çok fazla finansal araç geliştirilmiştir. Borsalarda işlem gören standart future ve opsiyon sözleşmelerinin yanı sıra, bazı banka ve aracı kurumlar borsa dışı birçok araç geliştirmişlerdir. Bu sözleşmelerin bazıları çok basit ve likiditesi yüksek, bazıları ise çok daha karmaşık ve sığ bir pazara sahip türev araçları içermiştir. Burada türev araçlar terimi, borsada işlem gören likit araçların yanında, likit olmayan tüm finansal araçları içerecek şekilde kullanılmıştır. İşte, bu tür karmaşık özelliklere sahip yatırım araçlarından biri de hedge fonlardır.

Son zamanlarda çok duyulmasına rağmen hala birçok kişinin hakkında bilgi sahibi olmadığı hedge fonlar yaklaşık olarak 50 yılı geçen bir geçmişi ile birlikte ilk kez Avustralya kökenli Alfred Winslow Jones tarafından 1949 yılında kurulmuştur. Alfred Winslow Jones, Fortune dergisi için yatırım eğilimleri üzerine bir makale yazdığı sırada hedge fonlar ile ilgili ilk stratejiyi geliştirmiştir. Jones'un "Fashion and Forecasting" adlı araştırması 1949 yılının Mart ayında Fortune dergisinde yayınlanmıştır. Bu araştırmayı hazırlayan Jones, Wall Street'teki önemli teknisyenler ve analistlerle tanışmıştır. Bu yayından bir kaç ay sonra kendi şirketini kurmuştur (Anbar, 2009: 103).

Hedge fonların ortaya çıkış sürecinde yer alan bir başka isim ise Michael Steinghardt'tır. 1967 yılında; Michael Steinhardt, Fine, Berkowitz & Şirketi ve sekiz çalışan ve 7.7 milyon dolar başlangıç sermayesi ile yatırımına başlamıştır. Steinhardt, kariyerine bir hisse senedi toplayıcısı olarak başlamış ve sonra fonları yön değiştirerek multi-strateji fonlarına

dönüşmüştür. 1980'lerde Steinhardt, hedge fon grubunun başına gelmiş yönetimi altındaki yaklaşık 5 milyar Amerikan doları sermaye ve 100'ün üzerinde çalışanı olan bir hedge dona sahip olmuştur. 1994 yılında yaşanan büyük kayıplardan sonra 1995 yılında, Steinhardt'in Hedge Fund kariyeri sona ermiştir (Stefanini, 2006: 2).

Hedge fonlara olan ilginin artmasından sonra hedge fon endüstrisinin büyüklüğü inanılmayacak boyutlara ulaşmıştır. Çünkü hedge fon endüstrisi büyük bir özel sektör merkezli ve özel sınırlı ortaklıklardan oluşuyordu. Ayrıca şeffaf olmayan yapısı nedeniyle hedge fon endüstrisinin büyüme süreci kesin ve fark edilebilecek izler bırakmamıştır. Hedge fonlara olan bu büyük ilginin birçok nedenleri mevcuttur. Bunların en bilinen örnekleri şunlardır: şeffaf olmayan ve yasalar ile sınırlandırılmayan yapı, yüksek karlar ve mutlak getiri hedefi vb. nedenlerdir.

Aşağıdaki tabloda küresel çapta 10 büyük hedge fonun yönetimi altındaki varlıkların büyüklüğü gösterilmektedir. Buna göre hedge fonların geniş bir yatırımcı portföyüne sahip olduğu gözükmemektedir. Dünyada binlerce fonun olduğu bilinmektedir ancak yüksek potansiyele sahip 10 büyük fonun sorun yaşaması dünyada büyük bir finansal krize yol açabilir. Tablo 2'de küresel çapta 10 büyük hedge fonunun yönetimi altındaki toplam varlıkları verilmektedir.

Tablo 2. Küresel Çapta 10 Büyük Hedge Fonun Yönetimi Altındaki Toplam Varlıklar

Fon Adı	Fon Merkezi	Ülke	Yönetim Altındaki Varlık Toplamı (Milyon \$)
AQR Capital Management	Greenwich	USA	243.982
Bridgewater Associates	Westport	USA	239.323
Millennium Management	New York	USA	207.626
Citadel Investment Group	Chicago	USA	152.656
Goldman Sach Asset Management	New York	USA	106.240
Wellington Management Company LLP	Boston	USA	99.739
Renaissance Technologies	East Setauket	USA	97.005
Pine River Capital Management	Minnetonka	USA	82.775
DE Shaw	New York	USA	81.316
Fortress Investment Group	New York	USA	56.936

Kaynak: <https://hedgelists.com/top-250-largest-hedge-funds-2018/> Erişim Tarihi: 10.01.2019

Tablo 2’de dünyadaki en büyük 10 hedge fonunun toplam kazançları ve kuruldukları bölgeler verilmektedir. Buna göre yönetimi altındaki toplam varlıkların en çok olduğu hedge fon AQR Capital Management fonudur ve bu fonun toplam varlıkları diğer 9 fonun toplam varlıklarını yaklaşık %20’ sini oluşturmaktadır. Tabloda belirtilen fonların toplam yönetimi altındaki varlıkların toplamı 1.367.598 milyar dolardır.

Tablo 3 ise en büyük 10 hedge fonun toplam kazançlarını ve 2017 yılında elde etmiş oldukları kazançları göstermektedir.

Buna göre Ray Dalio yönetimindeki Bridgewater hedge fonunun toplam kazanç içerisindeki payı 10 hedge fon içinde en yüksek olmasına rağmen 2017 kazancı ise en düşük olan fondur. Toplam kazancı en büyük 4. Fon olan Steve Mandel yönetimindeki Lone Pine hedge fonu ise 2017 yılında en büyük kazancı sağlamıştır. Toplam kazanç ve 2017 kazancı arasındaki en yüksek oran yine Steve Madel yönetimindeki Lone Line hedge fonuna aittir. Tablo 3 te yer alan veriler bir bakıma hedge fon yöneticilerinin 2017 yılı kazanç performanslarını da göstermektedir. Buna göre en iyi performans yine Steve Mandel’e aittir.

Tablo 3. En Büyük 10 Hedge Fonun Net Kazançları

Firma	Yönetici	Toplam Kazanç (Milyar Dolar)	2017 Kazancı (Milyar Dolar)
Bridgewater	Ray Dalio	49.7	0.3
Soros	George Soros	43.9	2.1
Citadel	Ken Griffin	28.6	3.4
Lone Pine	Steve Mandel	27.2	5.0
DE Shaw	Various Managers	27.1	1.8
Baupost	Seth Klarman	27	1.7
Och Ziff	Daniel Och	26	2.9
Viking	Andreas Halvorsen	26	4.0
Appaloosa	David Tepper	25.4	2.0
Elliott	Paul Singer	24.3	2.5

Kaynak: www.cnbc.com erişim tarihi: 09.01.2019

Tablo 4 te Hedge fonların son 5 yılın kasım ayı içerisindeki performansları görülmektedir. Buna göre 2018 yılı kasım ayında hedge fon sektöründe 12 milyar dolar tutarında net varlık çıkışı gerçekleşmiştir. Aynı dönemde performansa dayalı düşüş ise 5.3 milyar dolar olarak gözükmektedir. 2018 Kasım ayında hedge fonların toplam aktifleri 17.2 milyar dolar azalmıştır. Dönem itibari ile hedge fon endüstrisinin toplam büyüklüğü ise 2.41 trilyon dolardır. 2017 yılı kasım ayında hedge fon varlık girişi 10.8 milyar dolar, performansa dayalı büyüme 4.2 milyar dolar ve toplam aktif büyüme ise 15 milyar dolar artış kaydetmiştir. Bu dönem de hedge fon toplam büyüklüğü 2.41 trilyon dolardır.

2016 yılı kasım ayı verilerini incelediğimizde hedge fon varlık çıkışı 8.38 milyar dolar, performansa dayalı düşüş 0.96 milyar dolar, toplam aktifler de ise 9.34 milyar dolar düşüş gözükmektedir. Dönem itibariyle hedge fon sektörü toplam büyüklüğü 2.23 trilyon dolardır. Hedge fon sektörünün 2015 Kasım ayında 1.02 milyar dolar aktif çıkışı gerçekleşirken aynı dönemde performansa dayalı büyüme 9.2 milyar dolar ve toplam aktif varlık artışı ise 8.24 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca hedge fon endüstrisi toplam büyüklüğü ise 2.25 trilyon dolar seviyesindedir.

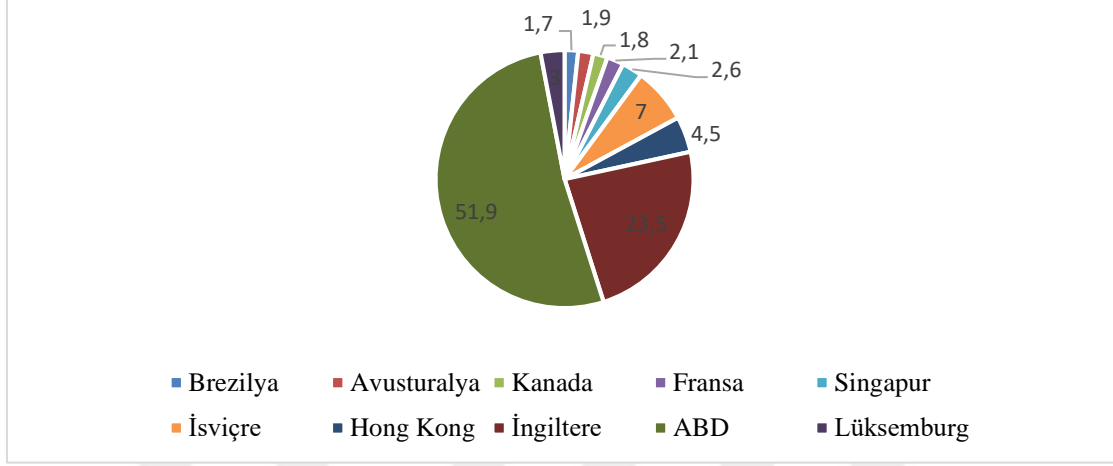
2014 Kasım ayında net varlık çıkışı 7.36 milyar dolar olarak gerçekleşirken, performans büyümesi 19.64 milyar dolar, toplam aktif varlıklarda ise 12.28 milyarlık bir büyüme gerçekleşmiştir. Dönem itibari ile hedge fon sektör büyüklüğü ise 2.13 trilyon dolardır. Tablo 4’de hedge fonlarının 2014 Kasım ayındaki performanslar ve aktif akışının önemli noktaları yer almaktadır.

Tablo 4. Hedge Fon Performansları ve Kasım Ayı Aktif Akışının Önemli Noktaları

	Kasım 2018 (Milyar \$)	Kasım 2017 (Milyar \$)	Kasım 2016 (Milyar \$)	Kasım 2015 (Milyar \$)	Kasım 2014 (Milyar \$)
Tahsis (girişler)	9.6	21.30	8.54	5.76	11.40
Ödeme (çıkışlar)	-21.6	-10.50	-16.92	-6.78	-18.76
Net varlık akışları	-12.0	10.7	-8.38	-1.02	-7.36
Olumlu performans (büyüme)	9.4	6.8	5.11	10.87	21.98
Olumsuz performans (düşüş)	-14.7	-2.6	-6.07	-1.60	-2.34
Toplam performans	-5.2	4.30	-0.96	9.26	19.64
Genel toplam	-17.2	15.00	-9.34	8.24	12.28

Kaynak: <http://www.eurekahedge.com> sitesindeki verilerden yararlanılarak oluşturulmuştur. Erişim tarihi: 10.01.2019

Aşağıdaki şekil 5’de hedge fon sektörünün en canlı olduğu ülkeler verilmiştir. Buna göre en canlı hedge fonların % 70’inden fazlası ABD ve İngiltere’de bulunmaktadır.



Şekil 5. Hedge fonlarının aktif olduğu ülkeler Kaynak: www.eurekahedge.com

Günümüzde aktif olarak işlem yaptığı varsayılan 13.139 canlı fon bulunmaktadır; küresel hedge fon stratejisi yürütmek için en popüler 5 lokasyon; Amerika Birleşik Devletleri (6.038 fon), Birleşik Krallık (2.736 fon), İsviçre (816 fon), Hong Kong (524 fon), Lüksemburg (345 fon) (www.eurekahedge.com, 10.01.2019).

2.3 Hedge Fonlarının Genel Özellikleri

2.3.1. Esnek Yatırım Politikası- Sınırsız Yatırım Aracı ve Yatırım Stratejisi Belirleme

Hedge fonlar, kullanabilecekleri işlem stratejileri ve finansal araçlar açısından herhangi bir sınırlamaya tabi değildir. Hedge fon yöneticileri, fon ortakları tarafından mutlak getiri hedefi doğrultusunda neredeyse sınırsız bir yetki ile donatılmışlardır. Mutlak getiri hedefi ise çoğunlukla çeşitlendirilmiş portföyler kullanılarak yapılmaktadır. Özellikle, hedge fon yöneticileri; uzun ve kısa pozisyonları birleştirebilmekte, yatırımlarını çeşitlendirmek yerine yoğunlaştırabilmekte, kredili işlem yapabilmekte, kaldıraç kullanabilmekte ve uzun vadede paraya çevrilen varlıklara yatırım yapabilmektedirler (Anbar, 2009: 107).

Hedge fonların yatırım stratejisi daha iyi yatırım fırsatları ortaya çıktığında değişebilmektedir. Tahvil, hisse senedi gibi yatırım enstrümanları dışındaki araçları kullanabilirler. Hedge fon yöneticileri kendilerine getiri sağlayacak her türlü yatırım aracına yatırım yapmakta serbesttirler. Ayrıca fon yöneticisi yatırım yapacağı varlığı ve

buna uygun stratejiyi belirlemede özgürdür. Fon yöneticileri fon bünyesinde bulunan tasarrufları arbitraj fırsatlarından yararlanmak, türev piyasalarda değerlendirmek, açığa satış yapmak gibi farklı işlemlerde kullanabilirler.

2.3.2. İstedikleri Piyasada İşlem Yapma Özgürlüğü

Hedge fonlar dünyadaki bütün piyasalarda, türev piyasalarda, emtia piyasalarında işlem yapabilirler. Bu konuda herhangi bir sınırlamaları yoktur.

2.3.3. Mutlak Getiri Hedefi

Hedge fonlar tek bir yatırım aracı üzerine pozisyon almak yerine birden fazla araç üzerinden çeşitlendirilmiş portföyler oluşturarak yatırım yaparlar. Çeşitlendirilmiş bu portföylerin amacı mutlak getiriye sağlamaktır. Bu mutlak getiri ise fon yöneticisinin becerisine bağlıdır.

2.3.4. Profesyonel Yönetici ve Nitelikli Yatırımcı

Hedge fonlar eğitilmiş ve alanında uzman kişiler tarafından yönetilirler. Hedge fonlar piyasaları iyi okuyan, piyasa risklerini yatırımları açısından en az kayıpla atlaman ve piyasanın sunduğu fırsatları avantaja çevirebilen profesyonel yöneticiler tarafından yönetilirler. Hedge fonlar geleneksel fonlar gibi herkese açık değildir. Hedge fon yatırımcıları zengin bireysel yatırımcı, emeklilik fonları, bağışlar-vakıflar, sigorta şirketleri, yatırım bankaları ve hedge fon fonlarından oluşur. Hedge fonlar ilk kuruldukları dönemlerde daha çok bireysel yatırımcıların ilgisini çekerken son zamanlarda kurumsal yatırımcılarında ilgisini çekmeyi başarmıştır.

2.3.5. Şeffaflık

Hedge fonlar fonun işleyişi ile ilgili bilgileri kamuoyu ile paylaşmak zorunda değildir. Hedge fonlar yatırımcı portföyüne, yatırım stratejilerine, fonu pazarlama yöntemlerine, aktif varlıklarına, yatırım pozisyonlarına, yatırım yaptıkları varlıklara ilişkin bilgileri kişi veya kurumlara açıklama yükümlülükleri yoktur. Bu özellik hedge fonların, eleştirilmesinin en büyük nedenlerinden biri haline getirmiştir.

2.3.6. Finansal Kaldıraca Dayalı Yatırım

Hedge fonlar tarafından kullanılan yatırım stratejilerinin özünü türev araçlar ve kaldıraç kullanımı oluşturmaktadır. Genel olarak kaldıraç kullanmanın amacı, yatırılan tutarda herhangi bir artışa gitmeden yatırımın değerini veya getirisini arttırmaktır. Hedge fonlar

geri satın alma sözleşmelerini, açığa satışı ve türev araçları yaygın olarak kullanmaları nedeniyle yüksek kaldıraç oranlarına sahiptirler. Özellikle hedge fonların aktiflerini karşılık göstererek kredili işlem yapmaları ve türev ürünleri kullanmaları kaldıraç oranlarını yükseltmektedir. Geleneksel fonlar az sayıda kaldıraç oranı kullanırken, hedge fonlarda kaldıraç kullanım oranında herhangi bir sınırlamadan bahsetmek mümkün değildir (Akyüz ve Karakoç, 2011: 9).

Hedge fonlar borçlanma yolu ile türev ürünler piyasasında üstlendiği riskin oranı ölçüsünde yüksek karlara ulaşabilirler. Ters seçim veya yanlış pozisyonda yakalanma sonucunda yüksek kaldıraç kullanımı hedge fonlarda büyük kayıpları da beraberinde getirebilir. Bu durum fonu iflasın eşiğine kadar götürebilir.

2.3.7. Kurumsal Yapı

Hedge fonlar sınırlı ortaklık şeklinde faaliyete başlarlar. Şirket özel yatırım ortaklığı konumundadır. Gerek offshore gerekse onshore fonların belli avantajlarından faydalanarak ve değişik serbest yatırım fonları ile özel bir fonda birleştirilerek, yatırımcısının karını maksimize edebilen farklı yatırım stratejileri hazırlanabilmektedir (Onat, 2016: 5).

2.3.8. Fon Yönetimi Fonu Ortaklığı

Hedge fonun yöneticisi aynı zamanda fonun ortağıdır. Fon yöneticisi kendi şahsi tasarrufu altında olan varlıkları fona sermaye olarak koymuştur. Fon yönetiminin fonun ortağı olmasının en avantajlı yönü her iki tarafın (yönetici ve yatırımcı) çıkarlarının aynı olması anlamına gelir ki bu da fon yönetiminin daha fazla kazanç için daha dikkatli ve daha fazla çalışması demektir.

2.3.9. Yöneticiye Sağlanan Gelirler

Hedge fon yönetimine, fonun yıl içinde katlandığı faaliyet giderlerini karşılamak için yıllık %1 ile %3 arasında değişen yönetim ücretine ek olarak yöneticinin performansına göre %15 ile % 20 arasında değişen miktarlarda performans ücreti ödenmektedir. Performans ücreti yöneticiyi daha fazla kar elde etmek için teşvik etmektedir. Ancak bu teşvik beraberinde daha fazla risk getirmektedir.

2.3.10. Fona Yatırılan Sermayenin Fon İçerisinde Tutulma Süresi

Fonda kalma süresi yatırımcının hedge fona ilk giriş tarihi itibari ile yatırdığı parayı belli bir süre öncesinde çekemeyeceği süre olarak ifade edilebilir. Fonda kalma süresinin iki ana nedeni vardır: birincisi yatırımcının fonda uygulanacak yatırım stratejisi için zamana

ihtiyaç duymasıdır. İkincisi ise, bir yatırımcının sermayesini ani ve zamansız geri çekmesi sonucu diğer yatırımcılar üzerindeki olumsuz etkiyi önlemektir. Fonda kalma süresi, hedge fonlara ve yatırımcılara göre değişebilmektedir, bu süre çoğunlukla bir yıldır (Anbar, 2009: 109).

2.3.11. Fona Giriş Alt Limit

Hedge fonlara genellikle 1 milyon \$ ve üstündeki yatırımları kabul etmektedirler. Ancak bunun istisnaları da mevcuttur.

2.3.12. Yasal Düzenlemelere Tabi Olmayan Yapı

Hedge fonlar diğer geleneksel fonlardan farklı olarak herhangi bir yasal düzenleme ile sınırlandırılmamışlardır. Bu özellikleri itibari ile hedge fonlar vergiden kaçınmak veya daha az vergi vermek amacıyla genellikle offshore-onshore ülkelerde faaliyette bulunurlar.

2.4. Hedge Fon Türleri ve Stratejileri

Bir hedge fon, bir veya daha fazla stratejiyi kullanabileceği gibi, farklı stratejilerden oluşan karma bir strateji de kullanabilir. Dolayısıyla, hedge fonlar, bir veya daha fazla kategoriye girebilir. Ayrıca, bu stratejiler sadece hedge fonlara özgü stratejiler değildir. Ticaret bankaları, yatırım bankaları ve menkul kıymet firmaları da söz konusu stratejileri kullanabilmektedirler (Anbar, 2009: 121).

Hedge fonlar genellikle uyguladıkları yatırım stratejisine göre sınıflandırılırlar. Başta gelen hedge fon türleri aşağıda sıralanmıştır (Chambers, 2008: 5).

2.4.1. Hisse Senedi Odaklı Hedge Fonlar

2.4.1.1. Piyasaya Duyarsız Fonlar/Hisse Senedi Hedge Fonlar

(Equity Hedge Funds)

Piyasa riskini yok etmek için uzun ve kısa pozisyonlu eşleştirilmiş hisse senedi portföylerini sahip olan ve fiyat farklılıklarından kazanç elde etmeye çalışan fonlardır (Anbar, 2009: 122).

Bu tür fonların en önemli özelliği piyasaya karşı duyarsız olmalarıdır. Sermaye piyasası veya para piyasası gibi geleneksel piyasalarla ilgili herhangi bir bağ olmaksızın getiri sağlamayı hedeflemiştir. Piyasaya duyarsız stratejiler nereye ve neye yatırım yaptıklarından çok elde ettikleri getirilere odaklanırlar. Bu fonlar aynı zamanda 'sektör uzmanı fonlar' olarak da ifade edilirler. Bu fonlar genellikle farklı ülkelerde ve farklı döviz

kurları üzerinden getiri elde ederler. Hisse senedi alım ve satımı üzerine ticaret yapanlar sıklıkla aynı piyasada ve farklı ülkelerde hisse senedi alım-satım ticareti yaparlar. Bunun nedeni, kısa süreli makroekonomik etkilerin sağladığı avantajlardan yararlanmaktır. (Chambers, 2008: 8).

2.4.1.2. Alım Satım Fonları

Alım satım fonları, bir şirketin ya da piyasanın gidişatına bağlı olarak belirli bir finansal varlığın alım veya satımını ifade eder. Alım satım stratejileri, satın alma ve satma pozisyonlarının birleştirilmiş halidir. Alım stratejisi hedge fonlarda çok sık kullanılan bir stratejidir. Alım stratejisi elde tutulan bir varlığın fiyatında meydana gelen artışlardan kar elde etmeye dayanır. Satım stratejisinde ise, elde tutulan varlığın fiyatının ileride düşeceği beklentisi ile bu varlığın değeri düşmeden önce satılmasıdır. Hedge fonlar satım stratejisini uygularken genellikle açığa satış yaparlar. Ödünç aldıkları bir hisse senedini piyasa fiyatı üzerinden satarlar. Bir süre sonra piyasada fiyatlar düşerse, sattıkları hisse senedini satmış oldukları fiyattan daha düşük bir fiyatla geri satın alırlar. Kar durumunu kontrol ettikten sonra da ödünç aldıkları hisse senedini geri verirler.

Hedge fonlar alım satım stratejilerinde hisse senetlerinin yansırı sabit getirili finansal varlıklara da yatırım yaparlar. Yatırımlar ülke ve sektör düzeyinde olabileceği gibi bağımsız finansal varlıklar üzerine de olabilir. Örneğin bir alım satım fonu, piyasaya etkisiz fon olarak açıklandığı gibi, ikili ticaret yapabilir. Alım satım fonu yöneticilerinin çoğu hisse senedi seçimi yaparken fiyat/kazanç oranı, piyasa/defter değeri gibi geleneksel hisse senedi değerlendirme yöntemlerinden de yararlanırlar (Chambers, 2008: 8).

Uzun/kısa stratejiler birlikte uygulanmakta ve düşen varlıkları alıp, yükselen menkul kıymetlerin satışı ile gerçekleştirilmektedir. Adil değer (Fair value) ise genellikle Arbitraj Fiyatlama Teorisi (APT) ile belirlenmektedir. Strateji, satın alınan menkul kıymetin değer kazanması veya satılan hisselerin değer kaybetmesi halinde başarılı olmaktadır. Bu sebeple bu stratejileri hem düşen piyasalarda hem de yükselen piyasalarda iyi performans gösterebilmektedir (Çankaya, www.finanskulup.org.tr, 01.05.2019).

2.4.1.3. Belirli Durumlara Yönelen Fonlar/ Özel Durum

Stratejileri (Olaya Dayalı Stratejiler)

Olaya dayalı stratejiler isminden belli olduğu gibi sıra dışı olaylardan yarar sağlamaya yönelik oluşturulan stratejilerdir. Bu tip olaylara örnek verirsek; yeniden yapılandırma faaliyetleri, devralma, şirket birleşmeleri, tasfiyeler, iflaslar vb. gösterilebilir. Bu strateji

türü daha çok hisse senetlerinin normal şartlarda sağladığı değer artışı veya değer düşüşlerinden ziyade verdiği yüksek tepkiden faydalanmaya yöneliktir (Çankaya, www.finanskulup.org.tr, 01.05.2019).

Bu tür hedge fonlar yakın zamanda belirli durumlardan etkilenmiş finansal varlıklara yatırım yaparak kar elde etme fırsatları ararlar. Söz konusu finansal varlıkların geleceğe yönelik fiyat değişikliklerini öngörmeye çalışırlar. Bu fiyat değişiklikleri bir şirketin faaliyet döngüsündeki durumlara veya gelecekteki hisse senedi fiyatlarını değiştirecek haberlere dayanır. Bu durumlar; bir şirketin borçlarını ödeyemeyeceği duruma gelmesi, şirket birleşmelerinden doğan risk arbitrajları, şirketlerin yeniden yapılanma içerisine girmesi, büyük bir şirketten ayrılan ve yatırımcıların desteği ile piyasaya giren küçük şirketlerin yükseliş fırsatları, yeni hisse senedi ve kar payı dağıtımını olarak sıralanabilir. Örneğin, bir yatırım uzmanı FED'in faiz değişiklikleri karşısında hisse senedinin gideceği yönü ve tutarı tahmin eden bir modele gerek duyabilir (Chambers, 2008: 8).

2.4.1.4. Aktivist Hedge Fonlar

Aktivist fonlar genellikle yönetimde söz hakkını alabilmek için şirketin büyük bir kısmını satın alırlar. Aktivistler genellikle kısa süreli fiyat ve kar payı kazançları için uzun süreli beklenti içine girerler. Küçük fakat bazı sorunları olan bir şirkette oldukça büyük pozisyon alarak, şirket sahibini şirketi yeniden yapılandırmak veya yönetim değişikliklerine gitmek konusunda zorlayabilirler (Chambers, 2008: 8).

2.4.2. Arbitraj Fonları / Risk Arbitraji

2.4.2.1. Birleşme Arbitrajları Fonu

Hissesi alınan firmanın hisse senetlerinde uzun pozisyon, alan firmanın hisse senetlerinde kısa pozisyon olarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır (Anbar, 2009: 122). Satın alınması planlanan şirkette uzun pozisyon alıp, satın alan şirkette kısa pozisyon almak suretiyle bunu gerçekleştirmektedirler (Çankaya, www.finanskulup.org.tr 01.05.2019).

Birleşme arbitrajları, genellikle satılan firmalardan çok bir araya gelen firmaların ticaretini kapsar. Burada arbitraj ticaretinin yönü, birleşmeyi isteyen şirketin diğer hedef şirketi satın almak için piyasa fiyatının üzerinde veya altında teklifte bulunmasına göre değişir. Eğer birleşmek isteyen şirket hisse senetlerinin piyasa değerinin üzerinde teklif verirse ve eğer yatırım uzmanı birleşmenin olacağına inanıyorsa, birleşmek isteyen şirkette satışa ve alıcı olan şirkette alıma gider. Böylelikle birleşmeyi teklif eden taraf birleşme tarihindeki ara

makaslardan kar elde eder. Eğer yatırım uzmanı olan bir firma birleşmenin iptal edileceğini öngörürse birleşmeyi isteyen firmada alış ve diğer firmada satış yapar. Birleşmek isteyen firma diğer şirketin değerinin altında bir teklifte bulunursa tersi durum geçerlidir. Birleşme arbitrajının risk arbitrajı altında kategorize edilmesinin nedeni birleşme spread'inin bir risk unsuru olması ve birleşmenin başarıyla sonuçlanmasının olasılık dâhilinde bulunmasıdır (Chambers, 2008: 9).

2.4.2.2. Finansal Sıkıntı Arbitrajı / Sermaye Yapısı Arbitrajı

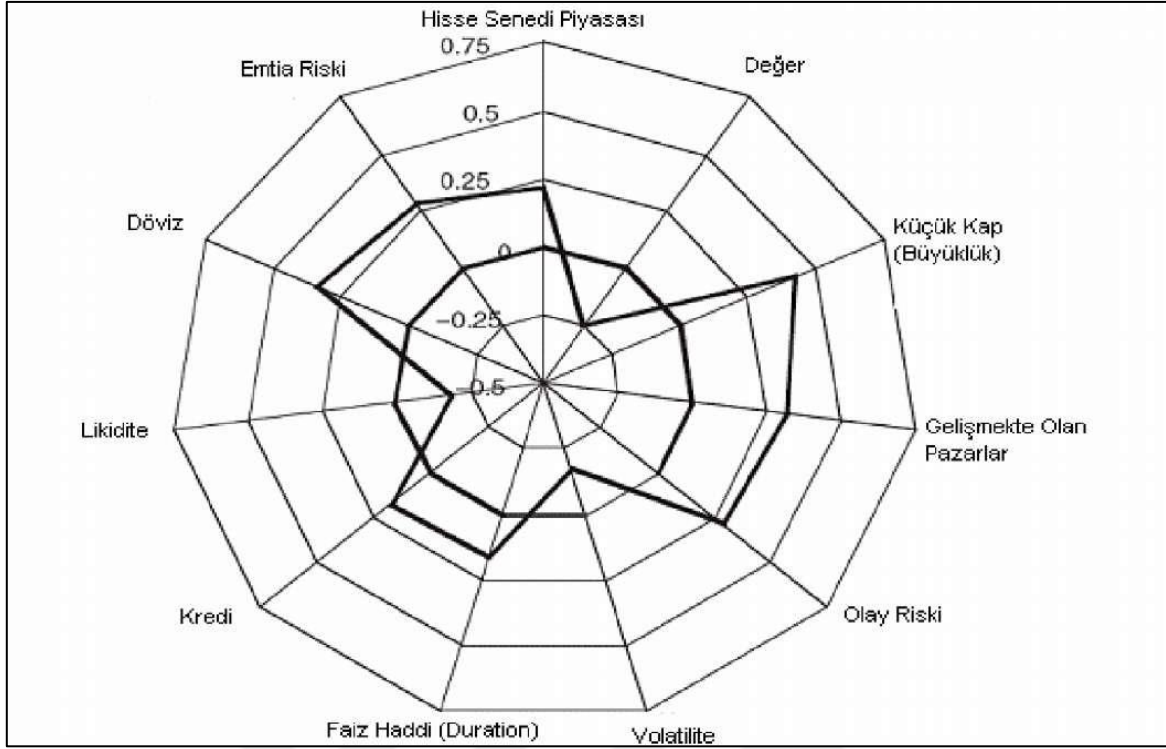
Genellikle hedge fonlar finansal konularda profesyonel bir ekibe sahiptir. Bu ekip bir firmanın finansal sıkıntı içine düşme olasılığını değerlendirirler. Uzmanlar maddi sıkıntılardan ve bununla ilgili haberlerden kurtulduktan sonra firmanın değerinin ne olacağını belirleme konusunda da oldukça iyidirler. Bu haberlere dayanarak, bir finansal sıkıntı arbitraj fonları yanlış fiyatlandırma sonucu düşük değer görmüş bir hisse senedinden kar elde edebilirler. Yaygın stratejilerden olan şirketin hisse senetleri ile tahvilleri arasındaki farklardan da fayda sağlarlar. Tahvil sahipleri şirketin iflası durumunda ilk alacaklı listesinde yer alır. Bu durum şirketin borç ve sermayesi arasında piyasada yanlış fiyatlamalara neden olabilir. Eğer piyasada firmanın kredi durumu hakkında kötü haberler dolaşırsa, taşıdıkları risklerin farklı olması nedeniyle hisse senetleri tahvillere göre çok daha olumsuz etkilenir. Bir yatırım uzmanı hisse senetleri ile tahviller arasındaki değerlemelerden de kar sağlayabilir (Chambers, 2008: 9).

2.4.3. Hisse Senedi Odaklı Olmayan Fonlar

2.4.3.1. Global Makro ve Gelişmekte Olan Piyasalar Fonu

Büyük hedge fonların ticareti dünyadaki büyük ekonomik durumlara bağlıdır. Bu fonlar genellikle sabit getirili finansal varlıklar, türev ürünler, emtia, döviz ve hisse senedi alıp satarlar. Global makro fonlar şirket analizi yapmazlar. Bunun yerine bir ülkeye ve bu ülkelerdeki sektörlerin analizini yapmaya yönelirler. Makro hedge fonlar global ekonomideki değişiklikleri tanımlamak ve ekonomik politikadaki olası değişiklikleri tahmin etmek için kendi makro ekonomi uzmanlarından yararlanırlar. Bu uzmanlar tahminlerinde genellikle makroekonomik verileri kullanırlar. Global makro fonları bazı ülkelerdeki ekonomik hareketliliklerden kar elde etmeyi hedeflerler (Vural, 2009: 69).

Aşağıda şekil 6'da örümcek ağı ile gösterilen şekilde makro hedge fonlarının uyguladıkları stratejiler için maruz kaldıkları riskleri göstermektedirler.



Şekil 6. Global Makro Hedge Fon Stratejileri için Maruz Kalınan Riskler/Örümcek Ağı

Şekil 6 Global makro dizinin, Hedge Fund Research tarafından oluşturulan ve örümcek ağı formundaki ortak risk faktörlerinin korelasyonunu göstermektedir. Şekil, geniş bir cephede çeşitli risk grupları arasında global sermaye piyasaları ve piyasa oynaklığının genel eğilimini doğrular niteliktedir (Jaeger, 2008: 71). Şekildeki verilerden hareketle global makro fonların karşılaştıkları riskleri büyükten küçüğe doru şöyle sıralayabiliriz: büyüklük riski, döviz riski, gelişmekte olan pazarlar riski, olaya dayalı riskler, emtia riski, hisse senedi piyasası riski, faiz haddi riski ve kredi riski, volatilitate riski, likidite riski ve değer riskidir. Burada en dikkat çekici olan risk grubu likidite riskidir. Buna göre global makro fonlar likidite riski ile ya hiç karşılaşmamakta veya çok az karşılaşmaktadırlar.

2.4.3.2. Offshore Hedge Fonlar

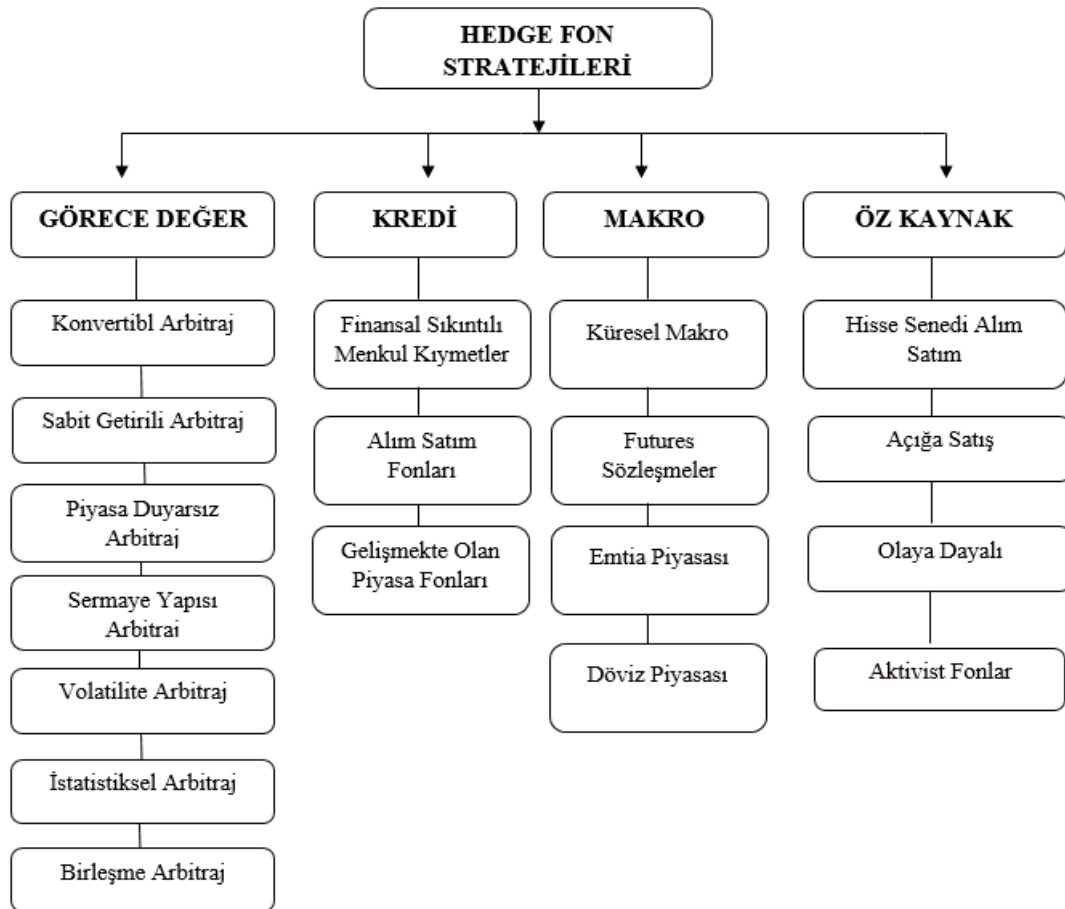
Birçok hedge fon, vergi avantajından yararlanmak için vergilerden uzak kalan bölgelerde işlem yapmayı tercih ederler. Örneğin çoğu hedge fon portföy yöneticilerinin yaşadığı ülkedeki vergiden muaf olan bölgelere yerleşmişlerdir. 2004 yılına kadar hedge fonların yarısından çoğu offshore bölgelerde kayıtlıdır. Önde gelen offshore bölgeleri; Cayman ve Virjinya Adaları ile Bermuda'dır. Offshore bölgeleri dışında hedge fonların en popüler olduğu yer ABD'dir. Tahmini olarak hedge fonlarının üçte biri ABD'de bulunmaktadır. Offshore dışındaki bölgelerde bulunan hedge fonlar kendilerini 'Limited Ortaklık' olarak

yapılandırmışlardır. Limited ortaklık şeklinde yapılandırılan bu fonlarda birkaç fon bir araya getirilir ve portföy yöneticisi yatırım kararlarını verir (Vural, 2009: 70).

2.4.3.3. Sabit Getiri Sağlayan Fonlar

Bu stratejide standart bir gelir sağlayan finansal araçlar ve bunların benzerlerinin fiyatlarındaki değişikliklerden faydalanarak sürekli bir kazanç sağlamak temel amaçtır. (Çankaya, www.finanskulup.org.tr, 01.05.2019). Sabit getirili fonlar hisse senedi stratejileri ile paralellik gösterir. Sabit getirili finansal ürünlerin alım satımı esas olarak alım satım farklılıklarının değeriyle ilgilidir. Sabit getirili hedge fonlar, konut tahvilleri gibi varlığa dayalı finansal varlıklara odaklanmışlardır ayrıca çeşitli stratejilerle bu varlıkları kullanarak kar elde etmeyi hedeflemişlerdir. Ancak konut kredisi kullananların ödeme gücünün içine girmesi ve konut fiyatlarının inişe geçmesiyle büyük risklerle karşılaşmışlardır (Vural, 2009: 71).

Aşağıdaki şekil 7’de hedge fonların uygulamış oldukları stratejiler verilmiştir.



Şekil 7. Hedge Fon Stratejileri Kaynak: <http://www.pavilioncorp.com>

2.5. Hedge Fon Fayda Maliyet Analizi

Tablo 5'te hedge fonların yatırımcı açısından kendilerine sağlanan faydalar karşısında katlanmak zorunda olduğu maliyetleri göstermektedir. Bu maliyetler zaman içerisinde yatırımcının karşısına çıkmaktadır.

Risk, kısaca para kaybetme ihtimali olduğuna göre ve bunlar tanım gereği riskli oldukları için, hedge fonlarda para kaybetme ihtimali de yüksek olmaktadır. Fakat burada önemli olan, yatırımcıların birikimlerinin boş yere riske edilmemesi, kurumsal ve yasal düzenlemelerle güvenli bir şekilde yatırıma yönlendirilmesinin sağlanmasıdır. Ancak dikkat edilmesi gereken bir husus da bu fonların yurtdışı piyasalardaki yatırımlarının ve işlemlerinin güvenliği konusudur (Çözeli, 2019: 1). Tablo 5'de hedge fonlarının fayda maliyet analizi yer almaktadır.

Tablo 5. Hedge Fonların Fayda Maliyet Analizi

	Fayda	Maliyet
Hedef	Mutlak getiri hedefi: düşen piyasa koşullarında iyi performans fırsatı	Yükselen piyasalarda kötü performans olasılığı
Strateji	Fon yöneticisinin tam özgürlüğü	Yönetici bazlı risklerin yüksek olması
Kültürel stili	Küçük organizasyonlar, değişime hızla tepki verebilirler	Sonuçlar bir veya birkaç kişiye oldukça bağımlıdır
Ücretlendirme	Performans ücreti, yönetilen varlığın büyümesi için olan bir teşviktir.	Performans ücreti daha fazla risk almayı teşvik eder.
Likidite	Fon yöneticisi günlük nakit akışlarıyla uğraşmak zorunda kalmaz	Bazı yatırımcılar varlıklarına günlük olarak ulaşmak istemektedirler.

Kaynak: Gökhan Çözeli-Yeni Bir Alternatif Yatırım Aracı: Hedge Fon

<http://www.mersinsmmmo.org.tr/files/846b956b-a66e-47aa-9a33-2fc5ec282dbd.pdf>, erişim tarihi: 09.01.2019

2.6. Hedge Fonlar İle Geleneksel Yatırım Fonları Arasındaki Farklar

Hedge fonlar ile geleneksel yatırım fonları arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Hedge fonlar için belirli bir piyasa veya ürün üzerinde işlem yapma sınırı yoktur.

Hedge fonlar, bütün yapılandırılmış ürünleri kullanabilirler. Kaldırıcı yüksek türev ürünlerle ilgili işlemlere giriş yapabilirler. Hedge fonda yatırımcılar, fon yöneticisine genellikle diğer fon çeşitlerinde kullanılmayan yatırım tekniklerini kullanırlar. Yatırımcılar mutlak getiri sağlayan strateji fırsatlarından yararlanmak için fon yöneticilerini sınırsız yetkiler ile donatmışlardır. Hedge fonların başarısı elde ettikleri getirilerle ölçülürken, geleneksel yatırım fonlarının başarısı önceden belirlenmiş bir göstereyle elde edilen getiriyle ölçülmektedir. Bir hedge fon yöneticisinin kazancı yönetim becerisi ve başarısına bağlıdır. Başka bir deyişle başarı ne kadar yüksekse kazanç da o kadar yüksek olmaktadır. Hedge fonlarını geleneksel yatırım fonlarından ayıran önemli özelliklerden bir diğeri de hedge fonun ücret yapısıdır. Hedge fon yöneticileri hem sabit ücret hem de yönetim ücreti alırlar. Sabit ücret genellikle yönetilen sermayenin %1 ve %2'si arasında değişmektedir. Yönetim ücreti ise gösterilen performansın %20'si ve %25'i arasındadır. Hedge fonlar düzenleme dışı olduklarından verilen bu ücret aralıkları genellikle aşılr (Chambers, 2008:6).

Hedge fonlarda yönetici, performans ücreti aldığından dolayı daha fazla çalışmaya ve risk almaya teşvik edilmektedir. Buna ek olarak hedge fon yöneticisi ve fon yatırımcısının çıkarları arasında bir paralellik olduğu da göz ardı edilmemelidir. Bu çıkar ilişkisi bir fon yöneticisinin kullanacağı stratejilerde daha dikkatli davranmasını da beraberinde getirmektedir.

Tablo 6’da hedge fonları ile yatırım fonları arasındaki farklar değerlendirilmektedir.

Tablo 6. Hedge Fonlar İle Yatırım Fonları Arasındaki Farklar

	Hedge Fon	Yatırım Fonları
Hedef	Mutlak getiri	Relative getiri
Strateji	Açığa satış, kredili alım ve çeşitli hedge imkânlarının da olduğu geniş bir yelpaze	Açığa satış ve kredili alımlarda çeşitli sınırlamalar var
Getiri ve riskin temel kaynakları	Fonun stratejisi ve fonun yöneticisi	Piyasa
Kültürel stili	Hareket kabiliyeti yüksek ve hızlı davranan	Büyük ve yavaş hareket eden
Likidite	Yatırım ve erken çıkış sınırlamaları var	Günlük likidite imkânı var
Pazarlama	Pazarlama ve satış için çeşitli sınırlamalar var	Küçük yatırımcıları satış imkânı var
İş ilişkisi	Fon yöneticisi ve yatırımcı ortak şeklindedir	Fon yöneticisi yatırımcının temsilcisi şeklindedir
Ücretlendirme	Yönetim ve performans ücreti	Yönetim ücreti

Kaynak: Said Azizullah Sadat - Uluslararası Piyasalarda Hedge Fon Etkileri- sayfa 12-13

<https://www.slideshare.net>, Erişim Tarihi:09.01.2019

2.7. Hedge Fonların Avantajları ve Dezavantajları

2.7.1. Hedge Avantajları

- Hedge fonlar piyasaya likidite sağlarlar. Böylelikle piyasa faiz oranları düşer.
- Piyasada doğru fiyatların belirlenmesine yardımcı olur.
- Bu fonlar girdikleri ülkelerin cari açıklarının finansmanında önemli rol oynarlar.
- Finans piyasalarının derinleşmesini ve gelişmesini sağlarlar
- Girdikleri ülkelerin işlem piyasasında çeşitlilik sağlarlar.
- Piyasada risklerin dağıtılmasını ve bölüşülmesini sağlarlar.
- Hem düşen hem de yükselen piyasalarda yaptıkları işlemler sonucunda kazanç sağlayabilirler.
- Geleneksel fonlara kıyasla daha yüksek getiri sağlarlar.
- Arbitraj fırsatlarından yararlanırlar

2.7.2. Hedge Dezavantajları

- Yüksek kaldıraç kullanımı veya borç para kullanımı: küçük kayıpların büyük kayıplara dönüşmesine neden olur.

- Yeterli olmayan yasal düzenlemeler

- Şeffaflık sorunu

- Piyasadan hızlı çıkışlar sonucu piyasada paniğe neden olabilme

- Türev ürünler piyasasında veya kaldıraç kullanımından ötürü yükümlülüğünü yerine getiremeyecek olan fonların varlığı sonucu meydana gelebilecek sistematik riskler veya krizler

- Aşırı likidite riski

- Hedge fon piyasasındaki sürü davranışı (bütün hedge fonların tek bir ürüne ve aynı yönde pozisyon alması riski)

- Yönetim ücretlerinin yüksek olması gibi nedenlerin varlığı hedge fonların dezavantajları arasında sayılabilirler.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HEDGE FONLAR ve FİNANSAL KRİZLERDEKİ ROLÜ

3.1. Uluslararası Fon Hareketleri ve Hedge Fon Yatırımları

Finansal serbestleşmeye karşı ileri sürülen en önemli görüşlerden biri, bu dönemde ortaya çıkan, sıcak para olarak da ifade edilen kısa vadeli ve spekülasyon kaynaklı sermaye hareketlerinin kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışının ana unsuru olan istikrar ortamına fayda sağlamadığı aksine istikrarsızlığı tetikleyerek ülkelerde finansal krizlerin önemli bir kaynağını oluşturduğu yönündedir. Yaşanan bu istikrarsızlığın en önemli nedeni kısa dönemli sermaye artışlarından dolayı yerel paranın olduğundan fazla değerlenmesidir. Bir yandan ticaret hacmi yüksek ve üretken sektörlerde daralmaya, diğer yandan rezervlerin aşırı birikmesine ve ulusal tasarrufların daralmasına yol açan bu süreç, ulusal kaynakların etkin ve verimli dağıtılmasının önüne geçerek istikrarsız bir büyümeye yol açmaktadır.

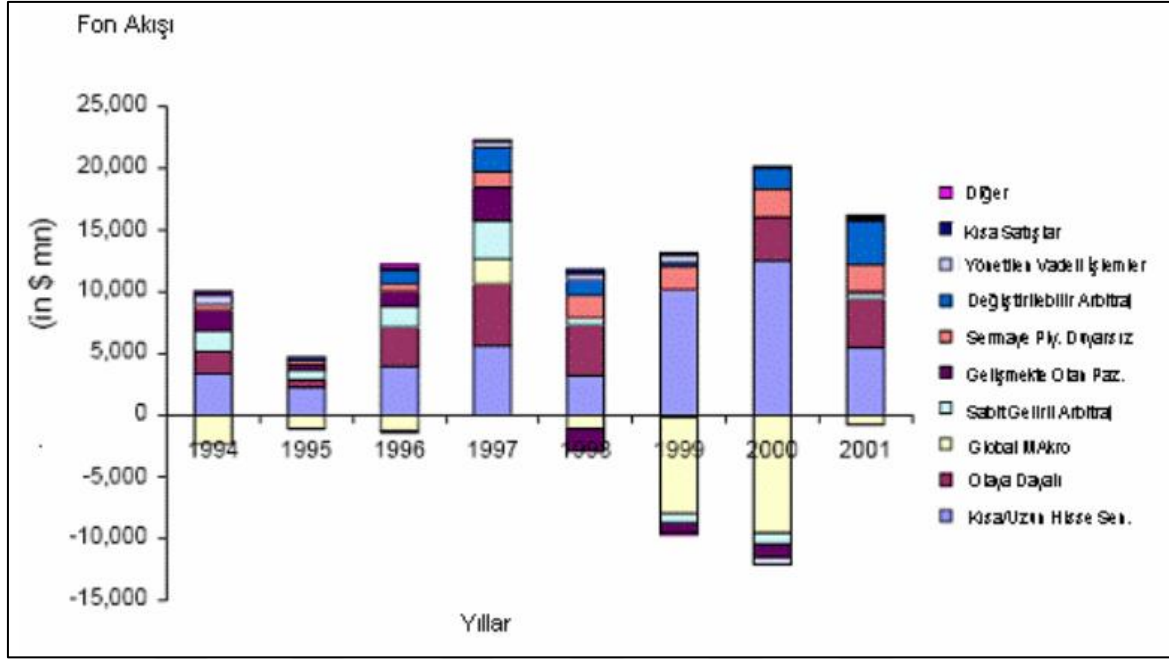
Reel üretim sektörlerinde ortaya çıkan bu olumsuzluklara ek olarak, merkez bankalarının maruz kaldıkları dış kaynaklı spekülasyon eylemlerinin merkez bankalarının para üzerindeki gücünü azaltmakta ve dolayısıyla ulusal ekonomilerin para piyasaları da bu spekülasyon hareketlerinden etkilenerek kontrolden çıkmaktadırlar. Spekülasyon eylemlere bağlı olarak ortaya çıkan bu olumsuzluklar sonucunda ulusal borsalar giderek kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkisi altına girmektedir. Buna bağlı olarak ulusal ekonomilerde gerçek olmayan büyüme ve daralmalar görülebilmektedir. Ortaya çıkan bu olumsuzlukların sonucunda reel sektörler ile finans sektörleri birbirinden uzaklaşarak ve spekülasyon kazançları arttırarak gelir dağılımında adaletsizliğe yol açmışlardır.

Yaşanan bu gelişmelere bağlı olarak özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısında dış kaynaklı yoğun sermaye akımları sonucunda birçok ülkede krizler daha sık ve peş peşe görülmüştür.

Krize maruz kalan bu ülkelerin ekonomik yapılarında birçok farklılıklar bulunmasına karşılık bu ülkelerin kriz ile karşı karşıya kalmasının temel ortak özelliği hepsinin finansal serbestleşme gerçekleştirmiş olmalarıdır. Finansal serbestleşimse yapmanın sonucunda ülkeler yoğun sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerini kaybetmişlerdir. Bu gelişmeler, yoğun sermaye hareketlerinin ülkelerin ekonomik yapıları üzerindeki etkilerinin tartışılmasını beraberinde getirmiş ve sermaye hareketlerinin krizlerin en önemli etkeni olduğu görüşünü hâkim kılmıştır. Bununla birlikte sermaye hareketlerinin nasıl kontrol edileceği sorusu gündeme gelmiştir (İnsel ve Sungur, 2000: 13).

Bunlara ek olarak, sermaye hareketleri sonucunda portföy yatırımlarının yoğun ve ani hareketlilik ile girdiği ülkelerin makroekonomilerinde iyileşmeler, ani ve yoğun çıkışların ise ülke ekonomisinde çöküşlere neden olduğu görülmüştür. Buna örnek olarak Güney Kore'de 1997-1999 yılları arasında, art arda üç yıl çöküş süresi yaşandı. 1997 yılında ekonomi % 5 oranında büyürken, 1998 yılında % 7 küçülmüş, 1999 yılında ise % 11 oranında büyümüştür.

Aşağıdaki grafik, 1990' lardan bu yana gelişmekte olan ülkelere güçlü bir sermaye hareketini göstermektedir. Şekil 8'de hedge fonların yıllar itibariyle akış trendleri yer almaktadır. Uluslararası sermaye hareketleri hedge fonların niceliksel olarak ulaştığı boyutlar konusunda bazı rakamlar, ufak da olsa sermaye hareketlerinde hedge fonların görece rolü hakkında fikir vermektedir. Buna bağlı olarak 1994-2001 yılları arasındaki sermaye girişi kısa sürede yaklaşık olarak 2 kat artarak 18 milyar dolara yükselmiştir. Grafiği incelediğimizde maksimum fon akışının long/short equity stratejisinde mevcut olduğu görülmektedir. Ayrıca global makro fonları, ilgili yıllarda en çok kaybedenler olarak göze çarpmaktadır. Global makro fonlar ilgili yıllarda sadece 1997 yılında kar elde etmiştir. Şekil 8 e bakıldığında global makro fonların diğer fonların aksine 1999 ve 2000 yıllarında büyük zararlar ettikleri görülmüştür. Bunun nedeni olarak dünyada farklı ülkelerde ve art arda yaşanan ekonomik krizler (1997-1998 Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi, 2000-2001 Türkiye krizi) gösterilebilir.



Şekil 8. Hedge fonların akış trendi (Naranayan Y. Naik, 2007: 110)

Yukarıdaki bilgilere ek olarak; 2006 yılı itibariyle 360 milyar dolar olan hedge fonların portföyündeki kurumsal yatırımcı payının ilerleyen yıllarda 1 trilyon doların üzerine çıkacağı ve söz konusu kurumsal yatırımcı portföyünün de % 65 oranında emeklilik şirketlerine ait olacağı, hedge fonlar tarafından yönetilecek portföyün büyüklüğünün ise artarak 3,5 trilyon dolar olacağı beklenmektedir.

Serbest yatırım fonlarının içinde bulunulan yılın özelliğine ve fonun ana stratejisine bağlı olarak tahminen fonların her yıl %85-95'inin piyasada aktif olarak rol aldığı, mevcut fonların %30'unun piyasada 3 yıl içerisinde, %40'ının ise en fazla 5 yıl piyasada tutdukları görülmüştür.

3.2. Finansal Krizlerde Hedge Fonların Etkileri Üzerine Çeşitli Görüşler

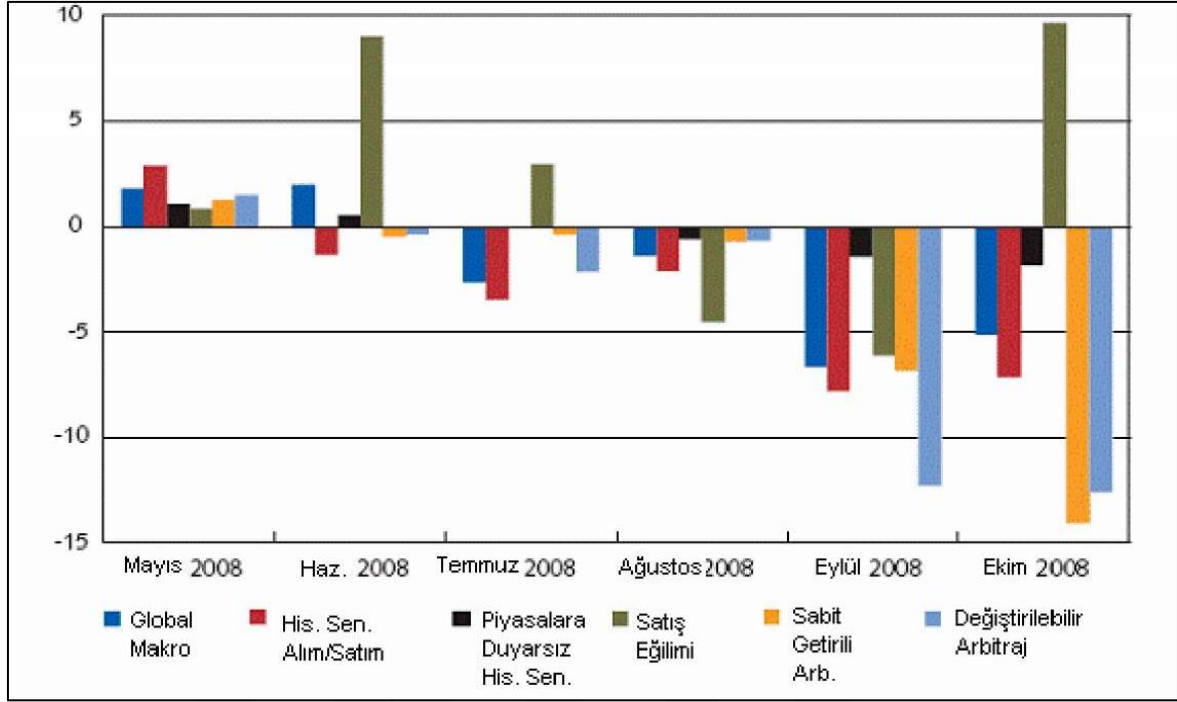
Hedge fonların finansal pazarların gelişimi üzerine üstlendiği rollerle ilgili ve krizlerin etkilerinden hangi boyutlarda etkilendikleri tartışması, her finansal krizin sonra tekrar ortaya çıkmıştır. Genel görüş, hedge fonların finansal çalkantıların üstesinden iyi geldiği yönündedir. Geçmişteki finansal krizlerde olduğu gibi, hedge fonlar, finansal krizlerden çok fazla etkilenmemişleridir. Fakat bilinmelidir ki, günümüzdeki finansal çalkantılar, hedge fonlar üzerinde çok önemli etkilere sahiptir. Ekonomik sıkıntılar, her kesimden finansal aracı ve pazarı oldukça etkilemiştir ve bu hedge fon portföyü içindeki çeşitliliğin olumlu etkilerini azaltmıştır. Bu gelişmeye bağlı olarak bazı ülkeler, fonların arbitraj

stratejilerinin ülke ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinden dolayı, açığa satış işlemlerini yasaklamışlardır.

Hedge fonların ortak özelliği, mutlak getiri hedeflerinin olmasıdır. Hedge fonlar, öncelikle kurumsal yatırımcılar için ve finansal olarak güçlü bireysel yatırımcılar için tasarlanmıştır. Birçok hedge fon, kaybetmeye karşı yatırımcılarını korur. Hedge fonların çok geniş bir yatırım strateji yelpazesi vardır ve bu stratejiler geleneksel yatırım fonlarına kıyasla daha aktiflerdir. Bunun nedeni hedge fonların kısa ve uzun dönemli pozisyonlara müsaade eden ve türevler araçların kullanımına izin veren yapıları ve daha liberal düzenleyici taslaklarla kontrol edilmesidir. Hedge fonlar aynı zamanda sermaye yatırımları üzerinde yüksek oranda kazanç sağlayan daha yüksek düzeyde bir kaldıraç seçme hakkına sahiptir.

Hedge fonların ortaya çıkması ve gelişmesinden sonra, finansal krizlerde oynadığı rol üzerinde tekrarlanan birçok tartışma olmuştur. 1990 ve 2000'lerdeki krizlerin çıkış noktaları ve yerleri farklı olmasına rağmen, hedge fonlara yapılan eleştiriler aynı yönde olmuştur. Eleştiriler, genel olarak yüksek kaldıraçlı bir hedge fon veya hedge fon grubunun belirli firmalar, sektörler veya kurlarla ilgili spekülasyonlar ortaya çıkararak, finansal pazarlardaki fiyatlar üzerinde güçlü bir etkiye sahip oldukları üzerinedir. Bu etki, spekülâtörün yatırımcılar üzerinde toplu bir davranış göstermesiyle daha da güçlendirilebilir. Hedge fonlar için, aynı zamanda, varlık fiyatlarını manipüle etmesi ve finansal balonlara neden olmaları yönünde de eleştiriler yapılmıştır.

Aşağıda şekil 9'da seçilmiş yatırım stratejileri için kazançlar grafiksel olarak verilmektedir. Buna göre 2008 küresel krizinden önce hedge fonların uyguladıkları yatırım stratejilerinden kar elde ettikleri görülmektedir. Ancak 2008 Eylül ayından itibaren patlak veren küresel ekonomik kriz bütün hedge fon stratejilerini etkilemiştir.



Şekil 9. Seçilmiş Yatırım Stratejileri İçin Kazançlar (Strömqvist, 2009: 4)

Hedge fonlar ve finansal krizler üzerindeki tartışma, mevcut finansal dalgalanma ve kriz ortamında tekrar hararetlenmiştir. Soru şudur; mevcut krizde hedge fonların rolü şu ana kadar ne olmuştur? Basitleştirmek gerekirse bir bakıma, hedge fonların güncel finansal krizleri etkilemek yerine, krizden etkilendiğini söyleyebiliriz. Bu konuyla ilgili ana tartışma, hedge fonların bu krizle başa çıkma hususunda eski krizlere nazaran daha fazla problemle karşılaştığı yönündedir. Strömqvist'e göre (Strömqvist, 2009: 12), para krizinin tek göze çarpan özelliği, açığa satış işlemlerine engel olma kararlılığıdır. Birçok ülke tarafından alınan kararlar ile (UK ve USA'yı da kapsayan) bu süreç Eylül 2008 itibariyle tamamlanmıştır. Açığa satışa engel olma kararlılığı ile birlikte hisse senetlerine yönelik pazarlara ve etkilenen farklı yatırım stratejilerine anlık düzenlemeler getirilmiştir. Bu uygulamalar, çoğunlukla stratejiler için açığa satışın doğal bir parçası olmuştur. Açığa satışın yasaklanması, geleneksel fonlardan daha çok, hedge fonlarda etkisini göstermiştir. Çünkü hedge fonlar, açığa satışı daha çok kullanmaktadırlar.

Amerika'da yaşanan 2008 krizindeki çalkantılarda hedge fonlara ait bazı gelişmeler, dikkatleri hedge fonlar üzerine çekmiştir (Felton ve Reinhart, 2008: 353);

- 15 Nisan: Alfa dergisi, hedge fon sahibi olan John Paulson'ın, 2007'deki en yüksek maaşlı fon yöneticisi olduğunu açıkladı. Onun fonu olan Paulson & Co.'nun değeri yıl boyunca, 20 milyar dolardan fazla yükseldi.
- 13 Ağustos: Goldman Ailesi, 3 milyar dolarlık parayı piyasaya sürdü ayrıca Avrupa, Amerika ve Japonya Merkez bankaları, pazarlara likidite sağlamaya devam ettiler.
- 13 Eylül: Goldman Sachs tarafından yönetilen bir hedge fon olan Global Alpha, ağustos boyunca %22'lik bir kayıp yaşadığını açıkladı.
- 15 Aralık: AIG (American Investment Group), RMBS (Residential Mortgage-Backed Security)' ye 39 milyar dolarlık büyüklükteki değerini sattı, Federal Reserve ise piyasa değeri yaklaşık 20 milyar dolar olan Citadel Investment Group 'un 15 milyar dolarlık yatırımcı ödemelerini askıya almış ve diğer hedge fonları da içine alarak 21. yüzyılın ikinci yarısındaki ilk global finansal krizine katılmıştır.

Hedge fonların finansal krizlerde dolaylı veya dolaysız olarak oynamış olduğu rollerle ilgili bir başka örnek de Japonya'da yaşanmıştır. Japonya'daki düşük faiz politikası ve Japon para birimi Yen'in; özellikle ABD doları ve euro karşısında değer kaybını sürdürmesi veya en azından düşük seviyesini koruması sonucunda uluslararası kurumsal yatırımcılar, Japon yeni üzerinden borçlanmakta ve bu paraları özellikle yüksek getiri sağlayan gelişmekte olan ülke piyasalarında farklı işlemlere yatırmışlardır. Japon yeni carry trade'i olarak adlandırılan bu işlemler daha çok hedge fonlar tarafından yapılmaktadır. Hedge fonların Japon yeni borçlanması sonucunda pozisyon açması piyasaları yükseltirken, pozisyonlarını kapaması ise ters etki yaparak piyasaları düşürmektedir (Çanakcı, 2007: 21).

Daha yakın bir örnek vermek gerekirse; ülkemizde yaşanan finansal istikrarsızlıklarda rol oynayan sıcak para akışında, hedge fonların oynamış olduğu görece rolden bahsetmek de mümkündür. Türkiye'de yaşanan döviz kurundaki yükselişin sebeplerinden birisi olarak hedge fonların zararları gösterilmektedir. Konut kredisi piyasasındaki yatırımları ve iflas eden bankalardaki sermayeleri nedeniyle zarara uğrayan hedge fonlar gelişmiş ülkelerdeki portföylerini çekerek likit pozisyona geçmeye çalışmaktadırlar. Hedge fonlar tarafından çekilen bu likit varlıklar Türkiye'de kurlardaki yükselişlerin sebeplerinden birisi olarak gösterilmektedir.

Hedge fonlar, geçmiş on yıldan fazla bir süreçte gerçekleşen çeşitli para krizleri için sorumlu tutulmuşlardır. Hedge fonların finansal krizler üzerindeki etkilerine yönelik birçok çalışma bulunmaktadır. Hedge fonların küçük ve orta büyüklükteki pazarları manipule edip etmediği konusunda farklı görüşler mevcuttur (Friedman ve Gage, 1999: 33). Treasury Secretary Rubin, hedge fonların finansal krizlerde önemli bir faktör olduğuna ve bu gibi krizlerde ülkelerden sermaye kaçışının başlamasına neden olduğuna inanmadığını açıklamıştır. Treasury Secretary Rubin'e göre; hedge fonların sadece bir kısmı para ticaretine yönelmişlerdir (Friedman ve Gage, 1999: 33).

Çeşitli güncel çalışmalar, hedge fonların küresel finans krizlerinde rol almadıklarını göstermişlerdir. IMF'nin hedge fonlara yönelik çalışmaları, Brown, Goetzmann ve Park' ın yaptıkları çalışmalara göre hedge fonlar finansal krizlerin oluşumunda rol almamaktadırlar (Nussbaum, 1999: 43).

Avustralya Reserve Bank'ın güncel açıklaması, 1997 ve 1998'deki hedge fonların orta büyüklükteki ekonomilerdeki etkisi tartışmalarını sona erdirmiştir. The Reserve Bank Raporu, ayrıca Brown 'un ve diğerlerinin ve de IMF çalışmalarının sınırlılığına dikkati çekmiştir. Hedge fonların bu krizlerdeki rolü, yakın zamanlardaki çalışmaların konusu olagelmıştır.

Finansal Denge Forumundaki (Financial Stability Forum) bir çalışma grubu, yakın zamanlarda G-7 ülkeleri üzerine yapmış olduğu bir çalışmasında; hedge fon faaliyetlerinin, küçük ve orta büyüklükteki ekonomilerdeki finansal pazarların bütünlüğü ve dinamikleri üzerindeki" etkilerini saptamıştır. MFG (The Manila Framework Group) ise, 14 Asya ülkesini içine alan Asya finansal krizlerinin harekete geçişi üzerinde çalışmış ve hedge fonların bu krizlerdeki rolünü de araştırmıştır (Says, 1999: 29).

IMF Raporunda, IMF çeşitli krizler üzerinde çalışmıştır; 1992 ERM krizi, Bond Market Turbulence, 1994-95 Meksika Krizi ve 1997'deki Asya'da yaşanan gelişmekte olan pazarlar krizi gibi. Rapora göre " hedge fonlar büyük ve etkin olan bir piyasanın sadece küçük bir parçası olarak görülmüştür. Buradan hareketle hedge fonların küresel finansal krizlere etki edecek kadar büyük bir yapıya sahip olmadığı sonucuna varılmıştır (<http://www.imf.org>, 2009: 5).

Ancak Avustralya Reserve Bankası, IMF raporundaki, hedge fonların krizlerle ilgili etkisi konusunda, "bunu destekleyecek hiçbir güçlü bulgu bulunamaması" sonucunu eleştirmiştir. Bu rapor, hedge fonların Thai krizindeki rolünü farklı olarak değerlendirmiştir. IMF

raporuna göre; "ticari banka kredileri ve yabancı yatırımların sürü psikolojisi küresel krizi besledi" yönündedir.

Hedge fonların, Tayland bahtının satışlarıyla ilgili zamanlaması konusunda eğer IMF iddiası doğru ise, o zaman hedge fonların belirli rolünün olduğunu düşünmemek zordur. Ancak hedge fonlar, Thai Bahtında, hemen hemen % 5'lik bir kısa pozisyon almışlardır. Tayland'ın, GSYİH ile ilgili IMF Uluslararası Sermaye Pazarları Raporunda, IMF şu sonuca varmıştır: hedge fonlar, uluslararası döviz pazarlarını manipüle etmek için bazen spekülasyon yapma gayreti içinde olmuştur." Kelimenin tam anlamıyla, bu rapordaki açıklamalar, hedge fonların krizlere neden olup olmadığı konusunda daha fazla analitik ve ampirik çalışma yapmayı zorunlu kılmaktadır (<http://www.imf.org>, 2009: 2).

Brown, Goetzman ve Park tarafından Asya para kriziyle ilgili (1997) yakın zamanlarda yapılan bir akademik çalışmada ise, yazarlar; "George Soros ya da herhangi bir diğer hedge fon yöneticisinin, Malezya Ringgiti ile ilgili olarak, krizle ilgili sorumluluğunun olduğu" hipotezini destekleyen ampirik bir bulgu olmadığı görüşüne varmışlardır. Ayrıca bu yazarlar şunu açıkça belirtmişlerdir: "1997 yılı başlarında, en büyük on hedge fonun Ringgiti satın alıp Malezya ekonomisini destekliyor gibi bir izlenim vermiş olabilirler.

Sonuç olarak, hedge fonların sistemik risk dengesindeki rolü kabul edilmiştir. Hedge fonlar, özel ve kamu sektörünün, çeşitli yurtiçi ve uluslararası gruplar arasında entegre olması ile birlikte, belirli araştırma ve çalışmaların konusu olmaya devam etmiştir. Bu araştırma ve çalışmalar ayrıca pazar entegrasyonunu içeren hedge fonlar üzerine de odaklanmıştır.

3.3. Hedge Fonlar ve Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi (ERM)

1992 Avrupa döviz kuru mekanizması krizinin dayanak noktasını, Avrupa Birliği'nin parasal birlik konusunu ele aldığı Maastricht Anlaşmasına 1992 Haziran ayında Danimarkalıların ret oyu vermesi oluşturmaktadır. Böylece Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) üzerindeki baskılar daha da artmış ve bu artış Liret üzerinde spekülasyon işlemler gerçekleştirilmesi sonucunu doğurmuştur. Liret üzerinde yoğun spekülasyon işlemlerinin olmasının sebeplerinden biri de İtalyan bütçe açıklarının Liret'in desteklenmesini sağlayacağı düşüncesidir. Finlandiya ve İsveç üzerinde denenen spekülasyon işlemlerinin istenildiği gibi sonuçlanması ve İtalyan Liret'inin baskılar sonucunda %7 devalüe edilmesi spekülasyoncuları İngiliz Sterlini yönünde harekete geçirmiştir (Bildirici, 2013: 53).

Para Sihirbazı olarak bilinen dünyaca ünlü spekülör George Soros sterlinde yaşanacak değer düşmesi ihtimalini önceden öngörmüş ve kısa vadeli krediler halinde, 15 milyar dolara yakın kısa pozisyon almıştır. İngiliz Sterlini'ne yönelik bu ve benzeri spekülör hareketler sonucu 16 Eylül 1992'de Bank of England'ın müdahalelerine rağmen İngiltere'deki faiz oraları bir günde %5 yükselmiştir (Pilbeam, 1998: 301).

Önceden durumu fark eden hedge fonlar kendi kendilerini ERM 'deki uzun vadede oluşabilecek döviz kurunun yeniden düzenlenmesi hususunda konumlandırmışlardır. Ayrıca hedge fonlar, diğer kurumsal fon yöneticilerinin de kendi pozisyonlarını tekrar değerlendirmesini sağlamıştır. Krizle bağlantılı olarak 1993' deki CMR raporun da hedge fonların toplamda 10 milyardan az sermayeye sahip olmalarına karşın potansiyel döviz piyasasında geniş ve etkin bir rol oynadıklarına vurgu yapılmıştır. Yine aynı raporda asıl finansal güç sağlayıcılar olarak emeklilik fonları, sigorta şirketleri, finans dışı kurumlar ve ortak fonlarına dikkat çekilmiştir (Eichengreen vd. 1998: 37).

3.4. Hedge Fonlar ve Asya Krizi

Güneydoğu Asya krizi 1997 Şubat ayında başlamış ve 2 Temmuz 1997 tarihinde Tayland'ın ulusal para birimi Bahtı devalüe etmesiyle bölge ekonomilerine ve dünyaya yayılmıştır (Parasız, 2000: 607). Güneydoğu Asya ekonomik krizinin temelinde özel sektörün yer alması, krizi ortaya çıkış nedenleri açısından diğer krizlerden ayırmaktadır. Türkiye (1994), Rusya(1998) ve Brezilya'da yaşanan krizlerden farklı olarak birçok Asya ülkesinde mali yapı sağlamdı ve kamu sektörü borcu yüksek düzeylerde değildi. Ayrıca cari hesap açıklarının önemli rol oynadığı dış dengesizliklerin temelinde yatan etken, Meksika'da (1994) olduğu gibi aşırı tüketim değil, sürdürülemeyen yatırım patlamasıydı. Yani söz konusu kriz bir anlamda bir sermaye hesabı kriziydi. 1980'ler ve 1990'lardaki diğer güven krizlerinden ayrılan bir yönü de bu krizin kökeninde yatan sebeplerin; yapısal nitelik taşımalarıydı. (Özel sermaye hareketlerini yönetmede yanlış politika uygulama, zayıf idare, yanlış zamanlamalı finansal sektör liberalizasyonu gibi). Söz konusu krizin bir diğer karakteristik özelliği de finansal yayılmanın bölgesel nitelik taşıması ve çözümünde de bölgesel çözümlerin gerekmesi idi (Rana, 2002: 15).

Asya Krizinde kısa vadeli borçların rolü kuşkusuz çok önemlidir. Krizden etkilenen birçok ülkenin dış borçları kısa vadeliydi. Yabancı alacaklıların ekonomik konjoktörden etkilenerek paniklemeleri ve verdikleri kısa vadeli kredilerin vadesini uzatmayı

reddetmeleri krizi tetikleyen hatta krize neden olan en önemli faktör olarak görülmüştür (Chang ve Velasco, 1999: 72).

1990'ların başından beri Avrupa ve Japonya'daki zayıf büyüme, yatırımcılara cazip yatırım imkânları sunmuş ve böylece özel sermaye akımları büyük miktarlara ulaşmıştır. Sermaye akımlarıyla beraber mevcut riskler, yüksek getiri beklentisi ile uluslararası yatırımcılar tarafından yükselen yeni pazarlara kaydırılmıştır. Büyük miktarlarda kısa süreli yabancı sermaye girişi Güneydoğu Asya ülkelerinde yerli mali varlıkların fiyatını yükselterek finans piyasalarında spekülasyonlara ve dolayısıyla dalgalanmalara neden olmuştur (Ekonomik Araştırmalar Dairesi "Dış Ticaret Müsteşarlığı", 1998: 101). Dolayısıyla Asya Krizinde spekülasyonların da etkili bir rolü olduğu söylenmiştir. Özellikle Malezya Başbakanı Mahattir Mohammed, uluslararası spekülâtör George Soros'u tüm bu gelişmelerin sebebi olarak göstermiştir. Yine bu çerçevede "döviz ticaretinin" ahlakdışı olduğunu ve yasaklanması gerektiğini belirtmiştir (Akdiş, 2004: 38).

IMF Asya krizinde hedge fonların etkili olup olmadığını incelemiş, finansal istikrasızlıklardan ve piyasadaki dalgalanmalardan bu fonların mesul olmadığını ifade etmiştir. IMF'nin yaptığı incelemede, kriz sebeplerinde en etkili unsurların ticari banka kredileri ve yabancı yatırım olduğunu belirtilmiştir. Uluslararası Finans Enstitüsü ve Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonu raporları da Asya Krizine Hedge Fonların neden olmadığını ifade etmişlerdir (Eichengreen vd. 1998: 417).

Ancak kriz döneminde sermaye hareketlerine yönelik edinilen veriler ve yapılan çalışmalar hedge fonların etkisinin önemsenecek derecede olduğunu göstermektedir. Asya Krizinde doğrudan George Soros'un fonları olmasa bile en büyük 10 hedge fonun piyasalardaki spekülâtif hareketleri gözlemlenmiştir Malezya Ringit'ini ele aldığımızda hedge fonların kimi zaman "boğa" kimi zaman "ayı" şeklide piyasalara girip çıkarak istikrar bozucu spekülâtif hareketlerde buldukları bilinmektedir.

Nitekim spekülâtif hareketlerin de etkisiyle bölgedeki bir çok şirketin hisse senetlerinde öngörülemeyen aşırı düşüşler olmuştur. Örneğin; 1997' de Endonezya sigara şirketi Sampoerna bir hissesi 6.75 dolar civarı iken kriz sonrasında 20 cente düşmüştür. Söz konusu şirketin piyasa kapitalizasyonu 6 milyar dolar iken kriz sonrasındaki 18 ayda 200 milyon dolara gerilemiştir. 1 dolar 2300 rupi iken, kriz sonrasında 1 dolar 14.000 rupi olmuştur. Kriz sonucunda Hong Kong, Endonezya, Güney Kore ve Tayland borsalarında

1997 yılında ortaya çıkan sermaye kaybı 200 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır (Bildirici, 2013: 54).

Daha öncede belirttiğimiz gibi 1997 yılı Asya Krizi finansal bir krizdir ve birçok Asya ülkesinde benzer şekilde seyretmiştir. Finansal serbestleşmenin olduğu piyasalarda kriz önce yatırımlarda artış, likitide bolluğu, hisse senedi ve konut fiyatlarında artış ve sonrasında ani likitide darlığı, spekülasyonlar, devalüasyonlar, birçok finansal kurumun maddi kayıpları- ki söz konusu krizin bankalar gibi finansal kurumlara etkisi büyüktür- gibi sorunlar ile karşılaşmıştır.

3.5. Hedge Fonlar ve Rusya Krizi

1997 yılındaki Asya krizi Rusya'yı da etkilemiş ve Rusya'da 1998 yılıyla beraber ekonomik sıkıntılar etkisini hissettirmeye başlamıştır. Öyle ki 1998 yılında 1 Ruble 9,5 dolardan 6 dolara düşmüştür. Rusya ulusal parası olan Rublenin dolar karşısında devalüe edilmesi krizin sebebi olduğu düşünülen döviz endeksli sermaye hareketlerini kısmi olarak sınırlandırırsa da tamamen kriz nedeniyle oluşan ekonomik zararları önleyememiştir (Mor, 1998: 8).

Kriz öncesi dönem Rusya'da finans ve kredi ile ilgili yatırımlarda yabancı yatırım miktarının oldukça arttığı bir dönemdir. Bankalar çok düşük faizle elde ettikleri parayı iç piyasaya yüksek faizlerle sunarak yüksek gelir elde etmişlerdir. Fakat dünyadaki petrol fiyatlarındaki öngörülmeleyen düşüş, piyasaya sunulan kredilerin geri ödenememesi, Rusya'nın dış gelirlerindeki düşüş vb. birçok nedenden dolayı Rusya kendisini krizin içinde bulmuştur. Rusya'yı devalüasyona götüren önemli nedenlerden biri de George Soros'un 1998 Ağustos ayında Financial Times'a gönderdiği mektupta yazılanlardır. George Soros mektupta Rublenin %25'e yakın olarak devalüesinin gerekliliğine vurgu yapmış ve finansal piyasalarda spekülasyon yaparak rublenin devalüe edilmesi beklentisi yaratmıştır. Bu durumun sonucunda Rusya piyasalardaki huzursuzluğu önlemek için rubleyi devalüe etmiş ve 90 günlük moratoryum (dış borçların bir kısmının ve ya tamamının ödenmemesi) ilan etmiştir (Bildirici, 2013: 55).

Rusya krizinin birçok nedeni bulunmaktadır. Ancak Rusya Finansal krizinin arkasında kısa vadeli kar amacıyla olan birçok yabancı spekülatörlerin olduğu kimi çevrelerce iddia edilmektedir. Hatta dönemin Rusya Merkez Bankası Başkanı olan Sergey Dublin finansal krizin sorumluları olarak yabancı spekülatörleri göstermiştir.

3.6. Hedge Fonlar ve 2008 Krizi

2007 yılının ikinci çeyreğinde konut piyasasındaki bozulmalar ile hissedilmeye başlayan, Eylül 2008'de ABD'nin beşinci büyük yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflas etmesiyle şiddetini arttıran, 1929 Ekonomik Burhan'ından sonra yaşanan en büyük kriz olarak değerlendirilen 2008 krizi birçok ekonomiyi etkisi altına almıştır.

Kimi çevreler 2008 krizinin arkasında finans dünyasının açgözlülüğünün ve yozlaşmışlığının olduğunu söylemekte ve krizin kurumsal düzenleme aksaklıklarından kaynaklandığını ileri sürmektedir. Bu çerçevede 1970'lerde borsa simsarlarına ödenen komisyonların düzenlemelere tabi olmaktan çıkarılması ve 1990'larda ticari bankacılık ve yatırım bankacılığı faaliyetleri arasındaki ayırımların ortadan kaldırılması krizin altyapısını oluşturduğu söylenebilir. Genel olarak krizi ele aldığımızda; 2000'li yıllardan sonra uygulanan faiz politikası, derecelendirme kuruluşlarının gerektiği gibi çalışmamaları vardı. Bunun dışında mortgage piyasasında görülen bozulmalar, risk denetiminde ve şeffaflıkta eksiklikler, özensiz krediler, menkul kıymetleştirmenin ve türev ürünlerin artması sonucunda mali yapının daha riskli hale gelmesi kriz için en uygun altyapıyı hazırladığını söyleyebiliriz (Bildirici, 2013: 55).

2000-2006 yılları arasında kredi kullanımının artması ve sonucunda piyasalarda likitidenin bolluğu artmış, bankalar likitide bolluğunu doğru yönlendirememiş ve yanlış kararlar almışlardır. Bankalar gelir araştırması yapmadan hatta geliri bile olmayan kişilere mortgage krediler (sub-prime kredi) kullandırmış ancak geliri olmayan kişilerin almış oldukları kredileri geri ödeyememesi sonucunda ciddi sıkıntılarla karşılaşmışlardır. Geri ödenemeyen krediler sonucunda elde ettikleri hacizli konutları piyasaya süren bankalar piyasadaki konut fiyatlarının düşmesine neden olmuş, bu durum krizi daha da alevlendirmiştir. Mortgage piyasasında evlerinin değerinin düştüğünü gören halk kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalması nedeniyle artık mortgage kredilerini ödememişlerdir. Ciddi zararda olan bankalar geri ödemelerini diğer finansal kuruluşlara satmasıyla kriz diğer finansal sektörlere de sıçramıştır (Bildirici, 2013: 56).

Bazı merkez bankaları oluşan kriz ortamını yok etmek amacıyla ortak hareket ederek faiz artışı, mevduatlara güvence verme ve likitide arttırıcı politikaları uygulama yönünde hareket etmişlerdir. SEC (U.S. Securities and Exchange Commission-ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu), geçici olarak bazı hisselerde açığa satışı yasaklamıştır. Ancak uygulanan politikalar Freddie Mac, Fannie Mae, IndyMac, Fortis, Barclays, Royal

Bank Of Scotland gibi finans kuruluşlarının ciddi zararlara uğramasına engel olamamıştır. Lehman Brother's zarara uğrayan bu şirketler arasında en popüler olanı ve krizin etkisini daha da derinleştiren firmadır. Lehman Brothers'ın konkortado ilan etmesi finans piyasalarının güvenilirliğini ciddi şekilde sarsmış, piyasalarda bir paniğin oluşmasına ve yatırımcıların fonlardan paralarını geri çekmelerine neden olmuştur. Yatırımcıların paralarını geri çekmesi nedeniyle hedge fonların değerinde ciddi düşüşler yaşanmıştır.

2008 küresel krizini ele alınırken krediye dayanılarak yapılan yatırımlar özellikle üstünde durulması gereken bir konudur. Kredinin el değiştirmesi krizin olumsuz etkilerini başka alanlara da yansımaya neden olmuştur. Bu değiştirme işlevi yeni finansal ürünler olan türev ürünler sayesinde gerçekleştirilebilmiştir. Finans birimleri, türev ürünler ile mortgage kredisinin ödenmeme riskini üçüncü bir tarafa devredilebilmiştir. Hedge fonlar buna örnek olarak verilebilmektedir. Ancak riskin devrini sağlayan türev işlemler, başlangıçta sistemin sigortası olarak görülse de kendileri birer risk unsuru haline gelmişlerdir.

Henüz krizin nedenleri arasında Hedge Fonların olup olmadığına ilişkin ortak bir kanı mevcut değildir. 2008 yılında New York'ta yapılan Hedge Fon Panel 'inde hedge fonların 2008 krizine neden olabilecek etkiye sahip olmadıkları belirtilmiştir. Ancak geri ödenemeyen mortgage kredileri ile başlayan ve konut fiyatlarının düşüşüyle devam eden süreçte hedge fonlar krizin etkilerini derinleştirmiş ve krizden olumsuz yönde etkilenen taraf olarak finansal piyasalarda yer almıştır. Hatta 2008 yılının şubat ayında İzlanda hedge fonların krizin etkilerini derinleştirdiği ve finansal sistemi sarstığı gerekçesini öne sürerek bu fonlara müdahale edilmesi gerektiğini savunmuştur.

3.7. Hedge Fonlar ve Türkiye'nin Finansal Krizleri

Hedge Fonların Türkiye'deki finansal krizlerle bağlantısının olduğu henüz tam olarak kanıtlanmış değildir. Ancak hedge fonlar genellikle Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketleri içerisinde yer aldıklarından Türkiye'deki finansal krizleri, kısa vadeli sermaye hareketleri çerçevesinde bu bölümde ele alınacaktır.

3.7.1. 1994 Krizi

Türkiye'de küresel ölçekte yaşanan ilk finansal kriz Nisan 1994 krizidir. Bu krizin nedenleri sadece kısa vadeli sermaye hareketi değildir. Ancak biz sadece krizin kısa vadeli sermaye hareketiyle olan ilişkisine değineceğiz. Türkiye 1980 liberalizasyon programıyla finansal piyasalardaki birtakım kısıtlamalar kaldırılmış, kambiyo rejimi serbest bırakılmış ve yabancı sermaye teşvik edici düzenlemeler getirilmiştir. Türkiye 1990'lı yıllarda düşük

kur yüksek faiz politikasıyla yabancı sermayeyi teşvik etmiş ve kamu kesimi açıklarını kapama yönünde bir politika izlemiştir.

“Düşük kur” sıcak parayı ülkeye girişini sağlayan en önemli ekonomik parametrelerden biridir. 1993 yılında döviz kurlarındaki artışın enflasyon oranının altında seyretmesi siyasi otoritenin enflasyon kontrolü endişesi ile birtakım parasal büyüklüklerdeki artışları dövizle karşılamaya yöneltmiştir. Böylece döviz arzı artarak yabancı paraların kurları düşük kalmış ve yatırım için ülkemizi tercih etmişlerdir. Kriz öncesi dönemde hazine bonusu faiz oranlarının enflasyon üzerinde getiri sağlaması spekülasyon amaçlı hareket eden sermayenin de ilgisini çekmiş ve ülkemizde kısa vadeli sermayede önemli artışlar yaşanmıştır (Aklan, 2011: 45).

Hazine bonusu faiz oranlarındaki yüksek artıştan dolayı hükümet bu faiz oranlarının düşürmek için Hazine'nin Merkez Bankasından borçlanması gerektiğine yönelik bir politika izlemiştir. Merkez Bankasından borçlanmak döviz talebini artırmış ve Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini eriterek döviz kurunun yükselmesine sebep olmuştur. 1994 yılında Merkez Bankası %17 devalüasyon yapsa da serbest piyasadaki döviz talebi artışı durmamış 1995 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının döviz talebini engelleyememesiyle birlikte hükümet üç ay vadeli hazine bonolarını, dönemsel net getirisi %50 olacak şekilde ihraç etmekten başka çare bulamamıştır (Alp, 2007: 160).

1994 yılında yaşanan finans krizi sonrası Türkiye'den oldukça büyük bir sermaye çıkışı olmuştur. Bu sermaye çıkışı krizin etkisini daha da büyütmüş enflasyon oranını %150 ye ulaştırmış ve ekonomiyi %6 küçültmüştür. Ülkeden yüklü bir miktarda sıcak para çıkışı olduğu açıkça görülmektedir. 1994 yılında spekülasyon amaçlı kısa dönemli sermayenin çıkışı arttıkça, piyasalardaki hassas denge bozulmuş ve krizin piyasalara olumsuz etkisi daha çok görülmüştür. Hedge fonların, Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkisinin en net kanıtı olarak 1994 krizine ilişkin bu veriler gösterilebilir.

3.7.2. 2000 Kasım Krizi ve 2001 Şubat Krizi

Türk Finans piyasalarında yaşanan bu iki kriz bir anlamda likitide ve döviz talebine ilişkin sorunlardan kaynaklanmaktadır. 22 Kasım 2000 krizinde ve sonraki dönemde oldukça yoğun bir sıcak para kaçıışı gözlemlenmektedir. Likidite de ani düşüşler ve faiz oranlarında ani yükselmeler bankaları ve birçok finansal kurumun mali yapısını zedelemiştir. Sıcak paranın yurtdışına çıkışı dolayısıyla döviz fiyatları ve döviz talebi üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Çünkü Türk parasının değer kazanması ithalatın artmasını sağlamış ancak dış

açığın da artmasına neden olmuştur. Söz konusu mali politikalar kısmi olarak etkili olsa da istenilen başarılı sonuç alınamamıştır. Dış açık arttıkça piyasaya olan güvenin azaldığı, her geçen gün faiz oranlarının arttığı bir dönemde finansal sistemimiz tekrar bir kriz havasına bürünmüştür. 21 Şubat krizinde de benzer şekilde yabancı sermayenin yurtdışına çıkış oranlarında artış gözlemlenmiş, döviz talebi ve faizlerinde tahmini bile zor çok yüksek artışlar olmuştur. Kısa vadeli sermayenin bu dönemlerdeki hareketi diğer kriz dönemleriyle benzerlik teşkil etmektedir. Bu dönemlerde de kriz öncesinde kısa vadeli sermaye hareketinde artış ve kriz döneminde bu sermayenin hızla kaçışı söz konusudur. Hatta 2000 ve 2001 yılındaki krizlerin sonucu birçok banka kapanmak zorunda kalmış ve akabinde işsizlik sorunu artmıştır. Krizle beraber zengin ve fakir arasındaki uçurum artmış zengin daha zengin olurken fakir de daha fakir hale gelmiştir. Tabi ki bu krizlerin tek nedenini uluslararası kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerine bağlamak doğru değildir. Ancak uluslararası kısa vadeli spekülasyon sermayenin kriz dönemlerdeki piyasalardan ani çıkışı krizin etkisini daha da derinden hissedilmesine neden olmuşlardır.

SONUÇ

Son yıllarda hızla büyüyen hedge fonlar, küresel finansal piyasalarda hala küçük bir paya sahip. Ancak, yüksek işlem hacimleri ve bazı pazarlarda kısa satışlar nedeniyle, kaldıraç ve türev ürünler yaygın olarak kullanıldığından, hedge fonlarının faaliyetleri finansal piyasalar için risk oluşturabilir. 2000 yılından sonra ABD sermaye piyasasında, SEC'in sınırlı denetimine tabi olan hedge fonlar büyük yatırım havuzları oluşturmuşlardır. Bu fonlar yüksek riskli ve yüksek finansal varlıklardan faydalanan yatırımlara yönelmişlerdir. Özel yönetime tabi olan bu fonların sermaye yeterliliği sorunları bulunmamaktadır. Bu nedenle, hedge fonlar spekülatif işlemlerin odağı haline gelmişlerdir.

Hedge fonları, 1940'tan beri finansal piyasaların bir parçası olmuştur. Hedge fonlar, son 10-15 yıldır finansal piyasalardaki en etkili oyuncuların biri olarak statü kazanmaktadır. Finansal piyasaların bütünleşmesiyle birlikte, bu fonların küresel finansal piyasalardaki payı artmaktadır. Ayrıca işlem hacmi diğer fonların paylarına göre oldukça büyüktür. Bu fonların işlem hacimlerinin diğer fonlardan daha büyük olması, küresel finansal piyasalardaki rollerinin önemini artırmaktadır.

Yatırım riskine karşı korunma anlamına gelen "riskten korunma" kelimesi, hedge fonlarının temel felsefesini içerir. Hedge fonları, kendilerini piyasalardaki dalgalanmalardan doğabilecek risklere karşı konumlandırmak için çeşitli türev ürünler ve stratejiler kullanan özel yatırım fonlarıdır. Hedge fonlar, riskten korunma yanında mutlak getiri arayışı içindedirler. Mutlak getiri için kullandıkları stratejiler yüksek risk içerir. Kullandıkları stratejinin risk oranı arttıkça getiri oranı artar. Hedge Fonlarının özelliklerini göz önüne aldığımızda bu fonlar, alternatif yatırım araçlarında finansal piyasalar üzerinde etkiye sahip olabilecek en güçlü ve en özel fonlardır.

Bazı ülkelerde, uygulamada farklılıklar olsa da, hedge fonları denetleyen ve genel olarak faaliyetlerini izleyen kamu kuruluşları yoktur. Hedge fonlar için bazı yasal düzenlemeler olsa da, bu yasaların uygulanabilirliği ile ilgili bazı sorunlar olabilir. Belirli sınırlamaların

olduğu ülkelerde riskten korunma fonları olduğu için, pek çoğu denetimden ve kısıtlamadan uzak, özgürce hareket edebilecekleri offshore/onshore alanları tercih etmektedirler.

Hedge Fonları, birçok finansal araç kullanarak riski minimum seviyeye indirebilir. Aynı zamanda, profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen bir riskten korunma fonu portföyün risk ve getiri oranlarını olumlu yönde etkileyebilir. Riskten korunma fonlarının işin uzmanları tarafından yönetilmesi durumunda, riskten korunma fonları riskin finansal piyasalarda paylaşılmasına izin verecek ve bu ekonominin daha verimli çalışmasına katkıda bulunacaktır.

Geleneksel yatırım fonlarıyla elde edilemeyen birçok getiri, hedge fonlardan elde edilebilir. Hedge fonlar uygun stratejiler kullandığı için gelişmekte olan finansal piyasalar, birçok riskten korunma stratejisinin uygulanabilirliği için henüz istenen düzeye ulaşmamışlardır. Hedge fonlar yatırımcılarına hem yükselen hem de düşen piyasalarda mutlak getiri sağlama gücüne sahiptir. Belirli risklere karşı koruma sağlayan ve yatırımcılarına mutlak getiri sağlayan bu fonlar, faaliyet gösterdikleri piyasalarda yüksek işlem hacmine sahiptir. Girdikleri piyasada likidite ihtiyaçlarını yüksek işlem hacmi ile karşılayabilirler. Hedge fonlarının gelişmekte olan ülke piyasalarına kısa vadeli yabancı yatırım getirdiği bilinmektedir. Diğer bir deyişle, sıcak para olarak kabul edilen bu fonlar, piyasalardaki likiditeyi arttırarak ve cari işlemler açığını finanse ederek gelişmekte olan ülke ekonomilerine katkı sağlamaktadır. Likiditenin artması, faiz indirimini etkileyerek ülkenin refahındaki artışa katkıda bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde sıcak para ve yatırım finansmanı durumunda bu üretimin ekonomik büyümeye ve pozitif ivmeye kavuşmasıyla döviz dengesizliklerini çözme kabiliyeti bulunmaktadır. Tüm bu özellikler nedeniyle, finansal istikrar konusunda etkili olabilirler.

Riskten korunma fonuyla ilgili sorunlar genellikle riskten korunma fonlarının şeffaflığının olmamasına ve yüksek kaldıraç kullanımına dayanmaktadır. Tahmin edilemeyen durumun bir sonucu olarak, fonlar çok ciddi zararlara neden olabilir. Bunun için yatırımcılar LTCM (Long-Term Capital Management) ve Amarnth gibi fonları iflasa götüren nedenleri bilmeleri gerekmektedir.

Genel olarak, bu fonların finansal istikrarsızlık yarattığına dair net bir kanıt yoktur, çünkü finansal riskten korunma fonları hakkında belirli verilere ulaşmak mümkün değildir. Bununla birlikte, riskten korunma fonlarının finansal istikrarsızlıktaki rolü 1990'lı yıllarda

öne çıkmıştır. 1992 ERM Krizi, 1997 Asya Krizi, 1998 Rus Krizi ve 2008 Krizi, hedge fonlar gibi spekülâtif sermaye yatırımlarının finansal piyasalardaki dalgalanmalardan ve finansal krizlerin derinleşmesinden sorumlu olduğunu belirtmiştir.

Hedge fonlara yönelik yapılan eleştirilerin odak noktasını bu fonların finans piyasaları için faydalı mı yoksa değil mi, küresel krizlere neden olurlar mı ve ya krizler üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı yönünde iktisatçılar arasında iki farklı görüş ortaya çıkmıştır. Her nedense her krizden sonra krizlerin hedge fonlardan kaynaklandığı yönünde birçok eleştiri ortaya çıkmaktadır.

Birinci görüşe göre hedge fonlar, piyasada oluşabilecek riskleri üstlendikleri ve piyasa fiyatlarını kontrol ettikleri için faydalıdır. İkinci görüşe göre ise büyük hedge fonların spekülâtif eylemler veya yapacaklarının tam tersi söylemlerle piyasaları manipüle etme potansiyelleri geleneksel yatırım fonlarına göre oldukça yüksek oldukları için zararlıdır. Ancak bu spekülâtif eylemlerin tek başlarına küresel bir krize neden olabilecekleri konusunda net bir bilgi mevcut değildir.

Bütün eleştirilere rağmen, hedge fonların finansal piyasalar açısından da çeşitli yararları vardır. Hedge fonları; doğru fiyatı sağlayarak ve fiyat dengesizliklerini ortadan kaldırarak pazar verimliliğine katkıda bulunur ve likiditeyi artırır. Spesifik olarak, gelecekte varlık fiyatlarının ne olacağına veya varlıkların yanlış fiyatlanmasına ilişkin tahminlere dayanarak spekülâtif işlemlere tabi tutulan riskten korunma fonları riskin dağıtılmasına ve dolayısıyla piyasaların sağlıklı işleyişine katkıda bulunurlar. Hedge fonları geleneksel yatırım araçlarına ek olarak, kredi türevleri, finansal dezavantajlı şirketlerin menkul kıymetleri, likit olmayan menkul kıymetler, gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetleri, tezgah üstü türevler gibi piyasalarda işlem gören fonlar bu pazarlarda likiditeyi artırır.

Hedge fonları genellikle kuruldukları ülkelerdeki menkul kıymetlere ilişkin yasa ve yönetmeliklerden muaf olmaları ve kamuya açıklama ve kayıt yükümlülükleri bulunmaması nedeniyle, düzenleyici ve denetleyici otoriteler bu fonlar hakkında yeterli bilgiye sahip olamamaktadırlar. Bu nedenle hedge fonlar ile ilgili olumsuzlukların farkında olamamakta ve gerekli önlemleri alamamaktadırlar.

Doğrudan veya dolaylı olarak yapılacak düzenlemeler hedge fonlara yönelik şeffaflık sorununu da ortadan kaldıracaktır. Yapılacak bu düzenlemeler ile birlikte hedge fonlar daha istikrarlı ve sorunsuz kurumlara dönüşebilecek ve geleneksel fonlara daha fazla yarar sağlayabileceklerdir. Ancak yapılacak olan düzenlemeler piyasa disiplini sağlamaya ve

arttırmaya yönelik olmalıdır. Aksi takdirde yapılacak olan düzenlemeler fayda sağlamayabilir.

Bununla birlikte, riskten korunma fonlarının faaliyetlerinden doğabilecek riskleri, riskten korunma fonları için doğrudan düzenlemelerden ziyade, dolaylı olarak riskten korunma fonlarının karşı tarafların risk yönetim sistemlerini sürekli iyileştirmelerini sağlayacak düzenlemeler yaparak azaltmak daha uygun olacaktır. Bir ülkenin mali yapısı ne kadar güçlü olursa hedge fonlar tarafından maruz kalınan sermaye hareketleri sonucu ekonomide meydana gelebilecek dalgalanmalardan da o kadar az etkilenir.

Bu açıdan bakıldığında, hedge fonların krizlerdeki göreceli etkisi inkâr edilemez olduğu iddia edebilir. Ancak bunun bir kriz veya krizin ana faktörlerinden biri olduğunu söylemek mümkün değildir. IMF'nin finansal krizlerdeki hedge fonların rolünü araştırmasında belirttiği gibi hedge fonların, aktif piyasalardaki kurumsal yatırımcı takımı yıldızının yalnızca bir parçası olduğu belirtilmiştir. Bununla birlikte, finansal riskten korunma fonlarının piyasalar üzerindeki etkisini göz ardı etmek aşırı iyimser bir tutum olacaktır.

Hedge fonlardan gelebilecek riskleri bertaraf etmenin en önemli yolu risk süreçlerinin iyi belirlenmesi ve bu risk süreçlerinin ülkeler bazında değil de uluslararası alanda yapılabilecek düzenlemeler ile mümkün olacağı unutulmamalıdır.

Hedge fon sektörünün zamanla daha fazla gelişmesi, olgunlaşması hedge fonlarının rolü hakkında daha sağlıklı bilgilere ulaşmamıza yardımcı olacaktır.

KAYNAKÇA

- Açıkgöz, Ö. ve Özkan B. (2009). 1929 dünya ekonomik buhranı ve Türkiye ekonomisine etkileri. *Mevzuat Dergisi*, 136.
- Adanur, A, Nejla. (2002). Uluslararası sermaye akımları: etkileri; sterilizasyon politikaları ve değişen yapısı. *Balıkesir üniversitesi sosyal bilimler dergisi*. 05.01.2019 tarihinde <http://sbe.balikesir.edu.tr/dergi/edergi/c5s7/makale/c5s7m3.pdf> sayfasından erişilmiştir.
- Afşar, M. (2004). *Finansal küreselleşme ve Türk bankacılık krizleri üzerine etkisi*. Eskişehir: T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Akkan, N.A. (2002). *Uluslararası sermaye akımları, etkileri, sterilizasyon politikaları ve değişen yapısı*. Ankara: Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Yayınları.
- Aktan, C. C. ve ŞEN, H. (2001). Globalleşme ve Türkiye. *Mercek Dergisi*. Özel Sayı, (ss. 104-112).
- Akyüz, Y. & Karakoç, M. (2011). Yapısı, işleyişi ve genel özellikleri ile hedge fon gerçeği. *Akdeniz Üniversitesi Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi* Y.2011. C.3. (s.s. 2-9).
- Alantar, D. (2008). *Küresel finansal kriz: nedenleri ve sonuçları üzerine bir değerlendirme*. Maliye Finans Yazıları, 22(81), ss. 75-86.
- Alfredo, S.F. Maria D.L. ve Mollo R., (2002). *Inflation and stabilization in Brazil: a political economy analysis*. Review of Radical Political Economies, 34(2), pp. 109-135
- Allen, F. ve Carletti E. (2009). *The global financial crises: causes and consequences*. University of pennsylvania ve european university institute
- Alp, A., (2002). *Uluslararası mali piyasalardaki gelişmeler ve Türkiye*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları,
- Alp, A. (2007). *Uluslararası mali piyasalardaki gelişmeler ve Türkiye*. Birinci Basım, İMKB

- Anbar, A. (2009). Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri. *Electronic Journal of Social Sciences*, Cilt 8. Sayı 27. www.esosder.org İstanbul.
- Ateş, D. (2011). Ekonomik kriz uluslararası ilişkiler ve küreselleşmenin geleceği. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 12(1). ss. 1-16.
- Avcı, M.A. Altay O. ve Sulak, H. (2016). Finansal krizlerin öngörüsünde markov rejim değişimi modeli: gelişmekte olan ülkelere yönelik bir analiz. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(2). (ss. 463-475).
- Bahçeci, S. (1997). *Ortodoks ve Heteredoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi*. DPT Uzmanlık Tezi, DPT Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2008). *ABD mortgage krizi*. BDDK Çalışma Tebliği 3. http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/5176ABDMORTGA GE05082008x.pdf (ss. 4-5).
- Bastı, E. (2006). *Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi, Krizin Finans Sektörünün Verimliliğine Ve Etkinliğine Etkileri*. Sermaye Piyasası Kurulu, 191, Ankara.
- Baçoğlu, U. Ölmezoğulları, N. ve Parasız, İ. (2001). *Dünya ekonomisi, küreselleşme, uluslararası finansal kurumlar ve küresel makro ekonomi*. Ezgi Kitabevi, Bursa, 368p.
- Bostan, A. ve Bölükbaş, M. (2011). *Küresel Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörüne Etkileri; Türkiye Örneği*. Finans Politik & Ekonomik Yorumları, 48(562), ss. 101-116.
- Burkard, O. ve Coudert. V. (2000). *Currency crises in the emerging economies*. Banque de France Bulletin, 74 pp. 1-12.
- Burnside, C. (2000). *Understanding the korean and thai currency crises*. Economic Perspectives, 1048115X, 2000 3rd Quarter, 24(3), pp. 45-60.
- Celasun, O. (1998). *The 1994 currency crisis in turkey*. World Bank Policy Research Working Paper, 1913 (s.s. 1-44).
- Chambers, N. (2008). *Hedge fonlar*. Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 1, Sayı 1, Niğde.
- Chang, R. & Velasco, A. (1999). *Liquidity crises in emerging markets: theory and policy*. NBER Working Paper Series, 7272, July.

- Claessens, S. Klingebiel, D. ve Laeven, J. (2001). *Financial restructuring in banking and corporate sector crises what policies to pursue*. NBER Working Paper, 8386 (s.s. 1-36).
- Cnbc. 09.01.2019 tarihinde <https://www.cnbc.com/2018/01/26/ray-dalio-made-50-billion-for-his-clients-topping-list-of-biggest-hedge-fund-money-makers-ever.html> erişim sayfasından erişilmiştir.
- Curry, T. ve Shibut, L. (2000). *The cost of savings and loan crises: Truth and consequences*. FDIC Banking Review, 13(2), pp. 26-35.
- Çakıcı, E., (2001). 2000-2001 Yılı Ekonomik Krizlerin Sebepleri ve Sonuçları. *Yeni Türkiye Dergisi*. Eylül- Ekim Ekonomik Kriz Sayısı, ss. 475-490.
- Çalışkan, Ö. V. (2003). *Uluslararası finansal krizler*. Ekonomik Yaklaşım Dergisi, 10, (ss. 245-265).
- Çanakçı, E. (2007). *Küresel borsalarda 2006 ve 2007 yılı dalgalanmaları ve Türkiye*. SPK Araştırma Raporu, SPK, Ankara.
- Çankaya, S. (2008). *Dünyada ve Türkiye'de hedge fonlar ve uygulanabilirliği*. 01.05.2019 tarihinde http://www.finanskulup.org.tr/wpcontent/uploads/2018/06/SayY_81_Ekim_2008_4.pdf sayfasından erişilmiştir.
- Çelik, İ.E. Uslu, K. ve Hodzhaniyazo M. (2015). *Uluslararası sermaye hareketlerinin finansal krizlere ve bankalara etkileri*. International Conference On Eurasian Economies, (s.s. 558-566).
- Çevik, E. İ. (2011). *Gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizlerin yeni yaklaşımlar çerçevesinde incelenmesi*. Doktora Tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.
- Çözeli, G. (2019). *Yeni bir alternatif yatırım aracı: Hedge fon* 09.01.2019 tarihinde <http://www.mersinsmmmo.org.tr/files/846b956b-a66e-47aa-9a33-2fc5ec282dbd.pdf> sayfasından erişilmiştir.
- Delice, G. (2003). Finansal krizler: teorik ve tarihsel bir perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 20 (s.s. 57-81).
- Demirgüç-Kunt, A. ve Detragiache, E. (1998). *The determinants of banking crisis in developing and developed countries*. IMF Staff Papers, 45(1), (s.s. 81109).
- Dinan, D. (2005). *Avrupa birliği ansiklopedisi*. Kitap Yayınevi, İstanbul, (s.s.1000).
- Doğan, D. (2005). *Türkiye'de yaşanan 2001 yılı finansal krizi ve firmalar üzerine etkileri: imkb'de bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

- Doğan, S. (2005). *Gelişmekte olan ÷lkelerde uygulanan ekonomik istikrar programlarının bankacılık sektörü üzerine etkileri ve finansal krizler*. Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Eskişehir.
- Doğanlar, M. (2006). *Türkiye ekonomi'sinde 1994 krizi için öncü göstergeler denemesi*.
- Dornbusch, R. (1987). *Collapsing exchange rate regimes journal of development economics*. 27(1-2). (s.s. 71-83).
- Dura, C. (2009). Ekonomik kriz nedir, özellikleri nelerdir, nasıl gelişir?. 12.02.2019 tarihinde <http://www.cihandura.com/tr/makale/ekonomik-kriz-nedir-ozellikleri-nelerdir-nasil-gelisir-498.2> sayfasından erişilmiştir.
- Durmuş, S. (2010). Finansal krizleri açıklamaya yönelik yaklaşımlar. *Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 5, ss. 31-46.
- Eckbo, B. E. (2009). *Banking sysyem bailout-scandinavian style*. Cesifo DICE Report, 3. (s.s. 9-12).
- Edwards, S. (1998). *Capital Inflows into latin america: a stop-go story?* NBER Working Paper, 6441. (s.s. 1-67).
- Ege, İ. ve Şahin, S. (2015). *Uluslararası finans*. Gazi Kitapevi, Ankara, (s.s. 502).
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2002). *Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması*, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2009) *Küresel Finans Krizi, Piyasa Sisteminin Eleştirisi*. İstanbul:Remzi Kitabevi.
- Eichengreen, B. ve Diğerleri (1998). Çeviren Anbar. Hıdır Mor. Kriz ve fırsatlar. *Dış Ticarette Durum Dergisi*. Sayı:40, Aralık 1998.
- Ekonomik Araştırmalar Dairesi (Dış Ticaret Müsteşarlığı) (1999). Doğu asya krizi. *Dış Ticaret Dergisi*, Asya Krizi Özel Sayısı.
- Eren, F.M. (2010). *Ekonomik Krizler Ve Kriz Göstergeleri: 1990 Sonrası Dünyada Yaşanan Krizler Ve Türkiye Karşılaştırması*. Yüksek Lisans Tezi. Konya
- European Central Bank, (2005). *Occasional paper series*. No:34 Ağustos, Frankfurt.
- Feldstein, M., 2002. "Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management", NBER Working Paper, (8837), pp.1-36.
- Felton, A. & Reinhart, C.M. (2008). *The first global financial crisis of the 21st century A* VoxEU.org Publication, London, (s.s.353-368).

- Friedman, A. & Gage, J. (1999). *A proposal to monitor world finance system*. International Herald Tribune, New York.
- Garbaravicius, T. & Dierick, F. (2010). *Hedge funds and their implications for financial stability*.
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E., 2002. *Finansal serbestleşme politikaları ve finansal krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye krizleri*. İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 27, (s.s. 107-134).
- Hedgelist. (2018). 10.01.2019 tarihinde <https://hedgelists.com/top-250-largest-hedge-funds-2018/> sayfasından erişilmiştir.
- IMF International Capital Markets Report. 10.11.2018 tarihinde <http://www.imf.org/?reprot=established&ssQBy=0>. Sayfasından erişilmiştir.
- IMF, Hedge Funds and Recent Crises. Swedish National Audit Office Tartışma Metinleri. 11.11.2018 tarihinde www.imf.org/results.aspx?FORM=IEFM1&q=search.live.com Implication for Supreme Audit Institutions sayfasından erişilmiştir.
- Intosai (2018). 11.11.2018 tarihinde <http://www.intosai.org/uploads/gaohq4709242v1finalsubgroud1paper.pdf> sayfasından erişilmiştir.
- Işık, N. ve Duman, E. (2012). Reel ve finansal göstergeler açısından 1929 ekonomik buhranı ve 2008 küresel krizi: Karşılaştırmalı bir analiz. *Celal Bayar İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi*. 19(2), (s.s.239-260).
- İnsel, A., & Sungur, N., (2000). *Sermaye akımlarının temel makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri Türkiye örneği*", ODTÜ, ODTÜ IV. Uluslararası İktisat Kongresi, 13-16 Eylül, Ankara.
- Jaeger, L. (2008). *Alternative beta strategies and hedge fund replication*. 1. Basım, WILEY, Chichester.
- James, M., 1993. "The Ideology of Economic Science in the Selling of NAFTA", *Review of Radical Political Economics*, 25, ss.146-163.
- Kambhu, J. (2007). *Til Schuermann, Kevin J. Stiroh, hedge funds, financial intermediation, and systemic risk, Federal Reserve Bank of New York staff reports*. No: 291. Haziran 2007. New York.
- Kansu, A. (2010). *Döviz kuru sistemleri ve döviz krizleri: Türkiye 1994 ve 2001 krizleri*. Scala Yayıncılık: İstanbul. 232s.

- Kazgan, G. 2002. *1990 Sonrası Yıllarda Türkiye'de Krizler ve İşsizlik; Çalışanlar ve Sosyal Güvenlikleri İçin Çözümler Açısından Bir İrdeleme* 10.09.2019 tarihinde http://kazgan.bilgi.edu.tr/docs/1990_sonrası_yillarda_Turkiye.doc. sayfasından erişilmiştir.
- Keleş, C. 2012. *Finansal Krizlerde IMF Politikalarının Rolü Ve IMF'de Reform Hareketleri*. Yüksek Lisans Tezi. Bilecik: Bilecik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Krugman, P. (1997). *Currency Crises*. 16.02. 2019 tarihinde <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>. Sayfasından erişilmiştir.
- Krugman, P.(1998). *What happened to Asia*. 18.02.2019 tarihinde <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>. Sayfasından erişilmiştir.
- Krugman, P. (2000). *Introduction in Currency Crises*. P. Krugman (Ed.). (ss. 1-6) Chicago and London: The University of Chicago Press
- Krugman, P. (2010). *Bunalım ekonomisinin geri dönüşü ve küresel kriz*. (ss.186)(N. Domaniç çev.). İstanbul: Literatür Yayınlar.
- Kurtuluş, B. (1998). Rusya'daki son gelişmeler ve beklentiler. *İktisat Dergisi*, 384, ss.75-76.
- Masson, R. P. (1998). *Contagion: monsoonal effects, spillovers and jumps between multiple equilibria*. (ss.1-30). IMF Working Paper.
- Mishkin, F. S. (2001). *Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market economies*. (ss. 1-40). NBER Working Papers.
- Mishkin, F. S. (2004). *The economics of money, banking and financial markets*. Columbia University: The Addison-Wesley series in economics.
- Mishkin, F. (1995). *Symposium on the monetary transmission mechanism*. (ss. 3-10). Journal of Economics Perspective.
- Moe, T. G. Solheim, J. E. ve Vale, B. (2004). *The Norwegian banking crisis*. (ss. 1-252.) Norges Banks Skriftserie Occasional Papers.
- Muhammet, A. (2004). Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yol açtığı finansal krizler ve bu krizleri önlemede kullanılabilecek araçlar: Tobin vergisi. sayı:36. *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*.
- Nart, E.Ç. (2013). *Uluslararası finansal krizlerin temel kaynakları: yabancı para cinsinden borçlanma ve temel günah*. Doktora Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Norgren, C. (2010). *The Causes of the Global Financial Crises and Their*
- Nussbaum, B. (1999). *Letter from Davos*. (ss.3616). New York: Business Week.
- Oesterle, D.A. (2007). *Regulating hedge funds*. (ss.1). New York: Entrepreneurial Business Law Journal.
- Oktar, S. ve Dalyancı, L. (2010). Finansal kriz teorileri ve Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası finansal krizler. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, (19(2) ss. 1-22).
- Onat, O.K. (2016). Serbest yatırım fonlarında finansal analiz: Türkiye’de faaliyet gösteren serbest yatırım fonları üzerine bir araştırma. *Açü Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, (Cilt: 2, Sayı:2, s. 5).
- Özatay, F. (2000). *The 1994 currency crisis in Turkey*. (3(4) ss. 327-352). Journal of Economic Policy Reform.
- Özatay, F. (2011). *Finansal krizler ve Türkiye*. (ss. 239). İstanbul: Doğan Kitap Yayıncılık.
- Özdemir, A. (1994). *Kriz yönetimi ve halkla ilişkiler*. (ss. 98). İzmir: Ege Yayıncılık.
- Özer, M. (1999). *Finansal krizler, piyasa başarısızlıkları ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar*. (s.205). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Parasız, İ. (2000). *Para banka ve finansal piyasalar* (7. Baskı) Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Pilbeam, K. (1998). *International finance*. Second Edition, London: Macmillan Pres Ltd.
- Rana, P.B. (2002). *Monetary and financial cooperation in east Asia: the chiang mai initiative and beyond*. 6 Şubat 2002 tarihinde http://www2.hawaii.edu/~fima/PDF/PECC_papers/Rana.pdf sayfasından erişilmiştir.
- Reserve Bank of Australia Report 22 Mart 2019 tarihinde http://www.rba.gov.au/Statistics/statistics_by_frequency.html sayfasından erişilmiştir.
- Sachs, J. (1998). *Alternative approaches to financial crises in emerging markets, capital flows and financial crises*. Miles Kahler (Ed.) New York: Cornell University Pres, (ss. 243-262).
- Sakal, M. (2002). Gelişmekte olan ülkelerde mali disiplin arayışı ve borçlanma sorunu. *Celal Bayar Üniversitesi, Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 9(1-2), ss. 211-236.
- Sancaktar, C. (2008). *Kapitalist kriz ve kapitalizmin krizi*. 18.06.2019 tarihinde www.tasam.org/tr-TR/icerik/956/kapitalist_kriz_ve_kapitalizmin_krizi sayfasından erişilmiştir.

- Says, L. (1999). *Deutsche presses- agentur, global market regulator not workable, japan economic newswire*. Japonya: Banning Hedge Funds Ruled Out at Singapore Conference.
- Seyidoğlu, H. & Yıldız, R. (Ed.). (2006). *Ekonomik kriz öncesi erken uyarı sistemleri*. İstanbul: Arıkam Basım Yayım Dağıtım.
- Solomon, R. (1999). *Money on the move: the revolution in international finance since 1980*. (ss. 244) New Jersey: Princeton University Press, Princeton.
- Stefanini, F. (2006). *Investment strategies of hedge funds*. 1.Basım, New Jersey:WILEY.
- Strömquist. (2009). *Hedge funds and the financial crisis of 2008*. (No. 3) Stockholms: Economic commentaries.
- Stiglitz, J.E. (2004). *90'ların Yükselişi*. 379s İstanbul: CSA Global Yayın Ajansı
- Stulz, R.M. (2007). *Hedge funds: past, present, and future*. New York: *Journal of Economic Perspectives*, (Cilt 21, No 2).
- Sucu, İ. (2005). *Türk Bankacılık Sistemi: Finansal Krizler Ve Finansal Kriz Sonrası Uygulanan İstikrar Programlarının Etkileri*, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Aydın.
- Şamiloğlu, F. Uygun, M. ve Gökmen, O. (2002). Finansal krizin Denizli ilinde tekstil sektöründe faaliyet gösteren KOBİ'lere etkileri üzerine bir araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (s.16) (ss. 63-75)
- Şen, A. (2005). *Finansal Krizlerin Tahmin Edilebilirliği: Türkiye Uygulaması*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- .Şeren, G. Y. (2011). *Kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal krizlere etkileri ışığında tobin vergisinin değerlendirilmesi ve uygulanabilirliği*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Topoğlu, E. (2010). *1990 sonrası dönemde yaşanan finansal krizlerin türkiye ekonomisine etkileri*, Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kırıkkale.
- Turan, Z. (2011). Dünyadaki ve Türkiye'deki krizlerin ortaya çıkış nedenleri ve ekonomik kalkınmaya etkisi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*. 4(1), ss.56-80.
- Turgut, A. (006). *Finansal entegrasyon ve finansal krizler: Türkiye örneği (1994, 2000 ve 2001 krizleri)*. Doktora Tezi, Konya Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

- Turgut, A. (2007). Türleri, nedenleri ve göstergeleriyle finansal krizler. *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi* (ss. 35-46).
- Tüz, M. (1996). *Kriz döneminde işletme yönetimi*. (200s). Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Uygun, S. (2011). *Ekonomik krizlerin Türkiye'nin dış ticareti ve rekabet gücü üzerine etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Afyonkarahisar.
- Üstünel, A. (2006). *Latin Amerika mali krizleri ve Türkiye*. Yüksek Lisans Tezi. Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Bursa.
- Wolfinger, M. (2005). *Create your own hedge fund: increase profits and reduce risk with ETFs and Options*. (s.22). New Jersey: WILEY.
- Woo, W. T. (2000). *The unorthodox origins of the Asian currency crisis*. ASEAN Economic Bulletin. 17 (2) (ss. 120-134).
- Yangibayev, A. (2011). *Global finansal krizlerin turizm pazarlamasına etkileri: Türkiye örneği*, Yüksek Lisans Tezi, Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Yay, T. Yay, G.G. ve Yılmaz, E. (2001). *Küreselleşme sürecinde finansal krizler ve finansal düzenlemeler*. (Yayın No.2001-47, 191s) İstanbul: İTO Yayınları.
- Yücel, F. ve Kalyoncu, H. (2010). Finansal krizlerin öncü göstergeleri ve ülke ekonomilerini etkileme kanalları. *Maliye Dergisi*,159. (ss. 53-69).
- Yüksel, B. (2012). *Uluslararası finansal krizlerde altın fiyatlarının hareketliliği*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.